



Kapitaal restricties werken kort

Auteur(s):

Scholtens, L.J.R.

Verbonden aan de vakgroep Financiering, Belegging en Accounting van de Rijksuniversiteit Groningen.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4196, pagina 235, 26 maart 1999

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

uit, de, vakliteratuur, kapitaalverkeer

Na de Tweede Wereldoorlog was het in veel westerse landen gebruikelijk om het monetaire beleid te beschermen met kapitaalrestricties zoals duale wisselkoersen (een officiële en een vrije koers) of beperking van de kapitaalstromen. Daarmee was het bijvoorbeeld mogelijk een wisselkoers of binnenlandse rente te handhaven die afweek van die op internationale financiële markten. Immers, de kapitaalstromen die tot correctie kunnen dwingen, werden bemoeilijkt. Nog in de jaren zeventig werd ook in Nederland de kapitaalmobiliteit belemmerd. Vijftig jaar later is er veel veranderd. Vrij kapitaalverkeer is het adagium van economen en politici. Het vrij bewegen van goederen en diensten bevordert de welvaart immers het best. Toch kennen we heden ten dage nog talloze restricties in het kapitaalverkeer, vooral in ontwikkelingslanden, met Chili als sprekend voorbeeld.

Tegen de mode in besloot men begin jaren negentig in Chili om inkomend kapitaalverkeer te belasten. Kapitaalimporteurs moesten twintig, en later dertig, procent van het ingevoerde bedrag een jaar lang renteloos bij de monetaire autoriteiten stallen. Het doel van de kapitaalrestricties in Chili - net als in Colombia overigens - was om de destabiliserende korte-termijneffecten van vrij kapitaalverkeer te voorkomen. Inkomend kapitaalverkeer heeft vaak een sterk appreciërend effect op de wisselkoers, ook als de monetaire autoriteiten geen appreciatie wensen, bijvoorbeeld om de export niet in gevaar te brengen. Daarnaast wilden de monetaire autoriteiten de vrijheid hebben om zelf een rentepeil vast te stellen dat vanwege binnenlandse factoren gewenst is. Aldus ontstond een verschil tussen de binnenlandse en de buitenlandse reële rente (écart). Enkele jaren na het besluit werd geconstateerd dat de instroom van kort kapitaal inderdaad aanzienlijk was teruggelopen en dat de beleidsautonomie van de monetaire autoriteiten leek te zijn gehandhaafd. Grootheden als Bhagwati, Krugman en Stiglitz gaven te kennen wel iets te zien in het op deze wijze beperken van het kapitaalverkeer. In Nederland werden er zelfs Kamervragen gesteld over de Chileense maatregel en het IMF heeft onderzoekers aan het werk gezet om na te gaan of de traditionele receptuur verbetering behoeft. Hoe groot is de effectiviteit van kapitaalrestricties?

Voorlopig onderzoek van Edwards zet de Chileense ervaringen op een rijtje¹. Om te bezien hoe de reële wisselkoers gereageerd heeft op de Chileense kapitaalrestrictie, schatte Edwards twee modellen waarin de wisselkoers verklaard werd: een met, en een zonder kapitaalrestricties. Tevens schatte hij een model voor een langere periode, om te kunnen zien of de eventuele effecten van kapitaalrestricties op de wisselkoers zouden aanhouden. Edwards vond dat de maatregel inderdaad in enige mate appreciatie van de wisselkoers kon tegengaan: er was een beperkt depreciërend effect op de koers, dat echter slechts tijdelijk gold.

In de tweede plaats onderzocht Edwards de rente. Zonder restricties geldt bij vrij kapitaalverkeer de rentepariteit (onbelemmerd kapitaalverkeer zal door arbitrage de rentever verschillen teniet doen). De restrictie leidt in theorie tot een verschil tussen de reële binnenlandse en buitenlandse rentetarieven. Om dit te kunnen meten stelde Edwards eerst een vergelijking op waarbij het rente-écart gelijk is aan de binnenlandse rente minus de buitenlandse rente minus de verwachte depreciatie, waarbij deze laatste werd geschat aan de hand van in het verleden opgetreden werkelijke devaluaties. Edwards vond dat het écart inderdaad optrad na invoering van de restrictie, maar dat het na verloop van ongeveer vier kwartalen verdwijnt. Ook leidt de restrictie ertoe dat het écart langer van de evenwichtswaarde kan blijven afwijken. Op grond hiervan concludeerde Edwards dat de restrictie inderdaad een grotere mate van controle op de binnenlandse rente mogelijk maakt. Uitdrukkelijk geldt echter dat dit beperkt is tot de korte termijn. Dat laatste hebben de Chilenen inmiddels ook ontdekt. In de nasleep van de Azië-crisis en door de daling van de koperprijzen - Chili's belangrijkste exportproduct - is de kapitaalinstroom fors teruggelopen. De eis tot het renteloos stallen van bedragen is inmiddels dan ook vervallen.

De uitkomsten van Edwards' onderzoek lijken wat teleurstellend. De effecten van kapitaalrestricties op de wisselkoers zijn beperkt, en ze dragen op de lange termijn ook niet bij aan de gewenste beleidsvrijheid. Die conclusie kan slecht vallen. Beleidsmakers staan niet graag met lege handen. Dat blijkt ook in Chili, waar ondanks de geringe effectiviteit, de roep om meer invloed op de kapitaalstroom en om hardere maatregelen, niet is verstomd. Bedacht moet echter worden dat kapitaalstromen reageren op (verwachtingen omtrent) fundamentele factoren. In die zin zijn het de boodschappers van het nieuws. De ogen sluiten voor zulk nieuws door de ene op de andere beleidsmaatregel te laten volgen is niet zinvol. Helaas is zij wel een feit. Zo beschouwd is 'overshooting' niet alleen waar te nemen op de valutamarkt, maar ook op de beleidsmarkt

¹ Sebastian Edwards, Capital Flows, Real exchange rates, and capital controls: some Latin American experiences, *NBER working paper 6800*, november 1998.

