



## Het IMF, Azië en de financiële sector

**Auteur(s):**

Hilbers, P.L.C.

*Plaatsvervangend hoofd van de afdeling Financiële Systemen en Banken van het Internationale Monetair Fonds in Washington. Het artikel is gebaseerd op een presentatie aan de Vrije Universiteit op 28 oktober 1998. Met dank aan A.J. Kapteyn voor commentaar.*

**Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4189, pagina 104, 12 februari 1999

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

azië-crisis

*De Aziëcrisis die midden 1997 uitbrak had een ander karakter dan voorgaande economische crises. Met name speelden de financiële sector en financiële markten een veel centralere rol. Het IMF is op zoek naar een nieuwe, passende beleidsreactie. Hilbers (verbonden aan het IMF) licht deze toe. De Grauwe (Katholieke Universiteit Leuven) plaatst hierna enige kanttekeningen.*

**Al ruim voordat in de zomer van 1997 de crisis in Azië uitbrak, was bekend dat financiële systemen een potentieel risico vormen voor macro-economische stabiliteit. In het midden van de jaren negentig werd het onderzoek naar bankencrisis geïntensiveerd, vooral na de Mexico-crisis in 1995<sup>1</sup>. Daarbij kwamen enkele interessante feiten aan het licht.**

Zo heeft sedert het begin van de jaren zeventig maar liefst driekwart van de IMF-lidstaten te maken gehad met bankencrisis. Daarbij gaat het niet alleen om ontwikkelingslanden en opkomende economieën, maar ook om vele industrielanden. Bekende voorbeelden zijn de Verenigde Staten, met een (spaar)bankencrisis begin jaren tachtig, waarbij meer dan duizend spaarbanken en bijna 1500 banken werden gesloten, en de bankencrisis in Japan, die begin jaren negentig begon en nog steeds voorwoekert.

Voorts waren er de afgelopen twee decennia bankencrisis in Frankrijk, Spanje, Italië, Scandinavië, Australië en Nieuw-Zeeland. In Nederland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk waren er weliswaar geen echte crises, maar wel problemen met individuele instellingen of groepen instellingen. In Nederland betrof dat de hypotheekbanken aan het begin van de jaren tachtig, in Duitsland de Oost-Duitse banken na de eenwording, en in Engeland waren er de bekende problemen met de BCCI in 1991 en Barings in 1995.

Ook in Azië hadden zich, ruim voordat de huidige crisis uitbrak, bankenproblemen voorgedaan. In Thailand was er aan het begin van de jaren tachtig een run op de financiële sector, waarbij vijftien financieringsmaatschappijen moesten worden gesloten. Ook in Korea bestonden rond die tijd problemen met het bankwezen, evenals in Indonesië een decennium later. In deze gevallen waren de problemen echter van beperkte en voorbijgaande aard.

Hoewel zich dus ruim voor de Aziëcrisis alom bankencrisis hadden voorgedaan, werd er toch weinig structureel naar deze problemen gekeken. Daarbij speelde een rol dat de bankensector een beetje tussen wal en schip viel. Vanuit een macroperspectief werden banken gezien als instellingen die de transmissie van het monetaire beleid mogelijk maken, zonder daarbij een sterke eigen rol te spelen. Vanuit micro-economisch gezichtspunt gold de sector lange tijd als weinig enerverend. De bijdrage aan de economie vanuit de intermediaire functie werd erkend, maar de economische groei werd vooral geacht te komen van andere sectoren, zoals de industrie, de landbouw, het transport en de energiesector. Tegelijkertijd bleven de risico's van een slecht functionerende financiële sector voor de ontwikkeling van een economie onderbelicht. Dit verklaart de tot voor enkele jaren beperkte operationele belangstelling van multilaterale ontwikkelingsbanken voor de financiële sector.

### De Aziëcrisis

Dit alles is sterk veranderd door de crisis in Azië. Het is overigens correcter te spreken van een crisis van de opkomende markten, aangezien soortgelijke problemen als in Azië zich hebben voorgedaan en nog voordoen in Oost-Europa, de voormalige Sovjet-Unie en Latijns-Amerika. De gemeenschappelijke noemer is een zich snel terugtrekkende buitenlandse kapitaaltoevoer. In Azië ging het daarbij om een afname met circa honderd miljard dollar sedert het begin van de crisis.

Dit is met name opvallend in het licht van de sterk stijgende kapitaalimport in de jaren voorafgaand aan de crisis, die gepaard ging met een daling van de spreads (verschil tussen de rente op dollarleningen aan Azië en de Amerikaanse rentestand). Wat verklaart de snelle toename van de kapitaalstromen richting Azië in de eerste helft van de jaren negentig? Deels hing deze samen met de goede groeivoorzichten en de macrostabiliteit van de Aziatische tijgers. Maar ook speelde de relatief lage opbrengst van kapitaal in de geïndustrialiseerde wereld in die periode een rol. Bovendien maakte de liberalisatie van de financiële markten de mogelijkheden voor beleggingen in en kredieten aan Azië groter.

Wat ging er mis in 1997? Als achterliggende oorzaken van de crisis kunnen worden gezien:

» de door langdurige koppeling aan de dollar geleidelijk overgewaardeerde munten, resulterend in oplopende tekorten op de lopende rekening;

» de slechte conditie van het bankwezen, als gevolg van inadequaat toezicht en een gebrek aan regelgeving;

» omvangrijke ongedekte korte dollar/yen-schulden van het bedrijfsleven;

» 'zeepbellen' in de markten voor onroerend goed en aandelen, die samenhangen met zowel overmatige binnenlandse als buitenlandse investeringen in die markten.

De directe aanleiding voor de crisis was de val van de Thaise baht in juli 1997. Die zette vervolgens ook andere Aziatische valuta's onder druk: de Maleisische ringgit, de Filipijnse peso, de Indonesische rupiah, en zelfs de Singaporese dollar. Eind oktober 1997 ontstond eveneens druk op de Hong Kong dollar en de Koreaanse won, na een depreciatie van de Taiwanese dollar.

Opvallend was niet zozeer de neerwaartse aanpassing van de koersen op zich, maar de omvang van de koersval. Deze was veel groter dan te berekenen viel op basis van de overwaardering van de munten vóór de crisis. Belangrijke reden hiervoor was dat na de eerste relatief beperkte daling van de koersen een fundamentele herbezinning plaatsvond onder buitenlandse beleggers ten aanzien van de onderliggende waarde van deze munten en economieën; deze herwaardering ging veel verder dan alleen een analyse van de concurrentiepositie, en omvatte een volledig herziene beoordeling van risico's en rendementsperspectief. Met de dalende koersen van de Aziatische munten ten opzichte van de Amerikaanse dollar viel bovendien een veelgebruikte speculatiemogelijkheid weg, die was gebaseerd op stabiele dollarkoersen en een aanzienlijk positief renteververschil met de VS. Het in hoog tempo beëindigen of afdekken ('hedgen') van deze posities gaf een extra impuls aan het proces van koersdaling. Een derde factor was dat er in Azië aanvankelijk een zekere onwil bestond de renteverhogingen te accepteren die nodig waren om de koersen te stabiliseren.

Overigens was niet alleen de omvang van de koersval opvallend, maar ook de daarna ontstane volatiliteit. De zeer toegenomen schommelingen van de valuta- en aandelenkoersen weerspiegelden een grote onzekerheid over de beleidsreactie van de autoriteiten en daarmee van de nieuwe evenwichtsniveaus.

Een aantal factoren verergerde de situatie. De financiële sector in Azië was, zoals gezegd, niet gezond. Men had zich begeven in omvangrijke speculatie, en moest daar de gevolgen van dragen toen het economische klimaat verslechterde. De internationale rating agencies die aanvankelijk, zoals vele anderen, de ernst van de situatie hadden onderschat, stelden vervolgens hun oordeel over Aziatisch financieel papier in hoog tempo neerwaarts bij. Dit dwong investeerders beleggingen af te stoten<sup>2</sup>. Een derde complicerende factor was de wankelende positie van het Japanse bankwezen, dat in grote mate de financier van de rest van Azië was. De slechte leningen van de Japanse banken en hun gebrek aan kapitaal vormden een autonome reden voor deze banken beleggingen in Azië af te stoten.

## **Aanbevelingen en kritiek**

Er is een uitgebreide discussie ontstaan over de rol van het IMF ten aanzien van de crisis in Azië, zowel in Nederland als daarbuiten. In de eerste plaats richtte deze zich op het feit dat de crisis vrij onverwacht uitbrak. Hierbij kan worden aangetekend dat het Fonds Thailand reeds meer dan een jaar voordat de problemen aan het licht traden had gewaarschuwd voor de lopende-rekeningpositie, de koers van de baht, en de risico's in de financiële sector. Wat onderschat werd, is de mate van besmettelijkheid van de crisis. Deze ging ver uit boven hetgeen op basis van vraageffecten en handelsrelaties mocht worden verwacht, waarbij vooral de eerdergenoemde fundamentele herwaardering door buitenlandse investeerders van de opkomende markten een rol speelde.

Er is ook kritiek uitgeoefend op de aard van de tussen landen en het IMF overeengekomen aanpassingsprogramma's. Met name het verhogen van de rente en aanpassingen in het begrotingsbeleid zijn veroordeeld vanwege negatieve groeirepercussies<sup>3</sup>. Hierbij moet worden benadrukt dat dit niet de kern van de aanpassingsprogramma's betreft. Het zwaartepunt ligt op gezondmaking van de financiële sector, aangezien daar de bron van de problemen ligt. Maar de noodzakelijke herstructurering van de bankensector heeft implicaties voor de begroting, en daarmee moet rekening worden gehouden. Overigens is het begrotingsbeleid in de programma's verruimd toen bleek dat de gevolgen van de crisis veel ernstiger waren dan eerder voorzien.

### *Krap geldbeleid; vrij kapitaalverkeer*

Monetaire verkrapping was onvermijdelijk om de koersval te breken en het vertrouwen te herstellen. Daarbij geldt dat de nadelen van rentestijging in termen van economische groei beperkt kunnen blijven, mits het om kortstondige verhogingen gaat. Ervaringen in Europa ten tijde van spanningen in het Europese wisselkoersarrangement, maar ook in Mexico en Argentinië in 1995, hebben aangetoond dat deze strategie werkt - mits de politieke wil ervoor aanwezig is en mits gecombineerd met structurele verbeteringen. Inmiddels zijn de rentestanden in veel Aziatische landen lager dan in de periode voorafgaand aan de crisis.

Er is tevens discussie ontstaan omtrent de gewenste mate van vrijheid van het internationale kapitaalverkeer. Dit is logisch aangezien de snelle omslag in kapitaalstromen sterk heeft bijgedragen aan de crisis. De vraag is echter of dit een oorzaak of een symptoom is. Vrijheid van kapitaalverkeer heeft grote voordelen. Het bevordert de efficiënte allocatie van besparingen op wereldschaal, ondersteunt de internationale handel en grensoverschrijdende investeringen, en vergroot de mogelijkheden voor beleggers tot portefeuille-diversificatie. Bovendien is gebleken dat op langere termijn kapitaalcontroles vrijwel altijd kunnen worden onzeild of ontdoken. De sleutel voor succes ligt bij een geordend proces van liberalisatie, gecombineerd met verbeteringen in het toezicht op financiële instellingen die profiteren van de vrijmaking. Dit kan betekenen dat gekozen wordt voor een gefaseerde liberalisatie, zoals die zich bijvoorbeeld in Europa na de oorlog heeft voltrokken.

## **Raad, daad en toezicht**

De Aziëcrisis heeft geleid tot aanpassingen in de drie hoofdactiviteiten van het Fonds: het toezicht op het economische beleid van de lidstaten, het financieel steunen - onder voorwaarden - van economische aanpassingsprogramma's, en het verlenen van technische bijstand bij de implementatie van het aanbevolen beleid<sup>4</sup>. Bij al deze activiteiten wordt meer gericht aandacht geschonken aan de financiële sector<sup>5</sup>.

Zo wordt bij de jaarlijkse toezicht-consultaties nu ook gekeken naar de gezondheid en de ontwikkeling van de financiële sector, naar de wisselwerking tussen macro-economie en financiële structuur, en naar de kwaliteit en effectiviteit van toezicht en regelgeving ten aanzien van financiële instellingen. Daarbij zal het Fonds eventueel gebruik maken van experts die van buiten worden aangetrokken. Wordt een potentieel risico vastgesteld, dan kan dit in een vroeg stadium met de autoriteiten worden besproken en kan tijdig een plan ter beteugeling van gevaren voor de financiële stabiliteit worden ontwikkeld. Belangrijk is ook een inschatting van de directe en indirecte kosten van maatregelen ter gezondmaking van banksystemen. Naast bilateraal toezicht op de lidstaten oefent het Fonds multilateraal toezicht op het internationale financiële systeem uit. Dit vindt zijn weerslag in de halfjaarlijkse World Economic Outlook en in de jaarlijks verschijnende internationale kapitaalmarkt rapporten. Recente uitgaven hiervan bevatten uitvoerige analyses van de Aziatische crisis.

Ook in het programmawerk van het Fonds neemt de aandacht voor de financiële sector sterk toe. Dit vertaalt zich in een toename van IMF-voorwaarden voor financiële hervormingen, bijvoorbeeld door eisen als het versterken van de regelgeving en het toezicht, en het sluiten van instellingen zonder levensvatbaarheid. Voorts wordt bij de vaststelling van het monetaire beleid meer rekening gehouden met de implicaties ervan voor de financiële sector, en met de gevolgen van een gebrekkige gezondheid van het financiële systeem voor de monetaire transmissie.

De technische assistentie op financieel gebied is sterk toegenomen in de afgelopen jaren. Daarbij wordt aandacht besteed aan een variëteit van onderwerpen, waaronder banktoezicht, vergunningenstelsels voor financiële instellingen, systemen voor het bepalen van kredietrisico en voorzieningen, herstructureering van banken, accounting en interne controle systemen, en hervormingen van het betalingsverkeer. Recent werd een nieuw trainingscentrum van het IMF geopend in Singapore om specifiek de Aziatische lidstaten op deze gebieden bij te staan.

## **Transparantie**

Naast de extra aandacht voor de financiële sector, is er ook een aantal nieuwe initiatieven ontwikkeld. Deze zijn in eerste instantie gericht op vergroting van de transparantie. Wanneer meer informatie over een economie en de financiële sector voorhanden is, kunnen markten beter reageren. Dit leidt tot vermindering van extreme uitslagen en volatiliteit, en tot vergroting van het vertrouwen. Een belangrijk instrument op dit vlak is de zogenaamde 'Special Data Dissemination Standard'. Deze standaard, die in 1996 werd geïntroduceerd, verschaft gegevens over de plaats waar economische data te vinden zijn en hoe vaak ze gepubliceerd worden.

Het Fonds is zelf ook transparanter dan voorheen. De IMF-website bevat niet alleen alle speeches, persberichten en recente papers en publicaties, maar ook 'letters of intent', waarin landen hun beleidsplannen gekoppeld aan een IMF arrangement uiteenzetten<sup>6</sup>. Met name dit laatste is een breuk met het verleden, en komt tegemoet aan de kritiek dat de door het Fonds ondersteunde aanpassingsprogramma's te weinig openbaar werden gemaakt. Ook worden tegenwoordig van veel discussies in de Executive Board perssamenvattingen gemaakt.

Bij deze maatregelen om de openheid te bevorderen, moeten twee kanttekeningen worden gemaakt. Voorwaarde is dat het land in kwestie akkoord gaat met publicatie. Hiermee wordt voorkomen dat landen zich oncoöperatief gaan opstellen in discussies met het Fonds en bijvoorbeeld niet alle relevante informatie beschikbaar stellen. Overigens is de druk op landen om openheid te betrachten vrij groot, aangezien het niet verschaffen van informatie waar andere landen dat wel doen, negatieve gevolgen kan hebben. De tweede kanttekening betreft de te betrachten openheid door het Fonds zelf. Het risico bestaat dat door het noemen van de mogelijkheid van een crisis, het Fonds een dergelijke crisis uitlokt. De juiste weg is hier de autoriteiten in een vroeg stadium te overtuigen van de risico's en de noodzaak maatregelen te treffen. Vervolgens kan dit dan als één pakket naar buiten worden gebracht.

## **Rol private geldverschaffers**

Een ander nieuw element is de toegenomen aandacht voor het betrekken van de private sector (lees vooral internationale banken) bij de oplossing van de problemen. Dat is niet eenvoudig, aangezien het Fonds in principe alleen met overheden werkt. Het is echter mogelijk een katalyserende rol te spelen ten aanzien van contacten tussen overheden en de private sector. Dit is bijvoorbeeld het geval geweest in Indonesië en Korea. Doelstelling is, mede ter vermindering van moreel risico, de private sector te laten medelen in de aanpassingslast (de 'bail-in') zodanig dat deze onderdeel gaat uitmaken van risico-rendement afwegingen, in plaats van crediteuren volledig te compenseren voor genomen risico's (de 'bail-out')<sup>7</sup>.

## **Coördinatie met de Wereldbank**

Tot dusver werd vooral gesproken over de activiteiten van het IMF ten aanzien van de financiële sector. Er zijn echter vele anderen betrokken bij de advisering op dit gebied. Coördinatie is daarbij geboden. Voor het Fonds is vooral coördinatie met de Wereldbank van belang, aangezien de mandaten van beide organisaties ten aanzien van de financiële sector dicht tegen elkaar liggen en beide instellingen dezelfde aandeelhouders en cliënten hebben. In Azië liep het met deze coördinatie in het begin wel eens wat stroef. Daarbij speelde een rol dat het ging om relatief rijke, zich snel ontwikkelende economieën, waar de Wereldbank in bepaalde gevallen niet recent bij betrokken was geweest.

De coördinatie tussen Bank en Fonds is een aantal malen uitvoerig besproken in de Raden van Bestuur van beide instellingen. Daarbij is afgesproken dat het Fonds zich concentreert op het toezicht op de financiële sector uit hoofde van haar toezichttaak, en tevens eerstverantwoordelijke is voor het crisismanagement. De Wereldbank richt zich op het samen met de lidstaten opstellen van middellange-termijn strategieën voor de ontwikkeling van de financiële sector (ontwikkelen van kapitaalmarkten, een efficiënt betalingsverkeer, rurale kredietverlening, niet-bancaire financiële instellingen zoals verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, etc.). Aangezien deze taken in elkaars verlengde liggen, is een goede informatie-uitwisseling en coördinatie, ook in crisis-situaties, geboden.

Een nieuwe rol van zowel de Wereldbank als het IMF is het bevorderen van de ontwikkeling en de toepassing van internationale standaarden en principes ten aanzien van het functioneren van financiële instellingen en markten<sup>8</sup>. Daarbij moeten de Bank en het Fonds niet zozeer zelf dergelijke standaarden ontwerpen, alswel stimuleren dat deze worden opgesteld, en de verspreiding en toepassing ervan bevorderen.

## Afsluiting

In de jaren zeventig en tachtig werd wel gezegd dat de afkorting IMF niet zozeer stond voor International Monetary Fund maar voor "It's Mostly Fiscal". Dit vanwege het grote accent op begrotingsconsolidatie in door het IMF gesteunde aanpassingsprogramma's. Tegenwoordig lijkt het IMF meer een acroniem voor "It's Mostly Financial". De waarheid ligt in het midden. Bij de analyse van economische problemen en het opstellen van aanpassingsprogramma's dienen zowel monetaire, budgettaire, externe, als financiële sector aspecten te worden betrokken. Momenteel wordt gewerkt aan een nieuwe architectuur voor het functioneren en controleren van financiële markten en instellingen, gebaseerd op een combinatie van internationale standaarden, effectief toezicht en goede regelgeving, transparantie, en samenwerking tussen alle betrokken organisaties. Een gezonde financiële sector is onontbeerlijk voor een evenwichtige economische ontwikkeling, vertrouwen, en een effectieve transmissie van economisch beleid. Dit is een van de belangrijke lessen die de Azië-crisis ons heeft geleerd.

Zie ook:

P. de Grauwe, [Reactie: Beterschap na foute diagnose](#), *ESB*, 12 februari 1999, blz. 108

---

**1** Zie G. Caprio, D. Folkerts-Landau en T. Lane, *Building sound finance in emerging markets*, proceedings of a conference held in Washington DC in June 1993, IMF, Washington, 1994; C. Lindgren, G. Garcia en M. Saal, *Banking soundness and monetary policy*, IMF, Washington, 1996; en G. Caprio en D. Klingebiel, *Bank insolvency: bad luck, bad policy, or bad banking?*, Washington, 1996.

**2** Een bekend voorbeeld was de neerwaartse bijstelling van de rating van Koreaans papier tot beneden 'investment grade', hetgeen sommige beleggers volgens interne regels dwong dit papier te verkopen.

**3** Zie bijvoorbeeld H. Visser, [Een eenvoudig model van de Aziatische crisis](#), *ESB*, 30 oktober 1998, blz. 820-822.

**4** Voor een uitvoeriger beschrijving van de taken van het Fonds, zie A.F.P. Bakker en A.J. Kapteyn, *Financial crisis management and the role of the IMF: 1970-1995*, in: S.S. Rehman (red.), *Financial crisis management in regional blocs*, George Washington University, 1998.

**5** C. Lindgren en D. Folkerts-Landau, *A framework for financial stability*, IMF, 1998.

**6** Voor een openbaar gemaakte openhartige interne analyse van de Aziëcrisis, zie T. Lane e.a., *IMF-supported programs in Indonesia, Korea and Thailand: a preliminary assessment*, IMF, januari 1999 (via de ESB-website te bereiken).

**7** Van Wijnbergen wijst op het belang van dit punt in zijn nieuwjaarsartikel, [Naar nieuwe internationale spelregels?](#), *ESB*, 6 januari 1999, blz. 4-9. De belangrijkste uitdaging is betere procedures hiervoor te ontwikkelen; tot dusverre varieerde de aanpak van aandrang (Thailand) tot de banken voor het blok zetten (Korea), met als uiterste alternatief terugbetalingen eenzijdig stopzetten (Rusland). Probleem is veelal de coördinatie van crediteuren. Het probleem van moreel risico trad overigens ook op tijdens de Mexicocrisis in begin 1995, zie J. de Beaufort Wijnholds en F.A. Schilthuis, *The future of the Fund*, in: *Essays on money, banking and regulation*, 1996.

**8** Het bekendste voorbeeld van een dergelijke standaard betreft de *25 kernprincipes voor effectief banktoezicht* uitgebracht door het Bazels Comité voor Banktoezicht in september 1997.