



China's sleutelrol in de dollardepreciatie

Auteur(s):

E.B. Spijkerman

De auteur is werkzaam bij de directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën. Met dank aan Pieter Jansen voor waardevolle opmerkingen bij dit artikel. e.b.spijkerman@minfin.nl

Verschenen in:

ESB, 90e jaargang, nr. 4457, pagina 155, 8 april 2005

Rubriek:

Monetair

Trefwoord(en):

De dollardepreciatie wordt momenteel onevenwichtig opgevangen door Amerika's belangrijkste handelspartners. De euro is tot nu toe het meest geapprecieerd, terwijl Mexico een negatieve bijdrage aan de depreciatie heeft geleverd. Voor meer evenwicht ligt de sleutel in handen van China.

Tijdens de voorjaarsvergadering van het IMF en de Wereldbank in Washington volgend weekend staan de mondiale economische onevenwichtigheden wederom hoog op de agenda. Het IMF heeft bij herhaling gewaarschuwd voor de onhoudbaarheid van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening (vorig jaar 5,7% bbp) en voor de kwetsbaarheid van de Amerikaanse dollar. Omdat het lopenderekentekort direct is terug te voeren op overbesteding in de VS, is een verhoging van de Amerikaanse besparingen (van zowel de overheid als huishoudens) nodig. Maar de aanpassing zal via meer kanalen moeten lopen. Zo kunnen Europa en Japan via structurele hervormingen hun groeiverschil met de VS verkleinen. Daarnaast moeten wisselkoersbewegingen een grotere rol spelen. De oproep aan Azi om valuta-interventies te verminderen en vaste wisselkoersen te flexibiliseren, wordt steeds luider. De gedachte hierachter is dat met meer flexibiliteit de Aziatische munten geleidelijk in waarde zullen stijgen en zo voor een verdere depreciatie van de dollar kunnen zorgen.

Dit artikel besteedt speciale aandacht aan het wisselkoersbeleid van China, dat een vaste koppeling aan de dollar hanteert en een bepalende rol in de regio heeft. In dit artikel bekijken we in welke mate landen op dit moment een rol spelen in de depreciatie van de dollar. In het tweede deel gaan we in op de merites van een flexibelere Chinese renminbi.

Dollar daalt onevenwichtig

Het wisselkoersverloop in Azi verklaart grotendeels waarom de effectieve of handelsgewogen dollar sinds zijn hoogtepunt eind februari 2002 met nominaal 15,5% veel minder is gedaald dan tegenover bijvoorbeeld de euro, de Canadese dollar en de Zwitserse franc. Tabel 1 geeft de mutaties weer van de dollar ten opzichte van de voor de VS uit handelsoogpunt belangrijkste valuta's (kolom 1).

Niet alle valuta's zijn voor de VS uit oogpunt van internationale concurrentie en handel even belangrijk. De rol van landen in de dollardepreciatie kan het beste worden beoordeeld door het aandeel dat een munt heeft in de effectieve depreciatie van de dollar (derde kolom in tabel 1) te vergelijken met het handelsgewicht van die munt in de effectieve dollar (tweede kolom).¹ Ter illustratie: tegenover de euro daalde de dollar sinds eind februari 2002 met 33,3%. Omdat het handelsgewicht van de euro in de dollar 18,8% bedraagt, is de bijdrage aan de effectieve dollardaling 6,3 procentpunt. Dit is gelijk aan 40,3% van de totale effectieve depreciatie sinds eind februari 2002 van 15,5%. Indien de dollar tegenover alle munten in gelijke mate zou depreciëren, zou ieder land naar rato bijdragen aan de dollardepreciatie. Het aandeel in de dollarmutatie zou dan gelijk zijn aan het aandeel in de handelsgewogen dollar. [tabel 1](#) Uit het verschil hiertussen (vierde kolom) wordt duidelijk dat bijvoorbeeld het eurogebied veel meer heeft bijgedragen aan de dollardepreciatie dan op grond van het handelsgewicht verwacht zou mogen worden. Hetzelve geldt voor andere landen met een positief getal in de laatste kolom. Een negatief getal geeft aan dat een land minder dan evenredig via het wisselkoerskanaal heeft bijgedragen aan de effectieve dollardaling. Dit betreft vooral Mexico en landen in Azi, waarbij China er negatief uitspringt.

Tabel 1. Dollardaling tegenover belangrijkste internationale valuta's, stand per 25 maart 2005

	dollarmutatie (sinds eind feb. 2002)	aandeel in de effectieve dollar (%)	aandeel in de dollar- mutatie (%)	verschil
Euro	-33,3	18,8	40,3	21,5
Australische dollar	-33,2	1,2	2,7	1,5
Zweedse kroon	-32,9	1,2	2,5	1,3
Zwitserse franc	-29,8	1,4	2,8	1,4
Britse pond	-24,2	5,2	7,9	2,7
Canadese dollar	-24,3	16,4	25,7	9,3
Japanse yen	-21	10,6	14,3	3,7
Koreaanse won	-23,6	3,9	5,9	2,0

nominale effectieve dollar	-15,5	100	100	0
Thaise baht	-11,1	1,4	1,0	-0,4
Singapore dollar	-10,6	2,1	1,4	-0,7
Indiase rupiah	-10,5	1,1	0,8	-0,3
Taiwanese dollar	-10,4	2,9	1,9	-1,0
Chinese renminbi	0	11,3	0	-11,3
Maleisische ringgit	0	2,2	0	-2,2
Hongkong dollar	0	2,3	0	-2,3
Braziliaanse real	+15,1	1,8	-1,7	-3,5
Mexicaanse peso	+23,8	10,0	-15,4	-25,4

Bron: Federal Reserve

Boven de blauw gearceerde regel in de tabel staan de munten die relatief sterk zijn geapprecieerd. Het verwijt aan Aziatische landen dat zij hun munten onvoldoende in waarde hebben laten stijgen tegenover de dollar, verdient nuancering. De Japanse yen en de Koreaanse won zijn wel degelijk relatief sterk gestegen. Ook Thailand, Singapore, India en Taiwan zagen hun valuta's tegenover de dollar appreciëren, maar met circa tien procent blijft de stijging achter bij het gemiddelde. China, Maleisi en Hongkong hebben een vaste wisselkoers in de vorm van een koppeling aan de dollar.

Wat opvalt, is dat de real en de peso zijn gedeprecieerd. Hiermee hebben ze feitelijk de effectieve depreciatie van de dollar tegengewerkt. Dit geldt vooral voor Mexico, niet alleen door de relatief forse depreciatie van de peso (meer dan twintig procent), maar ook door het relatief grote belang van de peso voor de VS. Vanuit dit perspectief lijkt de eenzijdige aandacht voor Azië, en dan vooral China, onterecht. Omdat de wisselkoers van de peso echter volledig flexibel is, valt de Mexicaanse autoriteiten op dit terrein formeel niets te verwijten. De depreciatie van de peso kan onder andere verklaard worden uit het verloren marktaandeel van Mexicaanse exporteurs op de Amerikaanse markt, het kleiner wordende positieve renteverskil met de VS en het blijvend positieve inflatieverschil met de VS.

De sleutelrol van China

Het belang van de Aziatische regio voor het verloop van de handelsgewogen dollar is in de loop van de tijd sterk gegroeid tot 40%. China is hierin de belangrijkste handelspartner. Terwijl het belang van China voor de Amerikaanse handel op dit moment 11,3% bedraagt, was dit in 2000 7,8%, in 1992 slechts 4,6% en in 1982 een magere 1,5% (bron: Federac Reserve). Het handelstekort van de VS met China stijgt sterk. Van het totale Amerikaanse handelstekort was in 2004 bijna een kwart terug te voeren op de handel met China. Het bilaterale tekort met China nam vorig jaar met 30% toe, de helft sneller dan het totale handelstekort.² Om een absolute vermindering van het bilaterale handelstekort mogelijk te maken, zal de Amerikaanse export naar China zes keer sneller moeten groeien dan de Amerikaanse import uit China. Als China zijn munt zou flexibiliseren, zou het land een bijdrage kunnen leveren aan de vermindering van het Amerikaanse handelstekort (en daarmee aan vermindering van de mondiale lopenderekeningonevenwichtigheden). Het belang van de rol van China wordt versterkt, doordat het Chinese wisselkoersbeleid in belangrijke mate het wisselkoersbeleid van andere landen in de regio bepaalt. Omdat voor ieder land in Azië de onderlinge handel belangrijk is, probeert ieder land de eigen munt concurrerend te houden.

Renminbi te goedkoop?

Pleidooien (van onder andere de G7) voor flexibilisering van de Chinese renminbi veronderstellen dat de munt op dit moment ondergewaardeerd is. Het losser maken van de koppeling zou dan leiden tot een appreciatie. Hoewel het IMF de Chinese autoriteiten herhaaldelijk heeft aanbevolen hun wisselkoersstelsel te flexibiliseren, is volgens het IMF (2004) het bewijs voor een substantiele onderwaardering van de Chinese munt niet heel sterk. Onderzoek naar de evenwichtskoers van de renminbi levert een grote variatie aan resultaten op, waarin de berekende onderwaardering varieert van 0 tot 35%.³ Wel wijzen vrijwel alle studies op appreciatiedruk. Ook de betalingsbalans van China geeft hiervoor belangrijke indicaties: China heeft al jaren overschotten in zowel het handelsverkeer als het kapitaalverkeer. Vooral de overschotten in het handelsverkeer zijn verrassend gelet op de jarenlange torenhoge economische groeicijfers. Normaliter kennen landen in een *catching up*-proces zoals China een tekort op hun lopende rekening, dat wordt gefinancierd met kapitaalvoer. Met de dollarkoppeling en hieraan gerelateerde interventies zijn de valutareserves van de centrale bank sterk opgelopen, vorig jaar met \$ 209 miljard, tot \$ 610 miljard aan het einde van 2004.

Gevolgen wisselkoersflexibilisering

De handhaving van een vaste, ondergewaardeerde wisselkoers wordt door sommigen gezien als een kernelement van de ontwikkelingsstrategie van China (zie bijvoorbeeld Dooley et. al., 2004). Via een combinatie van lage reële lonen, import van directe investeringen en een goedkope munt zou China de komende decennia in staat moeten zijn tweehonderd miljoen werknemers op de arbeidsmarkt op te nemen. Volgens anderen is het de vraag of China voor zijn exportgeleide groei zo sterk afhankelijk is van de wisselkoers. Tussen 1994 en 2002 steeg de renminbi reël effectief met 29%, terwijl de groei sterk bleef met jaarlijks 7% of meer. Goldstein (2004) stelt dat China een gezonde uitgangspositie kent voor een hoge en duurzame groei. De nationale besparingen zijn met 48% bbp zeer hoog, wat de binnenlandse financiering van investeringen mogelijk maakt. De openheid van de Chinese economie voor handel neemt toe, wat goed is voor de concurrentie en de productiviteitsgroei. De grote arbeidsreserve houdt de arbeidskosten laag. De Chinese groeiprestaties worden volgens Goldstein niet zo zeer bedreigd door een appreciatie van de munt, maar juist door het rigide wisselkoersbeleid waardoor er binnenlandse onevenwichtigheden ontstaan.

Monetair beleid

De sterke groei van de officiële reserves heeft de liquiditeit van banken fors vergroot. Hoewel sinds begin 2003 de centrale bank een groot deel van de interventies heeft gesteriliseerd, bleef de groei van de geldhoeveelheid hoog (14% in 2004). De monetaire verruiming heeft

geleid tot een sterke groei van kredietverlening waardoor de investeringen en onroerendgoedprijzen sterk zijn opgelopen. Met de groei van de kredietverlening is mogelijk tevens het aantal slechte leningen gestegen. Daarnaast is de inflatie de afgelopen jaren opgelopen: terwijl in 2002 nog sprake was van deflatie, beliep vorig jaar de inflatie al 3,9%.⁴ Om het risico van stijgende inflatie en financiële onevenwichtigheden tegen te gaan, heeft de centrale bank - naast sterilisatie - de bancaire reserveverplichtingen verhoogd, de kredietvoorwaarden aangescherpt en de rente (iets) verhoogd.

Wisselkoersflexibiliteit zou de nationale monetaire beleidsvrijheid vergroten. Met een flexibelere koers zou China zich sterker kunnen richten op interne (prijs)stabiliteit en kunnen economische schokken gemakkelijker worden opgevangen. Een waardeinstijging van de renminbi kan tevens een verschuiving van export naar binnenlandse vraag veroorzaken, waardoor China niet alleen zijn afhankelijkheid van de internationale conjunctuur vermindert, maar het tevens een steviger (binnenlands) fundament onder de economische groei legt. De groei wordt nu vooral gedreven door export en investeringen (zie verder bijvoorbeeld Rajan, 2005).

Met een flexibelere renminbi kan China in beginsel een bijdrage leveren aan de vermindering van de mondiale onevenwichtigheden, gesteld dat de VS hun importvraag daadwerkelijk verminderen in een reactie op hogere importprijzen. Met een gewicht in de effectieve dollar van 11,3% zou een 25%-appreciatie van de renminbi, de dollar nominaal effectief met 2,8% doen depreciëren. Wanneer China ervoor kiest zijn wisselkoersbeleid te wijzigen, zien mogelijk ook andere landen in de regio, China's belangrijkste handelspartners en onderlinge concurrenten op de wereldmarkt, een belangrijke belemmering tot meer flexibiliteit wegvallen.⁵ Het loslaten van de vaste wisselkoers door China heeft dus meer impact dan de wisselkoersaanpassing van de renminbi alleen.

Wanneer en hoe flexibiliseren

Een ordelijke overgang naar een flexibele wisselkoers stelt in beginsel hoge eisen aan het macro-economische en structurele beleid in landen en aan de werking van financiële markten en instituties (IMF 2004b). Het versterken van de bankensector (met veel oninbare leningen) is hiervoor geen noodzakelijke voorwaarde. De Chinese autoriteiten voeren dat nu aan als een argument tegen flexibilisering. De flexibilisering van de wisselkoers kan in beginsel losgekoppeld worden van de liberalisering van het kapitaalverkeer, die op langere termijn wenselijk is (IMF 2005). Gelet op de aanwezige kapitaalrestricties

- de Chinese kapitaalrekening is open voor kapitaalimport, maar grotendeels gesloten voor kapitaalexport - is de dreiging van kapitaalvlucht uit China klein. Bij overgang op een ander wisselkoersstelsel is de kans op wisselkoersinstabiliteit klein.⁶ Omdat de bedrijven- en financiële sector nauwelijks blootstaan aan valutarisico, zijn de gevaren van een duurder renminbi voor deze sectoren evenmin groot.

Goldstein (2004) stelt de Chinezen een 'tweetrapsraket' voor. In zijn visie zou China in eerste instantie zijn munt met 15 tot 25 procent moeten revalueren. Tegelijkertijd zou de renminbi moeten fluctueren in een bandbreedte van + of -5 tot 7% en zou de dollarkoppeling moeten worden omgezet in een koppeling aan een mandje van dollar, euro en yen. Doordat de revaluatie fors is, wordt verder speculatiekapitaal ontmoedigd. Een vrees van de Chinese autoriteiten is dat een beperkte revaluatie verdere speculatieve kapitaalinstroom uitlokt. Ook wordt de reserveopbouw gematigd en verbeterd de binnenlandse stabilisatie. Daarnaast maakt de koppeling aan een mandje de effectieve wisselkoersontwikkeling stabiel. Het creëren van een bandbreedte is wenselijk vanwege de (in de loop van de tijd) toenemende kapitaalstromen en om de autonomie van het monetaire beleid te vergroten. Als tweede stap zou China moeten overstappen naar een 'beheerst flexibele koers' (managed float) en werken aan verdergaande kapitaalliberalisatie, maar pas nadat kwetsbaarheden in de financiële sector zijn opgelost.

Hoewel China bij herhaling heeft laten weten te streven naar grotere wisselkoersflexibiliteit, blijft het onduidelijk op welke termijn de Chinese autoriteiten flexibiliteit nastreven. Op dit moment lijken ze vooral bezorgd over de mogelijke negatieve effecten die een appreciatie van de renminbi kan hebben op de economische groei en de werkgelegenheid. De enorme portefeuille aan dollarreserves vormt mogelijk ook een hindernis: het zou een fors (wisselkoers)verlies op de valuta-reserves betekenen. Wel treffen de Chinese autoriteiten voorbereidingen die de overgang op een flexibelere wisselkoers mogelijk moeten maken (zie bijvoorbeeld The Economist, 2005).

Conclusie

China is met een aandeel in het mondiale bbp van 13,2% (op basis van koopkrachtpariteit) de tweede economie ter wereld. Gerekend in dollars is het de zesde economie. Sinds halverwege de jaren 1990 is het land verantwoordelijk geweest voor minstens een derde van de mondiale economische groei. Met een flexibelere munt kan China zich sterker richten op interne stabiliteit en tegelijkertijd een grotere bijdrage leveren aan de effectieve depreciatie van de dollar en daarmee aan de vermindering van mondiale onevenwichtigheden.

Emile Spijkerman

Literatuur

Dooley, M.P., D. Folkerts-Landau & P. Garber (2004) *Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery*. NBER Working Paper 10626.

Frankel (2004) *On the Renminbi: The choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate*. Kennedy School of Government, Working Paper 04-037.

Goldstein (2004) *Adjusting China's Exchange Rate Policies*. Institute for International Economics, Working Paper 04-01.

IMF (2003) *World Economic Outlook*. Najaar 2003.

IMF (2004) *China's Growth and Integration into the World Economy*. Occasional Paper 232.

IMF (2004b) *From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility*. IMF Working Paper 126.

IMF (2005) *Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China*. Policy Discussion Paper 05/1.

Rajan (2005), *Global Current Account Imbalances: Hard Landing or*

Soft Landing (beschikbaar op www.imf.org).

The Economist (2005) *Softly, Softly - China is quietly making ready to float its currency*, 31 maart.

1 Dit artikel heeft als uitgangspunt de noodzakelijke dollardepreciatie. Het gaat niet in op de gewenste wisselkoersontwikkeling voor de verschillende individuele landen (bijvoorbeeld om intern of extern evenwicht na te streven).

2 Overigens heeft ook het eurogebied een bilateraal handelstekort met China, in 2004 gelijk aan $\text{€} 52$ miljard (ruim dertig procent hoger dan in 2003).

3 Zo komt Frankel (2004) op basis van Balassa-Samuelson-effecten (gerelateerd aan het catching-up-proces van opkomende markten) uit op een rele onderwaardering van 35%. Goldstein (2004) stelt de onderwaardering vast op vijftien tot dertig procent. Een wisselkoersstijging van die omvang zou voor 'fundamenteel evenwicht' op de betalingsbalans zorgen (d.w.z. indien wordt afgezien van conjuncturele en 'tijdelijke' invloeden zoals speculatiekapitaal).

4 De voor een 'catching-up'-land als China vereiste rele appreciatie vindt op dit moment - vanwege de vaste wisselkoers - alleen plaats via binnenlandse prijsstijging.

5 Het bijeffect van een flexibeler wisselkoersbeleid is wel dat doordat de Chinese vraag naar Amerikaanse obligaties afneemt, de rente in de VS kan gaan oplopen. Hierdoor zou de groei in de VS geremd kunnen worden en de Amerikaanse importvraag gematigd.

6 Illustratief is dat wanneer 5% van de gezinsbesparingen in buitenlandse activa zou worden omgezet, dit een kapitaaluitvoer van 5% bbp zou betekenen. Dit zou de renminbi onder sterke neerwaartse druk zetten.