

Financiële stabiliteit

Onder invloed van de gestegen olieprijs zijn de aandelenkoersen in de zomermaanden gedaald en is de verwachting dat de rente minder snel zal stijgen versterkt. Dankzij verbeterde balansposities hebben de Nederlandse financiële instellingen en bedrijven hun weerstandsvermogen voor de veranderende financiële omstandigheden vergroot. De mondiale conjunctuur en de stabiliteit van het financiële systeem is in toenemende afbankelijk van de ontwikkelingen in Azië en China in het bijzonder. Aan de snelle kredietexpansie aldaar kleven echter risico's voor de stabiliteit van het Aziatische bankwezen en de wereldwijde financiële markten.

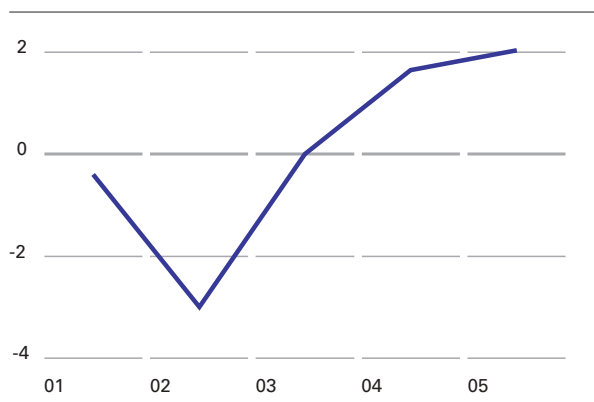
Recente ontwikkelingen

Neerwaartse risico's vanuit de macro-economische omgeving
Het herstel van de wereldeconomie in de afgelopen zes maanden overtrof in de meeste regio's de verwachtingen. Het imf verwacht een wereldwijde bbp-groei van 4,9% in 2004. De expansie van de Amerikaanse economie lijkt echter te zijn afgevlakt als gevolg van een tegenvallende consumptiegroei en de gestegen olieprijs. Mede hierdoor vertraagde de bbp-groei in de Verenigde Staten (vs) in het tweede kwartaal tot 2,8% (zie het hoofdstuk 'Nederland in het eurogebied', elders in dit Kwartaalbericht). Daarbij lagen de werkgelegenheids cijfers van juni en juli beneden de verwachting. Tegen deze achtergrond is het risico van een snelle Amerikaanse rentestijging zoals beschreven in het vorige Kwartaalbericht afgenomen. Een ander neerwaarts risico voor zowel de mondiale conjunctuur als de financiële stabiliteit is een snelle afkoeling van de Chinese economie. Dit zou de economische groei in de rest van Azië vertragen en het fragiele Chinese bankensysteem verder onder druk zetten (zie verder in dit hoofdstuk). Hoewel de Chinese economie de eerste tekenen van afkoeling lijkt te vertonen, was de geschatte groei in het tweede kwartaal met 9,7% ook daar nog hoog.

Met de economie herstelt ook de financiële positie van het Nederlandse bedrijfsleven. Winstmarges nemen weer toe en ramingen wijzen op een verdere winstmargestijging in 2005 (grafiek 1). Dit is mede te danken aan de saneringen en reorganisaties in de afgelopen jaren, die vanaf dit jaar tot uitdrukking komen in een hogere arbeidsproductiviteitsgroei. Het winstherstel van bedrijven gaat gepaard met een toenemende liquiditeit en in mindere mate ook met een verbetering van de solvabiliteit. Daaraan heeft het gunstige financieringsklimaat bijgedragen, waarvan het Nederlandse bedrijfsleven heeft kunnen profiteren door schuld af te

Grafiek 1 Ontwikkeling winstmarge

Procenten, bbp deflator minus arbeidskosten per eenheid product, mutatie op jaarbasis



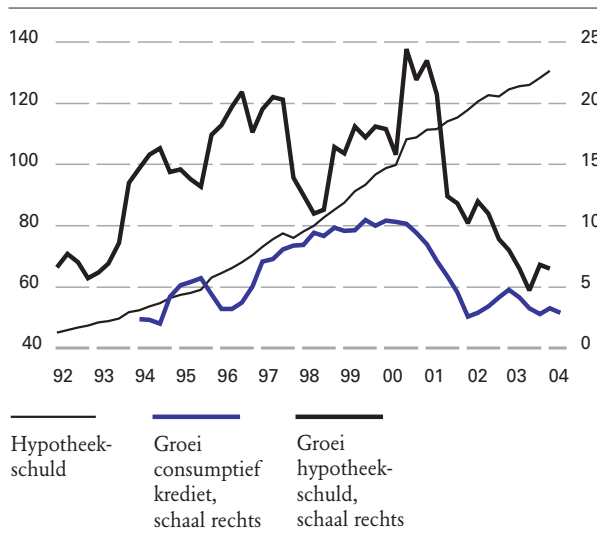
Bron: Eigen berekeningen op basis van cpb gegevens.

lossen en te herstructureren. Hierdoor zijn de renterisico's en herfinancieringsrisico's afgenomen. Niettemin blijft de bedrijfsschuld hoog (voor niet-financiële beursgenoteerde bedrijven naar schatting 34% van de totale activa eind 2003), ook vergeleken met die in andere landen. Hierdoor blijven bedrijven gevoelig voor veranderende financieringsvoorwaarden. Daarmee blijven kredietrisico's voor banken aanwezig, zij het in mindere mate dan vorig jaar, dankzij de balansverbeteringen bij de bedrijven. Bovendien beperken de banken hun kredietrisico's door prudent risicomanagement en scherpe acceptatiecriteria.

De opgelopen lange rente, het nog achterblijvende herstel van de werkgelegenheid en de recente discussie over het geleidelijk afschaffen van de hypotheekrenteaftrek hebben nauwelijks merkbare effecten gehad op de huizenmarkt. Deze maakt voornamelijk een zachte landing, met een reële prijsstijging van gemiddeld 3,1% in het tweede kwartaal (ten opzichte van het tweede kwartaal van 2003). Niettemin blijven de in internationaal perspectief uitzonderlijk hoge hypotheekschulden en de aanhoudend sterke groei van de hypothecaire kredietverlening een punt van aandacht voor het beleid gericht op financiële stabiliteit (grafiek 2). In een klimaat van een stijgende rente en onder druk staande inkomens bestaat het risico dat huizenkopers zich risikanter financieren om toch een huis te kunnen kopen. Dit kan gepaard gaan met een toename van risicovolle financieringsconstructies, zoals top hypotheek en hypotheek met oplopende afbetalingsschema's of een korte danwel een variabele renteperiode. In de eerste helft van dit jaar is het aandeel van deze laatste categorie in de nieuwe hypotheekverstrekking toegenomen tot gemiddeld 33%, vergeleken met 24% in 2003.

Grafiek 2 Hypotheekschuld

Hypotheekschuld als percentage van besteedbaar huishoudinkomen, respectievelijk mutatie op jaarbasis



Bron: Datastream, cbs.

Bepaalde segmenten van de huishoudsector, waaronder starters op de woningmarkt, lijken dus bereid meer financieel risico te nemen. Hypothecair krediet wordt deels gebruikt voor de financiering van consumptieve uitgaven (zie ook het artikel 'Financieel gedrag Nederlandse huishoudens', elders in dit Kwartaalbericht). De consumptieve schuld waartegenover geen woningonderpand staat is in verhouding tot de hypotheekschuld aanzienlijk kleiner (ongeveer 6% van de

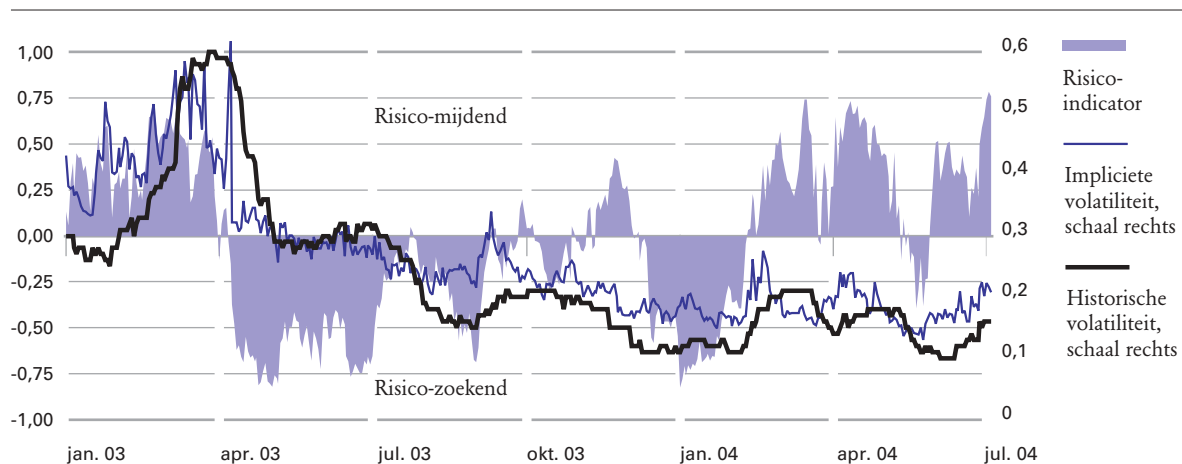
hypotheekschuld). In vergelijking met de hypothecaire kredietgroei is de toename van nieuw consumptief krediet, voor een kwart betreft het creditcardschuld, beperkt (grafiek 2). Dit duidt erop dat financiers momenteel voorzichtiger zijn bij de verstrekking van schuld voor de financiering van consumptieve uitgaven dan voor woningfinanciering (zie ook de conclusies uit de kwartaalenquête kredietverlening, dnb Statistisch Bulletin, maart 2004).

Recente ontwikkelingen op financiële markten

Het mondiale herstel op de aandelenmarkten heeft zich in de zomermaanden niet doorgezet. Aandelenindices in Amerika, Europa en Azië lieten dalingen zien en vielen terug tot niveaus van begin dit jaar. Hieraan lagen ten grondslag een toegenomen onzekerheid over de Amerikaanse groei, verwachtingen over renteverhogingen door de Fed, geopolitieke spanningen en zorgen over de hoge olieprijs. Opvallend is dat de heersende onzekerheid, die tot uitdrukking komt in het neerwaartse koersbeloop en de risicoaversie van beleggers sinds het tweede kwartaal (grafiek 3), niet wordt weerspiegeld in de verwachte volatiliteit die besloten ligt in de optieprijsen (de verwachte of impliciete volatiliteit). Hoewel de impliciete volatiliteit en de maatstaf voor risicoaversie niet hetzelfde meten, gaat een hoge risicoaversie meestal samen met een hoge impliciete volatiliteit, zoals in de eerste maanden van 2003. De recente relatief lage impliciete volatiliteit kan het gevolg zijn van de 'jacht op rendement' door beleggers, die lage

Grafiek 3 Risico-indicator en volatiliteit aex-index

Risico-indicator respectievelijk impliciete volatiliteit en historische volatiliteit



Toelichting: De risico-indicator is berekend als 'voortschrijdende' rangcorrelatie tussen de maandelijkse rendementen en de volatiliteit in het voorafgaande jaar van alle aex-fondsen.

Bron: Thomson Financial.

rendementen trachten te compenseren met premieinkomsten op het schrijven van opties. Dit kan leiden tot een groter aanbod van opties en tot druk op de prijzen daarvan, waarop de berekeningen van de impliciete volatiliteit zijn gebaseerd. Het risico bestaat dat bij een schok de prijs van de verwachte volatiliteit oploopt en verliezen optreden bij partijen die door het (kortstondig en speculatief) schrijven van opties *short* zijn gegaan in verwachte volatiliteit. Een andere mogelijke verklaring is dat minder volatiliteit wordt verwacht, omdat beleggers ervan uitgaan dat het lage niveau van de daadwerkelijke volatiliteit voorlopig zal aanhouden.

Tegen de achtergrond van de recente lage volatiliteit op de financiële markten is het gemiddelde rendement van hedge funds dit jaar verslechterd. Het vooruitzicht van overrendementen van hedge funds heeft de afgelopen jaren, in het klimaat van lage rentes, juist geleid tot een explosieve instroom van beheerd vermogen bij deze instellingen. Hun activiteiten kunnen gepaard gaan met risico's voor de financiële stabiliteit als beleggers massaal hun geld uit de hedge funds terugtrekken. Deze kunnen hierdoor worden gedwongen om collectief (vergelijkbare) marktposities te sluiten waardoor de prijsvorming op de financiële markten wordt verstoord. Problemen bij hedge funds kunnen ook marktpartijen besmetten die afhankelijk zijn van de hedge funds door hun uitzettingen of dienstverlenende activiteiten. Tot nog toe hebben zich recent geen crises bij hedge funds voorgedaan, mede omdat ze lijken voorbereid op de geleidelijke omslag in het rentebeeld.

Op de Amerikaanse en Europese obligatiemarkten is de rente licht gedaald tijdens de zomermaanden. Dit ondersteunt de heersende marktverwachting dat de overgang naar een hoger renteniveau geleidelijk zal plaatsvinden. Marktpartijen verwachten dat de Amerikaanse beleidsrente eind 2004 op omstreeks 2% uitkomt en bij een licht oplopende kapitaalmarktrente betekent dit dat de rentecurve zal vervlakken. In Europa is in mindere mate een vervlakking ingeprijsd. In de afgelopen maanden hebben de olieprijsstijgingen nauwelijks een effect gehad op de inflatieverwachtingen, mogelijk omdat het neerwaartse inflatie-effect van een groeivertraging groter werd geacht dan het directe prijsopdrijvende effect. Het is evenwel niet uit te sluiten dat de hoge olieprijsen alsnog doorwerken in de inflatie (verwachtingen).

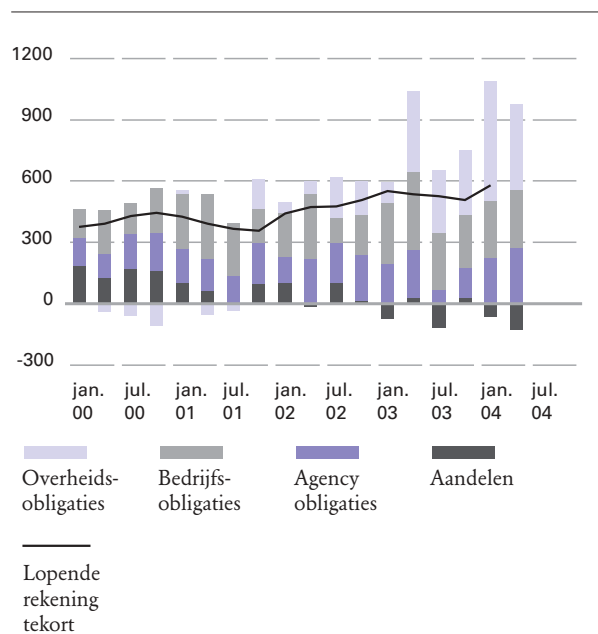
Per saldo is de wisselkoers van de dollar ten opzichte van de euro tegen het einde van de zomermaanden weer aangeland nabij het niveau van begin juni. Aanvankelijk verloor de dollar aan waarde doordat de markt een minder snelle verhoging van de Federal

Funds Rate inprijsde. Door de optimistische toon van Greenspan's halfjaarlijkse toespraak voor het Congres op 20 juli werden *short*-posities in de dollar fors afgebouwd en apprecieerde de dollar vervolgens weer. Het hoge lopende rekeningtekort vormt echter een voortdurend neerwaarts risico voor de dollarkoers. Sinds het tweede kwartaal van 2004 nemen de valuta-interventies van Aziatische landen af waardoor de Amerikaanse afhankelijkheid van de financiering door particuliere beleggers is toegenomen. Daarbij wordt sterk geleund op obligatiebeleggingen, waarmee de financiering van het lopende rekeningtekort gevoelig is voor verwachtingen over het rentebelooft, en daarmee de groeiverwachtingen, in de vs (grafiek 4).

Recente ontwikkelingen bij financiële instellingen

De solvabiliteitsratio van het Nederlandse bankwezen nam in de eerste helft van 2004 enigszins af, maar is met 11,6% (ultimo juni 2004) nog uiterst comfortabel. Positief is dat ook de solvabiliteitspositie van de minst gekapitaliseerde banken verbeterde. De winstgevendheid van de banken steeg in het afgelopen kwartaal met 5% ten opzichte van een jaar geleden. Hieraan droeg de inkomstengroei bij door een aanhoudend sterke (hypothecaire) kredietgroei en een steilere rentecurve bij (zie het hoofdstuk 'Actuele ontwikkelingen in het banken-

Grafiek 4 Financiering lopende rekeningtekort vs
usd miljard, kwartaalcijfers op jaarbasis

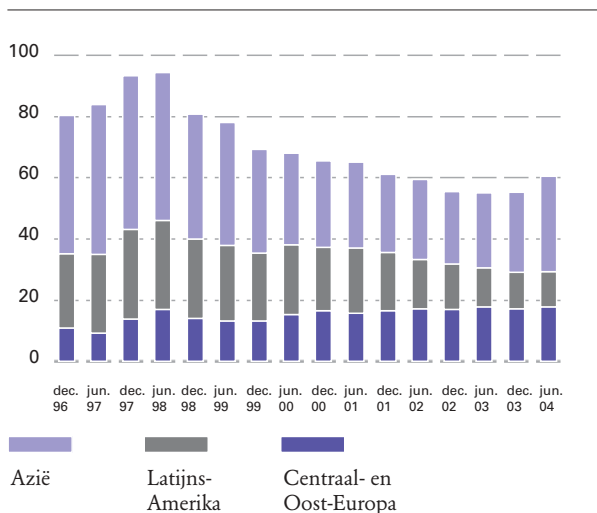


Bronnen: us Treasury, us Department of Commerce.

toezicht', elders in dit Kwartaalbericht). De door marktpartijen verwachte toename van de lange rente is enerzijds gunstig voor de banken, omdat zij kunnen profiteren van een hogere rentemarge. Dit geldt vooral bij een versteiling van de rentecurve, omdat de rentebaten van de overwegend langlopende activa dan sterker toenemen dan de rentelasten van de overwegend kortlopende passiva (omgekeerd is een vervlakking van de rentecurve in principe ongunstig voor de banken omdat de rentemarge dan krimpt). Ontwikkelingen op de huizenmarkt blijven van belang voor de winsten van de banken. De winstgevendheid vermindert als een rentestijging gepaard gaat met volume-effecten, zoals een verminderde vraag naar hypotheecair krediet. Door een stijging van de lange rentes neemt ook de schulden dienst van debiteuren toe, waarvoor bedrijven en opkomende landen met een ongunstig schuldprofiel in het bijzonder gevoelig zijn. Via dit kanaal kan een rentestijging gepaard gaan met een verslechtering van de kredietkwaliteit van bancaire uitzettingen op opkomende markten. De risico's voor de banken zijn evenwel beperkt omdat hun uitzettingen op dergelijke hoogrisicomarkten niet bijzonder omvangrijk zijn (grafiek 5). Ook de recente daling van de toevoegingen aan de voorzieningen door de banken wijst erop dat de risico's op bankleningen beheersbaar zijn.

Grafiek 5 Uitzetting¹ Nederlandse banken in opkomende economieën

Procenten van het toetsingsvermogen



Bron: Datastream, cbs.

¹ Onder 'uitzettingen' wordt hier verstaan de buitenlandse activa van Nederlandse banken op geconsolideerde basis; van de buitenlandse vestigingen van Nederlandse banken zijn hierin de uitzettingen op derde landen begrepen, alsmede de vorderingen in niet-lokale valuta's op ingezetenen ter plaatse.

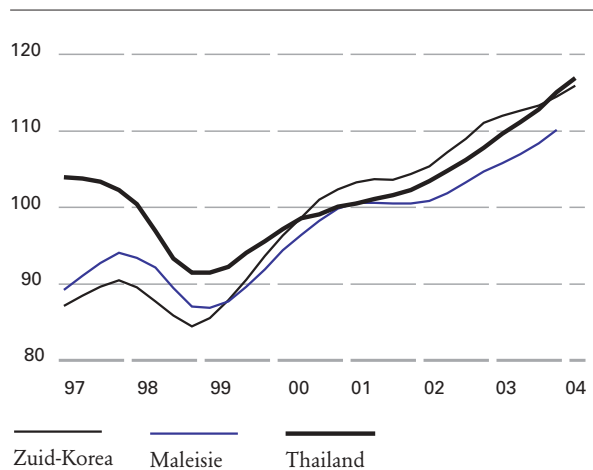
De verzekeringssector heeft geprofiteerd van positieve beleggingsresultaten en premieomzettingen en ze wist de solvabiliteitspositie te versterken. De solvabiliteitsmarge voor levensverzekeraars steeg in 2003 tot 259% (van 231% in 2002) en voor schadeverzekeraars tot 298% (van 267% in 2002). De laatste halfjaarcijfers van enkele grote verzekeraars wijzen erop dat deze ontwikkeling vooralsnog doorzet. Op lange termijn kunnen de winsten van de levensverzekeraars echter onder druk komen als de polisproductie niet verder aantrekt. Het beursherstel eind 2003 en begin 2004, de hogere premies en kortingen op de indexatie hebben bijgedragen aan het herstel van de dekkinggraden bij de pensioenfondsen (van 105% eind 2003 tot 111% in het eerste kwartaal van 2004). Aangezien de pensioenfondsen bijna de helft van hun vermogen hebben belegd in aandelen, blijven ze evenwel kwetsbaar voor nieuwe correcties op de beurzen.

Ontwikkelingen kredietgroei Azië

De Aziatische opkomende economieën zijn momenteel de snelst groeiende in de wereld. Nadat ze vorig jaar met 7,2% zijn gegroeid, verwacht het imf dit jaar een expansie van 7,4%. Door de snelle groei, bevindt het productieniveau zich in alle destijds getroffen landen al ruim boven dat van voor de Azië-crisis (grafiek 6). De economische expansie wordt in belangrijke mate gedreven door een hoge kredietgroei. In China bijvoorbeeld neemt de kredietverlening met meer dan 20% per jaar toe (grafiek 7). Deze ontwikkeling brengt echter ook risico's met zich. Als de verstrekte kredieten niet pro-

Grafiek 6 Indexcijfer reëel bbp

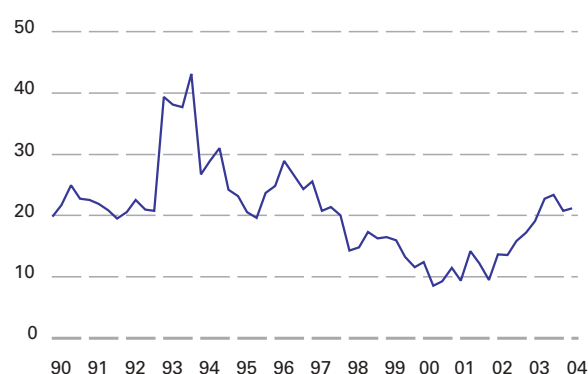
Kwartaalcijfers, basisjaar 2000, voortschrijdend gemiddelde



Bron: imf - ifs.

Grafiek 7 Kredietgroei Chinese private sector

Procenten op jaarbasis



Bron: imf - ifs.

ductief worden aangewend, kunnen banken op termijn in de problemen raken. Een hoge kredietgroei is een belangrijke voorspellende indicator voor een bancaire crisis. Een bankencrisis in Azië zou niet alleen de economische activiteit in die regio ondermijnen, maar kan via de uitzettingen ook Nederlandse banken raken. Onderstaand wordt de achtergrond van excessieve kredietgroei kort toegelicht en daarna wordt ingegaan op de actuele ontwikkelingen in een aantal Aziatische landen.

Kredietbubbles en bancaire crises

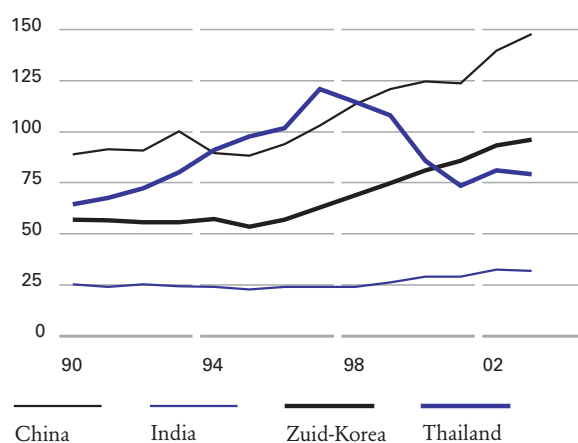
Als de kredietverlening sneller toeneemt dan het bbp hoeft dat niet onmiddellijk zorgelijk te zijn. Een toename van de financiële intermediatie (door het verstrekken van krediet) vergroot de mogelijkheden voor het doen van productieve investeringen en kan daarmee de groei stimuleren. Financiële intermediatie kan worden gemeten door de totale kredietverlening af te zetten tegen het bbp. Uit grafiek 8 blijkt dat met name voor China deze verhouding erg hoog is (voor een opkomende economie) en snel toeneemt. Uit diverse studies blijkt dat meer financiële intermediatie de economische groei stimuleert. In de praktijk is deze economisch wenselijke kredietgroei moeilijk te onderscheiden van een kredietzeepbel. Een zeepbel ontstaat door langdurige perioden van snelle en excessieve kredietgroei die uiteindelijk uitmonden in een scherpe terugval, omdat de kredieten niet productief zijn aangewend, en debiteuren moeite hebben om aan hun betalingsverplichtingen te voldoen. Achteraf blijkt het krediet te zijn verstrekt op basis van te gunstige toekomstverwachtingen. Verscheidene factoren kunnen aanleiding geven tot zo'n kredietexpansie, zoals een sterke en onevenwichtige kapitaalinstroom of financiële liberalisatie.

Diverse mechanismen kunnen ervoor zorgen dat de kredietexpansie zichzelf versterkt. De belangrijkste is de financiële accelerator, waarbij de netto vermogenspositie een rol speelt. Door overoptimistische verwachtingen wordt de waarde van bedrijven te hoog geschat, hetgeen zich vertaalt in een sterke prijsstijging van de activa, en een hogere nettowaarde, waardoor bedrijven in staat zijn nog meer te lenen. De zelfversterkende trend eindigt of draait om als te optimistische verwachtingen niet bewaarheid worden en vermogensprijzen te ver van hun fundamentele waarde afdalen. Lagere activaprijzen verminderen de waarde van de bedrijven, waardoor de kredietkraan wordt dichtgedraaid. Het financiële accelerator mechanisme werkt nu tegengesteld en de kredietverlening wordt afgebouwd.

Gedreven door de financiële accelerator zal de kwaliteit van leningen verslechteren. Bij een kredietexpansie worden problemen bovendien vaak pas in een later stadium zichtbaar. Bij een snelle kredietgroei is het lastig voor banken om de kredietportefeuille effectief te monitoren. Daarbij proberen de banken in de opkomende economieën, waar het bancaire toezicht en de financiële verslaggeving vaak nog in de kinderschoenen staan, soms hun problemen te verbergen. Als deposithouders alsnog problemen vermoeden en het vertrouwen in een financiële instelling plotseling wegvalt, zijn *bank runs* het gevolg. Vanwege hun verwevenheid in het betalingsverkeer en de grote vertrouwenseffecten kunnen problemen bij één bank gemakkelijk overslaan naar andere instellingen waardoor het financiële systeem als geheel tot stilstand kan komen. Dit heeft grote econo-

Grafiek 8 Kredietomvang private sector

Procenten bbp



Bron: imf - ifs.

mische consequenties en leidt tot een scherpe daling van het bbp.

Als de kredietexpansie is gefinancierd met kapitaalinstroom uit het buitenland kan het wegvalLEN van vertrouwen leiden tot kapitaaluitstroom. Deze veroorzaakt een scherpe daling van de wisselkoers, waardoor de banken (en bedrijven) moeilijker aan hun buitenlandse betalingsverplichtingen kunnen voldoen. Veel bankencrisis in de opkomende economieën worden dan ook gevolgd door een valutacrisis.

Een eenvoudige analyse van de kredietgroei in Azië

Het is lastig te bepalen of snelle kredietgroei zal leiden tot problemen in het bankwezen of dat deze gevolg is van financiële verdieping (een toename van productieve financiële intermediatie). Om te bezien of kredietgroei 'onhoudbaar' is, wordt vaak de volumegroei van leningen gerelateerd aan de trendmatige ontwikkeling van de krediet/bbp verhouding in een land. Deze trendgroei wordt gebruikt als indicator van financiële verdieping. Kredietgroei boven de trend kan worden gezien als excessief, waarbij verschillende drempelwaardes kunnen worden gehanteerd voor het bestempelen van een bepaald groeipercentage als 'excessief'. Kanttekening hierbij is dat de snelle toename van de omvang van leningen op zich alleen iets zegt over het volume en niet over de kwaliteit van de leningen, terwijl dit laatste belangrijk is voor het inschatten van risico's. Hieronder wordt de 'excessieve' kredietgroei gerelateerd aan het daadwerkelijk optreden van een bankencrisis. Op basis van historische gegevens van de kredietgroei en bankencrisis wordt een eenvoudige indicator geconstrueerd die als voorspeller van bankencrisis kan worden gebruikt. Indien de kredietgroei met een bepaald percentage afwijkt van de trend (de zoge-

noemde drempelwaarde), kan dat een aanwijzing zijn voor een toekomstige crisis. Met deze indicator wordt op zichzelf dus geen rekening gehouden met andere factoren die uiteindelijk bankbalansen beïnvloeden, zoals onevenwichtigheden op vermogensmarkten en het risicomangement van banken.

De resultaten van deze analyse zijn weergegeven in tabel 1 voor verschillende drempelwaardes en een verschillende tijdsperiode tussen het signaal en de bankencrisis. De historische samenhang tussen beide variabelen is significant in Azië. De analyse laat zien dat 83% van de bankencrisis in deze regio werd voorafgegaan door excessieve kredietgroei (bij een drempelwaarde van 2%) in de drie voorgaande jaren. Zo werd bijvoorbeeld de Azië-crisis van 1997 voorafgegaan door excessieve kredietgroei in Zuid Korea, Maleisië en Thailand. De kans op een bankencrisis is groter naarmate de afwijking van de trend groter is. Uit de tabel blijkt dat de crisiskans na een signaal toeneemt als de drempelwaarde wordt verhoogd. Het percentage correct voorspelde crisis daalt echter bij een verhoging van de drempelwaarde, omdat de kredietgroei dan minder vaak boven de drempel uitkomt en het aantal voorspellingen van een bankencrisis navenant lager uitvalt.

Tabel 2 geeft voor een aantal Aziatische landen aan in hoeverre de kredietgroei van 2003 afwijkt van de trend. Hieruit blijkt dat met name in Zuid Korea, India, Indonesië en China de kredietgroei excessief is. Deze landen lopen daarom een verhoogd risico op problemen in het bankwezen. Opvallend is met name de forse afwijking van de trend in China. Op basis van bovenstaande eenvoudige analyse is het risico van een bankencrisis in dit land het grootst. Dit wordt ook gestaafd door gegevens over Chinese bankbalansen. Volgens het imf bedroegen slechte leningen bij banken

Tabel 1 Samenhang bankencrisis en excessieve kredietgroei in Azië

drempelwaarde	Tijd tussen signaal en crisis							
	0 jaar		0 tot 1 jaar		0 tot 2 jaar		0 tot 3 jaar	
	Crisis voorspeld	Crisiskans bij signaal	Crisis voorspeld	Crisiskans bij signaal	Crisis voorspeld	Crisiskans bij signaal	Crisis voorspeld	Crisiskans bij signaal
2%	58%	0,09	67%	0,18	67%	0,24	83%	0,34
3%	50%	0,11	58%	0,19	58%	0,27	67%	0,37
4%	42%	0,12	50%	0,20	50%	0,30	58%	0,43
5%	42%	0,15	50%	0,22	50%	0,35	50%	0,45

Bron: Eigen berekening en imf - ifs.

Tabel 2 Excessieve kredietgroei in 2003

Afwijking van trend in procentpunten

China	12,0
India	3,2
Indonesië	2,7
Zuid-Korea	2,6
Pakistan	2,0
Bangladesh	0,9
Thailand	0,5
Filippijnen	-6,8
Maleisië	-9,9

Bron: Eigen berekening en imf - ifs.

bijna 30% van de totale leningenportefeuille. De Chinese autoriteiten onderkennen het risico van problemen in de financiële sector. In de loop van dit jaar zijn verscheidene restricties aan banken opgelegd om de kredietgroei in te dammen, waardoor deze nu langzaam terugloopt.

Risico's voor Nederlandse financiële stabiliteit lijken beperkt

Financiële instabiliteit in Azië raakt de Nederlandse banken direct via hun uitzettingen in de regio. Deze zijn echter klein in verhouding tot het balanstotaal (grafiek 5), zodat dit geen grote bedreiging vormt. Een financiële crisis in bijvoorbeeld China zal echter grote uitstralingseffecten hebben. De gehele Aziatische regio profiteert momenteel van de Chinese groei; als deze scherp terugvalt, heeft dat aanzienlijke reële implicaties voor de andere landen in de regio. Een harde landing kan de omvangrijke kapitaalstroom naar China vertragen en daardoor de opwaartse druk op de wisselkoers en de groei van de deviezenreserves (alleen al usd 117 miljard in 2003) verminderen. Dit mechanisme zou door besmettingseffecten ook in andere Aziatische landen kunnen optreden. Overigens lijkt het risico op een Chinese valutacrisis beperkt, gezien de sterke reservepositie van de centrale bank.