

Nieuwe perspectieven op de rol van het IMF

Sterke groei van internationale kapitaalstromen heeft bijgedragen aan mondiale welvaart, maar maakt economieën en financiële sectoren ook kwetsbaar. Een aantal opkomende economieën heeft daarom aanzienlijke reserves opgebouwd, gedeeltelijk als beschermingsbuffer tegen abrupte kapitaaluitstroom. Het opbouwen en aanhouden van overmatige reserves is kostbaar. Dit geld wordt niet direct aangewend voor investeringen en kan bijdragen aan onevenwichtigheden. Het IMF beoogt met een financieringsverzekering een alternatief te bieden voor reserveopbouw en daarmee tevens bij te dragen aan financiële stabiliteit. Daarbij dient het IMF wel de aanpak van de onderliggende kwetsbaarheden en risico's van mondiale onevenwichtigheden goed in het oog te houden.

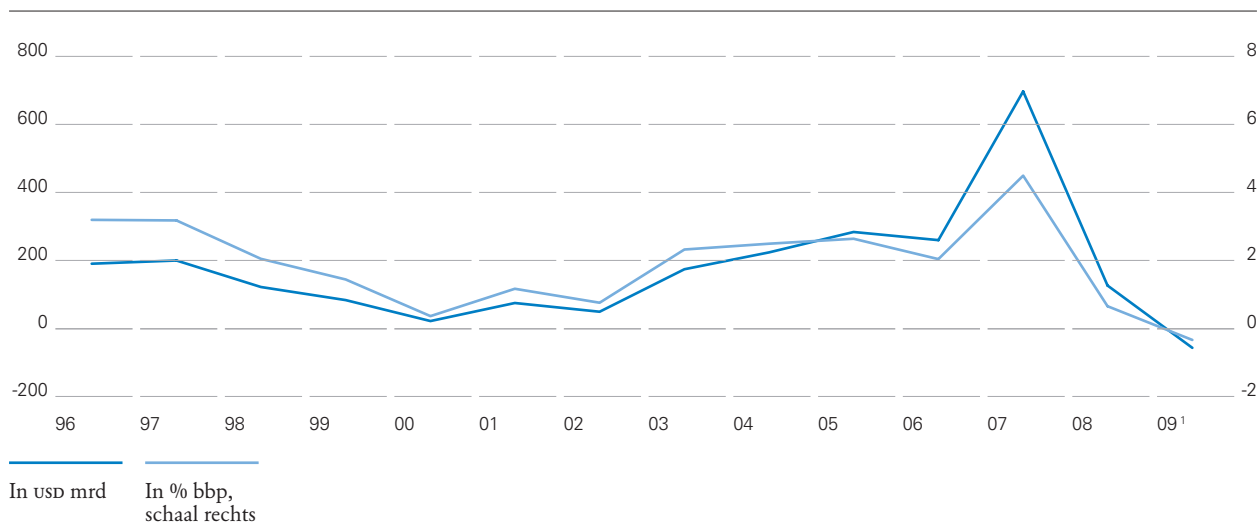
Een wereld van kapitaalstromen, reserveopbouw, en mondiale onevenwichtigheden

Financiële liberalisatie, integratie en innovatie hebben de afgelopen decennia een sterke toename in internationale kapitaalstromen teweeg gebracht. Niet alleen ontwikkelde landen, maar ook opkomende economieën hebben kapitaalinstromen sterk zien toenemen (grafiek 1). Zeker als het gaat om reële investeringen draagt instroom van kapitaal bij aan technologieoverdracht en verhoging van de productiviteit en daarmee aan de economische ontwikkeling. Financieel kapitaal

kan echter ook zeer volatiel zijn, zoals pijnlijk duidelijk werd tijdens de Azië-crisis eind jaren negentig en tijdens de huidige mondiale crisis. Vooral opkomende economieën zijn kwetsbaar voor een abrupte uitstroom. Deze landen kennen dikwijls een onstuimige economische groei, waarbij kapitaalinstroom kan samengaan met de opbouw van binnenlandse onevenwichtigheden. Er ontstaan bijvoorbeeld onroerendgoed zeepbellen en valutamismatches op de balansen van huishoudens, doordat hypotheeklen worden afgesloten in buitenlandse valuta. Ook zijn financiële markten doorgaans onderontwikkeld. Dit maakt deze landen gevoelig voor een omslag in marktsentiment.

In een aantal grote opkomende economieën gaat de toename van kapitaalstromen gepaard met een forse accumulatie van buitenlandse reserves (grafiek 2). Accumulatie van buitenlandse reserves heeft verschillende oorzaken. Zij kan mede gedreven zijn door de wens een beschermingsbuffer te vormen tegen abrupte kapitaaluitstroom, of voortvloeien uit interventies om wisselkoersappreciatie te voorkomen. De wens om beschermingsbuffers te vormen wordt vermoedelijk versterkt door weerstand tegen externe hulp. Door hun ervaring met eerdere crises staat een aantal Aziatische en Latijns-Amerikaanse landen kritisch tegenover de aanpassingen voor de economie en de openbare financiën die het IMF aan financiële steun verbindt.

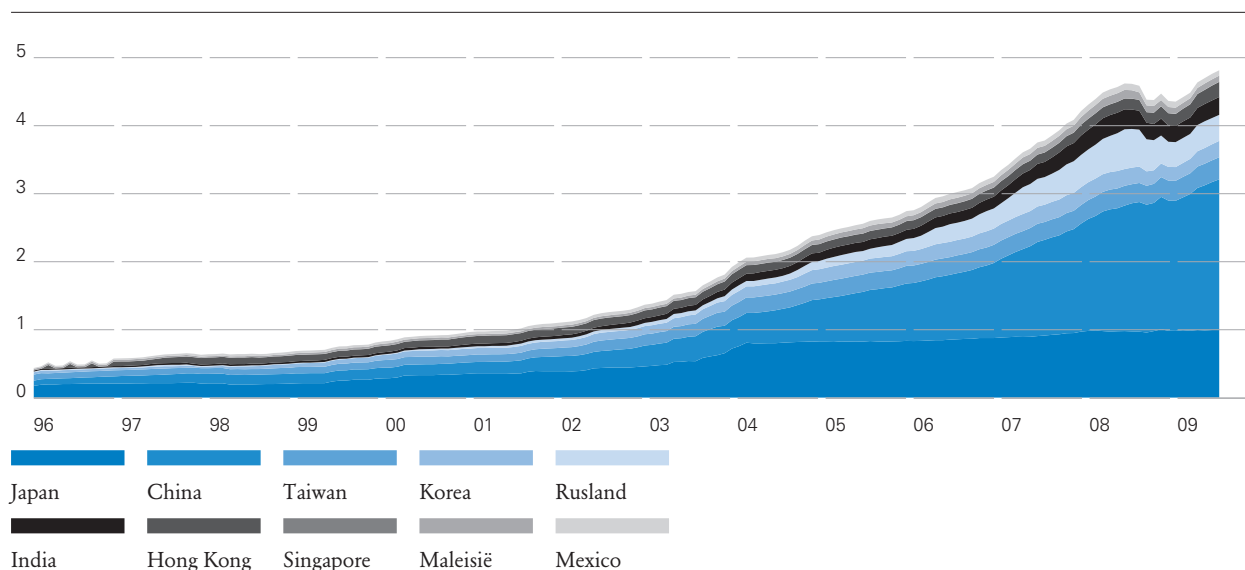
Grafiek 1 Netto kapitaalstroom naar opkomende economieën



¹ Schatting.
Bron: IMF WEO.

Grafiek 2 Top 10-landen: reserve-accumulatie

In USD triljoen



Bron: Datastream, IMF.

De accumulatie van reserves heeft een belangrijke invloed op het functioneren van de mondiale economie en het monetaire stelsel, zoals is af te leiden uit de wereldwijde onevenwichtigheden (grafiek 3). Zo maken de aanhoudende opbouw en belegging van dollardeviezen van olieproducerende en Aziatische landen het voortbestaan van het tekort op de lopende rekening van de vs mogelijk. De ontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de grote tekorten en overschotten op de lopende rekening hebben bijgedragen aan het ontstaan van de financiële crisis (zie artikel 'Mondiale onevenwichtigheden en de financiële crisis' in het Kwartaalbericht van september 2009). Omdat mondiale onevenwichtigheden een bedreiging kunnen vormen voor de internationale financiële stabiliteit leeft internationaal de wens deze onevenwichtigheden terug te brengen.

Rol voor het IMF

Simpele oplossingen bestaan niet voor de geschetste problematiek. Een ding is duidelijk: door de internationale dimensie is coördinatie op mondiaal niveau wenselijk én noodzakelijk. De G20 heeft geopperd om de rol van het IMF hierin te versterken, gelet op het IMF-mandaat van het voorkomen en oplossen van crises op mondiaal niveau. Wat betreft het oplossen van crises speelt het IMF al een belangrijke rol door het verstrekken

van financiële hulp aan landen met betalingsbalansproblemen. IMF kredieten worden normaal gesproken verstrekt op basis van een aanpassingsprogramma en met gefaseerde toegang tot financiering, met als doel de weerbaarheid en geloofwaardigheid van een land te versterken. Maar landen zien de rol van het IMF soms als ongewenste externe inmenging. Ook wordt kritiek geuit ten aanzien van de termijn waarbinnen kredieten worden uitbetaald. Verondersteld wordt dat deze kritiek een motief voor zelfverzekering is. Indien het IMF de zekerheid zou bieden van toegang tot hoge kredieten zonder strikte voorwaarden en snelle uitbetaling, zou het motief voor zelfverzekering worden weggenomen. Een dergelijke IMF-verzekering kan tot gevolg hebben dat landen minder reserves hoeven aan te houden. Het IMF zou aldus kunnen bijdragen aan de afbouw van onevenwichtigheden.

Het idee om het instrumentarium van het IMF uit te breiden met verzekeringfaciliteiten is niet nieuw. In 1999 werd de Contingent Credit Line (CCL) geïntroduceerd als reactie op besmettingsgevaar van kapitaalcrises zoals die werden waargenomen tijdens de Aziëcrisis. De CCL was bedoeld voor landen die ondanks een sterk macrobeleid kwetsbaar waren voor financiële besmetting. Kwalificerende landen konden snel over veel middelen beschikken indien financiering op de kapitaalmarkten niet langer mogelijk was, zonder de stigmatiserende effecten van een IMF hulpprogramma.

De verwachting was dat het gebruik van de CCL een positief signaal zou afgeven aan investeerders en kapitaaluitstroom zou voorkomen. Bovendien zou de reguliere monitoring (surveillance) door het IMF worden versterkt. De CCL is echter nooit gebruikt en in 2003 opgeheven. Vervolgens heeft het bestuur van het IMF verschillende malen gesproken over de herintroductie van een verzekeringsfaciliteit. De financiële crisis creëerde momentum dat leidde tot de introductie van de Flexible Credit Line (FCL) in 2009.

De creatie van de FCL is een duidelijke stap van het IMF in de richting van een verzekeringsinstrument. De FCL biedt kredieten aan landen met goed beleid en sterke economische fundamenten, die desondanks kunnen worden geconfronteerd met abrupte kapitaaluitstroom. De FCL kan uit voorzorg worden aangevraagd en in geval van nood worden gebruikt. Het instrument biedt onmiddellijk hoge en volledige toegang tot een kredietlijn, waaraan geen aanpassingsprogramma is verbonden. Daarmee wordt een deel van de redenen voor het falen van de CCL weggenomen. Anders dan voor financiering onder een regulier IMF programma bestaan voor toegang onder de FCL geen expliciete limieten, maar wordt per land gekeken hoeveel financiering nodig is. In principe loopt de kredietlijn na een vooraf overeengekomen termijn van maximaal één jaar auto-

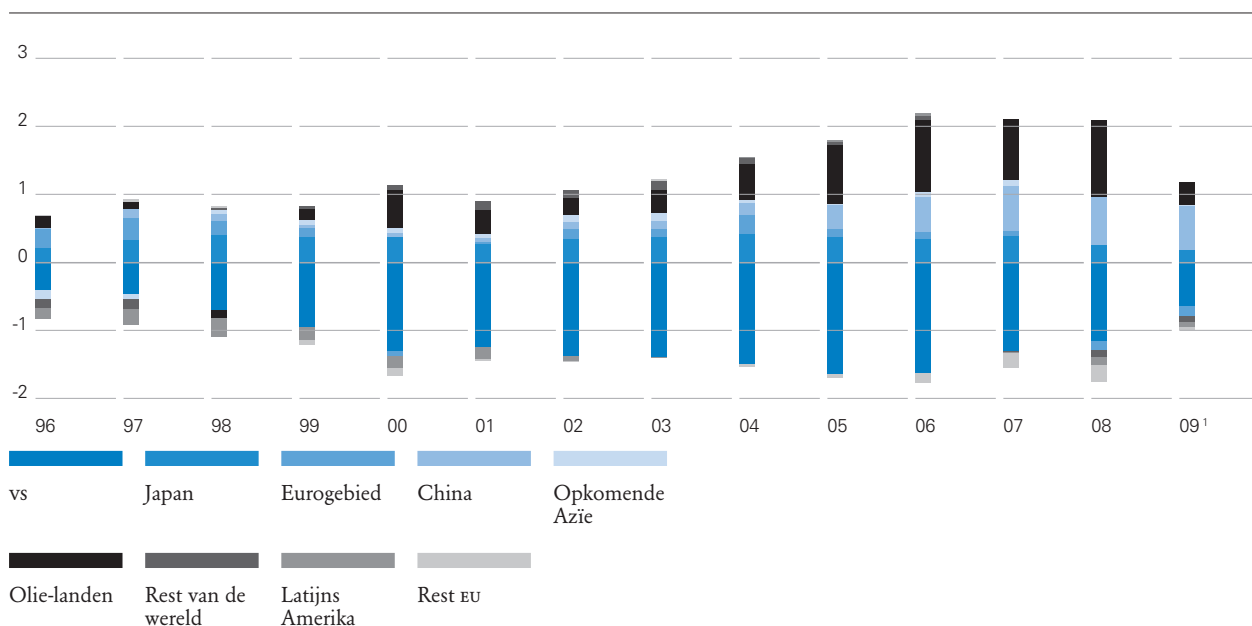
matisch af, maar landen kunnen vragen om verlenging of vroegtijdig opzeggen. Mexico, Polen en Colombia hebben in 2009 uit voorzorg een FCL afgesloten voor een termijn van één jaar. Geen van de landen heeft tot op heden op de kredietlijn getrokken. De omvang van de drie kredietlijnen samen is EUR 58 miljard.

Het afsluiten van de FCL leidde bij alle drie de deelnemende landen tot een positieve reactie van markten, gezien de ontwikkeling van de spreads op overheidsobligaties en de stabilisatie van wisselkoersen en kapitaalstromen. Vergelijkbare ontwikkelingen waren echter ook in andere landen te zien, wat zou kunnen worden toegeschreven aan het feit dat de eerste tekenen van economisch herstel en verbeterend marktsentiment samenvielen met de goedkeuring van de FCL in Mexico (april 2009), Colombia en Polen (mei 2009).

In de discussie over een verzekeringsrol voor het IMF wordt nagedacht over aanvullende financiële vangnetten om de noodzaak voor zelfverzekering weg te nemen. Bijvoorbeeld door het opzetten van swaplijnen tussen het IMF en de lidstaten om landen te verzekeren van buitenlandse valuta. Dit model is afgeleid van de swaplijnen die tijdens de crisis zijn ingesteld door centrale banken in verschillende valutagebieden, zoals tussen de FED en de ECB, maar ook de FED en de centrale bank van Mexico. Een andere mogelijke aanvulling die

Grafiek 3 Tekorten en overschotten op de lopende rekeningen

In procenten wereld bbb



¹ Voorlopige cijfers.
Bron: WEO januari 2010.

wel wordt genoemd is het bieden van aanvullende SDR allocaties ten tijde van crisis. SDR's zijn onderdeel van de reserves van een land en kunnen bij betalingsbalansproblemen voor internationaal gangbare valuta's bij andere IMF-leden worden omgeruild. Het IMF werkt dit momenteel verder uit.

Nadelen van IMF-verzekeringsinstrumenten

Een onvoorwaardelijke toegang tot grote kredietlijnen kan het risico op moral hazard in de hand werken, zowel bij landen als financiële markten. Door de beschikbaarheid van omvangrijke IMF financiering neemt weliswaar op korte termijn een crisisdreiging af, maar mogelijk ook de prikkel bij autoriteiten om tijdig noodzakelijke maar soms pijnlijke aanpassingen door te voeren. Daarnaast bestaat het gevaar dat crediteuren en investeerders bovenmatig risico nemen, omdat ze rekenen op het vangnet van het IMF. Door de instroom van IMF financiering kunnen zij zich zonder grote verliezen terugtrekken. Dit effect lijkt zich te hebben voorgedaan tijdens de crisis in Turkije (2001) toen de kapitaaluitstroom even groot bleek als de omvang van het IMF pakket (USD 8 miljard).

Een ander nadeel van een verzekeringsinstrument is dat het IMF zonder de gebruikelijke gefaseerde uitbetaling van kredieten niet kan ingrijpen om de eigen middelen, en daarmee de positie van zijn crediteuren, te beschermen. De toetsing van de kwaliteit van gevoerd beleid en economische fundamenten is daarom essentieel en de belangrijkste waarborg voor de IMF middelen. Het opstellen van uniforme kwalificatiecriteria voor een dergelijke toetsing is echter een moeilijke opgave, omdat de economische realiteit van landen verschilt. Ook is sprake van informatieasymmetrie tussen landen en het IMF. Bovendien is het lastig onderscheid te maken tussen interne en externe factoren als oorzaak van problemen. Niet alleen de toetsing vooraf vormt een uitdaging, ook de uittreding kan gecompliceerd zijn. Indien een land niet langer kwalificeert, kunnen financiële markten dit zien als een negatief signaal waardoor risicopremies toenemen en een land mogelijk in de problemen komt.

Afgezien van de uitvoeringsproblemen van de verzekeringsfaciliteit, moet worden onderkend dat het verder optuigen van IMF verzekeringsinstrumenten geen alles omvattende oplossing biedt voor de ordelijke afbouw van mondiale onevenwichtigheden. Zelfverzekering is namelijk geen volledige verklaring voor de enorme omvang van de opgebouwde reserves. Zo overstijgen

de reserveposities van sommige landen ruimschoots de korte termijn verplichtingen (de zogenoemde Greenspan-Guidotti ratio, tabel 1). Overmatige reserveopbouw wordt gedreven door de export georiënteerde groeistrategie die een aantal opkomende economieën hanteert (met name China). Door de wisselkoers vast te houden ten opzichte van andere valuta wordt de uitvoer gesteund, met als gevolg een overschot op de lopende rekening en de opbouw van internationale reserves.

Uitbreiding instrumentarium noodzakelijk?

De huidige crisis heeft een mate van verwevenheid tussen landen, financiële markten en de reële sector aangetoond die velen heeft verrast. De roep om nieuwe instrumenten voor het IMF is daarom begrijpelijk. Echter, het nieuwe verzekeringsinstrument van het IMF leidt de aandacht af van een gerichte aanpak van meer fundamentele bedreigingen voor de mondiale financiële stabiliteit. Het IMF heeft reeds instrumenten ter beschikking om financiële crises te bestrijden. Het is de moeite waard te onderzoeken of de bestaande instrumenten beter en effectiever kunnen worden benut. Allereerst is een uitwerking van de mondiale financiële stabiliteitsrol van het IMF noodzakelijk, door het mandaat te verhelderen en de focus van surveillance te verbreden. Zo zal het IMF meer capaciteit moeten aanwenden voor analyses en beleidsadviezen gericht op risico's die voortkomen uit het monetaire en financiële systeem op mondiaal en regionaal niveau. Dit kan worden gedaan door meer thematische analyses die zich niet beperken tot individuele landen, bijvoorbeeld een analyse van mogelijke besmettingskanalen. Ook kan meer aandacht worden besteed aan grensoverschrijdende effecten en risico's van het financiële en economische beleid van landen.

Het IMF heeft verschillende stappen ondernomen om in zijn reguliere monitoring de rol van de financiële sector sterker te belichten. Zo zijn de early warning indicatoren verbeterd, waarmee samenhangende en grensoverschrijdende macro-economische en financiële kwetsbaarheden vroegtijdig kunnen worden gesignaleerd.

Verdere ontwikkeling van het IMF instrumentarium kan eveneens bijdragen aan effectieve bestrijding van risico's voor de mondiale financiële stabiliteit. Deze ontwikkeling zou nauw moeten aansluiten op onderliggende kwetsbaarheden van landen die kunnen leiden tot plotselinge kapitaaluitstroom. Het IMF zou daarbij moeten inzetten op versterking van de financiële sector en het toezicht, maar ook op de ontwikkeling van finan-

ciële markten. Juist tijdens het proces van liberalisatie en deregulering van financiële markten kunnen kapitaalstromen vaak zeer volatiel zijn. Een gericht verzekeringsinstrument kan opkomende economieën in deze fase stabiliteit bieden, mits een duurzaam beleid wordt gevoerd en de onderliggende fundamenten gezond zijn.

Genoemde uitdagingen vragen ook flexibiliteit en bereidheid van het IMF-lidmaatschap om door het IMF noodzakelijk geachte beleidswijzigingen door te voeren. Alle landen zouden zich bijvoorbeeld moeten verplichten hun financiële systeem regelmatig door het IMF te laten doorlichten met een zogenoemde Financial Sector Assessment Program en de bevindingen daaruit te publiceren. Daarnaast zouden de IMF-leden elkaar meer mogen aanspreken, bijvoorbeeld door te wijzen op de negatieve grensoverschrijdende effecten van nationaal beleid. Dit is uiteindelijk in het belang van alle leden van het IMF.