



Financiële crisisbeheersing door overleg

Auteur(s):

Herpt, I. van
Selm, B. van

De auteurs zijn werkzaam bij de directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4169, pagina 732, 2 oktober 1998

Rubriek:**Trefwoord(en):**

azië-crisis

De belangrijkste les van de Aziatische financiële crisis is als volgt. Oplossingen die een overeenkomst met particuliere crediteuren omvatten hebben gewerkt, oplossingen die probeerden het tij te keren met uitsluitend publieke financiële middelen, vooral van het IMF, faalden. Wij pleiten daarom voor een aanpak van liquiditeitscrises die een 'mondiaal poldermodel' zou kunnen heten, en waarbij het de taak van het IMF is om zowel debiteuren als crediteuren te betrekken bij een oplossing.

Er bestaat op dit moment geen mechanisme om particuliere crediteuren bij te laten dragen aan reddingsoperaties bij een financiële crisis. Voor zo'n mechanisme zijn wel goede argumenten. De toegenomen omvang van internationale kapitaalstromen, in dit geval naar opkomende economieën, stelt grenzen aan het financiële vermogen van de multilaterale instellingen, m.n. het IMF, om met zijn eigen financiële middelen het marktvertrouwen te herstellen. Zo waren voor Korea steun-toezeggingen ter grootte van \$ 57 miljard niet voldoende om rust en orde op de financiële markten te herstellen. Daarnaast heerst de zorg dat grote IMF-hulppakketten een verkeerd signaal afgeven aan particuliere investeerders waardoor zij te riskante leningen aangaan.

Inschakeling van particuliere crediteuren bij de oplossing van crises geschiedde tot op heden in het geheel niet, of slechts op ad hoc basis door 'morele overreding' en 'verlicht eigenbelang' bij crediteuren. Dat is een verontrustende vaststelling. Economische systemen die gebaseerd zijn op de welwillendheid van de deelnemers zijn in het verleden zelden een succes gebleken. Het belang van een goede juridische infrastructuur, duidelijk afgebakende eigendomsrechten en goede prikkels voor economische ontwikkeling staat op nationaal niveau niet ter discussie. Het huidige internationale monetaire systeem daarentegen functioneert in een praktisch politiek en juridisch vacuüm.

Eén van de mogelijkheden om hier verandering in aan te brengen is gelegen in het opzetten van een procedure waarbij een internationaal publiek lichaam, mogelijk het IMF, het recht krijgt om een tijdelijke opschorting van betalingen op schulden door de particuliere en/of publieke debiteuren van een bepaald land officieel goed te keuren. Deze nuttige afkoelingsperiode kan worden gebruikt voor onderhandelingen over een herstructurering van schulden. Het belangrijkste voordeel zou zijn dat een officieel moratorium de race naar de uitgang van de crediteuren stopt, en aan crediteuren een prikkel geeft om te gaan onderhandelen over een herstructurering van de schuld of over nieuwe financiering die de tijdelijke liquiditeitsproblemen kunnen overbruggen.

Oorzaken van de crisis

Het is om te beginnen van belang om vast te stellen dat de traditionele *fundamentals*, te weten monetaire en budgettaire variabelen die de overheid direct met haar beleid kan beïnvloeden, slechts een beperkte rol hebben gespeeld in de Aziatische financiële crisis. Fundamentele factoren hebben wel in eerste instantie bijgedragen aan het ontstaan van de crisis, met name in het geval van Thailand, maar ze kunnen de diepte en het plotselinge karakter van de crisis niet verklaren. Geen van de vijf landen die het meest zijn getroffen (Indonesië, Maleisië, de Filippijnen, Thailand en Korea; hierna de crisis-5) kan onverantwoordelijk monetair of fiscaal beleid worden verweten. Al deze landen hadden een inflatie van minder dan 10% op jaarbasis, en al deze landen hadden begrotingscijfers die Europese landen jaloers zouden maken, zelfs na de inspanningen om de Maastricht-criteria te halen. In de jaren voorafgaand aan de crisis hadden de crisis-5 allen gemiddeld genomen overschotten op de begroting.

Volgens Paul Krugman hebben *crony capitalism* (dat wil zeggen een onduidelijke verdeling van bevoegdheden tussen de particuliere en de publieke sector) en moral hazard een belangrijke rol gespeeld in het veroorzaken van de financiële crisis in Azië¹. Leningen van en aan financiële instellingen in de crisis-5 werden impliciet door de betreffende overheden gegarandeerd. Deze instellingen hadden daardoor een prikkel om goedkoop te lenen in het buitenland, en risicovol te investeren in het binnenland. Wanneer de investering goed uitpakte konden er mooie winsten worden gemaakt; wanneer het fout liep konden de financiële instellingen zich verzekerd weten van een schadeloosstelling door hun overheden. De lijn van deze interpretatie kan verder worden doorgetrokken door erop te wijzen dat overheden in de debiteurenlanden na de ervaring met Mexico in 1994-95 er redelijkerwijs van uit konden gaan dat zij te hulp geschoten zouden worden wanneer hun ingezetenen in betalingsproblemen zouden raken; ze hadden daarom geen voldoende prikkel om goed toezicht te houden op de financiële sector. Evenzo werden particuliere crediteuren in ontwikkelde landen met de Mexicaanse ervaring in hun achterhoofd onvoldoende gestimuleerd om de kredietwaardigheid van hun debiteuren in de gaten te houden. In deze optiek is het IMF de ultieme bron van moreel risico in het internationale monetaire systeem.

Volgens Radelet en Sachs wijst de Aziatische financiële crisis evenzeer op tekortkomingen in het internationale kapitalistische systeem

als op problemen in een specifiek *Aziatisch kapitalistisch model* –. Internationale kapitaalmarkten zijn erg gevoelig voor wisselingen in vertrouwen van internationale beleggers, en een aanval van paniek onder internationale investeerders leidt gemakkelijk tot een financiële crisis. Binnenlandse financiële crises waarbij geen grootschalig grensoverschrijdend kapitaalverkeer is betrokken zijn doorgaans meer beheersbaar, doordat er in de loop van de tijd mechanismen zijn ontstaan die paniek kunnen tegengaan. Voorbeelden daarvan zijn de instelling van een 'lender of last resort' en deposito-verzekeringen. Bovendien bestaat er binnen gevestigde markteconomieën een relatief doorzichtig systeem om situaties van faillissement, liquidatie en andere vormen van schuldhervorming op een geordende manier plaats te doen hebben. Hiermee kan financiële paniek, zoals die in het internationale monetaire systeem zich nu en dan voordoet, vaak in een vroeg stadium worden bedwongen.

De periode voorafgaande aan de Aziatische financiële crisis karakteriseerde zich door een snelle opbouw van de hoeveelheid kortlopende buitenlandse schulden ten opzichte van de hoeveelheid reserves in vreemde valuta, die mogelijk werd gemaakt door een snelle liberalisering van de financiële sector. In sommige gevallen werden door belastingvrijstellingen korte-termijnbeleggingen gestimuleerd, terwijl de mogelijkheden voor directe buitenlandse investeringen beperkt bleven. De instroom van kortlopend kapitaal maakte de betreffende landen in toenemende mate kwetsbaar voor veranderingen in het vertrouwen van investeerders. Wanneer de ratio van kortlopende externe verplichtingen ten opzichte van reserves groter is dan één, weten beleggers dat in geval van een algehele paniek niet iedereen in staat zal worden gesteld om zijn middelen terug te trekken. Willekeurige gebeurtenissen kunnen dan een noodlottige race naar de uitgang in gang zetten. Verwachtingen van beleggers krijgen een zichzelf vervullend karakter. Een eenvoudige statistische test van Radelet en Sachs laat zien dat de verhouding tussen kortlopende activa en passiva duidelijk correleert met het optreden van een financiële crisis³. Andere variabelen, zoals bijvoorbeeld de totale hoeveelheid buitenlandse schuld en een index voor corruptie (als proxy voor 'crony capitalism'), blijken geen significant verband te vertonen met het al of niet optreden van een financiële crisis. Hoewel een grondiger analyse nodig is om harde conclusies te kunnen trekken, levert dit onderzoek toch enig bewijs op voor de stelling dat financiële crisis eerder samenhangt met veranderingen in vertrouwen van internationale investeerders dan met crony capitalism.

Voorstellen voor een coöperatief raamwerk

De economische theorie biedt verschillende benaderingen voor de oplossing van grensoverschrijdende liquiditeitscrises, variërend van een volledige schadeloosstelling van particuliere crediteuren ('bail-out') met publieke middelen tot het nastreven van een marktgedetermineerde oplossing. Geen van deze twee uitersten lijkt een goed idee. Sinds de peso-crisis begin 1995 lijkt de internationale gemeenschap steeds meer geneigd als redder in de nood op te treden, waarbij steeds grotere hoeveelheden publiek geld werden ingezet om de officiële reserves van de getroffen landen te versterken en desnoods grote tekorten op de kapitaalrekening van de betalingsbalans te dichten. In de afwezigheid van multilateraal financieel toezicht heeft dit als nadelig neveneffect dat investeerders op den duur in hun risico-analyses rekening houden met dergelijke reddingsoperaties, waardoor de prijszetting op financiële markten verstoord raakt en opkomende economieën zich overmatig in de schulden steken. Daarnaast zijn er grenzen aan wat de internationale gemeenschap, c.q. het IMF, financieel vermogen in het licht van steeds groter wordende particuliere kapitaalstromen. Het IMF is nooit bedoeld om onbeperkte en onconditionele liquiditeitssteun te verlenen, en is daar financieel ook niet op toegerust. Indien de oplossing wordt overgelaten aan marktkrachten riskeert men een patstelling tussen debiteur en crediteuren, met potentieel zeer ernstige gevolgen voor zowel het debiteurland als de internationale financiële markten.

Het alternatief dat wij voor ogen hebben is een coöperatief raamwerk waarin particuliere crediteuren reeds in een vroeg stadium betrokken worden bij het oplossen van liquiditeitscrises. Voor de internationale financiële instellingen en de regeringen van crediteurlanden is in dit proces vooral een faciliterende rol weggelegd, in plaats van het beschikbaar stellen van grote hoeveelheden financiële reserves. Dit opent niet alleen de mogelijkheid om snel het vertrouwen te herstellen zonder onnodig economisch leed over het debiteurland af te roepen; het laten delen van particuliere crediteuren in de kosten van financiële crises zal ook een disciplinerend effect hebben op hun uitleenbeleid ten aanzien van opkomende economieën.

De Koreaanse schuldonderhandelingen in december 1997 en januari 1998 werden door een aantal auteurs gezien als een interessant precedent voor de oplossing van toekomstige liquiditeitscrises. Na Kerstmis 1997, toen het duidelijk was dat \$ 57 miljard aan financiële steun van IMF, Wereldbank en andere donoren niet voldoende zou zijn om het opdrogen van kortlopende kredietlijnen te stoppen, werden Westerse commerciële banken door hun autoriteiten 'aangespoord' om hun leningen voorlopig te herfinancieren en met de Koreaanse banken gesprekken te beginnen over herstructurering van de bestaande schuld. Hoewel deze wending door sommige waarnemers werd verwelkomd als de oplossing voor toekomstige liquiditeitscrises, zal 'morele aansporing' waarschijnlijk slechts werken in een beperkt aantal situaties. Zo was het Koreaanse schuldenprobleem vooral geconcentreerd bij een relatief klein aantal debiteuren en crediteuren, waardoor het betrekkelijk gemakkelijk was alle betrokkenen op één lijn te krijgen en free rider-gedrag te voorkomen. Daarnaast stelde de Koreaanse overheid zich impliciet garant voor de buitenlandse schulden van de Koreaanse banken, waardoor het aantal relevante spelers verder werd verminderd. Dergelijke situaties zullen zich echter niet altijd voordoen, zeker niet wanneer obligatieschulden in het geding zijn. De volgende crisis zal weer zijn eigen unieke karakter hebben, en we moeten niet de fout begaan om alleen de vorige crisis op te lossen. Zonder nu een complete hervorming van het internationale monetaire stelsel te beogen, denken wij dat de oplossing van toekomstige financiële crises vraagt om een meer omvattend institutioneel raamwerk.

De voorstellen van de G10 ...

In 1996 verscheen van de hand van de G10 een rapport getiteld *The resolution of sovereign liquidity crises*⁴. In deze reactie op de peso-crisis werden de eerste stappen gezet in de zoektocht naar alternatieven voor de oplossing van internationale liquiditeitscrises. Het rapport deed twee belangrijke suggesties:

» in internationale schuldcontracten zouden herstructurerings-clausules opgenomen moeten worden, die afspraken bevatten voor de gang van zaken bij een eventueel niet-nakomen van schuldverplichtingen door een land. Deze clausules zouden o.a. moeten voorzien in de mogelijkheid de leningsvoorwaarden bij gekwalificeerde meerderheidsbeslissing te wijzigen, zodat voor herstructurering niet langer de toestemming van alle crediteuren nodig is;

» Het IMF zou vaker gebruik moeten maken van de mogelijkheid om kredieten te verstrekken aan landen met externe betalingsachterstanden. Voorheen nam het IMF hier een afwachtende houding aan, en wilde het fonds eerst een herstructureringsafspraken zien tussen het debiteurland en zijn buitenlandse crediteuren. Dit betekent echter dat het debiteurland verstoken blijft van enige vorm van financiering zolang er geen akkoord is met zijn particuliere crediteuren. Deze kunnen daardoor hun

onderhandelingspositie versterken en een definitief akkoord jarenlang ophouden (zoals is gebeurd in Latijns-Amerika in de jaren tachtig). Indien het IMF bereid is geld uit te lenen in afwachting van een schuldenakkoord hoeft het debiteurland niet verstoken te blijven van externe financiering en kan het macro-economische aanpassingsbeleid snel beginnen.

Hoewel deze voorstellen nuttig zijn, deinsde de G10 terug voor een meer omvattend raamwerk van procedures in het geval van een opschorting van schuldbetalingen. Hoewel het rapport erkende dat een tijdelijke opschorting van schuldbetalingen onvermijdelijk kan zijn, ging het voorbij aan een aantal vraagstukken die hieruit voortvloeien. Een van die vragen is hoe kan worden voorkomen dat individuele crediteuren hun eigen weg gaan en bij bevoegde gerechtelijke instanties beslag proberen te leggen op buitenlandse activa van de debiteur. Ook werd voorbijgegaan aan de overheersende zorg bij beleidsmakers dat een moratorium kan leiden tot een grote paniecreactie van financiële-marktpartijen, die kan overslaan naar andere opkomende economieën.

... Gaan niet ver genoeg

Om deze problemen op een bevredigende manier aan te pakken is een bredere institutionele opzet nodig dan het G10-rapport beoogde. Dit hoeft niet direct te gaan in de richting van een internationale faillissementsprocedure. Zoals het G10-rapport terecht stelde gaat de analogie tussen een dergelijke procedure en nationale faillissementswetgeving niet op. Zo zou een internationaal faillissementshof niet bij machte zijn om activa in beslag te nemen of een buitenlandse regering te vervangen.

In onze visie moet de ontwikkeling van een institutioneel raamwerk voor de oplossing van internationale liquiditeitscrises beginnen met het verzekeren van effectieve vertegenwoordiging van particuliere crediteuren bij het niet-terugbetalen van leningen, of het nu obligatiehouders of commerciële banken betreft. Om dit te bereiken dient een permanent raamwerk van crediteurencomité's te worden opgericht, met daarin grote crediteuren die een minimum-percentage van de schuld van het betrokken land in handen hebben. De status van dergelijke comité's zou kunnen worden versterkt door de overheden van crediteurlanden, door de comité's te erkennen als officiële woordvoerder van alle crediteuren. Dit zou in ieder geval enige helderheid verschaffen over de vraag wie met wie onderhandelt. Voor herstructurering van commerciële-bankschulden bestaat er reeds een dergelijk forum, de Club van Londen. Gezien het toenemende belang van obligatieleningen in de externe financiering van opkomende markten is het echter zaak dat ook obligatiehouders zich op enigerlei wijze organiseren.

Daarnaast is het natuurlijk van belang dat het mandaat van de crediteurencomité's die met de debiteuren moeten onderhandelen over schuldherstructurering voldoende rechtskracht bezit. Het eerdergenoemde G10-voorstel om schuldcontracten te voorzien van 'herstructurerings'-clausules kan hier een nuttige rol vervullen.

Tot op heden is er echter nauwelijks enthousiasme te bespeuren bij zowel overheden als particuliere ondernemingen om bij hun nieuwe schuld-uitgiftes dergelijk clausules op te nemen, uit angst dat dergelijke schuldtitels door crediteuren als minder betrouwbaar worden gezien en daarmee leiden tot een hogere rente-opslag. Dit heeft iets onlogisch: de rente-opslagen die worden gevraagd op leningen aan opkomende economieën weerspiegelen op zijn minst gedeeltelijk het gepercipieerde risico; toch bestaat er een vrees voor de opname van clausules die een ordelijke oplossing bevorderen op het moment dat een land werkelijk in gebreke blijft. De overheden van de G10-landen zouden hier een voorbeeldfunctie kunnen vervullen door deze financiële innovatie te introduceren in hun eigen obligatieleningen. Dit zou de koudwatervrees bij andere overheden en bij particuliere marktpartijen kunnen doen afnemen.

De rol van het IMF

Het IMF zou in een dergelijke constellatie een cruciale rol kunnen blijven spelen bij het herstellen van rust en orde op de internationale financiële markten: niet door al maar meer geld ter beschikking te stellen, maar door informatie te verschaffen, een officieel goedkeuringsstempel te geven aan de tijdelijke betalingsopschorting, en met het debiteurland een aanpassingsprogramma op te stellen.

Het IMF zou op basis van een objectieve houdbaarheids-analyse van de externe schuld van het debiteurland kunnen besluiten om, in uitzonderlijke situaties, de tijdelijke opschorting van schuldbetalingen publiekelijk te ondersteunen. Het mag worden verwacht dat het debiteurland met een officieel IMF-goedkeuringsstempel op zak gevrijwaard blijft van een overreactie van de kant van particuliere investeerders. De mogelijkheid dat het IMF geen goedkeuringsstempel afgeeft zou debiteurlanden moeten afschrikken om niet-aflossen als strategische optie te gebruiken. Het verschaffen van zoveel mogelijk helderheid over de te volgen procedures, onderwijl verzekerd dat de integriteit van financiële contracten voor de internationale gemeenschap een continue punt van aandacht is, zou moeten bijdragen aan het herstel van investeerdersvertrouwen.

Daarnaast zou een IMF-programma een onmisbaar onderdeel van het pakket moeten vormen. Het programma zou zich moeten toespitsen op macro-economische conditionaliteit en daarnaast een agenda bevatten voor structurele hervormingen. Een IMF-aanpassingsprogramma, ondersteund door beperkte betalingsbalanssteun, zou een belangrijke signaalwerking naar de crediteuren hebben en zou bijdragen aan de terugbetaalcapaciteit van het debiteurland. Daarnaast zou de conditionaliteit verder bijdragen aan het beperken van moreel risico aan de zijde van het debiteurland. Het Fonds zou, in lijn met de G10-aanbevelingen, reeds betalingsbalanssteun beschikbaar stellen terwijl de herstructureringsonderhandelingen met crediteuren nog in gang zijn. Deze steun zou het aanpassingsproces vergemakkelijken en de onderhandelingspositie van de debiteur vs de crediteuren versterken.

Samenvattend zou het IMF in dit nieuwe institutionele raamwerk een drietal functies vervullen: het verschaffen van informatie, het uitlenen van betalingsbalansleningen en het afgeven van een goedkeuringsstempel aan debiteurlanden om onder uitzonderlijke omstandigheden hun externe schuldbetalingen tijdelijk op te schorten.

Conclusie

Doel van onze analyse is aannemelijk te maken dat liquiditeitscrises, zoals we die eerder in Mexico en recentelijk in Azië hebben gezien, vooral het gevolg zijn van paniekgedrag, waarbij particuliere investeerders in de eerste plaats reageren op het (verwachte) gedrag van andere crediteuren, en pas in de tweede plaats kijken naar economische 'fundamentals'. In deze situatie bieden noch een complete 'bail-out', noch een complete marktgedetermineerde uitkomst een afdoende oplossing. Dergelijke liquiditeitscrises vragen om een verdeling van de lasten tussen debiteurland, crediteuren en de internationale gemeenschap; niet alleen om crediteuren te confronteren met de

risico's van hun uitleenbeleid, maar ook om onnodige macro-economische economische aanpassing voor het debiteurland, die niet in redelijke verhouding staat tot zijn toekomstige terugbetaalcapaciteit, te vermijden. Om een redelijke lastenverdeling te bevorderen zonder een wanordelijke patstelling te creëren is een raamwerk van internationaal overeengekomen regels nodig dat verder gaat dan de huidige status quo. De voorstellen in dit artikel zou hiervoor als basis kunnen dienen

1 P. Krugman, *Will Asia bounce back* (toespraak voor Credit Suisse First Boston, Hong Kong, maart 1998).

2 S. Radelet en J. Sachs, *The East Asian crisis: Diagnosis, remedies, prospects*, paper prepared for the Brookings Panel, Washington DC, 26-27, 1998 (draft).

3 Idem.

4 Groep van tien, *The resolution of sovereign liquidity crises, A report to the ministers and governors prepared under auspices of the deputies*, Mei 1996; de Groep van 10 is een forum voor discussie over internationale monetaire vraagstukken waarin elf industrielanden participeren.