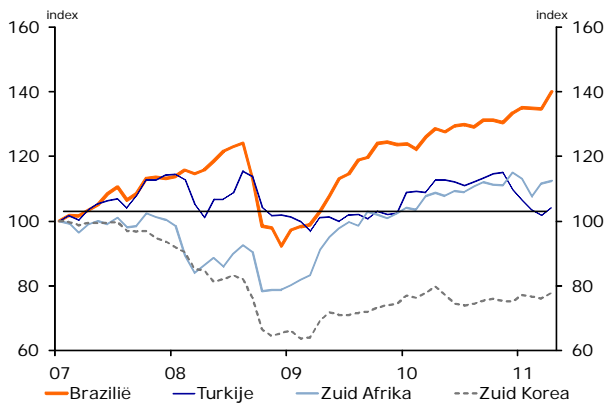


## Brazilië: IMF en Kapitaalcontroles

*Onlangs pleitte het IMF ervoor om onder bepaalde omstandigheden kapitaalrestricties in te voeren. In dit artikel leggen we aan de hand van de casus Brazilië uit waarom gerichte kapitaalcontroles soms nuttig kunnen zijn.*

**Figuur 1: Sterke kapitaalininstromen drijven de reële wisselkoersen van tal van opkomende landen op**



Bron: Reuters EcoWin

### Drastische beleidsherziening IMF

Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) stond tot eind jaren negentig bekend als een voorvechter van vrij grensoverschrijdend kapitaalverkeer. Na de Aziëcrisis paste het Fonds zijn beleid op dit terrein al enigszins aan, maar recent vond een meer drastische beleidsherziening plaats. In een onlangs gepubliceerde reeks beleidsaanbevelingen met betrekking tot het tegengaan van mogelijk destabiliserend werkende kapitaalininstromen accepteert het IMF kapitaalrestricties namelijk niet alleen, maar beveelt het deze in sommige gevallen juist aan. Zij het alleen wanneer gewone macro-economische beleidsmaatregelen onvoldoende blijken om de mogelijk schadelijke effecten van kapitaalininstromen tegen te gaan.

Aanleiding voor de herziene positie van het IMF vormen de door tal van opkomende economieën ingevoerde kapitaalrestricties om een verdere opwaardering van hun reële wisselkoersen te voorkomen. Geconfronteerd met ruim monetair beleid in de ontwikkelde economieën en een aanhoudend lage wisselkoers van de Chinese yuan met als gevolg grote Chinese spaaroverschotten, zien vooral landen in Latijns-Amerika en Azië zich blootgesteld aan een forse instroom van kapitaal op zoek naar relatief hoog rendement. Terwijl de forse instroom de economische groei in deze landen verder aanwakkert, zorgt zij ook voor appreciatie van reële wisselkoersen. Hierdoor komt de concurrentiepositie van het bedrijfsleven in deze landen in het gedrang en verslechtert de lopende rekening bovendien. Hierdoor kan de afhankelijkheid van buitenlandse financiering toenemen en daarmee ook de kwetsbaarheid voor een abrupte financieringsstop. Ook kan een sterke kapitaalininstroom voor het ontstaan van financiële zeepbellen zorgen, aangezien lokale financiële markten vaak niet in staat zijn een plotselinge stortvloed van binnenstromend buitenlands kapitaal productief te alloceren. Gezien deze negatieve effecten van een grote kapitaalininstroom is de wens van opkomende landen om de kapitaalininstroom te kunnen beperken begrijpelijk. Het is echter de vraag of kapitaalverkeerrestricties inderdaad de enige uitweg bieden of, zoals het IMF suggereert, andere orthodoxe macro-economische beleidsmaatregelen in eerste instantie meer voor de hand liggen. Om antwoorden op deze vragen te vinden gaan we dieper in op de situatie in Brazilië.

# Emerging markets monitor

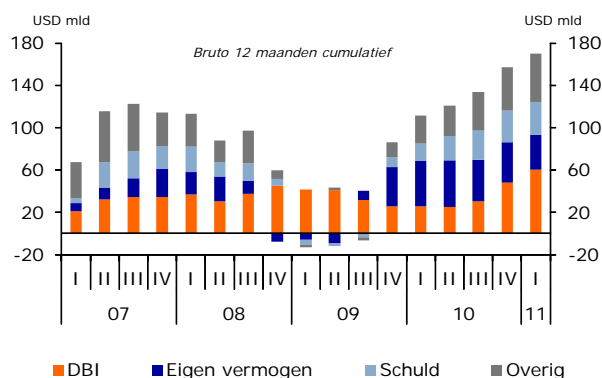
## Casus Brazilië

Met een reële opwaardering van maar liefst 37% sinds eind 2008 behoort de Braziliaanse real tot de munten die het meest zijn geapprecieerd in de laatste

jaren. Hierdoor verslechterde de concurrentiepositie van met name de maakindustrie gestaag. Tegelijkertijd steeg de kapitaalinstroom naar Brazilië tot recordhoogte. Aan het eind van het eerste kwartaal van 2011 bedroeg de totale instroom van buitenlands kapitaal 170 miljard dollar (op twaalf maandsbasis), ruim meer dan de hoogste instroom van voor de crisis van 123 miljard dollar in het derde kwartaal van 2007. Al in september 2010 waarschuwde de Braziliaanse minister van Financiën Guido Mantega voor het ontstaan van een mondiale 'valutaoorlog'. Volgens Mantega zouden landen proberen om zich met behulp van een lage wisselkoers uit de crisis te exporteren. In antwoord op de aanhoudende opwaartse

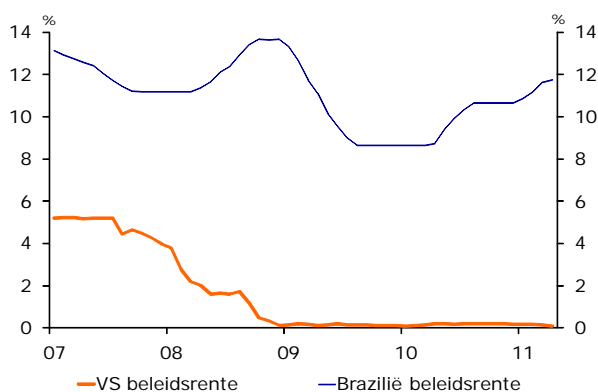
druk op de wisselkoers van de real scherpte Brazilië een reeks kapitaalrestricties aan om de instroom van buitenlands kapitaal te beperken. Zo verhoogde de overheid de belastingen op leningen in vreemde valuta en buitenlandse investeringen in Braziliaanse aandelen en schuldpapier aanzienlijk. Ook voerde zij een aantal macroprudentiële maatregelen in, zoals een verhoging van de reserveverplichting van banken voor consumentleningen. Dit om de kredietverlening en uiteindelijk de binnenlandse vraag te remmen. Ondanks de ingestelde kapitaalcontroles bleef de opwaartse druk op de real echter groot. De ingevoerde kapitaalrestricties namen de onderliggende oorzaken van de appreciatie namelijk niet direct weg. Een van de voornaamste drijfveren van de appreciatie van de Braziliaanse real vormt het aanzienlijke

**Figuur 2: Kapitaalinstroom Brazilië**



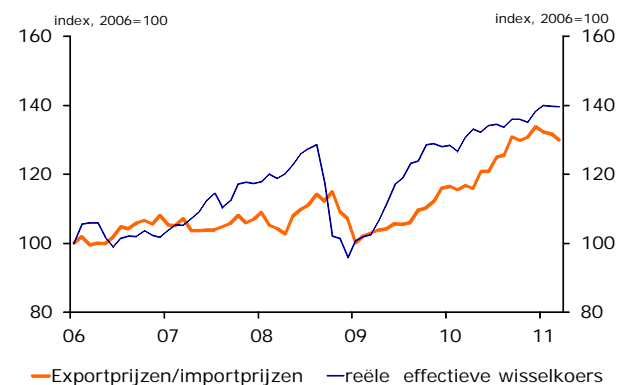
Bron: Braziliaanse Centrale Bank

**Figuur 3: Het renteverval ten opzichte van de ontwikkelde landen...**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 4: ... en de verbeterde terms of trade drijven de wisselkoers**



Bron: Reuters EcoWin

# Emerging markets monitor

---

renteverschil ten opzichte van ontwikkelde landen. Terwijl de beleidsrente in de Verenigde Staten sinds eind 2009 op bijna 0% staat, verhoogde de Braziliaanse centrale bank de rente in iets meer dan een jaar van 8,75% naar 12%. Zoals in veel opkomende landen herstelde de Braziliaanse economie zich immers snel van de mondiale recessie en liep de inflatie op, terwijl het herstel in tal van ontwikkelde landen veel langzamer verliep en centrale banken daar daarom met ultralage rentetarieven de vraag nog steeds bleven stimuleren. In het geval van Brazilië liep hierdoor het renteverschil ten opzichte van de Verenigde Staten op naar bijna 12 procentpunten. De hoge Braziliaanse rentes zijn echter gedeeltelijk het gevolg van het gevoerde budgettaire beleid, aangezien de centrale bank met een hoge rente de prijsopdrijvende werking van de door de overheid gevoerde vraagstimulering tegen probeert te gaan. Naast het in de ontwikkelde landen en Brazilië zelf gevoerde stimuleringsbeleid dragen ook andere opkomende landen bij aan de appreciatie van de real. Zo gaan met name Aziatische landen de appreciatie van hun respectievelijke munten tegen door strikte kapitaalcontroles en grootschalige valuta-interventies, wat de toestroom naar de nog altijd relatief open kapitaalmarkten van Brazilië verder aanwakkert.

Een andere belangrijke factor achter de opwaardering van de real is het feit dat de Braziliaanse exporten voor een belangrijk deel bestaan uit grondstoffen. Gedreven door vooral de stijgende Chinese vraag naar deze grondstoffen is de Braziliaanse ruilvoet, ofwel de verhouding van export- en importprijzen, fors verbeterd. Ook dit drijft de waarde van de real op. In de praktijk stijgt de real namelijk mee met de prijzen van de belangrijkste grondstoffenexporten.

De eerdergenoemde risico's van sterke kapitaalinstromen, te weten het ontstaan van financiële zeepbellen, een verslechterde concurrentiepositie en stijgende tekorten op de lopende rekening, manifesteren zich deels in Brazilië. Zo zijn de prijzen van Braziliaanse aandelen de afgelopen jaren nauwelijks gestegen, ondanks de sterke instroom van buitenlands kapitaal. De groei van de kredietverlening is vooral gedreven door overheidsbanken, terwijl de omvang van slechte leningen nog beperkt blijft en niet buitengewoon sterk toeneemt. Als gevolg van de forse reële appreciatie van de Braziliaanse real verslechterde de concurrentiepositie van de maakindustrie echter wel aanzienlijk. Omdat deze sector in de regel voor veel productiviteitsgroei en werkgelegenheid zorgt, kan dit niet alleen negatieve gevolgen hebben voor de binnenlandse consumptie en de belastinginkomsten, maar ook het groeipotentieel van de Braziliaanse economie aantasten. Tegelijkertijd neemt het Braziliaanse tekort op de lopende rekening toe. Brazilië had in 2010 een tekort van 2,3% van het BBP, terwijl een aantal jaren geleden nog sprake was van een overschot op de lopende rekening.

## **Zijn kapitaalcontroles gerechtvaardigd?**

De casus Brazilië maakt duidelijk dat kapitaalcontroles in de huidige situatie van grote rentever verschillen tussen opkomende en ontwikkelde landen in sommige

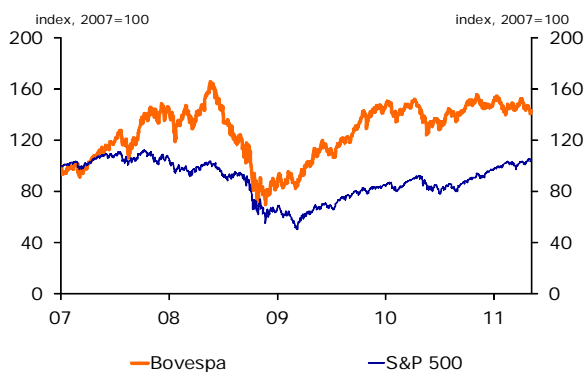
# Emerging markets monitor

gevallen nodig zijn. Vooral omdat er duidelijke aanwijzingen zijn dat een onge-hinderde instroom voor problemen zorgt, lijken de genomen maatregelen in het geval van Brazilië gerechtvaardigd. Wel zou de overheid aanvullende maatregelen kunnen nemen. Een van de drijvende krachten achter de appreciatie is immers de buitengewoon hoge beleidsrente. En hier zou de overheid door bud-gettair beleid wel voor enige verlichting kunnen verzorgen. Overigens zijn bezui-nigingen in de praktijk een uitdaging, onder meer omdat veel uitgaven in Brazilië juridisch zijn vastgelegd. Maar wanneer de overheid bezuinigt, doet zij een min-der groot beroep op de kapitaalmarkt en wordt de inflatie gedempt. Hierdoor kan de rente worden verlaagd, waardoor minder kapitaal naar Brazilië wordt ge-lokt. Volgens een recente studie van de Braziliaanse centrale bank heeft een verbetering van het overheidssaldo van 1% van het BBP zelfs een vergelijkbaar effect als een verhoging van de rente met 125 basispunten. Toch zou ook met bezuinigingen de rente mede vanwege de hoge groei nog altijd hoger zijn dan die in de ontwikkelde landen. Brazilië zou dan dus weliswaar minder maar waar-schijnlijk nog steeds aanzienlijke kapitaalinstromen aantrekken.

## Tot besluit

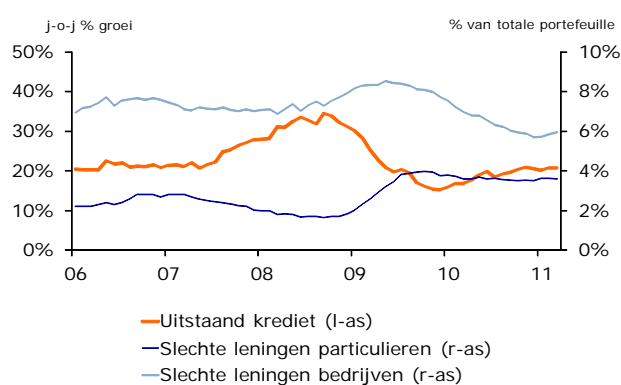
In onze optiek bieden de aanbevelingen van het IMF een goed uitgangspunt voor het wel of niet invoeren van kapitaalcontroles. Het direct aanpakken van de on-derliggende macro-economische oorzaken van sterke kapitaalinstromen werkt vaak beter dan het invoeren van gemakkelijk te omzeilen kapitaalcontroles. In sommige omstandigheden schieten gewone maatregelen echter tekort. Bovenstaande casus laat zien dat Brazilië de beleidslijnen van het IMF grotendeels heeft gevolgd. Opvallend genoeg reageerde het grootste land van Zuid-Amerika juist zeer ontstemd op de publicatie van de beleidslijn van het IMF. Dit illustreert echter eerder het groeiende politieke zelfbewustzijn van Brazilië dan een daad-werkelijk inhoudelijk onoverbrugbaar meningsverschil.

**Figuur 5: De Braziliaanse beurs steeg in 2010/2011 amper...**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 6: ... en percentage slechte leningen blijft beperkt**



Bron: Braziliaanse Centrale Bank, Reuters EcoWin

Herwin Loman  
H.Loman@rn.rabobank.nl

Fabian Briegel  
F.Briegel@rn.rabobank.nl