



Bevorderen imf-kredieten slecht gedrag?

Auteur(s):

Beaufort Wijnholds, J. de
Roscam Abbing, M.

De Beaufort Wijnholds is permanent vertegenwoordiger van de Europese Centrale Bank in Washington en voormalig bewindvoerder van het imf. Roscam Abbing is adviseur van de Nederlandse bewindvoerder in het imf. mabbing@imf.org

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4424, pagina 32, 23 januari 2004

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetair, beleid

Werken imf-leningen onverantwoordelijk gedrag in de hand en kunnen ze daarmee financiële instabiliteit verergeren? Of moeten ze worden gezien als een noodzakelijk publiek goed?

De Mexicaanse crisis van 1995 wordt meestal genoemd als de eerste grote 'nieuwe crisis', waarbij de druk op de betalingsbalans via de kapitaalrekening ontstond. Het was ook de eerste crisis waarbij private crediteuren met de schrik vrij kwamen dankzij grote hulpleningen van het imf en van bevriende regeringen.

De 'nieuwe' kapitaalrekeningcrises zijn voor het imf duidelijk anders dan de 'traditionele' (lopende rekening-) crises. Bij lopende rekeningcrises ligt de nadruk vooral op beleidsaanpassingen die een omslag in het saldo van de lopende rekening moeten bewerkstelligen. Kapitaalrekeningcrises zijn het gevolg van kapitaalvlucht door private crediteuren. De nadruk van het imf-optreden ligt daarbij op het verstrekken van aanzienlijke betalingsbalanssteun zonder dat er een directe relatie is met de omslag in de lopende rekening (zie [tabel 1](#)).

Tabel 1. Omvang imf-leningen, in speciale trekkingsrechten (sdr) en als percentage van het bbp

land	jaar	in miljard sdr	als percentage van het bbp
Mexico	1995	12,1	4
Thailand	1997	2,9	2
Indonesië	1997	7,3	5
Korea	1997	15,5	4
Rusland	1998	15,4	5
Brazilië	1998	13,0	2
Turkije	2001	15,0	10
Argentinië	2001	16,9	8
Brazilië	2001	12,1	3
Turkije	2002	12,8	11
Uruguay	2002	1,8	9
Brazilië	2002	22,8	6
Argentinië	2003	9,0	10

Bron: imf

Dit artikel gaat over de mogelijke negatieve gevolgen van het imf-optreden bij kapitaalrekeningcrises. De praktijk van grote imf-leningen om kapitaaluitstroom te financieren, kan onverantwoordelijk gedrag van crediteuren (en debiteuren) veroorzaken en daarmee zijn nieuwe crises in de kiem aanwezig.

Er wordt in dit verband vooral gewaarschuwd voor moreel risico ('moral hazard') bij crediteuren. Zolang krediet- en kapitaalverschaffers verwachten dat de opkomende landen bij betalingsproblemen kunnen rekenen op voldoende liquide middelen dankzij een imfkrediet, zullen die crediteuren minder voorzichtig zijn met hun beleggingsgedrag. Dit werkt onhoudbare schuldposities in de hand. Mede doordat deze stelling moeilijk empirisch valt te bewijzen, slaat de balans in de huidige beleidsdiscussies volgens ons te vaak door naar de positie dat moreel risico bij imf-kredieten nauwelijks een rol speelt. Aan de hand van een bredere definitie zullen wij betogen dat het gevaar van moreel risico echter niet moet worden onderschat.

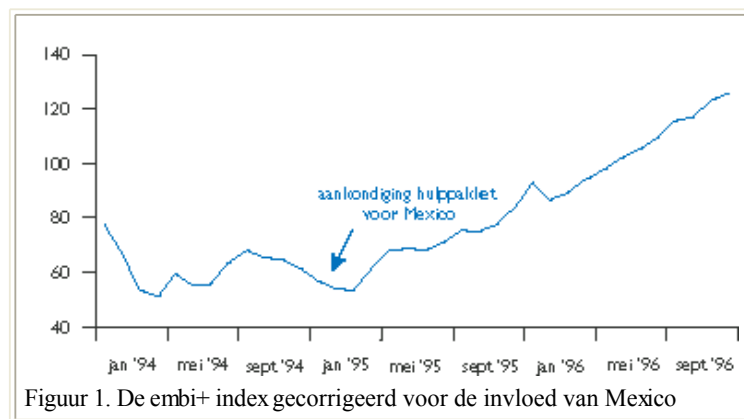
Empirie

Theoretisch is het argument voor het bestaan van moreel risico sterk: een imf-lening is een publieke interventie waarmee de 'vrije markt'

wordt beïnvloed. Zodra marktpartijen rekening houden met de mogelijkheid van een IMF-interventie is er in potentie sprake van moreel risico. Anekdotische aanwijzingen voor het bestaan van aanzienlijk moreel risico zijn er te over. Denk bijvoorbeeld aan de term 'moral hazard play' die veel werd gebruikt om het gedrag van sommige banken te beschrijven vóór de Russische crisis van 1998. Ook is voor bankiers de mogelijkheid dat een land financiële steun ontvangt om zijn schuldbetalingen te doen een belangrijk element bij het beoordelen van soevereine kredietwaardigheid¹.

Mexico-crisis

Overtuigend empirisch bewijs is evenwel lastiger te vinden. In verschillende studies worden econometrische testen gepresenteerd waaruit blijkt dat sinds de Mexico-crisis geen significante daling van de spreads op leningen aan opkomende economieën is te zien². In [figuur 1](#) is ter illustratie de ontwikkeling van de embi-index (een index van de totale opbrengst op obligaties van opkomende economieën) tijdens de Mexico-crisis opgenomen. De genoemde onderzoeken gebruiken overigens meer geavanceerde methoden. De cijfers zijn gecorrigeerd voor het gewicht van Mexico zelf en verwijzen dus naar de gevolgen voor andere landen.



Figuur 1. De embi+ index gecorrigeerd voor de invloed van Mexico

Rente

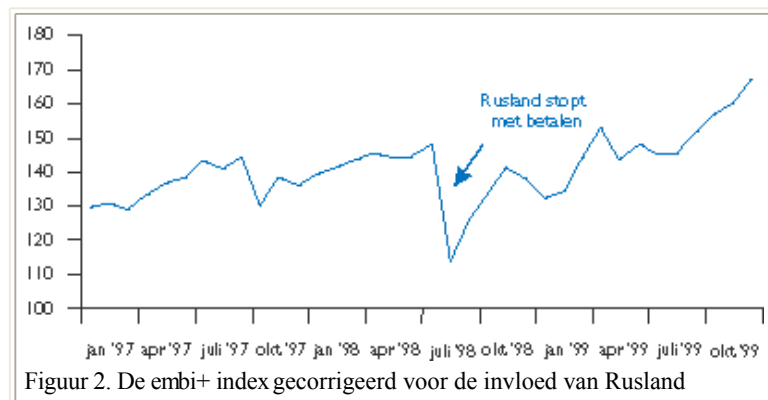
De redenering is dat als er moreel risico zou zijn, die ontstaan zou zijn bij de onverwacht grote IMF-lening aan Mexico in 1995. Door data van vóór 1995 te vergelijken met data van na de Mexico-crisis, zou het ontstaan van moreel risico kunnen worden gemeten in de vorm van een structurele verlaging van de rentes. Dat zou duiden op een wijziging in de risicoperceptie. De genoemde onderzoeken vinden allemaal dat de beschikbare data geen bewijs biedt voor het bestaan van een (significant) moreel risico.

Kapitaalstromen

Deze conclusie lijkt te worden versterkt door de bevinding dat de totale kapitaalstromen richting de opkomende economieën begonnen af te nemen aan het eind van de Mexico-crisis. Als er moreel risico zou zijn, zouden die stromen juist hebben moeten toenemen. Bovendien zou het eventuele moreel risico zijn verdwenen nadat het IMF de handen aftrok van Rusland in 1998 en van Argentinië eind 2001. Ook het hardhandig betrekken van private beleggers bij het oplossen van de crises in Pakistan, Oekraïne en Ecuador zou een sluimerend moreel risico de kop in hebben moeten drukken.

Rusland-crisis

In een meer recente econometrische studie komen enkele IMF-stafleden tot een iets andere conclusie. Zij testen of het onverwachte uitblijven van steun voor Rusland in 1998 het beleggersgedrag heeft beïnvloed³. Uit hun onderzoek blijkt dat beleggers inderdaad flink schrokken van het uitblijven van IMF-steun, wat zou kunnen duiden op het bestaan van aanzienlijk moreel risico voorafgaand aan de Rusland-crisis. Ook deze studie levert echter geen doorslaggevend bewijs, al helemaal niet voor het bestaan van moreel risico ná de Rusland-crisis. In [figuur 2](#) wordt de ontwikkeling van de obligatieprijzen van opkomende economieën rond de Rusland-crisis geschetst (gecorrigeerd voor het gewicht van Rusland in de index). In de figuur lijkt de 'Ruslandschok' slechts een tijdelijk effect te hebben, waardoor het niet mogelijk is stellige conclusies te trekken over het al dan niet bestaan van moreel risico.



Figuur 2. De embi+ index gecorrigeerd voor de invloed van Rusland

Goed testen

Voor alle genoemde studies geldt overigens dat het zeer de vraag is of het mogelijk is goed te testen op moreel risico. Het is namelijk problematisch 'onverantwoordelijk gedrag' in empirische testen goed te isoleren, zoals ook wordt beaamd door de onderzoekers. Het al dan niet ontstaan van moreel risico is bovendien niet de enige factor die de renteniveaus en omvang van de kapitaalstromen zou kunnen hebben beïnvloed. De aanscherping van het bedrijfseconomisch toezicht in veel landen heeft bijvoorbeeld waarschijnlijk een drukkend effect op kapitaalstromen gehad. De gevonden resultaten bieden daardoor geen hard bewijs van het bestaan van moreel risico, maar geven volgens ons evenmin doorslaggevend bewijs van het tegendeel.

Een bredere definitie

Bij gebrek aan overtuigend bewijs lijkt in beleidsdiscussies en opinieartikelen de balans veelal door te slaan in het voordeel van de groep die stelt dat het effect van (grote) imf-kredieten op het gedrag van marktpartijen gering is. Dit is volgens ons mede het gevolg van de te enge definitie van moreel risico die veelal - expliciet of impliciet - wordt gehanteerd. Moreel risico hoeft zich namelijk niet alleen te uiten in overmatige of te goedkope financiering door de particuliere sector. Het uit zich ook in de bereidheid om in geval van crisis middelen terug te trekken uit een land. Als crediteuren verwachten dat het land een beroep kan doen op het imf, hebben zij niet het idee dat hun handelen direct nadelige gevolgen zal hebben voor het land in kwestie. Ze durven dan hun korte uitzettingen terug te trekken, zelfs als ze tegelijkertijd ook langer lopende leningen of lang lopend kapitaal hebben uitstaan. Een bredere definitie van moreel risico maakt het zeker niet eenvoudiger een en ander empirisch te testen, maar doet wel recht aan het idee dat ook het terugtrekken van kapitaal een uiting kan zijn van onverantwoordelijk gedrag als gevolg van ongelimiteerde imf-steun.

Debiteuren

Niemand lijkt zich echt druk te maken om onverantwoordelijk gedrag door debiteuren. De standaard definitie van moreel risico bij debiteuren is volgens ons echter eveneens te eng. De centrale overheid zal het land weliswaar niet doelbewust in de armen van het imf drijven; de door het fonds gehanteerde conditionaliteit maakt dat dat voor geen enkele regering een aantrekkelijke optie is (bij de meeste grote crises en de meeste grote imf-pakketten heeft de zittende regering het veld moeten ruimen, vaak op spectaculaire wijze).

Lokale overheden

Debiteuren moreel risico kan echter wel degelijk tot problemen leiden in de verhouding tussen lokale en centrale overheden. In afwezigheid van imf-financiering vormt de aanwezige private financiering een harde bovengrens voor de overheidsfinanciën. Deze grens verdwijnt zodra lokale overheden (of bijvoorbeeld staatsbedrijven) rekening houden met de mogelijkheid van - aanzienlijke - imf-financiering. De lokale overheden kunnen zich harder opstellen: ze kunnen weigeren bezuinigingen door te voeren en stellen dat het land beter een beroep op het imf kan doen. Dergelijk onverantwoordelijk gedrag van lokale overheden heeft bijvoorbeeld een rol gespeeld in Argentinië.

Beleid

Bij een bredere definitie van moreel risico is volgens ons duidelijker dat het risico moet worden meegenomen in beleidsafwegingen. Het beleid zou er in elk geval op gericht moeten zijn te voorkomen dat moreel risico ontstaat, zelfs als er geen overtuigend empirisch bewijs is. Vanwege het volgens ons significante gevaar op moreel risicogedrag van crediteuren, vinden wij een grotere (financiële) betrokkenheid van de particuliere sector bij financiële crises gewenst. De discussie over 'private sector involvering' lijkt echter verzand zonder veel concreet resultaat: bij recente grote imf-pakketten werden weinig of geen eisen gesteld wat betreft het betrekken van de private sector⁴.

Objectief en strikt

Wat de debiteurzijde betreft denken wij dat duidelijke en relevante imf-programmavooraanwaarden samen met een objectief en strikt gehanteerd toegangsbeleid (hoeveel imf-krediet krijgt een land?) een garantie biedt tegen meer dan marginaal moreel risico. In de condities voor de kredieten zou ook rekening moeten worden gehouden met landenspecifieke institutionele factoren, zoals een expliciete limiet op leningen door lokale overheden.

De procedures rond het toegangsbeleid voor imf-krediet zijn recent aangescherpt. Het bleek helaas niet mogelijk duidelijk nadere kwantitatieve criteria overeen te komen waaraan een land moet voldoen, wil het in aanmerking komen voor een grote imf-lening. Het al dan niet verstrekken van grote imf-kredieten blijft, zo vrezen wij, daarom nog steeds een politieke beslissing van de belangrijkste aandeelhouders.

De stekker eruit

Positief is wel dat het fonds veel rigouzeuzer dan voorheen schuldhoudbaarheidsanalyses zal uitvoeren. Hierdoor ontstaat de mogelijkheid om op tijd gefundeerde waarschuwingen af te geven over uit de hand lopende overheids- of buitenlandse schuld van debiteurlanden. Ook zouden deze analyses er toe moeten leiden dat bij het (desondanks) opbouwen van een onhoudbare schuldpositie het imf het betreffende land niet met een reddingsboei tegemoet komt. De rekening moet worden neergelegd bij de particuliere kapitaalverschaffers die hun risicoanalyses niet goed hebben uitgevoerd. Moreel risicogedrag wordt daarmee eerder erkend en de kop ingedrukt. In de praktijk zal er natuurlijk ruimte voor interpretatie zijn over de houdbaarheid van de schuld en zal het vaak neerkomen op de inschatting van de leden van de Raad van Bewindvoerders en hun hoofdsteden of de stekker eruit getrokken moet worden. Alleen als dat laatste vaak genoeg op tijd en op basis van zuivere economische analyse gebeurt, kan het risico van moreel risico effectief de kop in worden gedrukt.

Onno de Beaufort Wijnholds en Mark Roscam Abbing

critique of sovereign bankruptcy initiatives, *Business Economics*, jrg. 38, januari, 2003: 'The possibility that a country may or may not get a huge package of financial support with which to meet its debt obligations has become one of the key elements in the assessment of sovereign creditworthiness.'

2 Respectievelijk: X.A. Zhang, Testing for moral hazard in emerging markets lending, *IIF Research Papers*, nr. 99-1, Institute of International Finance, Washington, 1999; T. Lane en S. Philips, Does IMF financing result in moral hazard, *IMF Working Papers*, nr. 00/168, IMF, Washington, 2000; S.B. Kamin, *Identifying the role of moral hazard in international financial markets*, niet gepubliceerd, Federal Reserve Board, Washington, 2002; en L.H. Summers, International financial crises: Causes, prevention, and cures, *American Economic Review - Papers and Proceedings May 2000*, 2000, blz. 1-16.

3 G. Dell'Ariccia, I. Schnabel en J. Zettelmeyer, Moral hazard and international crisis lending: A test, *IMF Working Paper*, nr. 02/181, Washington, 2002.

4 In het geval van Argentinië zullen de private crediteuren uiteindelijk wel een flinke veer moeten laten, maar dit gebeurt ons inziens veel te laat en had in eerdere IMF-programma's moeten zijn gebeurd.