



Een stressbestendig financieel systeem

Auteur(s):

Wensveen, D.M.N.

*De auteur is (bijzonder) hoogleraar Financiële Instellingen aan de Universiteit van Amsterdam en de Erasmus Universiteit Rotterdam.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4214, pagina 553, 30 juli 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiële, markten

Banken die geld lenen aan risico-landen, kunnen in het geval van een crisis nu gemakkelijk vluchten. Internationale instellingen draaien dan voor de lasten op. Invoering van tijdelijke beperkingen voor de uitvoer van vreemde valuta kan dit voorkomen.

Onder de indruk van de Azië-crisis, en de gevolgen daarvan, klom vorig jaar de roep om een nieuwe 'financiële architectuur' teneinde het internationale financiële systeem meer schokbestendig te maken. Niet van de eerste de beste. Het was president Clinton zelf die dat deed en hij lanceerde alvast een fors idee om aan die schokbestendigheid bij te dragen: alle landen zouden bij het Internationaal Monetair Fonds een nieuwe, ruime kredietfaciliteit moeten kunnen krijgen waaronder automatisch, zonder voorwaarden vooraf, getrokken kan worden als een land een grote kapitaalvlucht te verduren krijgt. De bedoeling is dat een land het in die situatie langer volhoudt de wisselkoers te verdedigen en vooral dat de beschikbaarheid van zo'n faciliteit de geloofwaardigheid van het wisselkoersbeleid verhoogt en zo een preventieve werking heeft.

Maatregelen van het IMF

Inmiddels is binnen het IMF, zij het niet erg van harte, in principe tot zo'n kredietfaciliteit ('contingent credit line') besloten en zijn ook andere maatregelen onderweg die de stabiliteit van het internationale financiële systeem moeten verhogen. Tevens komt er een monitoringcommissie, onder leiding van de secretaris-generaal van de Bank voor Internationale betalingen in Basel, bestaande uit hoge vertegenwoordigers van centrale banken, die regelmatig moet bezien of voldoende maatregelen worden genomen die de kwaliteit van het bankwezen, en het toezicht daarop, in zwakke landen verbeteren. Het IMF zal meer openheid betrachten met haar landen-rapporten (alhoewel de aanbevelingen nog niet in detail gepubliceerd zullen worden omdat deze juist crises teweeg zouden kunnen brengen!) en in deze rapporten meer aandacht besteden aan de kwaliteit van het financiële systeem in de onderzochte landen. Ook zal het IMF bevorderen dat meer frequente en actuele statistische informatie over betalingsbalansontwikkelingen en kapitaalstromen beschikbaar komt ¹, en zullen 'hedge funds' meer onder toezicht worden geplaatst.

Maar er blijven twee heikle punten over. Het eerste is: moeten er restricties op het kapitaalverkeer komen als een crisis dreigt of is uitgebroken? Het tweede is: moeten banken en (speculatieve) beleggers dan vrijelijk de kans krijgen hun gelden terug te trekken of moeten ze betrokken worden in de oplossing van een situatie die ze mede hebben veroorzaakt? Daarover is weinig meer, of nog weinig vernomen.

Kapitaalrestricties?

Er was enige maanden geleden een Frans-Duits initiatief om te autoriseren kapitaalmarktrestricties door te voeren in geval van een betalingsbalanscrisis. Dit plan ontmoette sterk verzet van met name Angelsaksische zijde en is met het verdwijnen van Lafontaine van het toneel verdwenen. Omtrent het betrekken van het bankwezen en het bedrijfsleven in verdedigings- en consolidatiemaatregelen ten behoeve van de betalingsbalans is het ook stil gebleven, totdat eind april tijdens de vergadering van het Interim-Committee van het IMF onze eigen minister Zalm met een initiatief kwam dat hij, volgens de pers, ontleend had aan Buiters, adviseur van de Bank of England. Volgens zijn voorstel dienen voortaan alle leencontracten in vreemde valuta's van een clause te worden voorzien die het debiteuren mogelijk maakt de looptijd van een lening te verlengen met bijvoorbeeld drie of zes maanden tegen een van te voren vast te stellen boete in de vorm van een hogere rente ('roll over'-optie). Het gaat hierbij om alle soorten leningen van zowel overheden als de particuliere sector, verhandelbaar en niet verhandelbaar. De debiteur kan de looptijdverlenging pas toepassen nadat de centrale bank of eventueel het IMF een crisissituatie heeft uitgeroepen. De verplichting tot zo'n clause zou door elke lidstaat wettelijk moeten worden vastgelegd. Een aldus bereikte 'time out' zou voor contractpartijen - en de regering van het in moeilijkheden verkerende land - de mogelijkheid scheppen een voorlopig of definitief betalingsarrangement te treffen.

Het voorstel is volgens de pers voorzichtig positief ontvangen en zal door het IMF nader worden bestudeerd. Met name de Verenigde Staten, steeds zeer huiverig voor elke ingreep in het vrije kapitaalverkeer, zouden het niet meteen verworpen hebben omdat het niet tegen marktconformiteit indruist: elk koopcontract kent immers boeteclausules bij te late levering. Vraag is echter of een dergelijke clause onder de gegeven omstandigheden voldoende helpt bij het oplossen van een financiële crisis van een land of voldoende afschrikwekkend is om het gemakkelijk in- en uitstromende speculatiegeld buiten de deur te houden. Vraag is ook op welke termijn een dergelijke, verplichte clause in de wetgeving van alle IMF-landen zal zijn vastgelegd.

Tijdelijke deviezenrestrictie!

Effectiever zou mijns inziens zijn als een bepaalde vorm van tijdelijke deviezenrestrictie, die met name de uitstroom van kapitaal belemmert, mogelijk wordt ingeval een betalingsbalanscrisis optreedt of dreigt. Thans verbiedt het IMF deviezenrestricties wanneer landen eenmaal de status van land met vrij kapitaalverkeer hebben aanvaard, wat vrijwel alle landen hebben. Wanneer echter - uitdrukkelijk gekoppeld aan het uitroepen van een crisissituatie en het activeren van de nieuwe, algemene kredietfaciliteit bij het IMF ter versterking van de deviezenreserves (de eerder genoemde contingent credit line) - tevens een deviezenregime zou worden afgekondigd, dan zou het kort geld dat recent van buiten is gekomen binnen gehouden kunnen worden en zou zo een verdere escalatie van de crisis voorkomen kunnen worden. Natuurlijk biedt zo'n regime geen enkele oplossing voor de oorzaken van de crisis. Deze moeten uiteraard aangepakt worden. Zo nodig moet een - beheerste - devaluatie volgen en alle maatregelen van monetaire en budgettaire aard getroffen worden die het IMF nodig vindt en die nodig zijn om het vertrouwen in de munt weer te herstellen.

Het onder auspiciën van het IMF gemobiliseerde deviezenregime zou in elk geval een algemene vergunning moeten inhouden voor alle betalingen door importeurs in vreemde valuta's in het lopende handels- en dienstenverkeer, alsmede voor winstuitkeringen en dividendbetalingen aan het buitenland en óók voor rentebetalingen op obligaties en lopende leningen. Dat zet de zaak niet meteen op scherp voor buitenlandse exporteurs, lange termijn investeerders en banken. Alleen aflossingen van hoofdsommen in vreemde valuta's aan niet ingezetenen en aankopen door ingezetenen van effecten in vreemde valuta's zouden niet zonder specifieke vergunning mogen worden uitgevoerd. Een dergelijk deviezenregime (dat na de oorlog vele jaren in Europese landen is toegepast) zou uiteraard veel krachtiger werken dan een eenmalige opschortingsclausule in leningcontracten, zoals thans door Nederland voorgesteld.

Maar, zo zal menigeen in opperste verbazing roepen, een deviezenregime is toch een volstrekt gepasseerd station. Het staat haaks op de vrijheid van kapitaalverkeer, die juist zo'n groot goed is omdat zij de juiste allocatie van financiële middelen in de wereld via het marktmechanisme mogelijk maakt. Het belet de markt zijn heilzame werk te doen, het brengt bureaucratie met zich mee, die bovendien niet erg effectief is omdat elk deviezenregime ontdoken kan worden en, boven alles, het is slechts symptoombestrijding want het biedt geen oplossing voor de oorzaken van een crisis.

Allemaal waar, min of meer althans, op één argument na: dat een deviezenregime de markt zou beletten zijn werk te doen. De *dreiging* van een deviezenregime, onder specifieke en tamelijk voorspelbare omstandigheden en uitsluitend met de zegen van het IMF in te voeren, zal er juist toe bijdragen dat de markt zijn werk beter doet dan nu. Want de markt doet zijn werk nu niet goed. In de rente voor korte uitzettingen en ook voor langere uitzettingen in landen met een aanzienlijk betalingsbalansrisico wordt het zogenaamd landenrisico niet of onvoldoende verrekend. Het positieve renteverschuif tussen dollars geplaatst in zulke landen en de lokale valuta wordt als arbitragewinst beschouwd met als elementen daarvan een vergoeding voor het tegenpartij- en het devaluatie-risico van de lokale munt. Maar het gaat om méér: het gaat ook om het nationaal insolventie-risico. De belegger en de bankier zullen moeten leren daar ook rekening mee te houden. Zij zullen moeten anticiperen op het risico dat hun tegoeden geblokkeerd raken. En de geldnemer zal er rekening mee moeten houden dat om die reden buitenlands aangetrokken geld duurder is. Een premie voor het landenrisico behoort een veel duidelijker plaats te krijgen in de prijs van het geld, vooral kort geld, in deze landen ².

Begrijpelijkerwijze zijn alle marktpartijen tegen de herintroductie van deviezenregimes. De geldgevers vanwege het verhoogde risico vast te komen zitten, de geldnemers omdat het geld duurder wordt. Dat is echter geen reden zoiets niet te overwegen. Beide partijen gaan er thans, meest onbewust, min of meer van uit ('moral hazard') dat als een land in een betalingsbalanscrisis verzeild raakt, om welke reden ook, uiteindelijk het IMF de zaak wel zal redden via voldoende betalingsbalanssteun waardoor geldgevers een goed heenkomen kunnen vinden ('bailing out'). Een bij het uitbreken van een crisis onmiddellijk ingesteld deviezenregime zorgt er voor dat geldgevers moeten blijven ('are bailed in'). Dat risico zal de prijs van het buitenlandse geld beïnvloeden en dat is, marktconform, precies wat er moet gebeuren.

Er worden bezwaren aangevoerd tegen maatregelen die de private sector raken. Allereerst dat deze de kans op het ontstaan van een crisis juist zullen vergroten. Zodra de private sector denkt dat restrictieve maatregelen getroffen worden zal deze immers eerder geneigd zijn beleggingen en tegoeden terug te trekken. En verder wordt wel gevreesd dat clausules in leningcontracten (het Nederlandse voorstel) voor landen een vrijbrief betekenen om noodzakelijke structurele maatregelen uit te stellen. Deze tegenwerpingen zijn misschien bezwaren tegen uitstelclausules in leningcontracten als losstaand voorstel maar zijn mijns inziens niet doorslaggevend tegen een latent deviezenregime. Als de kans dat een deviezenregime wordt ingesteld een crisis uitlokt, zou deze crisis later toch zijn opgetreden. Voorts zou het toestaan, zelfs opleggen, door het IMF van een tijdelijk deviezenregime uiteraard gekoppeld moeten zijn aan het toestaan van trekkingen onder de nieuwe faciliteit (of de bestaande faciliteiten) waaraan voorwaarden voor structureel herstel verbonden zullen zijn of moeten worden. Indien blijkt dat de betalingsbalanssituatie (op de lopende rekening en de lange kapitaalrekening) later meevalt, kan het regime onmiddellijk verlicht of opgeheven worden, wat weer geld zal aantrekken. Indien een latent deviezenregime de binnenkomst van 'hot money' ontmoedigt, zal dit de stabiliteit van het monetaire en financiële systeem in het betreffende land alleen maar ten goede komen.

Conclusie

Een latent deviezenregime, vooral gericht op kort kapitaalverkeer, werkt niet marktverstoring. Het bevordert juist het goed werken van markten omdat kort geld niet meer te goedkoop en te gemakkelijk naar zwakke landen zal stromen. Aldus zou een steen bijgedragen worden aan een internationaal financieel systeem dat meer schokbestendig is.

Maar wie durft het aan toch een deviezenregime te bepleiten

¹ Zie onder meer P.L.C. Hilbers, [Het IMF, Azië en de financiële sector](#), *ESB*, 12 februari 1999, blz. 104-107.

² Opmerkelijk is dat de ex ante werking van een deviezenregime nauwelijks, aandacht krijgt in economische literatuur (zie bijvoorbeeld M.P. Dooley, A survey of literature on controls over international capital transactions: *IMF Staff Papers* 43, 1996).