



## Het IMF en de particuliere sector

**Auteur(s):**

Nijssse, P.  
Roscam Abbing, M.  
Selm, B., van  
Sipkes, A.

*De eerste en derde auteur zijn werkzaam bij het ministerie van Financiën, de tweede en vierde werken bij De Nederlandsche Bank.*

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4251, pagina 317, 14 april 2000

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

financiële, crises

*Betrokkenheid van de particuliere sector kan bijdragen aan het voorkomen en beheersen van financiële crises. Hoe moet die betrokkenheid vorm krijgen?*

**Op 16 april komt het beleidsbepalende comité van het IMF, het Internationaal Monetair en Financieel Comité, voor het eerst onder deze naam bijeen. Hoog op de agenda staat de vraag op welke manier de particuliere sector op een meer voorspelbare en gestructureerde manier kan worden betrokken bij het voorkomen en beheersen van internationale financiële crises. Dit artikel gaat daarop in. Nederlandse beleidsmakers hebben de afgelopen jaren in internationale monetaire fora steeds gepleit voor duidelijke afspraken op dit terrein. Als kleine, open economie met een grote financiële sector heeft Nederland een direct en groot belang bij een stabiel internationaal financieel stelsel. Dit is het moment om een zwak punt in dat stelsel te versterken.**

### Waarom betrokkenheid?

De wereldeconomie is de afgelopen jaren geteisterd door een aantal financiële crises in opkomende markten. In de betrokken landen leidden die crises in een aantal gevallen tot een aanzienlijke daling van het nationaal inkomen. Er is daarom veel aan gelegen om het internationale financiële stelsel minder gevoelig voor crises te maken.

#### *Moreel risico*

Een van de kernproblemen in het huidige internationale financiële stelsel is wat de economische literatuur *moreel risico* noemt: anticiperend gedrag van economische actoren. In een aantal recente financiële crises reageerde de publieke sector met een reddingspakket van ongekende omvang (Mexico, Thailand, Korea, Indonesië, Brazilië en Rusland). Dergelijke pakketten lijken een effectief instrument om crises in opkomende markten te bestrijden en besmetting van andere landen in de kiem te smoren. Wanneer wordt gevreesd dat een crisis in een land kan overslaan naar een ander land, of naar het internationale betalingsverkeer, wordt door de internationale gemeenschap al snel naar dit instrument gegrepen. Deze reddingspakketten hebben echter als ongewenst bij-effect dat particuliere investeerders gaan anticiperen op publieke interventie bij betalingsproblemen, en daardoor bij hun investeringsbeslissingen onvoldoende rekening houden met de risico's van die beslissingen. Een dergelijke risico-inschatting kan vervolgens leiden tot onverantwoord grote en/of te laag geprijsde kapitaalstromen naar opkomende markten, die de kiem leggen voor een volgende crisis.

#### *Ontoereikende middelen*

Een groot publiek reddingspakket veronderstelt bovendien dat de financiële middelen van het IMF toereikend zijn om zo'n pakket te realiseren. In het najaar van 1998 kwam de bodem van de schatkist van het Fonds in zicht, en er moest een beroep worden gedaan op speciale leningsovereenkomsten tussen het IMF en een aantal leden om financiering van de programma's in Rusland en Brazilië mogelijk te maken. De politieke wil om het IMF te voorzien van meer middelen lijkt te ontbreken (wat bijvoorbeeld maar al te duidelijk wordt tijdens budget-besprekingen in het Amerikaanse congres).

De internationale, officiële gemeenschap zou daarom, in plaats van alleen maar grote reddingspakketten te verstrekken, ook de particuliere sector moeten betrekken bij het oplossen van een financiële crisis. Zo worden particuliere investeerders geconfronteerd met de gevolgen van hun beslissingen. Dit kan voor een betere risico-afweging zorgen. Dat versterkt de werking van de financiële markten en helpt de volgende crisis voorkomen.

#### *Betrokkenheid ongestructureerd*

In tegenstelling tot wat vaak wordt beweerd, is de particuliere sector overigens, ondanks de grote pakketten, de dans niet ontsprongen. Veel investeerders hebben wel degelijk verliezen geleden en zijn uiteindelijk wel betrokken bij de oplossing van crises. Dit gebeurde echter nogal rommelig, waardoor tijd verloren ging en vaak verschillende marktpartijen verschillend zijn behandeld. Een meer gestructureerde betrokkenheid van de particuliere sector kan de efficiëntie verbeteren. Zo kan een eerlijke en gelijke behandeling van verschillende soorten crediteuren (bijvoorbeeld banken en obligatiehouders) worden bevorderd. Wanneer daarnaast bijvoorbeeld aan de

hand van vooraf overeengekomen afspraken oninbare leningen snel kunnen worden geherstructureerd of verlengd, kan de waarde van de claims worden gemaximaliseerd.

## Recente ervaringen

Het prototype 'groot reddingspakket' werd uitgekeerd aan Mexico in 1994-1995 (in totaal ongeveer vijftig miljard dollar). Hierbij verschaft de publieke sector krediet zonder enige voorwaarde te stellen aan het gedrag van particuliere crediteuren. Enerzijds was deze benadering succesvol: op de crisis volgde een zeer spoedig economisch herstel, en kon voorkomen worden dat debiteuren hun verplichtingen op internationale schulden niet nakwamen. Anderzijds werd door dit optreden bij internationale beleggers de suggestie gewekt dat bij een volgende financiële crisis opnieuw kon worden gerekend op een helpende hand van de publieke sector. In hoeverre dit verschijnsel bijgedragen heeft aan meer recente financiële crises is onderwerp van discussie. Feit is dat de kapitaalstromen naar opkomende markten explosief zijn gestegen, ook na de Mexico-crisis. Een duidelijk voorbeeld van op publieke steun anticiperend gedrag van investeerders is *Rusland*. Wie in de eerste helft van 1998 zijn geld in Rusland investeerde deed dat niet op basis van de goede economische vooruitzichten in dat land of op basis van vertrouwen in de capaciteit van de Russische federale overheid om op eigen kracht af te lossen op zijn schuld. Zelfs het IIF (de vertegenwoordiger van het internationale bankwezen) is van mening dat in dit geval investeerders rekenden op steun van het Westen bij financiële problemen <sup>1</sup>.

### Interbancaire schuld

In IMF-programma's van de afgelopen jaren heeft betrokkenheid van de particuliere sector op verschillende manieren vorm gekregen. Dit hangt deels samen met het type schuld waar sprake van is. In het geval van *Korea* was het grootste deel van de kortlopende schuld geconcentreerd bij een kleine groep banken, die door het uitoefenen van 'morele druk' kon worden overgehaald om vrijvallende schuld door te rollen in de aanloop naar een formele herstructurering. Ook in *Brazilië* stond interbancaire schuld centraal. In dit geval kon met een lichtere vorm van druk op de particuliere sector worden volstaan. Een afspraak tussen Braziliaanse autoriteiten en buitenlandse crediteurbanken, gekoppeld aan wekelijkse rapportage over de mutaties in hun tegoeden op Brazilië, bleek afdoende om de kapitaaluitstroom binnen de perken te houden.

### Obligatieschuld

In een aantal andere recente gevallen stond een dreigende wanprestatie op obligatieschuld centraal. *Pakistan* slaagde erin om met houders van obligatieschuld overeenstemming te bereiken over een herstructurering van schulden nadat de Club van Parijs (waarin publieke schuldeisers verenigd zijn) gelijke behandeling van particuliere obligatiehouders en officiële crediteuren had geëist als voorwaarde voor schuldverlichting in de Club. *Oekraïne* kon in 1998-99 echter slechts tegen zeer ongunstige voorwaarden en na aandringen van het IMF een overeenkomst met particuliere crediteuren bereiken; de overeengekomen rentebetalingen op de hergestructureerde schuld zijn echter zo hoog dat Oekraïne in het voorjaar van 2000 opnieuw met obligatiehouders moest gaan onderhandelen.

### Algemene richtlijnen gewenst

Al met al is door het uiteenlopende karakter van de wijze waarop de particuliere sector werd benaderd het beeld ontstaan van een ad hoc IMF beleid. Dit maakt het de particuliere marktpartijen moeilijk om ex ante een goede risico-inschatting te maken. Wil betrokkenheid het gewenste effect op het gedrag van marktpartijen hebben, dan zal de benadering door de internationale officiële gemeenschap meer voorspelbaar moeten worden. Elke financiële crisis is anders en er zijn geen gedetailleerde, eenduidige regels aan te geven voor de wijze waarop betrokkenheid van de particuliere sector vorm krijgt. Elk raamwerk zal dus een zekere mate van flexibiliteit nodig hebben, maar dat neemt niet weg dat het wenselijk is om enkele algemene richtlijnen op te stellen. Hieronder doen we een suggestie voor het opstellen van een raamwerk, waarbij we proberen duidelijkheid te scheppen over de opstelling van het IMF. In welke gevallen moet het IMF betrokkenheid van de particuliere sector eisen en op welke manier dient het IMF daarbij te werk te gaan?

### Wanneer betrokkenheid?

Betrokkenheid van de particuliere sector is niet onder alle omstandigheden nodig, of gerechtvaardigd. Als particuliere crediteuren geen onderdeel uitmaken van het probleem, hoeven ze ook niet bij te dragen aan de oplossing. Dit heeft twee gevolgen: ten eerste moeten particuliere crediteuren niet worden gedwongen geld te steken in een land dat ze normaal gesproken links laten liggen (een land dat geen particuliere schuld heeft); ten tweede is het niet nodig particuliere crediteuren te betrekken wanneer de betalingsbalansproblemen een gevolg zijn van een tijdelijke schok op de handelsbalans buiten de schuld van het debiteurland (bijvoorbeeld als gevolg van een stijging van olieprijzen). Wanneer daarentegen beslissingen van particuliere investeerders leiden tot forse kapitaaluitstroom en financiële problemen van een land, ligt het voor de hand om eisen te stellen op het gebied van de betrokkenheid van de particuliere sector als voorwaarde voor vrijgave van IMF-middelen. Dit is overigens al gedeeltelijk de praktijk. In de IMF-kredietfaciliteiten, gericht op het bestrijden van kapitaaluitstroom na vertrouwensverlies, zijn voorwaarden opgenomen op het terrein van de betrokkenheid van de particuliere sector. Bij programma's voor landen met een overschot op de lopende rekening zijn extra maatregelen nodig om te voorkomen dat IMF-geld simpelweg en louter gebruikt wordt om op schulden aan particuliere crediteuren af te lossen.

### Is de financieringsbehoefte groot?

Ook de omvang van de financieringsbehoefte van het hulpvragende land biedt een aanknopingspunt. Wanneer de financieringsbehoefte van een land relatief groot is, moet in principe de particuliere sector meehelpen bij het dekken van het financieringsgat. Om deze stelling operationeel te kunnen maken moet objectief gedefinieerd kunnen worden wanneer een financieringsgat 'relatief groot' is. Het ligt voor de hand om dat te doen aan de hand van het quotum dat een land in het IMF heeft. Dit quotum bepaalt niet alleen in welke mate een land bijdraagt aan de middelen van het Fonds, maar ook welke aanspraak het onder de 'normale' kredietverlening op die middelen kan maken (maximaal driehonderd procent van het quotum onder normale omstandigheden). Wanneer het Fonds meer dan driehonderd procent van het quotum van een land uitkeert, is betrokkenheid van de particuliere sector in de één of andere vorm altijd gewenst.

## Liquiditeits- of solvabiliteitsprobleem?

Alvorens het IMF beslissingen kan nemen over de wijze waarop betrokkenheid van de particuliere sector in een programma vorm kan krijgen, moet er een verzoek om hulp van een lidstaat zijn ontvangen. Het IMF moet dan een principe-overeenstemming bereiken met de autoriteiten over een macro-economisch aanpassingsprogramma, voordat kan worden nagedacht over de te volgen strategie.

Die strategie is in eerste instantie afhankelijk van de ernst van de problemen. Idealiter moet bij het ontstaan van betalingsbalansproblemen worden onderzocht of het om liquiditeits- of solvabiliteitsproblemen gaat. Bij liquiditeitsproblemen heeft tijdelijke financiële steun van de officiële sector (bijvoorbeeld het IMF), in combinatie met looptijdverlenging door particuliere crediteuren, zin. Bij solvabiliteitsproblemen moet daarentegen meteen worden overgegaan tot herstructurering van (particuliere) kredieten. In praktijk is het echter vaak moeilijk om aan het begin van een crisis onderscheid te maken tussen de twee typen problemen. Het IMF zou wel rekening kunnen houden met indicatoren over houdbaarheid van de externe schuld op middellange termijn, zoals de verhouding van de rentebetalingen plus de aflossingen tot de export van een land of de verhouding van totale externe schuld tot export. Wanneer deze ratio's boven bepaalde normen komen, kan de schuld worden gekwalificeerd als onhoudbaar en dient het land hoe dan ook schuldreductie te bewerkstelligen.

### Timing

Een ander onderdeel van de te volgen strategie is de keuze van het moment van het betrekken van de particuliere sector. Bij zowel Korea als Brazilië probeerde het IMF het eerst met een 'normaal' programma; toen bleek dat de kapitaaluitstroom onverminderd voortduurde werd gekozen voor de wekelijkse rapportages over mutaties in tegoeden zoals hierboven beschreven. Dit had wel ongelijke behandeling van crediteurbanken tot gevolg: degenen die het langste bleven werden onder druk gezet nog langer te blijven, terwijl de vroege vertrekkers onberoerd bleven. Het IMF zou dan ook in een zo vroeg mogelijk stadium moeten weten in hoeverre de particuliere sector bereid is mee te werken om te kunnen besluiten of een meer actieve benadering nodig is.

### Wijze van betrekken

Een laatste punt is de manier *waarop* wordt bereikt dat de particuliere sector wordt betrokken bij het oplossen van de crisis. Wanneer men bij een liquiditeitscrisis reden heeft te verwachten dat de particuliere sector bereid is haar tegoedposities te handhaven indien het IMF-programma tot stand komt, kan betrokkenheid van de particuliere sector zich beperken tot het uitspreken van de verwachting dat zij de vrijvallende leningen zal verlengen ('doorrollen'), eventueel gekoppeld aan 'morele druk'. Wanneer de particuliere sector minder bereid lijkt te zijn om mee te werken, zou al meteen moeten worden overgegaan tot een meer actieve vorm van betrokkenheid van de sector: van het land kan worden verlangd dat het nieuwe kredieten aantrekt of bestaande schulden herstructureert. Als uiterste middel kan zelfs worden overwogen tijdelijke kapitaalrestricties in te stellen. Het bestaan van dit uiterste redmiddel zou overigens de bereidheid van particuliere crediteuren moeten vergroten mee te praten over een meer coöperatieve oplossing. Een soortgelijke redenering gaat ook op bij solvabiliteitscrises. Wanneer al in een vroeg stadium duidelijk wordt dat de particuliere sector niet vrijwillig over zal gaan tot schuldreductie, zal het land anderszins (bijvoorbeeld door in gebreke te blijven op schulden) moeten zorgen dat het de gewenste schuldreductie bereikt, alvorens het IMF te hulp kan komen.

### Conclusie

Met het oog op voorkomen van 'moreel risico' bij investeerders is betrokkenheid van de particuliere sector bij het voorkomen en beheersen van financiële crises gewenst. Alle betrokken partijen hebben er baat bij dat dit op een meer gestructureerde en voorspelbare wijze gebeurt. Zowel de omvang als de aard van de betalingsbalansbehoefte van een land kunnen het IMF leiden in zijn beslissing om bij een programma al of niet voorwaarden te stellen aan de betrokkenheid van de particuliere sector.

---

1 Institute of International Finance, *Report of the working group on financial crises in emerging markets*, 1999.