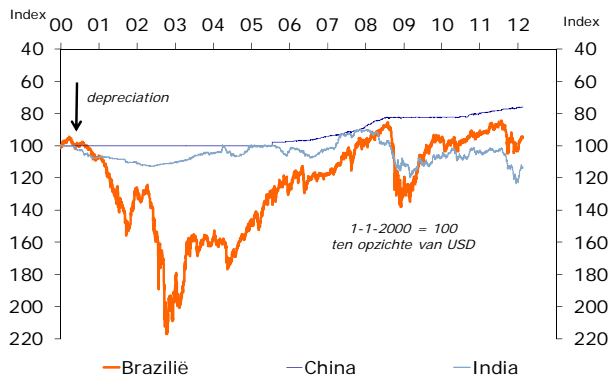


Voortschrijdende koersinzichten

De BIC-landen (Brazilië, India en China) beheersen hun wisselkoers en betalingsbalans elk op een eigen manier. Dit heeft niet alleen impact op de ontwikkeling van de eigen economie, maar ook steeds meer op die van de concurrerende landen. Nationale en internationale factoren bepalen de keuze.

Figuur 1: Wisselkoersbeleid



Bron: Reuters EcoWin

Voortschrijdend inzicht

De ideeën over het inzetten van het wisselkoersbeleid zijn de afgelopen jaren constant onderwerp van discussie geweest. Elke nieuwe crisis leidde weer tot andere inzichten over het te prefereren beleid. Zelfs het IMF gaat inmiddels uit van de omstandigheden van het land waarnaar het wisselkoersbeleid kan worden gevormd. Een keuze voor een bepaald wisselkoersbeleid heeft ook impact op de beleidskeuzes rondom kapitaalverkeer (wel of niet vrij) en het monetair beleid (wel of niet onafhankelijk) – het welbekende beleidstrilemma.

Het is onmogelijk al deze drie elementen tegelijkertijd onder controle te houden; één van de drie beleidsvlakken moet als drukventiel kunnen fungeren. Overigens is het wisselkoersbeleid vaak niet het startpunt, maar wel een zeer zichtbaar resultaat van beleidskeuzes. Hieronder laten we de keuzes van Brazilië, China en India de revue passeren. De keuze voor een bepaald wisselkoers- en betalingsbalansbeleid heeft niet alleen gevolgen voor de binnenlandse economie. Zeker in het geval van deze grote landen heeft deze ook effect op de rest van de wereld.

Brazilië

De Braziliaanse economie heeft de afgelopen decennia meermalen te maken gehad met hyperinflatie en andere crises. Dit was het gevolg van jarenlang economisch en politiek wanbeleid. Sinds 1994 is het land gestabiliseerd, ondanks een korte crisisperiode in 1998. Om hyperinflatie tegen te gaan, koppelde de regering de Braziliaanse real aan de dollar. In 1999 werd die koppeling omgezet in een vrije wisselkoers, in combinatie met een strak beleid op inflatie. Tijdens de financiële crisis van 08/09 deprecieerde de real snel, in lijn met andere munten, maar vervolgens herstelde de munt eveneens vlot. Via de open kapitaalrekening kwam in de tweede helft van 2009 en 2010 veel geld het land binnen, om te profiteren van de stijgende koers en de hoge rente. Dit leidde tot een versterking van de appreciërende druk op de munt. De exportsector kwam hierdoor in een benarde positie te zitten. Daarnaast werd Brazilië kwetsbaar voor snel wegtrekkend kapitaal. Om de appreciatie tegen te gaan, en de instroom van fliitskapitaal in te dammen, voerde de overheid daarom beperkende maatregelen in. Dit heeft –mede– geleid tot enige depreciatie. Hoewel de exportsector werd getroffen, heeft de economie van Brazilië niet veel geleden onder de snelle

Emerging markets monitor

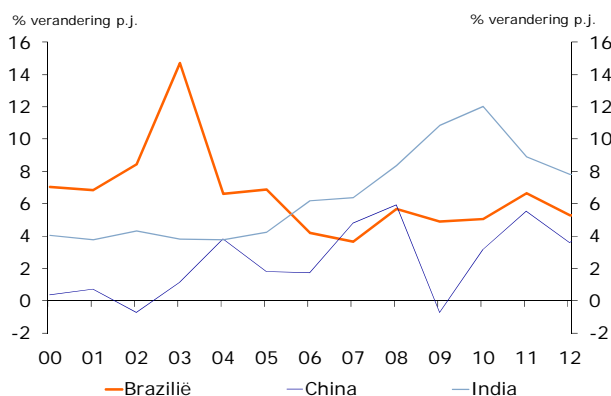
appreciatie van de munt. Sterker nog, in 2010 leek oververhitting, mede dankzij de instroom van buitenlands kapitaal, een groter risico dan onderkoeling. In 2011 keerde de economie terug naar een meer houdbaar groeipad. De gemiddelde groei in de afgelopen vier jaar ligt net onder de 4%.

De openheid van de economie heeft voor Brazilië twee belangrijke voordelen. Ten eerste leiden de vrije wisselkoers en de open betalingsbalans tot automatische aanpassingen in de economie. Bij sterke groei apprecieert de wisselkoers. Daarmee verslechtert de concurrentiepositie waardoor oververhitting minder snel een groot risico wordt. Een kanttekening bij dit 'mee-ademen' van de economie met wisselkoersveranderingen en internationale kapitaalstromen is dat het de economie kwetsbaarder maakt voor internationale ontwikkelingen. Als tweede voordeel heeft de openheid van de economie een sterk disciplinerende werking op de centrale bank en de overheid, juist omdat een Braziliaanse overheid zich geen terugkeer naar de tijden van hyperinflatie kan veroorloven.

China

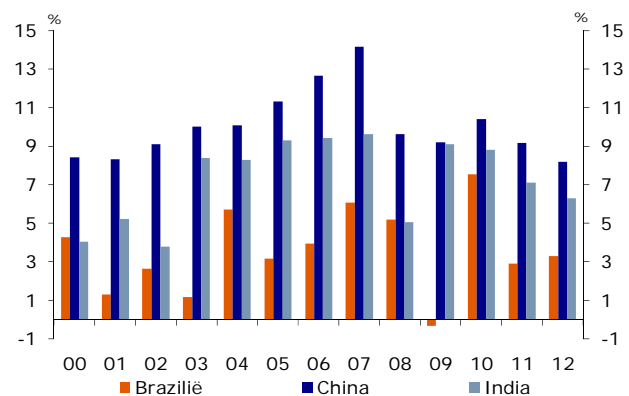
De Chinese wisselkoers en betalingsbalans worden vanuit Beijing gecontroleerd en gedirigeerd. Op die manier kan de overheid van China beide instrumenten inzetten om binnenlandse doelen te behalen – in het afgelopen decennium sterk gericht op de exportsector. In 2006 besloot de overheid dat de Chinese renminbi langzaam mocht stijgen ten opzichte van de Amerikaanse dollar, maar na de val van Lehman werd de renminbi weer vastgezet om de exportsector een steun in de rug te geven. Medio 2010 was weer sprake van een gecontroleerde stijging. De controle op de betalingsbalans wordt ook ten gunste van de eigen economie ingezet. Op de handelsbalans gaat het dan om een combinatie van importtarieven, exportsubsidies en quota's. Daarnaast worden forse beperkingen gesteld aan buitenlandse investeringen, bijvoorbeeld door te eisen dat buitenlandse investeerders werken via (een minderheidsbelang in) joint ventures. Tijdens de financiële crisis kwam het belangrijkste nadeel van de nadruk op groei door

Figuur 2: Inflatie



Bron: EIU

Figuur 3: Economische groei

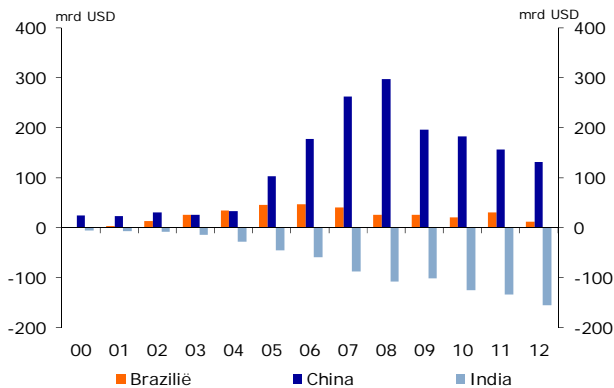


Bron: EIU

Emerging markets monitor

export duidelijk naar voren. De exportgroei viel in 2008 naar 9,9% en dook in 2009 zelfs in de rode cijfers (-6,8%), na jaren van groei boven de 20% per jaar. De economische groei daalde daardoor van 14% in 2007 naar iets boven 9% in

Figuur 4: Handelsbalans



Bron: EIU

2008 en 2009. Daarentegen had China weinig last van kortlopende investeringen, zogenaamd flitskapitaal of hot money, rondom de financiële crisis. Een ander gevolg van de strak gereguleerde wisselkoers is de enorme stijging van reserves. Met een sterk gereguleerde munt, beperkingen op de kapitaalrekening en de wens voor een deels onafhankelijk monetair beleid, heeft China immers ergens een drukventiel nodig. Hierdoor zit er echter wel veel geld vast in reserves die veel productiever kunnen worden ingezet. Desondanks heeft de controle van de overheid op de koers van de munt en de betalingsbalans het land geen windeieren gelegd. Maar de sturing op groei door export heeft China wel kwetsbaar

gemaakt voor vraaguitval uit het Westen. Dit moet nu worden bijgestuurd door ook de binnenlandse vraag een steeds grotere rol te laten spelen. Hierdoor wordt het beteugelen van inflatie een van de hoofddoelen voor de Chinese overheid. Hoewel het vastzetten van de munt daar in principe een goed middel voor is, gaat dat niet op bij een ondergewaardeerde munt – zoals de renminbi naar onze inschatting nog steeds is. Met de wens voor een onafhankelijk monetair beleid zal de overheid daarom wellicht de keuzes voor wisselkoers- en betalingsbalansbeleid moeten herzien. Deze heroverweging komt ook om de hoek kijken bij de wens om de arbeidsproductiviteit te vergroten in China. Buitenlandse investeringen, mede mogelijk gemaakt door lossere regels, zijn onontbeerlijk.

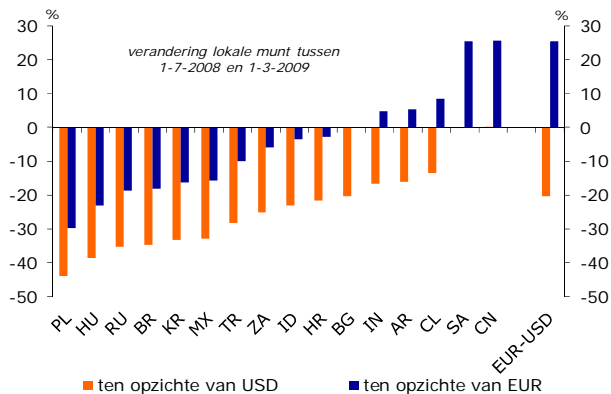
India

In India zien we een vrije wisselkoers in combinatie met beperkingen op vrij verkeer van goederen en kapitaal en een onafhankelijk monetair beleid. De geslotenheid van de betalingsbalans vindt zijn oorsprong in uitgebreide importcontroles en restricties voor buitenlandse bedrijven in de jaren zeventig. Inmiddels is India niet langer de naar binnen gekeerde economie van toen, maar de interne markt en de wens voor controle over inflatie en groei blijven dominant. Er zijn dan ook nog steeds veel beperkingen op internationaal kapitaal, mede ingegeven door het feit dat de Indiase democratie niet altijd even besluitvaardig is als het gaat om veranderingen. Als tegenhanger van de interne focus laat men de munt vrij bewegen, al haalt de centrale bank van India wel de scherpe kantjes van de volatiliteit. Het belang van de exportsector is in India van oudsher minder groot dan bij de Aziatische tijgers. De dalende wereldwijde vraag naar goederen tijdens de economische crisis raakte India daarom minder hard. De beperkingen

Emerging markets monitor

op buitenlands kapitaal konden echter niet voorkomen dat in 2008 veel buitenlandse investeerders hun geld terugtrokken uit liquide Indiase activa. Als gevolg van beide tegengestelde krachten was de volatiliteit van de roepie tijdens de

Figuur 5: Wisselkoersveranderingen tijdens de financiële crisis



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

financiële crisis minder groot dan die van vele andere munten. De (beperkte) daling van de roepie versterkte echter wel de inflatiedruk, ontstaan door een sterke stijging van olie- en voedselprijzen in de eerste helft van 2008. De centrale bank reageerde hier op met monetaire verkrapting, wat duidelijk de communicerende vaten van beleid laat zien. Voor de ontwikkeling op lange termijn van India is van belang te beseffen dat de restricties op buitenlands kapitaal ervoor zorgen dat directe investeringen (FDI), bijvoorbeeld in de retailsector, worden gehinderd. Gezien de doelstelling van economische ontwikkeling wil India de kapitaalbalans langzaam meer openstellen. Begin 2011 heeft de regering een volgende, kleine

stap gezet en in de toekomst zal men daar voorzichtig mee verder gaan. Over het geheel genomen creëert de combinatie van een zwevende munt en restricties op de betalingsbalans namelijk een buffer tegen crises buiten India.

De rode draad

Verschillende monniken hebben verschillende kappen, en terecht. Afhankelijk van de eigen doelen zal een land een keuze maken binnen het trilemma van wisselkoers-, monetair en betalingsbalansbeleid. Kijkend naar de afgelopen jaren wordt duidelijk dat niet alleen het kiezen van een beleid, maar ook het flexibel omgaan met de uitgangspunten belangrijk is. Brazilië heeft controles ingesteld om een overvloed aan kapitaal te voorkomen; China heeft zijn munt deels vrijgegeven en India heeft regelgeving versoepeld om meer kapitaal aan te trekken. De afgelopen jaren hebben ook laten zien dat het beleid van het ene land (China) een negatieve impact kan hebben op het andere (Brazilië). Naarmate het meer voelt als oneigenlijke concurrentie tussen twee opkomende markten, zullen ook zij zich naar elkaar toe gaan uitspreken over vrijhandel en wisselkoersmanipulaties. Naast de interne implicaties van de beleidskeuzes zal deze externe discussie een steeds grotere rol spelen in het bepalen van wisselkoers- en betalingsbalansbeleid.

Ghosh, Atish R. and Ostry, Jonathan D., *Choosing an Exchange Rate Regime*. Uit: Finance & Development (december 2009).

Reintje Maasdam
R.Maasdam@rn.rabobank.nl

Jeroen van IJzerloo
J.IJzerloo@rn.rabobank.nl