

Het internationaal financieel stelsel nog immer onder druk

Sinds de kredietcrisis zijn mondiale wisselkoersen flink in beweging. Zo ondervindt de euro na een initiële appreciatie momenteel neerwaartse druk door zorgen over onevenwichtigheden binnen het eurogebied die samenhangen met de houdbaarheid van overheidsfinanciën. Opkomende economieën ervaren tegenovergestelde krachten: hernieuwde kapitaalstromen, op gang gebracht door een opvallend snel economische herstel en het uitzonderlijk ruime monetair beleid in de ontwikkelde economieën, leiden tot sterk opwaartse druk op hun valuta's. Landen met een dollar-koppeling, zoals China, riskeren dat aanpassingen vooral via binnenlandse prijsstijgingen plaatsvinden. Het is daarom voor hen van belang bubbelvorming in vermogensprijzen tegen te gaan om schoksgewijze aanpassing te voorkomen.

Inleiding

Door de uiteenlopende macroeconomische ontwikkelingen en de aanhoudende financiële crisis staat het internationaal financieel stelsel nog immer onder druk. Enerzijds kampt Europa met een vertrouwencrisis door buitensporige overheidsfinanciën. Anderzijds maken opkomende economieën een sterke groei door en moeten zij waken voor oververhitting. In de Verenigde Staten wint het economisch herstel geleidelijk aan kracht. Deze uiteenlopende mondiale ontwikkelingen vinden hun weerslag in de wisselkoersverhoudingen. De euro is in deze turbulente periode onder druk komen te staan en verloor in een half jaar tijd ongeveer 15% ten opzichte van zowel de Amerikaanse dollar als de Japanse yen (grafiek 1). In dit artikel komen allereerst de ontwikkelingen in het eurogebied en de geboden steunmaatregelen aan bod. Vervolgens is kort aandacht voor het Amerikaanse herstel, waarna wordt ingegaan op kapitaalstromen naar opkomende economieën.

Kwetsbare schuldposities in het Eurogebied

In de eerste helft van 2010 hield onzekerheid over de schuldhoudbaarheid van enkele perifere eurolanden de financiële markten in hun greep. Vooral voor Griekenland kwam de financierbaarheid van schulden onder zware druk te staan. Investerders werden geconfronteerd met verlagingen van de kredietrating voor zowel Griekse staatsobligaties als het Griekse bankwezen, een opwaartse bijstelling van het Griekse begro-

tingstekort over 2009 en onduidelijkheid over de wijze waarop internationale steun al dan niet vorm zou krijgen. De rente op Griekse staatsleningen steeg tot grote hoogte en ook de kosten voor een verzekering tegen een faillissement van Griekenland schoten omhoog.

Steun voor Griekenland

Eind april vroeg de Griekse regering officieel om financieringssteun van de eurolanden en het IMF. Begin mei kreeg deze steun zijn beslag in de vorm van een lening à EUR 110 miljard voor een periode van drie jaar; het IMF neemt hiervan EUR 30 miljard voor zijn rekening. Aan de lening zijn strikte voorwaarden verbonden om de Griekse overheidsfinanciën en concurrentiepositie op orde te brengen. Het historisch grote steunpakket was erop gericht de financieringsonzekerheden voor Griekenland weg te nemen. Niettemin dreigde nog steeds een brede besmetting binnen het financiële systeem. Staatsleningen van andere eurolanden (in het bijzonder Ierland, Portugal en Spanje), normaal gesproken zeer liquide, werden slecht verhandelbaar door buitengewone risico-aversie van marktpartijen. Dit toegenomen landenrisico werkte via waardeverliezen op balansen door op de financiële sector. Daarmee dreigde opdrogende liquiditeit in de interbancaire geldmarkt, zoals kort na de val van Lehman Brothers in 2008 gebeurde. Inmiddels beperkte de spanning zich niet meer tot Europa. Mondiaal nam de volatiliteit van aandelen- en valutamarkten toe.

Breed vangnet voor het Eurogebied

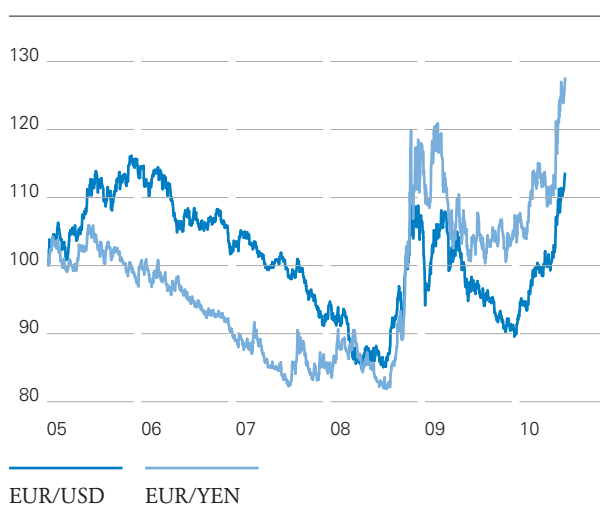
Onder dit gesternte kondigden Europese regeringsleiders op maandag 10 mei maatregelen aan om de financiële stabiliteit te waarborgen met als kern een noodplan dat voorziet in een stabilisatiemechanisme voor de eurozone. Dit mechanisme heeft een omvang van EUR 500 miljard, waarvan EUR 60 miljard meteen beschikbaar was gesteld door de Commissie. De overige EUR 440 miljard bestaat uit een driejarige garantstelling door eurolanden voor een gemeenschappelijk financieringsvehikel. Verder heeft het IMF aangekondigd bij activering van het mechanisme minimaal de helft van de Europese steun bij te dragen. Aan daadwerkelijke steun zijn zware voorwaarden verbonden ten aanzien van het economisch beleid, zoals gebruikelijk bij IMF-programma's. De effectiviteit van het vangnet hangt immers samen met de bereidheid van landen hervormingen door te voeren.

De ECB besloot, na bekendwording van het noodplan, over te gaan tot het aankopen van publiek en privaat schuld papier in de secundaire markt. Met het opkoopprogramma richt de ECB zich op niet-functioenerende segmenten van de obligatiemarkt die de monetaire transmissie dreigden te verstoren (zie het artikel 'Economische ontwikkelingen en vooruitzichten'). De ECB benadrukte dat hiermee van kwantitatieve verruiming geen sprake zal zijn: de monetaire verruiming wordt gesteriliseerd door deze elke week vast te zetten op een deposito met een looptijd van één week. Het pakket maatregelen werd gecompliceerd door hernieuwde inzet van volledige toewijzing in herfinancieringsoperaties met een looptijd van drie maanden en de herintroductie van een herfinancieringsoperatie met een looptijd van zes maanden. Omdat er voor Europese banken krapte ontstond op de dollargeldmarkt zijn daarnaast ook de herfinancieringsoperaties in dollars geïntroduceerd, gefaciliteerd door het heropenen van de swaplijn met de Fed. Banken hebben hier, vanwege onaantrekkelijke prijsstelling, tot dusverre slechts beperkt gebruik gemaakt.

Een tijdig en adequaat ingrijpen van autoriteiten was van het uiterste belang om een nog kwetsbare financiële sector en economie te beschermen tegen een nieuwe periode van besmettingsgevaar en opdrogende markten. Het geboden vangnet laat echter onverlet dat Europese landen hun huishoudboekje en concurrentiepositie op orde moeten brengen (zie het artikel 'Versterking begrotingsdiscipline in het eurogebied').

Grafiek 1 Wisselkoers euro tegenover Amerikaanse dollar en Yen

Index: 1 januari 2005 = 100



Bron: Datastream.

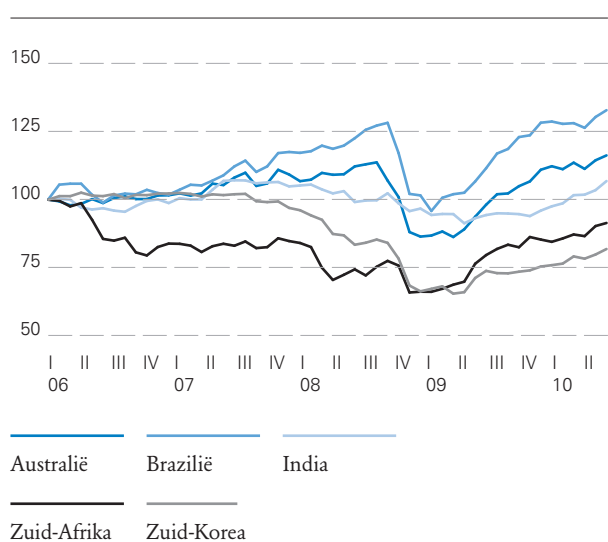
Voorzichtig herstel in de Verenigde Staten

Mede door de turbulente ontwikkelingen in het eurogebied wordt de dollar door investeerders opnieuw beschouwd als 'veilige haven'. Daarbij zijn ook de groeiverwachtingen voor de Amerikaanse economie momenteel beter dan voor Europa. Zo groeide het Amerikaanse bbp in het eerste kwartaal van dit jaar met 3,2% (kwartaal-op-kwartaal, geannualiseerd). Hoewel hiermee de gunstige lijn uit de laatste kwartalen van 2009 wordt doorgezet, is de verwachting dat het huidige Amerikaanse herstel zwakker is dan in normale conjunctuurcycli door een nog kwetsbare woningmarkt en een werkloosheid die tot recordhoogte (9,9% in april) is gestegen. De kerninflatie in de Verenigde Staten is daarbij in april teruggevallen tot het laagste peil sinds 1966.

Tegen deze achtergrond, maar ook door de scherpe daling van vermogensposities sinds de uitbraak van de kredietcrisis, is het waarschijnlijk dat Amerikaanse huishoudens zich langere tijd voorzichtig zullen opstellen en meer zullen sparen. De toenemende spaarquote is mede toe te schrijven aan de scherpe daling van de vermogenspositie van huishoudens sinds de uitbraak van de kredietcrisis. Een aantal andere factoren verkleint evenzeer de kans op een al te sterke opleving van de economie. Zo heeft het bankwezen nog steeds te kampen met vastgoedverliezen en zal de Amerikaanse overheid haar grote begrotingstekort, van naar verwachting 10,9% bbp in 2010, moeten terugbrengen.

Grafiek 2 Ontwikkeling reële effectieve wisselkoersen

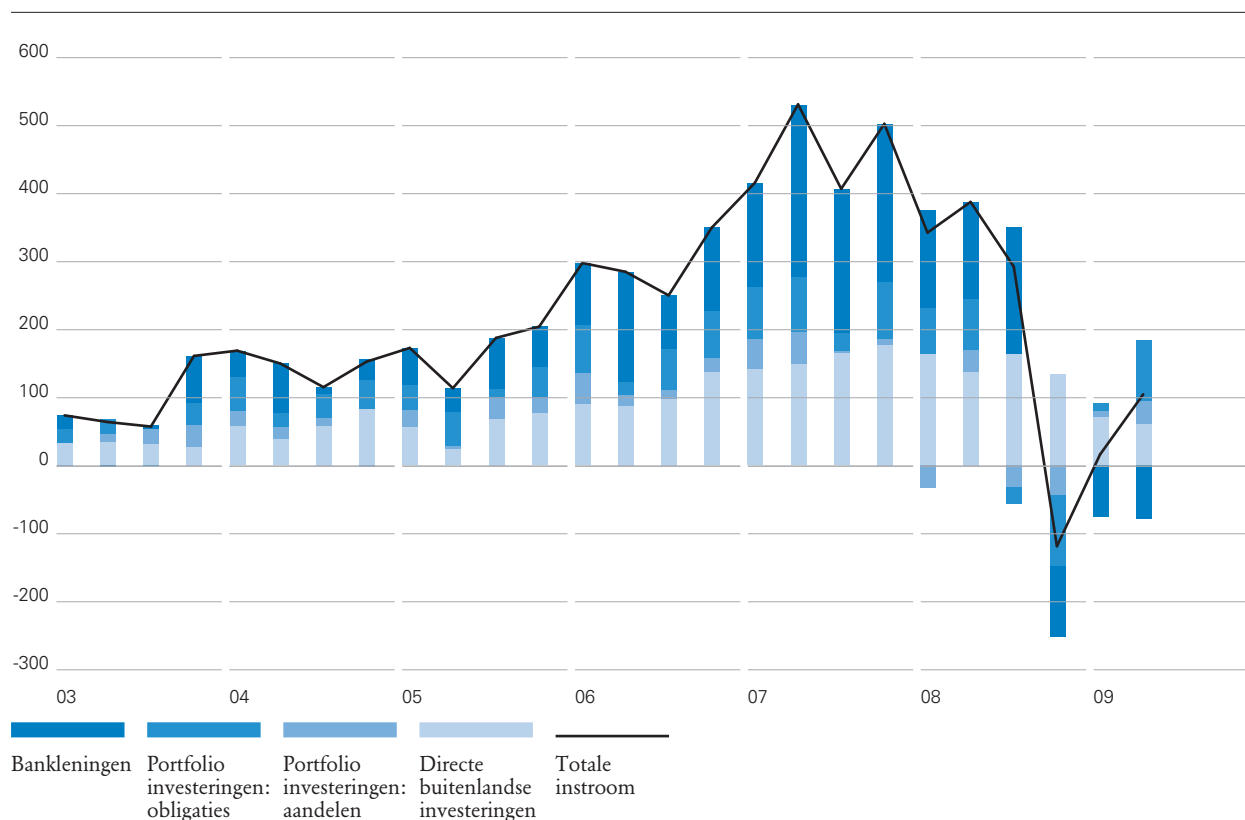
Index: januari 2006 = 100



Bron: Datastream.

Grafiek 3 Liquiditeitontvangende economieën: samenstelling van kapitaalinstroom

Per kwartaal, in USD miljard



Bron: IMF (GFSR).

Kapitaalstromen naar opkomende economieën

Buitenlandse investeringen

Waar de euro onder druk staat, ondervinden opkomende economieën door een herstel van kapitaalinstroom juist een reële waardeverhoging van hun valuta (grafiek 2). Vooral landen in Azië en Latijns-Amerika, die de kredietcrisis goed hebben doorstaan, kennen forse economische groei en leveren een belangrijke bijdrage aan het mondiale economische herstel. De kapitaalstromen richting opkomende economieën herstelden in 2009 dan ook sterk na de diepe krimp in het laatste kwartaal van 2008. Het herstel zal naar verwachting in 2010 en 2011 verder aan kracht winnen. Voornamelijk bestaan de hernieuwde kapitaalstromen voornamelijk uit (kortetermijn) portfolio investeringen en, in mindere mate, directe buitenlandse investeringen (grafiek 3).

Maar ook carry trades

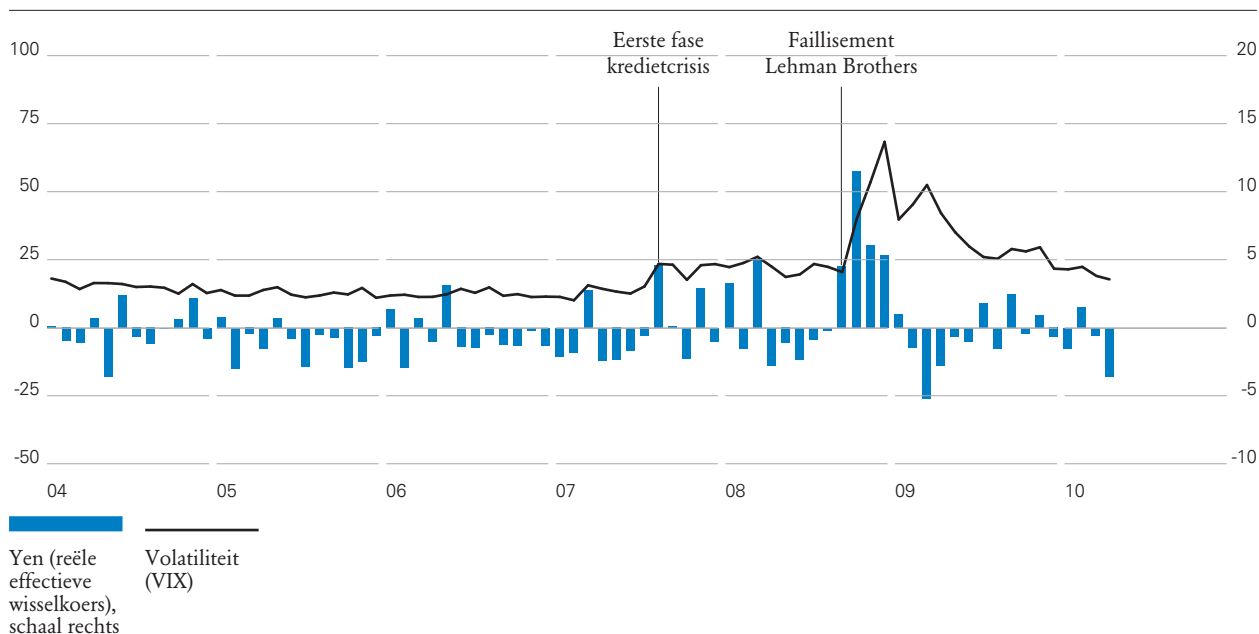
Een deel van de kapitaalstromen is specifiek opgezet om te profiteren van de verschillen in economische

groei tussen ontwikkelde economieën en opkomende economieën. Een ander deel heeft een meer speculatief karakter en wordt gedreven door het verschil tussen de monetaire condities onderliggend aan de belangrijkste mondiale valuta's en de condities in opkomende economieën. Zo hanteren de centrale banken van de drie belangrijkste mondiale valuta sinds eind 2008 uitzonderlijk lage beleidsrentes van 0,1% (Bank of Japan), 0,25% (Federal Reserve) en 1% (ECB). De nog aanwezige additionele verruimingsoperaties versterken de ruime monetaire omstandigheden. Bovendien is de brede marktverwachting dat deze centrale bankende lage tarieven nog enige tijd zullen handhaven. De Japanse yen en de Amerikaanse dollar worden in deze omstandigheden door beleggers benut als bronvaluta's voor het opzetten van carry trades naar de valuta's van opkomende economieën (ook wel doelvaluta's genoemd) waar de rente hoger is, bijvoorbeeld Brazilië (beleidsrente: 9,5%) of India (5,25%).

Waar carry trade-posities zich opbouwen over de tijd, vertonen investeerders kuddedrag in het beëin-

Grafiek 4 Marktvolatiliteit en reële effectieve wisselkoers Yen

VIX index en Yen (m-o-m mutaties in procenten, schaal rechts)



Bron: Datastream en BIS.

digen van deze posities. In statistische termen is sprake van een hoge mate van scheefheid in de verdeling van wisselkoersbewegingen: langere periodes van stabiliteit worden afgewisseld met enkele dagen of weken van grote volatiliteit. De aanpassing van de wisselkoers gebeurt abrupt. Economisch-historisch onderzoek naar abrupte wisselkoersaanpassingen voor enkele belangrijke doelvaluta's laat hierbij een verband zien tussen de volatiliteit op financiële markten en de afbouw van carry trades. Wanneer beleggers vermoeden dat de doelvaluta een depreciatie inzet, bouwen zij en masse hun valutapositie af om het wisselkoersverlies te minimaliseren. Dit kan vervolgens resulteren in een zelfgeïnduceerde, fikse depreciatie. Omgekeerd ondervinden bronvaluta's in zo'n situatie een appreciërendedruk. Zo was eind 2008 de yen de meest gebruikte bronvaluta. Door de abrupte afbouw van carry trade-posities ondervond Japan een instroom van terugkerend kapitaal en was er een sterke appreciatie van de yen (grafiek 4).

Carry trades kunnen een risico vormen voor financiële stabiliteit, zeker voor opkomende landen waar de carry trade een grote impact kan hebben op de omvang en richting van kapitaalstromen. Bij gebrek aan absorptiecapaciteit kan het instromende kapitaal snel leiden tot bubbelvorming, hoge kredietgroei en overwaarding van activaprijzen. Om dit tegen te gaan hebben

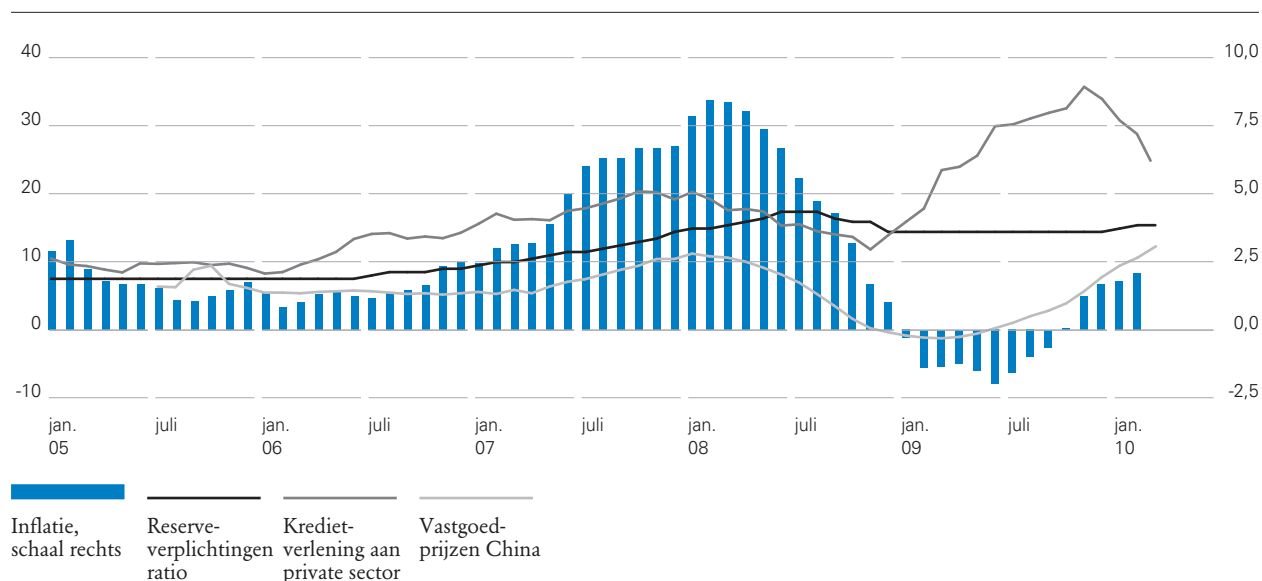
sommige landen getracht de instroom te dempen door het introduceren van kapitaalrestricties. Zo introduceerde Brazilië een 2-procents belasting op instromende gelden in korte-termijn portfolio investeringen. Ook in Rusland en India wordt momenteel openlijk gesproken over de mogelijkheid om kapitaalrestricties te introduceren. Hoewel kapitaalrestricties de instroom kunnen sturen richting verhoudingsgewijs meer lange-termijn kapitaal, leert de praktijk dat deze slechts tijdelijk en in beperkte mate de instroom van kapitaal daadwerkelijk terugdringen. Bovendien kunnen kapitaalrestricties ook voor andere landen de marktwerking verstoren.

Chinese dollar-koppeling onder spanning

In bredere zin tekent de discussie over kapitaalrestricties het dilemma waarvoor opkomende economieën zich geplaatst zien. De convergentie van deze landen met ontwikkelde economieën vraagt om een appreciatie van hun reële wisselkoersen. Onder een flexibel wisselkoersbeleid bestaat het risico dat appreciatie kan leiden tot speculatieve kapitaalstromen, overwaarding van de wisselkoers en de kans op abrupte uitstroom van kapitaal. Het monetair beleid is in te zetten, maar renteverhoging kan de kapitaalinstroom versterken. Met in het achterhoofd de forse kapitaaluitstroom ten tijde van de Aziëcrisis (1997) en de recente kredietcrisis kiest

Grafiek 5 Aanwijzingen voor bubbelvorming in China

Inflatie (schaal rechts), vastgoedprijzen, kredietverlening (allen j-o-j mutatie in procenten, per maand) en reserveverplichtingen ratio (procenten).



Bron: Datastream, People's Bank of China en IMF Banking Survey.

een groot aantal centrale banken in opkomende economieën daarom voor interventies in de wisselkoers en accumulatie van buitenlandse valuta-reserves.

Landen met een volledig vaste wisselkoers, China en Hong Kong in het bijzonder, zijn beperkt in de mogelijkheden een onafhankelijk monetair beleid te voeren. Ook hier manifesteren zich risico's. De Chinese economie zit in een hoogconjunctuur en groeide in het eerste kwartaal van 2010 met 11,9 procent. Door de dollarkoppeling wordt de Chinese centrale bank echter gedwongen de ruime monetaire condities van de Verenigde Staten te volgen. Uitbundige kredietgroei en een sterke stijging van vastgoedprijzen wijzen op het risico van bubbelvorming. In april stegen vastgoedprijzen in de zeventig grootste Chinese steden met gemiddeld 12,8 procent ten opzichte van een jaar eerder, de grootste stijging in de afgelopen vijf jaar (grafiek 5). De recente stagnatie van Chinese beurskoersen wijst op overwaardering, evenals de daling van woningverkopen in grote steden met meer dan 60 procent in mei (ten opzichte van april). De inflatie blijft onder deze omstandigheden snel toenemen. In het licht van de kredietgroei heeft de Chinese centrale bank sinds het begin van 2010 de reserveverplichting voor kredietverlening tot drie maal toe met 0,50 procentpunten verhoogd. In Hong Kong worden macroprudentiële instrumenten, zoals kredietlimieten, ingezet om het gevaar van bubbelvorming te dempen. Een appreciatie van de Chinese renminbi lijkt

in dit verband echter onafwendbaar willen de autoriteiten een aanpassing van reële wisselkoersen via een verdere toename van de binnenlandse inflatie vermijden.