



Reserves bij het wisselkoersbeleid in Azië

Auteur(s):

Lambregts, E.
Ottens, D.

De auteurs zijn werkzaam bij De Nederlandsche Bank, afdeling Monetair en economisch beleid. Met dank aan M.W.M. Admiraal en C.R. Bierdrager voor statistische ondersteuning. d.ottens@dnb.nl

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4428, pagina 100, 5 maart 2004

Rubriek:

Monetair beleid

Trefwoord(en):

De valutareserves in Aziatische opkomende economieën zijn de afgelopen jaren explosief toegenomen. Dit verkleint betalingsbalansrisico's, maar vergroot het risico van oververhitting in de landen zelf.

In het najaar van 2003 is door de G7-landen opgeroepen tot meer wisselkoersflexibiliteit in de wereld. Deze boodschap, die recentelijk in Florida is herhaald, is vooral gericht aan het adres van Aziatische opkomende economieën. Valuta-appreciatie in deze regio zou een gespreide aanpassing van de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden bevorderen. Onder invloed van het huidige rigide wisselkoersbeleid zijn de valutareserves in Aziatische opkomende economieën explosief gestegen tot boven de duizend miljard dollar in 2003.

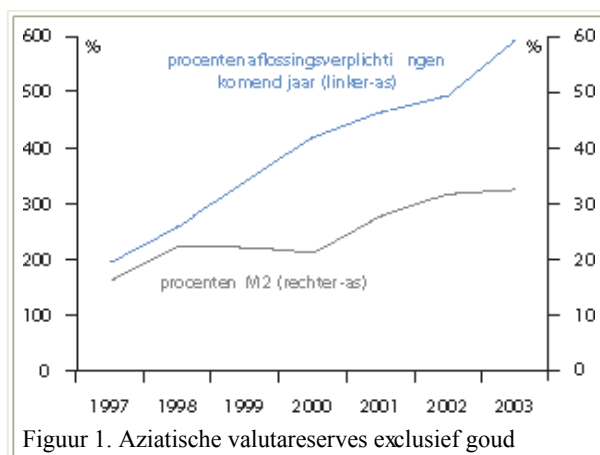
Ratio achter valutareserves

Een van de belangrijkste redenen voor het aanhouden van valutareserves is het opvangen van schommelingen in betalingsbalansstromen. Uit empirisch onderzoek blijkt dat het aangehouden niveau van valutareserves positief samenhangt met de mate van economische en financiële openheid, de grootte van economieën, de mate van wisselkoersrigiditeit en negatief met de hoogte van de opportunitetskosten (het verschil tussen de opbrengsten van valutareserves en binnenlandse staatsobligaties)¹. De sterke reservegroei van de afgelopen jaren in Aziatische opkomende economieën zou een weerspiegeling kunnen zijn van een toenemende integratie van de regio in de mondiale economie. Daarbij hebben Aziatische landen na de Aziëcrisis mogelijk geconcludeerd dat een sterke reservepositie wenselijk is om de kans op een volgende crisis te reduceren. De vraag is echter of de hoge valutareserves nodig zijn om het risico van een betalingsbalanscrisis te beperken, of dat sprake is van buitensporige reserveopbouw.

Zijn Aziatische reserves buitensporig?

Voor de beoordeling van het gewenste reserVENiveau wordt vaak gebruik gemaakt van een tweetal indicatoren. Reserves uitgedrukt als ratio van de kortlopende externe schuldverplichtingen, en als ratio van de liquide geldhoeveelheid (M2). De reservedekking van de korte schuld weerspiegelt de mate waarin een land aan vrijvallende externe schuldverplichtingen kan voldoen indien externe financieringsbronnen opdrogen. De reservedekking van M2 is gericht op het risico dat ingezetenen

liquide bezittingen in de lokale munt willen omruilen voor buitenlandse valuta. [figuur 1](#) illustreert dat de reserves in Azië volgens beide indicatoren een aanzienlijke groei hebben doorgemaakt. De verhouding tussen valutareserves en kortlopende externe schuld is tussen 1997 en 2003 zelfs verdrievoudigd zodat de reserves thans bijna zes maal de korte schuld dekken.



Figuur 1. Aziatische valutareserves exclusief goud

Hoewel verschillende empirische onderzoeken uitwijzen dat een hogere reservedekking de kans op een betalingsbalanscrisis verkleint, blijft het lastig hoe hoog deze dekking moet zijn. Om hiervan een indicatie te krijgen, hebben wij een simpele benchmark voor een adequaat niveau van reserves geconstrueerd (zie kader).

Wat opvalt in [figuur 2](#), is dat de valutareserves van alle geselecteerde Aziatische landen medio 2003 boven de grens lagen van wat volgens deze eenvoudige benchmark toereikend kan worden geacht. Uitschieter is Taiwan met een overschrijding van 377 procent boven de marge van de toereikende reserves. Het afgelopen jaar zijn de reserveposities van vooral China en India uitgebouwd: de overschrijding bedroeg in oktober 2003 respectievelijk bijna 45 procent en 160 procent. Volgens deze benchmark lijkt de reserveopbouw in Azië daarmee buitensporig. Deze conclusie komt overeen met eerder onderzoek van het imf.

| | kort lopende schuld ^a | wisselkoers regime | dekkingsmarge - M2 | | eu-landen risicoindex | adequate reserves ³ | | actuele reserves ^{a,b} | overmatige reserves in procenten |
|------------|----------------------------------|--------------------|--------------------|-------|-----------------------|--------------------------------|-------|---------------------------------|----------------------------------|
| | | | laag | hoog | | laag | hoog | | |
| China | 60,2 | vast | 252,8 | 505,6 | 0,41 | 166,4 | 272,6 | 361 | 33 |
| India | 12,6 | dirty float | 35,7 | 53,6 | 0,41 | 26,8 | 34,0 | 82 | 141 |
| Maleisië | 11,0 | vast | 10,3 | 20,6 | 0,34 | 14,5 | 18,0 | 38 | 110 |
| Taiwan | 13,2 | dirty float | 61,5 | 92,2 | 0,28 | 30,4 | 39,0 | 186 | 377 |
| Thailand | 23,8 | dirty float | 13,3 | 20,0 | 0,38 | 28,8 | 31,3 | 37 | 17 |
| Zuid-Korea | 49,7 | dirty float | 44,9 | 67,3 | 0,27 | 67,8 | 67,8 | 133 | 96 |

a. Miliard dollar.
b. Actuele reserves gedeeld door bovenmarge toereikende reserves.

Figuur 2. Geschatte adequate en feitelijke reserves in Azië, juni 2003

Benchmark adequate reserves

Deze benchmark bestaat uit drie elementen: een vereiste reservedekking voor de kortlopende externe schulden, de geldhoeveelheid en de hoogte van het landenrisico³. Voor het eerste element hanteren wij de vuistregel van het imf, dat de reservedekking van de korte schulden op minimaal honderd procent moet liggen⁴. Voor de dekking van M2, het tweede element, concluderen Wijnholds en Kapteyn op empirische gronden dat de reserves van landen met een vaste en flexibele wisselkoers respectievelijk in de marges van tien tot twintig procent en vijf tot tien procent dienen te liggen⁵. Voor landen met een zogenaamde dirty float hanteren wij een dekkingsmarge hier tussenin, van tien tot vijftien procent.

De hoogte van het landenrisico, het derde element, wordt ontleend aan de landenrisico-index van de Economist Intelligence Unit (EIU). Landen met gezonde economische en financiële fundamentals zijn minder kwetsbaar voor het risico van kapitaalvlucht. Om hiermee rekening te houden, corrigeren we de vereiste reservedekking van M2 met de score op de EIU-index, die theoretisch tussen 0 en 1 ligt. De uiteindelijke benchmark voor adequate reserves komt tot stand door de vereiste M2-dekking te verminderen met de score van de EIU-index en die op te tellen bij de korte schuld (zie [figuur 2](#)). Met andere woorden, twee verschillende en onafhankelijke kwetsbaarheden, de volatiliteit van de terugbetaalcapaciteit van de korte schuld en het risico van binnenlandse kapitaalvlucht, worden hiermee gecombineerd tot één indicator.

De snelle reserveopbouw in Azië is vooral te verklaren door wisselkoersrigiditeit. Door weerstand te bieden aan wisselkoersappreciatie ten opzichte van de dollar, wordt een omvangrijke betalingsbalansinstroom gevoed. Tot ultimo 2002 geschiedde dit vooral via lopende rekeningoverschotten en nadien in toenemende mate ook via de kapitaalrekening⁶. Bij dit laatste geldt bovendien dat de kapitaalinstroom - naast een positief renteverval - toeneemt als gevolg van een groeiende perceptie van een one-way bet, die is versterkt door de G7-oproep tot meer wisselkoersflexibiliteit. Beleggers beschouwen het depreciatierisico van Aziatische munten tegenover de dollar immers als nihil en speculeren massaal op een appreciatie.

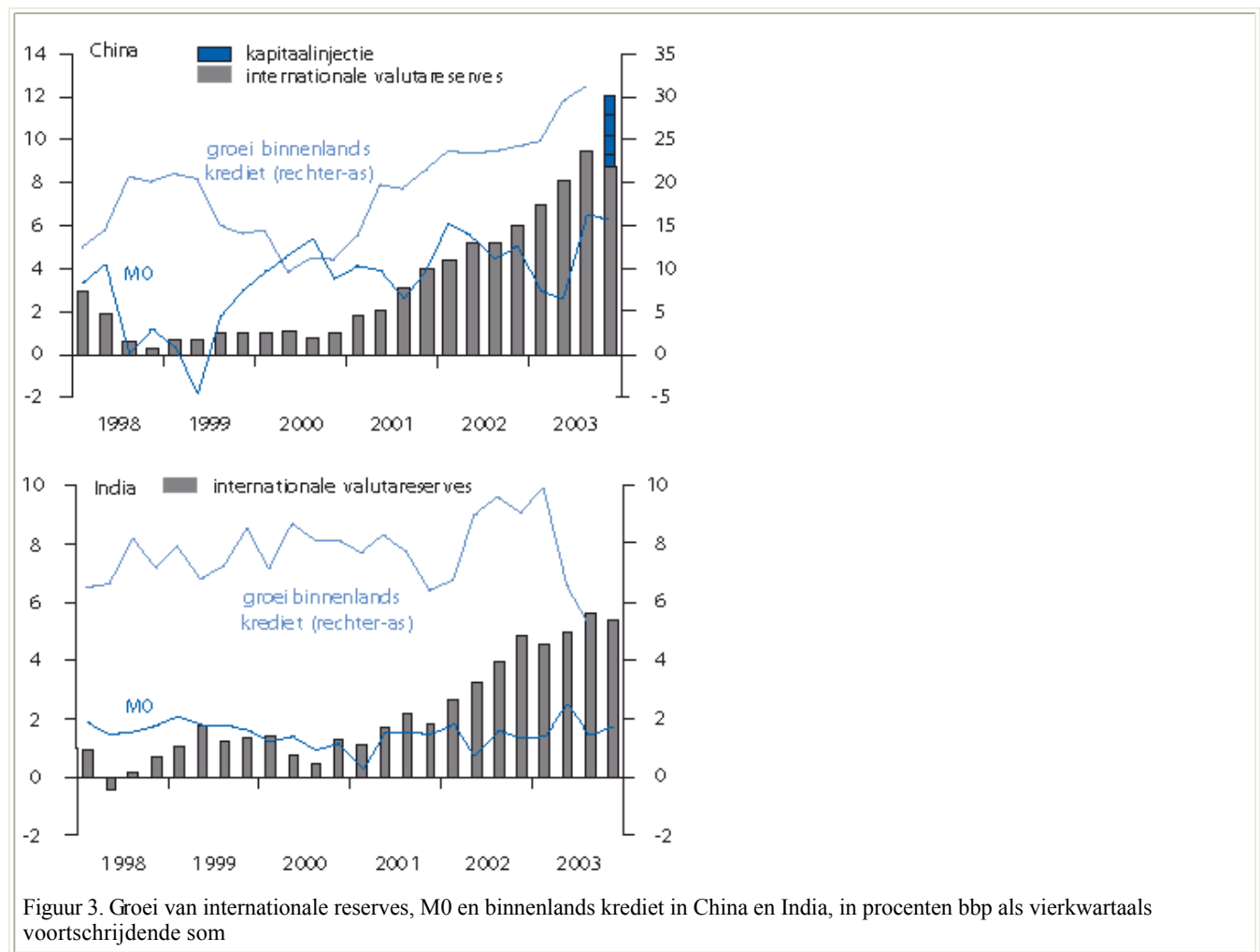
Invloed op monetaire en financiële ontwikkeling

Behalve voor de betalingsbalans, heeft de reservegroei implicaties voor de binnenlandse monetaire condities en financiële stabiliteit. Het kunstmatig laag houden van de wisselkoers via aankopen van buitenlandse activa leidt tot een vergroting van de basisgeldhoeveelheid (M0). Dit kan op kortere termijn de output stimuleren en op de wat langere termijn de inflatie verhogen. Verder kan een te hoge M0-toename zich vertalen in een onevenwichtige kredietgroei zodat speculatieve bubbels op vermogensmarkten ontstaan. Om dit te voorkomen, steriliseren de autoriteiten de aankopen van buitenlandse activa door het verkopen van staatsobligaties of centrale bankpapier. Doordat het basisgeld waarmee deze interventie is gefinancierd direct terugkeert op de centrale bankbalans, wordt een initiële vergroting van M0 tegengegaan. Om te kijken welke effecten de bovenmatige reservegroei heeft voor de monetaire condities concentreren wij ons op China en India. Dit zijn de twee grootste landen in de regio, die bovendien sinds eind 2002 de meest indrukwekkende reservegroei doormaken.

Een eerste blik op de rente- en inflatieontwikkelingen indiceert dat de centrale banken in beide landen in staat lijken te zijn een rentebeleid te voeren dat consistent is met het beteugelen van de inflatie. Dit laat onverlet dat vanaf het derde kwartaal van 2003 de inflatie in China een opmerkelijke versnelling laat zien: na bijna vijftien maanden van deflatie is de jaarlijkse prijsstijging in december uitgekomen op 3,2 procent. Mogelijk ligt de sterkere kapitaalinstroom onder het huidige wisselkoersbeleid hieraan ten grondslag. Disaggregatie naar intermediaire monetaire aggregaten, zoals M0 en binnenlands krediet, biedt wellicht meer duidelijkheid.

In [figuur 3](#) worden de procentuele mutaties van de internationale reserves afgezet tegen de procentuele mutaties van M0 en binnenlands krediet in termen van het bbp. Op het eerste gezicht is de relatie tussen de reserves en de basisgeldhoeveelheid over de periode 1998-

2003 weinig overtuigend. Vanaf begin 2002 blijft in zowel China als in India de toename in de basisgeldhoeveelheid achter bij die van de internationale reserves. Dit indiceert dat de autoriteiten de valuta-interventies deels steriliseren. Niettemin is de M0-groei in China vanaf het derde kwartaal van 2003 sterk opgelopen. Dit zou erop kunnen duiden dat de Chinese centrale bank meer problemen heeft de steeds grotere reservetoename effectief te steriliseren, met mogelijke risico's voor een verdere toename van de inflatie. Wat hierbij mogelijk meespeelt, is dat de centrale bank van China huiverig is de rente op lang papier te laten oplopen omdat dit de groei kan afknijpen. Die hogere rente is juist nodig om voldoende kopers voor het papier te interesseren.



Figuur 3. Groei van internationale reserves, M0 en binnenlands krediet in China en India, in procenten bbp als vierkwartaals voortschrijdende som

De zwakke langere termijn relatie tussen de reservegroei en de M0-groei houdt in dat de kredietgroei in India en China niet automatisch kan worden toegeschreven aan de reserveopbouw. Uit figuur 2a en b blijkt dat vanaf 2003 de kredietgroei in India fors afneemt, terwijl die van China verder oploopt tot boven de dertig procent. Opvallend is dat deze kredietontwikkeling echter redelijk correspondeert met enerzijds de afname van de groei in reserves en M0 in India, en anderzijds de stijging hiervan in China. Om te beoordelen of de vaak geuite zorgen over een onevenwichtige kredietgroei gegrond zijn, is het belangrijker te weten waar de kredietgroei neerslaat. Zo blijkt de daling van de Indiase binnenlandse kredietgroei vanaf 2002 vooral een afname van de bancaire kredietverlening aan de private sector te weerspiegelen⁷. Er zijn indicaties dat het steriliseren van de reservegroei de in het recente verleden kredietallocatie in India heeft beïnvloed, waarbij het door verliesgevendende leningen geplaagde bankwezen op grote schaal staatsobligaties koopt ten koste van leningen aan de private sector (crowding out)⁸.

In China is de versnelling van de kredietgroei in het afgelopen jaar voornamelijk geconcentreerd bij de vier grote publieke banken (samen goed voor zestig procent van de bancaire markt), die vooral ook inefficiënte staatsbedrijven financieren. Gegeven het slechte risicobeleid van deze banken is het aantal oninbare leningen opgelopen tot naar schatting 35 procent bpb⁹. De snellere kredietgroei bij juist deze instellingen riskeert het ontstaan van nieuwe slechte leningen. Hoewel een recente kapitaalinjectie van US\$ 45 miljard (gefinancierd uit de reserves) bij twee van deze staatsbanken zinvol is om de soliditeit te versterken, is vooral een verbetering van het toezicht op deze instellingen, en een adequater risicobeleid nodig om te voorkomen dat het extra kapitaal opnieuw improductief wordt aangewend.

Conclusie

Vooralsnog verzetten Aziatische opkomende economieën zich tegen de oproep van de G7 hun wisselkoersbeleid flexibeler te maken. Een afspiegeling van het huidige wisselkoersbeleid is een explosieve reservetoename, die uit het oogpunt van het verkleinen van mogelijke betalingsbalansproblemen excessief lijkt. Dit heeft in China en India totnogtoe weinig invloed gehad op de binnenlandse inflatie. Niettemin is de geldhoeveelheid in vooral China het laatste halfjaar fors opgelopen. Met het oog op de hoge kredietgroei is dit een risico voor de binnenlandse financiële stabiliteit. Om China's en ook India's kwetsbaarheden te verkleinen, is vooral een belangrijke rol weggelegd voor een beter toezichtbeleid. Met prudent en effectief toezicht kan het ontstaan van nieuwe omvangrijke slechte leningen worden voorkomen. Versterking van de lokale financiële sector maakt het daarbij mogelijk om meer wisselkoersflexibiliteit toe te staan.

1 Zie onder andere P.R. Lane en D. Burke, The empirics of foreign reserves, *Open Economic Review*, jrg. 12, 2001, blz. 423-434; J. Aizenman en N. Marion, *The high demand for reserves in the Far East: what is going on?*, NBER Working Paper nr. 9266, 2002.

2 Zie onder meer M. Allen, C. Rosenberg, C. Keller en N. Roubini, *A balance sheet approach to financial crisis*, IMF Working Paper 02/210, december 2002.

3 Deze benchmark is gebaseerd op de methodiek in J. de Beaufort Wijnholds en A. Kapteyn, *Reserve adequacy in emerging market economies*, IMF Working Paper 01/143, september 2001.

4 Zie M. Bussière en C. Mulder, *External vulnerability in emerging markets: how liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion*, IMF Working Paper 99/88, juli 1999.

5 De margevaststelling is gefundeerd op empirische observaties van kapitaalvlucht gedurende crises in de afgelopen vijftien jaar, waarbij kapitaalvlucht is gedefinieerd als de omissies-term in de betalingsbalans. Zie Wijnholds en Kapteyn, *op. cit.*, voor verdere uitleg.

6 Zie IMF, *World Economic Outlook*, Washington, augustus 2003.

7 IMF, *Article IV India*, Washington, juni 2003.

8 R. Kohli, *Capital flows and their macroeconomic effects in India*, IMF working paper 01/192, december 2001.

9 IMF, *Article IV People's Republic of China*, Washington, september 2003.