



## De beperkingen van het IMF toezicht

**Auteur(s):**

Linde, J.G. van der  
*Senior research fellow bij het Nederlands instituut voor internationale betrekkingen Clingendael en UHD Internationale Economische Betrekkingen, faculteit der Rechtsgeleerdheid, Universiteit Leiden.*

**Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4173, pagina 792, 23 oktober 1998

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

financiële, markten

*Het IMF wil graag het toezicht uitbreiden naar vrij kapitaalverkeer. De tijd lijkt echter niet rijp voor een dergelijke uitbreiding van het mandaat omdat het functioneren van het IMF ter discussie staat en er bedenkingen zijn gerezen over het vrij verkeer van kort beleggingskapitaal.*

**De zojuist afgesloten vergadering van het Internationaal Monetair Fonds en de Wereldbank heeft weinig nieuws opgeleverd. De verwachtingen waren vooraf hoog gespannen. Men hoopte op een doortastend optreden van de leiders van de belangrijkste economieën waardoor de angst voor verdere besmetting met de financiële crisis zou afnemen. In de aanloop naar de vergadering had premier Blair enkele ideeën naar voren gebracht over een nieuwe architectuur van het internationale financiële systeem<sup>1</sup>. Hij pleitte voor een transparanter overheids- en monetair beleid van lidstaten, een versterking van het toezicht en regulering van financiële instellingen, het zorgen voor voldoende korte-termijn liquiditeit, een beter inzicht in kapitaalbewegingen door informatie-uitwisseling tussen overheid en private financiële instellingen, en het zorgen voor betere verantwoording en openheid door de internationale financiële instituties, zoals IMF en Wereldbank. Daarmee schaarde Blair zich achter de nieuwe inzichten van het IMF. Van daden is het echter nog niet gekomen.**

### Het IMF onder vuur

Regelmatig terugkerende crisissituaties op de internationale kapitaalmarkt zijn inherent aan het internationale economische systeem. Het IMF is de organisatie die het voortouw neemt in crisissituaties. Het IMF heeft onder andere tot taak landen te helpen bij het herstellen van het evenwicht in de betalingsbalans en te zorgen voor stabiele wisselkoersen. Echter de soevereiniteit over het monetaire beleid ligt bij de lidstaten. Alleen als lidstaten een beroep moeten doen op de hogere krediettranches van het fonds, kunnen er beleidsvoorwaarden worden gesteld. De beschikbaarheid van kapitaal is na 1974 enorm toegenomen, waardoor landen pas in veel latere instantie de hulp van het IMF inroepen. De kosten van de aanpassingsprogramma's zijn daardoor veel hoger geworden. Het IMF moet steeds hogere kredieten beschikbaar stellen als percentage van het quotum van een land om adequate tijdelijke financiering te kunnen bieden. Bovendien nemen de sociale kosten van de aanpassingsprogramma's in de getroffen landen toe, hetgeen grote politieke repercussies kan hebben.

De crisis in Azië heeft zich ontwikkeld tot een vertrouwenscrisis in het IMF zelf. In het verleden richtte de kritiek zich met name op de binnenlandse economische gevolgen van de hervormingsprogramma's. De recente golf van kritiek, onder andere van Krugman, Sachs, Portes, Roubini en Stiglitz<sup>2</sup>, concentreert zich echter op de rol van het IMF als toezichthouder. De IMF programma's hebben niet kunnen voorkomen dat ook andere landen besmet werden<sup>3</sup>.

### Werkterrein

Het IMF is opgericht tijdens de Bretton Woods conferentie in 1944. De internationale economie eiste op dat moment een geheel ander regulerend optreden dan de huidige internationale economie. De inspanningen waren vooral gericht op convertibiliteit van de munt en handelsliberalisatie. Verder bewaakte het IMF het wisselkoerssysteem van Bretton Woods. De Articles of Agreement zijn weliswaar een aantal malen aangepast<sup>4</sup>, maar echt grondige wijzigingen in het werkterrein heeft dat niet opgeleverd. Wel is door het wegvallen van het Bretton Woods wisselkoerssysteem een belangrijke functie van het fonds wegvallen.

Het huidige werkgebied van het IMF betreft alle zaken omtrent de betalingsbalans van de lidstaten en de (stabiliteit van de) wisselkoers. Het IMF toetst via de 'artikel IV consultaties' of het economische beleid in overeenstemming is met het gekozen wisselkoersbeleid. Tot voor kort bleven de aanbevelingen van het IMF vertrouwelijk, waardoor vitale informatie de markt niet bereikte. Landen met voldoende monetaire reserves konden het zich permitteren tekorten te financieren en aanpassing van de economie uit te stellen. Ook de adviezen van het IMF konden worden genegeerd. Slechts landen in acute financieringsproblemen meldden zich bij het IMF voor steun. In de jaren tachtig werd het IMF dan ook de crisismanager van ontspoorde ontwikkelingslanden. In het begin van de jaren negentig kwamen daar de landen in transitie bij.

### Conditionaliteit

Naast de toezichthoudende taak is de belangrijkste overgebleven taak van het IMF het bieden van tijdelijke financiering. Er bestaan

verschillende bronnen of faciliteiten voor de tijdelijke financiering van betalingsbalanstekorten, naar gelang de oorzaak, omvang en duur van de problemen. Behalve als lidstaten trekken op de reserve en de eerste krediettranche, gelden er strikte prestatienormen.

De internationale kapitaalmarkten zijn in de afgelopen decennia enorm gegroeid. Kapitaalliberalisatie heeft gezorgd voor een sterke groei, niet alleen van directe investeringen in de wereld, maar ook van (kortlopend) beleggingskapitaal. Daarnaast leenden internationale banken in toenemende mate aan belangrijke opkomende markten. Helaas bleek de beschikbaarheid van leningen op de internationale kapitaalmarkt voor een aantal landen een welkome, maar achteraf tijdelijke, ontsnapping aan de conditionaliteit van het IMF. In 1996 was de netto kapitaalstroom aan een groep van de belangrijkste 29 opkomende markten nog 295 miljard dollar, om na de crisis in Azië in 1997, terug te vallen tot 200 miljard dollar<sup>5</sup>. Het verschil van ongeveer 100 miljard dollar komt geheel voor rekening van de vijf Zuidoost Aziatische landen, waar een netto kapitaalstroom van 93 miljard dollar omhoog in een netto uitstroom van 12 miljard dollar in 1997. De daling van ongeveer 100 miljard dollar was het gevolg van het opdrogen van nieuwe commerciële leningen door internationale banken.

## Vrij kapitaalverkeer

Uit de reactie van het IMF op de Mexico-crisis, verhoging van het kapitaal van het Fonds en vrijmaking van het kapitaalverkeer en uitbreiding van het toezicht van het IMF over kapitaalstromen, is duidelijk geworden in welke richting het IMF de oplossingen zoekt. Ook uit de maatregelen, in aanvulling op het normale pakket hervormingen, die zij nu opleggen aan landen die getroffen zijn door de Azië-crisis, zoals het opzetten van nieuwe economische wetgeving op het gebied van banktoezicht, faillissementen en anti-trustwetgeving, is de nieuwe weg te ontwaren die het IMF is ingeslagen in de jaren negentig. Op zich zijn deze maatregelen niet anders dan de maatregelen die het eerder ook in Latijns-Amerika heeft getracht te realiseren. Ook toen was het credo "liberaliseren en privatiseren". Het verschil is dat het IMF zich nu nadrukkelijker bemoeit met het implementeren van reguleringswetgeving die de liberalisering van de economie mogelijk moet maken.

In september 1997, heeft het Interim Committee voorgesteld om een nieuw hoofdstuk aan de Articles of Agreement toe te voegen<sup>6</sup>. Het nieuwe hoofdstuk zou het werkkterrein van het IMF uitbreiden naar kapitaalliberalisatie en het toezicht van het Fonds eventueel moeten verbreden naar kapitaalbewegingen. Daarmee zou het Fonds, naar eigen zeggen, beter kunnen aansluiten in zijn toezichthoudende taken bij de ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkten.

Het is een misverstand om te denken dat de voorgestelde uitbreiding van het mandaat betekent dat het IMF van plan is met onmiddellijke ingang alle kapitaalcontroles in de lidstaten af te schaffen. Echter, het streven naar vrij kapitaalverkeer zouden de lidstaten wel duidelijk moeten onderschrijven en uiteraard zal de opheffing van controle op het kapitaalverkeer ook onderdeel worden van het beleid van het IMF. Het IMF hecht echter veel belang aan de wijze waarop vrij kapitaalverkeer wordt gerealiseerd. Met name de volgorde van de maatregelen ter vrijmaking van het kapitaalverkeer en het bestaan van voldoende solide financiële instituties in de lidstaten zijn voor het IMF belangrijke voorwaarden voor kapitaalliberalisatie<sup>7</sup>. De Aziatische landen hebben aan den lijve ondervonden hoe serieus het IMF zijn nieuwe taak opvat; de kredieten worden slechts mondjesmaat vrij gegeven om de landen te dwingen te voldoen aan deze eisen. Hiermee loopt het IMF vooruit op de mandaatuitbreiding en begeeft het zich, volgens sommigen, op het werkkterrein van de Wereldbank en Bank of International Settlements (BIS).

De liberalisering van de betalingsbalans moet samen gaan met het openen van de binnenlandse economie voor concurrentie. Privatisering kan dit proces ondersteunen. De overheid moet daarnaast de toezichthoudende taken versterken en de economie transparanter maken. De economische wetgeving moet verbeterd worden en de overheid moet bereid zijn banken en bedrijven failliet te laten gaan indien zij niet levensvatbaar zijn. Een snelle liberalisering van het kapitaalverkeer is ongewenst, zolang niet aan alle voorwaarden hiervoor is voldaan. In Azië werd het kort kapitaalverkeer te snel geliberaliseerd, terwijl het binnenlandse financiële systeem onvolkomen was.

Mexico en Azië leren verder dat terughoudendheid bij korte-termijn kapitaalstromen gewenst is. Hoewel de oorzaak van de crisis in Azië niet gelegen was in het korte kapitaalverkeer, kan het effect van het snel terugtrekken van kort kapitaal groot zijn op het moment dat de centrale bankreserves opraken. Zonder de instroom van lange-termijn buitenlandse investeringen te beperken, is het implementeren van, op de markt gebaseerde, ontmoedigingsmaatregelen tegen het aantrekken van kort kapitaal gewenst<sup>8</sup>.

## Kapitaalbeperkingen

Na een jaar crisis in Azië zijn er nog weinig verbeteringen te melden. Door de problemen in Rusland en de dreigende devaluatie van de Braziliaanse Real, groeit het gevaar voor besmetting. Dit heeft geleid tot een anti-vrij kapitaalverkeer stemming, hetgeen aanvaarding van het nieuwe amendement op korte termijn niet haalbaar maakt. Enkele landen zijn uit vrees voor het verder wegzakken van de economie over gegaan tot kapitaalcontroles. Deze brengen echter het gevaar met zich mee dat de stroom van broodnodige directe buitenlandse investeringen stopt.

In bepaalde situaties is een lichtere vorm van ingrijpen in het kapitaalverkeer denkbaar, door het instellen van tijdelijke en zeer gerichte kapitaalcontroles. De bedoeling is dan om een periode van rust in de economie creëren, waar hoge binnenlandse rentevoeten en overbruggingskredieten van het IMF dit niet kunnen realiseren. In de korte rustperiode moet een strak macro-economisch beleid tot stand komen. Idealiter worden zulke controles ingesteld voordat de bulk van het kapitaal is gevlucht. Krugman adviseerde recentelijk tot het instellen van kapitaalcontroles in Fortune<sup>9</sup>, bij ontstentenis van het uitblijven van resultaten van het IMF beleid. Inmiddels heeft Maleisië voor deze optie gekozen en neemt de angst toe dat ook andere landen zullen volgen. Van belang is om duidelijk te maken aan de markt dat het slechts om een tijdelijke maatregel gaat en duidelijk aan te geven (een datum of economisch resultaat) wanneer de maatregel automatisch wordt opgegeven. De maatregel mag echter geen vervanging worden voor hervormingen van de economie. Het vinden van een goede tussenweg waarbij enige bescherming wordt gevonden voor snelle en heftige kapitaalstroomfluctuaties en het beschikbaar blijven van buitenlandse directe investeringen, is echter moeilijk.

Afsluiting van de internationale economie in omstandigheden waar lokale kapitaalbezitters failliet zijn of hun kapitaal al in veiligheid hebben gebracht, kan een verdere contractie van de economie inluiden.

## Toezicht

Vrij kapitaalverkeer vereist scherp inzicht en toezicht, o.a. op buitenlandse schulden van het bankwezen en ondernemingen en op het sterk gegroeide kortlopend beleggingskapitaal. Daarbij is samenwerking met andere organisaties, zoals de BIS en het Institute of International Finance en de Wereldbank, in de sfeer van uitwisseling van informatie en het opstellen van good practises normen, geboden. In de mei-vergadering van de G-7 hebben de ministers van financiën een dergelijke aanbeveling aan de staats- en regeringshoofden gedaan <sup>10</sup>. Toch kan een dergelijke verbetering van de informatie uitwisseling niet geheel de lacunes in het toezicht op internationaal kapitaalverkeer opvullen.

De bevoegdheden van het IMF zijn duidelijk geregeld in de Articles of Agreement en dan met name in artikel 1. Het IMF heeft door de speciale bepalingen echter geen echte greep op landen die geen beroep doen op de kredietfaciliteiten. Met name landen met structurele betalingsbalansoverschotten en/of grote nationale monetaire reserves ontsnappen aan de beleidswaarborgen van het Fonds, terwijl hun destabiliserende invloed op het internationale monetaire systeem in potentie net zo groot kan zijn. Bijvoorbeeld, de depreciatie van Taiwan in het begin van de financiële crisis in Azië was, volgens Bergsten, onnodig, een teken van concurrerende depreciatie en aantasting van iedere norm van internationale samenwerking en zette de rest van de regio onder enorme druk <sup>11</sup>. De consultaties uit hoofde van artikel IV zijn het enige drukmiddel op een overheid die geen beroep doet op de middelen van het IMF. Zeker zolang de aanbevelingen van het IMF vertrouwelijk moesten blijven, was een beleidsaanpassing niet afdwingbaar. Publicatie van de bevindingen van het IMF zijn in ieder geval een belangrijke vooruitgang en moeten zorgen voor de nodige druk vanuit de markt om het beleid aan te passen. Inmiddels staan van een redelijk aantal landen de resultaten van de artikel IV consultaties op de homepage van het IMF. Het IMF zou aan doorzichtigheid winnen indien zonder meer alle consultaties publiek worden gemaakt.

De situatie in Japan noopt echter tot minder hooggespannen verwachtingen ten aanzien van de betere informatievoorziening. Het talmen van de Japanse overheid om het zieke bankwezen aan te pakken is exemplarisch voor het gebrek aan daadkracht. Geen enkele publicatie over het functioneren van de Japanse economie, noch druk van andere overheden of van internationale organisaties heeft de overheid in beweging kunnen krijgen. Gemeten aan het diepe ingrijpen in het functioneren van economische instituties in landen als Indonesië, Zuid-Korea en Thailand, had een vergelijkbaar ingrijpen in Japan wellicht niet misstaan. Echter, door de beperkte bevoegdheden kan bijvoorbeeld de IMF-staf in deze gevallen alleen denken en niet doen.

## Lacunes

Uitbreiding van het IMF mandaat zal echter niet betekenen dat er dan een adequaat toezicht op internationale kapitaalstromen zal ontstaan. Er is nog een aantal problemen, zoals de vele particuliere kapitaalstromen die zich aan het zicht van het IMF onttrekken, moreel risico bij verzekerde kredietverlening, kuddedrag van banken en een te snelle deregulering van kapitaalmarkten. Deze problemen worden hieronder kort toegelicht.

Veel kapitaalstromen onttrekken zich aan het toezicht van nationale centrale banken, waardoor plotselinge grote fluctuaties een economie kunnen ontwrichten. Uitbreiding van het mandaat van het IMF op dit gebied zou alleen in deze lacune kunnen voorzien indien ook private financiële instellingen informatieplichtig worden. IMF bemoeienis met kapitaalstromen kan het toezicht van de centrale banken verbeteren door, in samenwerking met de BIS, eisen te stellen aan de kwaliteit van het nationale toezicht. Verder dient de rapportage door lidstaten aan het IMF te verbeteren, ook ten aanzien van korte termijn kapitaal en beleggingskapitaal <sup>12</sup>. De crisis in Azië heeft ook grote internationale financiële instellingen ervan doordrongen dat zij onderdeel uitmaken van het probleem. Meer openheid over banktransacties kan het internationale monetaire systeem versterken en het IMF in de gelegenheid stellen eerder met aanbevelingen te komen.

Keer op keer stuiten we op internationale financiële instellingen die bereid zijn enorme risico's te lopen door leningen te verschaffen aan overheden, banken en buitenlandse bedrijven zonder dat de risico's voldoende kunnen of worden afgewogen. Dit proces wordt versterkt door het vertrouwen dat banken gered zullen worden door de interventies van een overheid. Het vasthouden aan een vaste wisselkoers met de dollar, zonder de noodzakelijke correcties door te voeren, versterkte deze moral hazard. Voor het IMF gaat deze moral hazard dubbel op, omdat landen rekenen op hulp van het IMF en banken rekenen op de overheid.

Goede informatievoorziening, over zowel de positie van de centrale bank als over banken en bedrijven in een land, is cruciaal voor het maken van de juiste investeringsbeslissingen. Te vaak vertonen financiële instellingen kuddedrag, zowel bij het betreden als het verlaten van markten <sup>13</sup>. In zowel de Mexico-crisis als de Azië-crisis bleek dat informatie over de omvang van de reserves van de centrale bank en de omvang van de korte-termijn schuld te laat de markt bereikte, waardoor het gebrek aan vertrouwen sterk toenam. Dit leidde tot een versterkte uitstroom van kapitaal.

## Toezicht op allen

De vraag rijst of het IMF klaar is voor toevoeging van een hoofdstuk aan de Articles of Agreement. Uit de nu beschikbare stukken blijkt dat de wortels van de crisis in Azië reeds in 1994 zijn ontstaan. De veranderingen in de concurrentieverhoudingen in de regio, het bestaan van aanzienlijke lopende rekening tekorten, die gefinancierd werden door korte kapitaalstromen en het vasthouden aan een vaste relatie met de Amerikaanse dollar, duiden op weinig anticiperend macro-economische beleid. Vertrouwelijke waarschuwingen aan het adres van de regeringen van de landen leverden geen beleidsaanpassingen op. Het IMF durfde niet de gram van deze regeringsleiders over zich uit te roepen door de bedenkingen publiek te maken. Het verweer dat het publiceren van dergelijke informatie de bereidheid van overheden vermindert om mee te werken aan rapportage, is door de omvang van de crisis als een zwak excuus weggewuifd. Het IMF heeft het na deze verwijten snel over een andere boeg gegooid. De liberalisatie van de informatiestroom van het IMF lijkt, door het uitblijven van stabilisatie van de economie van de getroffen landen, vooral nog het belangrijkste resultaat. Wellicht dat naast publicatie van alle artikel IV consultaties, een systeem van peer review, zoals in de OECD gebruikelijk is, een goede stap is in de richting van openheid en verantwoording.

Op het gebied van vrij kapitaalverkeer mag de tijd niet rijp zijn voor meer bevoegdheden, maar het openbaar kapittelen op grond van de artikel IV consultaties is ver over tijd. De asymmetrie in prestatienormen resulteert niet alleen in een ongelijke verdeling van de lasten en lusten van vrij kapitaalverkeer, maar is ook een beletsel voor het effectief en geloofwaardig optreden van het IMF in crisissituaties. Het

IMF moet in de gelegenheid worden gesteld alle gevallen van slecht macro-economisch beleid aan te pakken. Dit moet in een open en transparante sfeer kunnen plaatsvinden, zodat de juiste signalen de markt kunnen bereiken. Voorwaarde is wel dat het IMF beter geïnformeerd wordt door de lidstaten en samenwerkt met de BIS. Vooral nog zal het IMF echter alleen het wapen van de publiciteit kunnen hanteren om een stabiel macro-economische beleid af te dwingen

---

**1** *Designing a New International Financial System for a new International Financial Age*, Speech by Prime Minister, Mr. Tony Blair, to the New York Stock Exchange, New York, 21 September 1998.

**2** Nouriel Roubini heeft een uitgebreide internetpagina opgezet waarop alles te vinden is over de crisis in Azië en recentelijk ook Rusland. De pagina verzamelt ook artikelen over vrij kapitaal verkeer, currency boards, globalisering, het IMF, krantenartikelen, etc. en heeft allerlei links naar de pagina's van internationale (financiële) organisaties. Voor geïnteresseerden in internationale kapitaalmarkten is deze pagina een must.

**3** *Financial Times*, 7 September 1998. De groei in de getroffen landen neemt dit jaar af met 5-15%.

**4** De Articles of Agreement traden op 27 december 1945 in werking. De First Amendment dateert van 28 juli 1969, de Second Amendment dateert van 1 april 1978 en de Third Amendment dateert van 11 November 1992.

**5** Institute of International Finance, *Capital flows to emerging markets*, januari 1998, Washington D.C., blz. 1.

**6** M. Camdessus, *Capital account liberalization and the role of the fund*, IMF Seminar on capital account liberalization, Washington D.C., 9 maart 1998. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/030998.HTM>)

**7** M. Camdessus, op.cit.

**8** Takatoshi Ito en Richard Portes, Dealing with the Asian Financial Crisis, Asia Crisis Homepage, (<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/Asiahompage.html>), blz. 4-5.

**9** Paul Krugman, Saving Asia: it's time to get radical, *Fortune*, 9 juli 1998.

**10** The Birmingham Summit 1998, Strengthening the architecture of the global financial system, report of G7 Finance ministers to G7 Heads of state or government for their meeting in Birmingham May 1998. University of Toronto G8 Info Centre (<http://www.library.utoronto.ca/www/g7/birmingham/g7heads.htm>)

**11** C. Fred Bergsten, *The Asian monetary crisis: proposed remedies*, Statement before the Committee on Banking and Financial Services US House of Representatives, 13 november 13 1997.

**12** IMF, The IMF's response to the Asian Crisis, 27 juli 1998, maakt melding van het aanscherpen van regels hoe en welke informatie wordt versterkt. Hiertoe heeft het IMF een standaard ontwikkeld (Special Data Dissemination Standard). In het verslag van de G-7 bijeenkomst van mei 1998 wordt het IMF ook opgeroepen publiekelijk te melden wanneer landen niet aan de standaard voldoen. Verder roept de G-7 het IMF op om toepassing van de Basle Committee Core Principles of Effective Banking Supervision te stimuleren.

**13** Joseph Stiglitz, *The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy*, address to the Chicago Council on Foreign Relations, February 27 1998. (<http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/jssp022798.htm>)