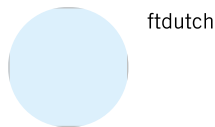




Opkomst van de Renminbi: wordt de Chinese yuan een wereldwijde reservevaluta?

Juli 29, 2015



ftdutch

De afgelopen maanden heeft China een jarenlange campagne opgevoerd om zijn valuta (die officieel de renminbi [RMB] heet, maar vaak ook de yuan wordt genoemd) te laten opnemen in de samenstelling van de speciale trekkingsrechten (Special Drawing Rights, SDR) van het Internationaal Monetair Fonds (IMF). Hoewel er in de media heel wat te doen is over de mogelijke marktgevolgen wanneer de Chinese valuta de status van internationale reservevaluta verwerft – dus een valuta die door centrale banken en andere grote financiële instellingen kan worden gehouden om internationale schuldverplichtingen te voldoen –, is dit in feite een nogal hermetische zaak. SDR's zijn een synthetische quasi-valuta die uit een mandje van ruim verhandelde valuta's bestaat. Zij worden door het IMF gebruikt voor boekhouddoeleinden en als medium voor de toewijzing van activa tussen de lidstaten. Ze spelen vrijwel geen enkele rol in de private handel en financiën. Zij geven echter wel de goedkeuring dat het IMF van oordeel is dat een valuta over de nodige kwaliteiten beschikt om als internationale reservevaluta te worden beschouwd. Sommige SDR-valuta's worden automatisch als aanvaardbare reservevaluta's beschouwd, terwijl andere aan bepaalde criteria voor volledige convertibiliteit moeten beantwoorden om dezelfde status te bereiken.

Tot voor kort legde de Chinese overheid belangrijke beperkingen op bij het gebruik van de RMB. De autoriteiten leken meer waarde te hechten aan de controle die een afgeschermd valuta biedt voor het binnenlandse monetaire en begrotingsbeleid, dan aan de mogelijke voordelen van een volledige deelname aan de wereldwijde financiële markten. De afgelopen jaren is de houding van de overheid op dit gebied echter veranderd, met de marktgerichte economische hervormingen en het meer naar buiten gericht buitenlands beleid, waaronder maatregelen om een ruimer gebruik van de RMB te stimuleren.

De vier valuta's met SDR-status – de Amerikaanse dollar, de euro, het Britse pond en de Japanse yen – nemen op dit moment het overgrote deel van de wereldwijde internationale valutareserves voor hun rekening. Zij domineren dan ook de internationale obligatiemarkten en de wereldwijde financiële transacties. Door het toenemende aandeel van de opkomende markten, en dan vooral China, in de wereldhandel heeft deze situatie de laatste jaren echter een anachronistisch tintje gekregen. De Chinese overheid heeft in 2010 gepleit voor de RMB-opname in de SDR's, toen het IMF zijn SDR-structuur voor het laatst herzag, maar zonder succes. Volgens ons zouden de kansen op succes tijdens de vergadering van oktober 2015 veel beter moeten liggen.

De mogelijke voordelen voor China

De status van reservevaluta en het internationale gebruik van de RMB zouden China diverse significante voordelen kunnen opleveren, zoals lagere leenkosten en een makkelijkere buitenlandse expansie voor Chinese bedrijven, waarbij grensoverschrijdende contracten voor belangrijke grondstoffen zoals ijzererts in RMB uitgedrukt kunnen zijn, wat dus ook het wisselkoersrisico van een contract in Amerikaanse dollar beperkt. Het zou het land bovendien de kans moeten bieden om een deel van zijn enorme buitenlandse valutareserves in te zetten op economisch productievere gebieden. Dat zou dan weer de economische groei kunnen stimuleren, zowel in China als daarbuiten. Andere reservevalutalanden met lagere reserves ten opzichte van hun bruto binnenlands product dan China – de Verenigde Staten kunnen het tegenwoordig in feite zonder reserves stellen – en de ambitieuze initiatieven van China zoals ‘One belt, one road’ en de ‘New Silk Road’ om de handelsinfrastructuur met de buurlanden uit te bouwen, zouden naast de privé-initiatieven een potentieel aantrekkelijke benutting vormen voor middelen die nu nog vastzitten in valutadeposito’s en schatkistpapier.

Om te kunnen worden opgenomen in de SDR’s moet een valuta volgens het IMF in de eerste plaats voldoende zwaar wegen wat zijn aandeel in de wereldhandel betreft, maar moet zij ook ‘vrij te gebruiken’ zijn, wat dan weer wordt opgesplitst in ‘ruim gebruikt’ en ‘ruim verhandeld’. In 2010 nam de RMB al een belangrijk aandeel in de wereldhandel voor zijn rekening, maar het IMF was van oordeel dat de valuta niet beantwoordde aan het criterium van het vrije gebruik. De RMB was op dat moment nog geen internationaal omwisselbare valuta. Zijn wisselkoers tegenover de andere valuta’s werd strak gecontroleerd door de Chinese overheid, en werd op een peil gehouden dat volgens veel waarnemers een aanzienlijke onderwaardering vormde, terwijl het weinig geavanceerde plaatselijke bankensysteem niet over de instrumenten beschikte die de internationale bedrijven vereisen om hun valutablootstelling te beheren. Een bepaalde vorm van de RMB, de ‘buitenlandse RMB’ was beschikbaar via een beperkt aantal in Hongkong gevestigde banken, maar het was een valuta die veel lastiger was om in te handelen dan de andere valuta’s, en zijn waarde week af van de binnenlandse RMB op de buitenlandse valutamarkten.

Sinds 2010 is er echter heel wat veranderd, en het veranderingsproces is de laatste tijd nog versneld. Het aantal buitenlandse centra waar de RMB wordt verhandeld is sterk toegenomen, terwijl in de Shanghai Free Trade Zone (FTZ) zonder al te veel beperkingen valutatransacties kunnen worden uitgevoerd tussen bedrijven van het vasteland en gelieerde buitenlandse bedrijven. De People’s Bank of China (PBOC) heeft de hervormingen van het bankensysteem van het land voortgezet door de rentevoeten vrijer te maken en door een verzekeringssysteem voor deposito’s in te voeren, twee belangrijke mijlpalen op het pad naar een systeem dat volledig kan deelnemen aan de internationale financiële stromen. Ook belangrijk is dat veel autoriteiten, zoals het IMF, denken dat de RMB nu correct gewaardeerd is. De status van reservevaluta zou echter ook inhouden dat de huidige koppeling RMB-dollar wordt losgelaten.

Een nieuwe valutaverbinding

De opening van de Shanghai-Hong Kong Stock Connect in de tweede helft van 2014, die buitenlandse beleggers de kans gaf om vrij te beleggen in de in aanmerking komende Chinese A-aandelen die tot dan toe voorbehouden waren aan Chinese burgers of buitenlanders met speciale vergunning, werd beschouwd als een belangrijke stap naar de internationalisering van de RMB. Beleggers van het vasteland konden zo immers aandelen verwerven op de internationaal verhandelde markten van Hongkong. Het aanvankelijke effect viel echter lager uit dan verwacht, en slechts een klein percentage van de toegestane dagelijkse handelsquota’s werd opgebruikt. Die situatie veranderde in april 2015, met de aankondiging van maatregelen om fondsbeheerders van het vasteland toe te laten om Hongkong-aandelen te kopen (die werden verhandeld tegen aanzienlijk lagere koersen). Ook de beperkingen op het gebruik van de Stock Connect door particulieren werden versoepeld. Toen de details van de maatregelen bekend raakten, nam het gebruik van de Stock Connect sterk toe. De handelsquota’s werden soms overschreden, en bleven hoe dan ook duidelijk boven hun vroegere niveaus. In mei kwam ook de aankondiging van een gepland programma voor ‘Wederzijdse erkenning’, dat de weg zou vrijmaken voor fondsbeheerders van het vasteland en Hongkong om hun fondsen op elkaars markten aan te bieden. Naarmate de wederzijdse erkenning van kracht wordt, zullen vooral de beleggers van het Chinese vasteland de gevolgen hiervan ondervinden, omdat zij nu veel ruimere keuzemogelijkheden krijgen. Deze recente ontwikkelingen zouden de aandelenmarkt van Shanghai ook kunnen helpen om veel nauwer te worden geïntegreerd in de wereldwijde financiële markten, wat het feitelijke wereldwijde gebruik van de RMB aanzienlijk zou uitbreiden.

Er blijven nog punten van onzekerheid rond de directe beleggingen in China – vooral de hardnekkige vrees dat een ‘opgeschorte’ vermogenswinstbelasting zou kunnen worden heringevoerd, naast de mogelijkheid dat een ‘short swing’-wet ertoe zou kunnen leiden dat vermogenswinsten van grote beleggingsposities in individuele bedrijven worden onteigend – en deze bedenkingen temperen voorlopig ons enthousiasme om voluit gebruik te maken van deze nieuwe mogelijkheden. Bovendien zouden het recente overheidsingrijpen op de aandelenmarkt en de opschorting van bepaalde aandelennoteringen tijdens de scherpe marktval van de afgelopen tijd een impact kunnen hebben op het hervormingsproces en de vooruitgang die geboekt is om de RMB de status van internationale reservevaluta te bezorgen. Wij hebben echter wel de indruk dat de nodige politieke wil voor economische hervormingen in China aanwezig is, zodat deze problemen kunnen worden weggewerkt.

Voor de toekomst kondigt de PBOC de overstap naar een volledige ‘beheerde convertibiliteit’ tijdens de rest van 2015 aan, naast de opening van een aandelenverbinding tussen Hongkong en de andere grote Chinese aandelenbeurs in Shenzhen en de uitbreiding van de reeds in Shanghai ingevoerde valutahandelsmogelijkheden naar andere vrijhandelszones en uiteindelijk het hele land. Daarnaast denken wij dat de invoering van het China International Payment System (CIPS), dat een wereldwijd clearing house wordt voor internationale betalingen in RMB, het gebruiksgemak van de valuta aanzienlijk zal verhogen. Dat zal de RMB opnieuw wat dichterbij het niveau van de andere wereldvaluta’s brengen. Sommige controles zouden behouden blijven, op gebieden zoals het opsporen van witwaspraktijken en de financiering van terrorisme, de preventie van overmatige buitenlandse schuld niveaus en verstoorde wisselkoersen, het beheer van speculatieve stromen op korte termijn, en de verbetering en bijsturing van de betalingsbalans.

Bovendien weet het IMF ook wel dat het vooruitzicht van een volledig lidmaatschap van het wereldwijde financiële systeem een significante factor is die het programma voor financiële hervormingen in China aandrijft. Het IMF is er dan ook niet happig op munitie te leveren voor de binnenlandse tegenstanders van de veranderingen en een proces te bemoeilijken dat duidelijk in het belang van de Westerse beleggers en de Chinezen zelf lijkt. Er werd alvast een tipje van de sluier van de plannen van het IMF gelicht toen de Managing Director van het IMF, Christine Lagarde, in maart stelde dat de opname van de RMB in SDR’s een kwestie was van ‘wanneer, niet ‘als’, al moeten we voorzichtig blijven, gelet op de recente marktgebeurtenissen.

De internationale bedrijven lijken alvast ‘met hun voeten te stemmen’ wat de internationalisering van de RMB betreft. In een enquête van de Economist Intelligence Unit in opdracht van het internationale advocatenkantoor Allen & Overy verwachtte circa 50% van de bedrijfsleiders die antwoordden minstens een verdubbeling van hun RMB-gebruik, terwijl 45% de valuta het afgelopen jaar had gebruikt bij een grensoverschrijdende transactie, tegen slechts 21% in de 12 maanden daarvoor. 49% was van plan om de RMB te gebruiken om overnames te financieren. Nog geen 20% had de valuta voor dit doel gebruikt tijdens de afgelopen 12 maanden en meer.^[1] Het lijkt duidelijk dat verdere stappen naar volledige convertibiliteit dat proces nog zullen versnellen.

Eind 2015 zou het internationale financiële landschap er dus heel anders kunnen uitzien, met de start van de Asian Infrastructure Bank, de New Development Bank en CIPS, tegen een achtergrond van opname van de RMB in de SDR’s van het IMF, die zo een van ‘s werelds belangrijkste reservevaluta’s zou worden. Daarnaast zou ook de Chinese A-aandelenmarkt een onderdeel kunnen worden van de wereldindexen, een ontwikkeling die waarschijnlijk veeleer uitgesteld dan afgelast is door de recente beslissing van MSCI om Chinese aandelen uit te sluiten tot minstens 2016. China zou op die manier veel sterker gekoppeld worden aan, en een grotere factor worden in, het wereldwijde financiële systeem dan nu het geval is. Wij denken dat deze ontwikkelingen, en de veranderingen die ze mogelijk hebben gemaakt, een significante langetermijnkans vormen voor internationale beleggers, die de status van de hele groep van de opkomende markteconomieën aanzienlijk zal versterken.

De ingrepen van de laatste tijd van de Chinese overheid om de markt te ondersteunen en de marktdeelnemers te beïnvloeden, zouden echter een zware domper kunnen zetten op het vooruitzicht van internationale respectabiliteit van de markt. Wij denken dat de indexsamenstellers voorlopig zeer weinig geneigd zullen zijn om een aanzienlijke weging toe te kennen aan Chinese A-aandelen. Op korte termijn verwachten we dus geen al te grote veranderingen, maar op langere termijn zal de Chinese markt ongetwijfeld verder evolueren en een belangrijk element in de wereldwijde portefeuilles worden.

De verklaringen, meningen en analyses van Mark Mobius zijn louter bedoeld ter informatie, zij mogen niet worden beschouwd als individueel beleggingsadvies of een aanbeveling om te beleggen in welke effecten dan ook of om welke beleggingsstrategie dan ook te gebruiken. Omdat markt- en economische omstandigheden snel kunnen veranderen, betreffen de opmerkingen, opinies en analyses de datum van dit document en kunnen zij zonder voorafgaand bericht veranderen. Dit document is niet bedoeld als een volledige analyse van alle wezenlijke feiten betreffende een land, regio, markt, sector, belegging of strategie.

Belangrijke wettelijke informatie

Alle beleggingen gaan met risico's gepaard, waaronder een mogelijk verlies van het ingelegde kapitaal. Beleggingen in buitenlandse effecten houden speciale risico's in, zoals wisselkoersschommelingen, economische instabiliteit en politieke ontwikkelingen. Beleggingen in landen met een opkomende markt, waar frontiermarkten een subset van vormen, gaan gepaard met grotere risico's die verband houden met dezelfde factoren, boven op de risico's die verbonden zijn aan hun relatief geringe omvang, de lagere liquiditeit en het gebrek aan een gevestigd wettelijk, politiek, zakelijk en sociaal kader om effectenmarkten te ondersteunen. Omdat deze kaders doorgaans nog minder ontwikkeld zijn op de frontiermarkten, en gelet op diverse factoren zoals het hogere risico van extreme koersvolatiliteit, illiquiditeit, handelsbarrières en deviezencontroles, gelden de risico's van de opkomende markten nog sterker voor frontiermarkten. Aandelenkoersen vertonen soms snelle en scherpe schommelingen als gevolg van factoren die een invloed hebben op individuele bedrijven, specifieke sectoren of bedrijfstakken, of op de algemene marktomstandigheden.

[\[1\]](#) "Generation ¥, RMB The new global currency", een verslag van de Economist Intelligence Unit, in opdracht van Allen & Overy, 21 april 2015.