



## Een currency board: panacee voor de Indonesische crisis?

**Auteur(s):**

Mensink, N.W.

*De auteur is werkzaam bij de Nationale Investeringsbank.***Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4147, pagina 296, 10 april 1998

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

monetaire, economie, azië-crisis, financiële, markten

*Veel landen hebben met succes gebruik gemaakt van 'currency boards' om hun valuta te stabiliseren. In Indonesië ontbreken echter de voorwaarden om van dit instrument gebruik te kunnen maken.*

De Azië-crisis begon met de vrije val van de Thaise baht in de zomer van 1997<sup>1</sup>. Via het bekende domino-effect infecteerde het virus snel andere economieën in de regio. Op dit moment blijkt Indonesië, met een bevolking van bijna 200 miljoen het vierde land ter wereld, een van de landen die het zwaarst is getroffen. De koers van de roepia is sinds de zomer van 1997 met circa 75% in waarde gedaald (t.o.v. de dollar, zie [tabel 1](#)) en Indonesië heeft als enige land een informeel moratorium moeten afkondigen. Door de waardevermindering van de roepia is de (dollar)schuldenlast voor bedrijven, die hun opbrengsten met name in lokale valuta hebben en het wisselkoersrisico nauwelijks hebben afgedekt, met een factor vier tot vijf opgelopen. Dat heeft er toe geleid dat circa drie van de vier Indonesische bedrijven momenteel technisch gesproken failliet zijn en dat maar liefst 70% van de kredietportefeuille van de Indonesische banken uit 'non-performing loans' bestaat.

*Tabel 1. Azië-crisis*

	bbp	totale buitenlandse	omvang IMF-	wisselkoers devaluatie
	\$ mrd	schuld	pakket	jan 96-febr 97
	1995	% bbp	\$ mrd	t.o.v. \$
Thailand	167	51	19	52%
Indonesië	198	70	43	75%
Zuid-Korea	455	38	56	45%

Bronnen: Wereldbank en IMF

Ondanks de overeenstemming over een IMF-programma blijven twijfels over het te voeren economische beleid overheersen. Het nieuwste medicijn dat Indonesië is voorgeschreven is een 'currency board', oftewel een vaste wisselkoers die volledig door reserves wordt gedekt. Indonesië kreeg dit recept voorgeschreven door de Amerikaanse pleitbezorgers van currency boards Hanke en Schuler<sup>2</sup>, eerder betrokken bij de invoering ervan in Argentinië en Bulgarije. Indonesië zou volgens hen binnen drie weken een currency board kunnen instellen, waarbij de roepia-koers ten opzichte van de dollar zo'n 5.500 zou moeten bedragen.

### Currency boards

De laatste jaren is er sprake van een hernieuwde belangstelling voor currency boards door succesvolle introductie ervan door Hongkong, Argentinië, Estland en vorig jaar Bulgarije, nadat dit instrument reeds in de 19e eeuw op grote schaal werd gebruikt door de Britse koloniën. De invoering van een currency board was in veel gevallen een noodgreep om een ernstig vertrouwensverlies in de centrale bank aan te pakken. In Bulgarije was in 1997 sprake van ernstige stagflatie, in Hongkong ontstond in 1982 tijdens de Chinees-Britse onderhandelingen grote onzekerheid over de toekomstige status en in Argentinië was na diverse stabilisatieplannen en hyperinflatie (1989/90) het vertrouwen in de monetaire autoriteiten vrijwel volledig verdwenen.

Een currency board komt in beginsel neer op het instellen van een vaste wisselkoers. De nationale munteenheid is tegen een vastgelegde koers ten opzichte van de ankerpunt (in veel gevallen de dollar of de D-mark, zie [tabel 2](#)) volledig convertibel. Voorts wordt de geldvoorraad volledig gedekt door de buitenlandse reserves van de onafhankelijke monetaire autoriteit (de zogenaamde 'currency board')<sup>3</sup>. Veelal is de vaste wisselkoers wettelijk vastgelegd, evenals de onafhankelijkheid van een currency board. Na invoering van de currency board geeft een land haar monetaire autonomie op en bestaat het monetaire 'beleid' van een currency board slechts uit het tegen inwisseling van harde valuta creëren van basisgeld. In principe is een currency board vergelijkbaar met het opereren van een wisselkantoor (met omwisselingsplicht). Daarom wordt deze ook wel vergeleken met het varen op de 'automatische monetaire piloot'. Veranderingen in de gelddoelstelling worden bepaald door wijzigingen in de voorraad internationale reserves, welke per definitie voortvloeien uit de saldi van de lopende rekening en de kapitaalrekening van de betalingsbalans.

**Tabel 2. Landen met een currency board**

	inwoners mln.	bbp \$ mrd	handel/bbp	jaar van invoering	anker- munt
Hongkong	6	144	297	1983	dollar
Argentinië	35	281	120	1991	dollar
Estland	2	4	n.b.	1992	D-mark
Bulgarije	8	12	94	1997	D-mark
Indonesië (?)	193	198	53	?	dollar

Bron: Wereldbank.

Een currency board vertoont veel overeenkomsten met de invoering van de dollar als nationaal betaalmiddel - 'dollarisatie' - zoals bijvoorbeeld in Panama. Het belangrijkste verschil tussen dollarisatie en invoering van een currency board bestaat uit behoud van de nationale munteenheid en de 'seignorage-inkomsten'. Deze inkomsten worden gegenereerd door de centrale bank, die tegenover de niet-rentegevende geldhoeveelheid een renderende voorraad internationale reserves aanhoudt. In geval van dollarisatie bestaat er geen nationale geldhoeveelheid en zijn er derhalve geen seignorage-inkomsten.

De vaste wisselkoers verkrijgt door de volledige dekking en de passieve en voorspelbare werking van een currency board een steviger fundament dan een 'normale' vaste wisselkoerspolitiek uitgevoerd door een centrale bank. Daarnaast wordt het toezicht op het bankwezen, een taak die in veel landen in handen is van de centrale bank, toegewezen aan een andere instantie dan de currency board. Tegelijkertijd vervalt de mogelijkheid van banken om kredieten bij de currency board op te nemen ('lender of last resort' functie vervalt). Hierdoor wordt de onafhankelijkheid van de currency board gegarandeerd en verdwijnt de mogelijkheid om de rente te sturen. Ook wordt monetaire financiering van het overheidstekort uitgebannen.

Ondanks de voordelen die een currency board in specifieke omstandigheden een land kan brengen is dit geen wondermiddel. Belangrijkste nadeel verbonden aan een currency board betreft de volledige overgave aan het monetaire beleid van het 'ankerland', ofwel het verlies aan flexibiliteit (zie [tabel 3](#)). Dit geldt niet alleen voor rente-ontwikkelingen, maar ook voor wisselkoersfluctuaties. Wisselkoersaanpassingen, bijvoorbeeld om economische schokken op te vangen, zijn na de invoering niet meer mogelijk. Op dit moment ondervindt bijvoorbeeld Hongkong deze nadelen. De koppeling van de Hongkong dollar aan de Amerikaanse dollar zorgde afgelopen jaar voor een zeer forse effectieve appreciatie van de Hongkong dollar en daarmee tot een ernstige verslechtering van de concurrentiepositie, zeer hoge rentestanden en een crash op de aandelen- en onroerend-goedmarkt.

**Tabel 3. De voor- en nadelen van een currency board**

Voordelen	Nadelen
» geloofwaardigheid ('quick fix'), transparantie en eenvoud	» verlies monetair instrumentarium (rentepolitiek, open marktinstrumentarium, wisselkoers)
» onafhankelijkheid (t.o.v. politiek)	» verlies vangnet voor bankwezen
» einde aan monetair financieren overheidstekorten	» schokken in reële wisselkoers (rigide nominale wisselkoers)

## Indonesische crisis

Na een decennium van economische successen, waarbij de economische groei rond de 7% per jaar bedroeg, is de Indonesische economie volledig ingestort. Voor dit jaar wordt rekening gehouden met een krimp van minimaal 5%, terwijl de inflatie inmiddels is opgelopen tot boven de 30%. Het vertrouwen dat de internationale kapitaalmarkten jarenlang hadden in Indonesië is, ondanks de redelijk 'gezonde fundamentals' (overheidsfinanciën, wisselkoersbeleid en gematigde inflatie), tijdens de Aziatische turbulentie als sneeuw voor de zon verdwenen. De inefficiënte structuur van de nationale economie, die wordt gedomineerd door omvangrijke Suharto-gelieerde conglomeraten, die veelal direct of indirect door de overheid worden bevoordeeld, wordt samen met het instabiele bankwezen beschouwd als de belangrijkste onderliggende oorzaak van de huidige crisis. Een en ander wordt verscherpt door de grote politieke en maatschappelijke onzekerheid.

De afgelopen decennia is, onder invloed van de Azië-euforie, op grote schaal buitenlands kapitaal het land ingestroomd. Dit mondde uiteindelijk uit in een totale buitenlandse schuld van circa 140 miljard dollar en in het verlengde daarvan tot een grote schuldenlast. Als gevolg van de regionale schok en de toenemende twijfels over het vermogen van de Indonesische autoriteiten een adequate oplossing voor de crisis te bieden keerde de vertrouwensspiraal zich tegen Indonesië. De vrije val van de roepia vormt een illustratie van het vertrouwensverlies in het Indonesische politiek-economische bestel en lijkt veel minder het gevolg van een gebrekkig functionerende centrale bank. Op het gebied van wisselkoers- en prijsstabilisatie werden de laatste jaren redelijke resultaten geboekt. In de periode '91-'96 deprecieerde de roepia met zo'n 4% per jaar ten opzichte van de dollar en de inflatie bleef met circa 8% redelijk onder controle.

Inmiddels is het IMF Indonesië te hulp gesprongen met een pakket ter waarde van meer dan 40 miljard dollar, ofwel ruim 25% van het bbp. Daarvoor moet Indonesië enkele pijnlijke maatregelen nemen. Belangrijkste daarvan zijn sanering van het bankwezen, het verlenen van onafhankelijkheid aan de centrale bank, versterking van de overheidsfinanciën en het afblazen van enkele grootschalige projecten. Doel van het IMF-programma is de lopende rekening weer in evenwicht te brengen en een overschot op de overheidsbegroting te creëren van 1% bbp. Al met al betekent het IMF-programma, indien volledig uitgevoerd, een breuk met het verleden en een stap in goede richting. Niettemin is het vertrouwen in de Indonesische economie nog niet hersteld. Vandaar dat de roep om een noodmaatregel als een

currency board is ontstaan.

## Indonesië

Toepassing van een currency board op de huidige Indonesische situatie zou op korte termijn een aantrekkelijk optie kunnen zijn. Dat blijkt ondermeer uit de aanvankelijke reactie van de financiële markten op de aankondiging van de plannen. De roepia apprecieerde vrijwel direct. Deze 'quick fix' zou een structureel herstel van de roepia kunnen inluiden en de kapitaalinstroom weer op gang kunnen brengen. Aldus het mooi weer scenario van de Suharto-adviseurs.

Niettemin wordt op dit moment een currency board voor Indonesië als een stap te ver beschouwd<sup>4</sup>, vanwege het uiterst zwakke bankwezen en de grote politieke onzekerheid. Het Indonesische bankwezen, dat voor de helft bestaat uit overheidsbanken, zit op grote schaal opgescheept met 'zwakke leningen'. Inmiddels is de kredietwaardigheid van de banken sterk aangetast, waardoor de toegang tot de internationale kapitaalmarkten, een cruciale voorwaarde voor het instellen van currency board, problematisch is geworden. Een currency board kan in sommige gevallen leiden tot zeer hoge rentestanden (nu reeds bijna 20%), die de gezondheid van het bankwezen verder onder druk zet en de economische crisis en sociale onrust verder verscherpt. Invoering van een currency board zou al met al de genadeklap kunnen betekenen voor het merendeel van de 220 Indonesische banken. Daarnaast is de grote politieke en maatschappelijke onzekerheid in Indonesië een sta-in-de-weg voor de invoering van een currency board.

Verder is het de vraag of de Indonesische economische structuur geschikt is voor een currency board. De grote omvang van de economie, de geringe flexibiliteit (protectionisme), de relatieve geslotenheid en de grote rol van energie-inkomsten (25% van de export) maken Indonesië tot een starre economie, die moeilijk in staat zal zijn schokken op te vangen die onlosmakelijk zijn verbonden aan een currency board. Ook de omvang van de deviezenvoorraad, momenteel geschat op 16 miljard dollar<sup>5</sup>, maken een dergelijke ingrijpende maatregel tot een riskant avontuur.

Ten opzichte van de invoering van de currency board in Argentinië en Bulgarije zijn belangrijke verschillen te constateren. Indonesië heeft bijvoorbeeld niet een identiek inflatie- en depreciatietrauma achter de rug als deze landen. De inflatie, hoewel momenteel zeer snel oplopend, bedroeg de laatste jaren gemiddeld zo'n 7%.

Belangrijke voorwaarde voor een succesvolle invoering van een currency board ten slotte is dat de koers van de roepia op een geloofwaardig niveau wordt vastgekoppeld aan de dollar. De koers die in de huidige plannen is vervat bedraagt circa 5.000 à 6.000 roepia per dollar. In het licht van de huidige koers (beneden de 10.000 per dollar) wordt dit niveau door de financiële markten als onrealistisch beschouwd.

## Conclusie

Indonesië is in ernstige problemen geraakt als gevolg van een vertrouwenscrisis. De roepia is fors onderuit gegaan, waardoor veel bedrijven en banken hun schuldenlast niet meer kunnen nakomen. Het IMF is inmiddels Indonesië te hulp geschoten met een omvangrijk pakket. Maatregelen die in dat kader worden genomen, worden beschouwd als een stap in de goede richting. Acuu't probleem is de instabiliteit van het financiële stelsel en de grote politieke onzekerheid. Deze twee kernproblemen worden niet door de voorgestelde currency board opgelost, waardoor onmiddellijke invoering ervan een riskante aangelegenheid is. Dit risico wordt verder versterkt door het ontbreken van IMF-steun voor het plan en de ongeloofwaardige koers van de roepia in de currency board plannen. Op dit moment lijkt het erop dat de currency board plannen worden gebruikt als bliksemafleider van andere noodzakelijke, maar pijnlijke, hervormingen. Dat neemt niet weg dat een currency board op termijn als onderdeel van een samenhangend pakket hervormingen voordelen kan bieden in geval van een sterk vertrouwensverlies in de centrale bank, zoals ook uit ervaringen elders is gebleken. Een currency board lijkt echter geen panacee voor de huidige Indonesische crisis. Niet zozeer omdat het medicijn niet zou werken, maar veeleer omdat dit recept is gebaseerd op een verkeerde diagnose. Het gebrekkige vertrouwen in de centrale bank is immers niet de belangrijkste en zeker niet de enige oorzaak van de huidige crisis in Indonesië

---

1 Zie N.W. Mensink, [Thailand geveld door peso-virus](#), *ESB*, 16 juli 1997, blz. 572-574.

2 Zie o.a. K. Schuler, Stabilizing the Indonesian rupiah through a currency board, <http://www.erols.com/kurrency/indo.html>

3 De technische uitwerking van een currency board verschilt overigens per land. Daardoor is de dekking door de reserves niet in alle gevallen 100%, zoals een 'zuivere', ook wel orthodoxe, currency board impliceert. Zo wordt de Argentijnse geldvoorraad slechts voor 66% gedekt door internationale reserves en kunnen banken in specifieke gevallen een beroep doen op de currency board.

4 Zie bijv. *NRC Handelsblad*, 11 februari 1998, Sceptis over koppeling van roepia aan dollar.

5 Komt neer op een importdekking van ca 3,5 mnd.