

## Mogelijke beperkingen op het flitskapitaal

### Inleiding

De afgelopen jaren is het herhaaldelijk voorgekomen, dat landen acuut in de problemen geraakten doordat buitenlandse beleggers en masse hun geld uit het land in kwestie terugtrokken. Een recent voorbeeld van zo'n proces is Brazilië, maar eerdere voorbeelden worden gevormd door Mexico (1994) en de landen in Zuid-Oost Azië (1997). Telkens als een dergelijke crisis optreedt, klinkt de roep om het zogenoemde "flitskapitaal" aan banden te leggen. In dit themabericht worden enkele achtergronden van financiële crises toegelicht en worden twee opties om acute crises te voorkomen tegen het licht gehouden.

### Geen rook zonder vuur?

In het algemeen kan worden gesteld, dat landen die acuut in de problemen komen dit goeddeels aan zichzelf hebben te danken. Zo kan achteraf worden geconstateerd, dat de landen in Zuid-Oost Azië structurele onevenwichtigheden vertoonden, zoals een zwakke betalingsbalanspositie, een te hoog opgelopen buitenlandse schuld en een ongezonde financiële sector. Hetzelfde kan, zij het met wisselende nuancerings, worden gezegd van Mexico in 1994 en, meer recent, van Brazilië. De tucht van de financiële markten speelt dan ook een belangrijke rol in het corrigeren van in het verleden opgebouwde onevenwichtigheden. De beste manier om acute crises te voorkomen is dan ook het voeren van een gezond financieel-economisch beleid.

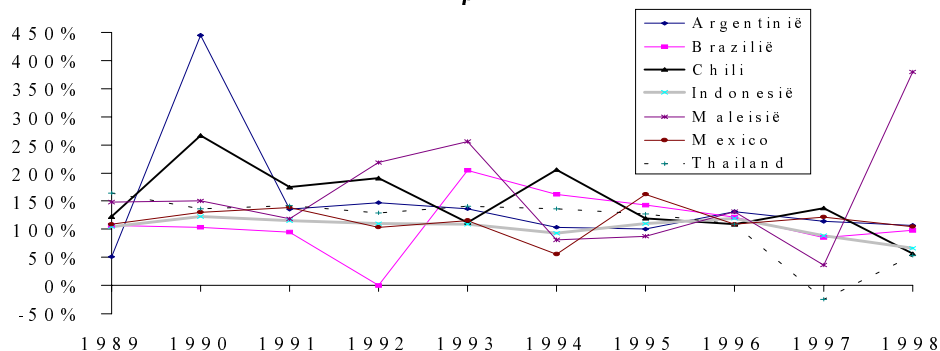
Toch kunnen bij deze redenering wel enkele kanttekeningen worden geplaatst. Ten eerste vallen er voorbeelden aan te halen van landen die, ondanks een gezonde economisch ontwikkeling en een goed

beleid, na een speculatieve aanval tot devaluatie van de munt werden gedwongen. De door de financiële markten afgedwongen devaluatie van het Ierse punt in januari 1993 is hiervan een voorbeeld tamelijk dicht bij huis. Deze devaluatie vond plaats ondanks een stevige economische groei, een relatief lage inflatie, een gering overheidstekort en een gezond overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Ook wanneer de markten een slecht beleid afstraffen kan worden gesteld, dat de tucht van de markt bij tijd en wijle wel heel erg streng uitvalt. Daarbij lijken financiële markten tamelijk binair in elkaar te zitten. Zo komt het regelmatig voor dat landen gedurende langere tijd moeiteloos financiële middelen kunnen aantrekken, waarbij de kapitaalinstroom de feitelijke behoefte aan buitenlandse financiering soms zelfs overtreft. Deze financiering gebeurt dan vaak tegen een rendement, dat geen adequate weerspiegeling vormt van het risico dat wordt gelopen. Als het sentiment dan keert gaat het meestal ook snel; doordat iedereen tegelijkertijd zijn middelen uit het ongelukkige land in kwestie terugtrekt stort een munt in. Vaak gebeurt dat dan in een mate die veel ernstiger is dan de zwakte van de onderliggende economische fundamenten rechtvaardigt. Kuddegedrag is financiële markten nu eenmaal niet vreemd.

### Beheersing kapitaalinstroom essentieel

Een land dat wil voorkomen dat het onverwacht door een acute uitstroom van kapitaal wordt getroffen, dient dus allereerst ervoor te zorgen, dat de financieel-economische fundamenten op orde zijn. Dit betekent, dat de wisselkoers niet overgewaardeerd raakt, dat de lopende rekening van de betalingsbalans

Instream van kapitaal als % behoefte



grosso modo in evenwicht is en dat de overheidsfinanciën gezond zijn. Maar zelfs als aan deze voorwaarden is voldaan kan niet worden uitgesloten, dat een land het slachtoffer wordt van een scherpe omslag in het sentiment op de financiële markten. Een land dat zich hiertegen wil wapenen moet eigenlijk al lang voordat het sentiment keert maatregelen hebben getroffen. Het inperken van de vrijheid van het internationale kapitaalverkeer in tijden van spanning leidt namelijk vaak tot verdere verslechtering van de situatie. In theorie valt er overigens best iets voor te zeggen om de kapitaaluitvoer tijdelijk af te remmen, met als oogmerk de adempauze te gebruiken om binnenslands orde op zaken te stellen.<sup>i</sup> In de praktijk bestaat er echter geen enkele garantie dat dit laatste ook daadwerkelijk zal gebeuren. De beleidsmakers die dergelijke beperkingen instellen zijn namelijk vaak dezelfde lieden die verantwoordelijk zijn voor de ontstane onevenwichtigheden. Daarnaast voelen beleggers zich door een onverwachte stop op de kapitaaluitvoer overvallen, hetgeen leidt tot groot verlies aan vertrouwen in de betrokken beleidsmakers.

Beter is het dan ook, om dergelijke acute crises te voorkomen. Er gaan dan ook stemmen op, die stellen dat landen niet zozeer beperkingen op de uitvoer van kapitaal moeten instellen, maar dat al in een eerder stadium de invoer van met name kort kapitaal aan banden moet worden gelegd. Een al te grote invoer van buitenlands kapitaal heeft namelijk enkele onplezierige neveneffecten. Ten eerste leidt het vaak tot een ongewenste monetaire verzuiming, die de conjunctuur in het ontvangende land aanjaagt. Hierbij kunnen bestaande onevenwichtigheden worden versterkt.<sup>ii</sup> Ook kan dit, zeker in een situatie waarin het toezicht op de financiële sector tekort schiet, leiden tot een ongewenste groei van de kredietverlening in onrendabele sectoren. Daarnaast kan een ongeremde invoer van kapitaal leiden tot overwaardering van de wisselkoers. De redenering ten faveure van het instellen van restricties op de korte kapitaalimport stelt dan ook, dat op deze wijze een ongewenste verzuiming van de monetaire verhoudingen kan worden voorkomen, evenals de opbouw van een stuwmeer aan middelen die acuut het land weer kunnen verlaten. Dergelijke denkbeelden

zijn niet nieuw, al zijn beperkingen op de kapitaalimport wat uit de mode geraakt. Bedacht moet worden, dat zelfs monetaire autoriteiten in industrielanden tot in de jaren tachtig instrumenten tot hun beschikking hebben gehad om een ongewenste instroom van buitenlands kapitaal te voorkomen.

### ***Chili: de URR***

Een bekend voorbeeld van een land in opkomst dat restricties op de import van kapitaal heeft ingesteld is Chili. Dit land kent sedert juni 1991 voor buitenlandse geldschieters een renteloze kasreserve, ook wel aangeduid als de URR (“Unremunerated Reserve Requirement”).<sup>iii</sup> Deze URR betekent in concreto, dat inkomend kapitaalverkeer gedeeltelijk een tijdlang renteloos bij de centrale bank moet worden gestald. De geldschieter derft derhalve renteinkomsten, hetgeen met name transacties met een korte looptijd minder aantrekkelijk maakt. De impliciete belastingdruk van deze maatregel daalt immers met het toenemen van de looptijd. De centrale bank heeft een grote mate van vrijheid om met dit instrument te manipuleren. Zij kan zowel de hoogte van het reservevereiste variëren alsook de duur van de periode waarin het renteloze saldo moet worden aangehouden. De Chileense centrale bank heeft in de loop der tijd het reservepercentage enkele malen bijgesteld. In juni 1991 werd de URR ingesteld met een percentage van 20. In mei 1992 werd dit verhoogd tot 30%. In juni 1998 volgde een verlaging tot 10%, waarna het percentage in september 1998 op 0 werd gesteld.

Sommige analisten concluderen uit deze laatste stap dat het instrument is mislukt. Deze conclusie is echter prematuur. De URR is immers bedoeld om een ongewenste **instroom** van kapitaal in te tomen en is dus per definitie niet bedoeld voor een periode waarin er per saldo kapitaal het land uitstroomt. In het turbulente jaar 1998 was in Chili voor het eerst sinds jaren sprake van een intering op de goud- en deviezenvoorraad. Instroom van buitenlands kapitaal was dus nodig en in zo'n situatie is de URR contraproductief.

Over de feitelijke effectiviteit van de URR lopen de meningen uiteen. De Nederlandse wetenschapper Scholtens concludeert in een recente notitie, dat de effectiviteit van het instrument twijfelachtig is. Het

verloop van de buitenlandse schuld van Chili wijkt namelijk niet echt af van dat van andere landen, terwijl een afname van de zichtbare instroom van kort kapitaal min of meer wegvalt tegen een stijging van de post “statistische verschillen”. Dit kan duiden op het ontwijken van de maatregel.

De Chileense situatie verschilt echter in één belangrijk opzicht van die in de omringende landen. Het Chileense bankwezen kent namelijk, in vergelijking met dat in menig probleemland, slechts een geringe netto buitenlandse passief(=schuld)positie. Dit punt wordt door Scholtens niet gesignaleerd. Waar in bijvoorbeeld Brazilië door het bankwezen in de loop der jaren een buitengewoon grote netto-passiefpositie is opgebouwd, die in 1998 qua omvang vrijwel gelijk was aan de gehele nationale deviezenvoorraad, valt het buitenlandbedrijf van het Chileense bankwezen te verwaarlozen. Dit maakt Chili minder kwetsbaar voor een snelle omslag in het markt sentiment; tevens is het Chileense bankwezen hierdoor minder gevoelig voor scherpe depreciaties van de munt.

Het is niet ondenkbaar, dat de URR, gegeven de korte-termijn oriëntatie van het interbancaire bedrijf, hier wel degelijk een stabiliserende rol heeft gespeeld, zij het ten koste van de ontwikkeling van het buitenlandbedrijf van het Chileense bankwezen.

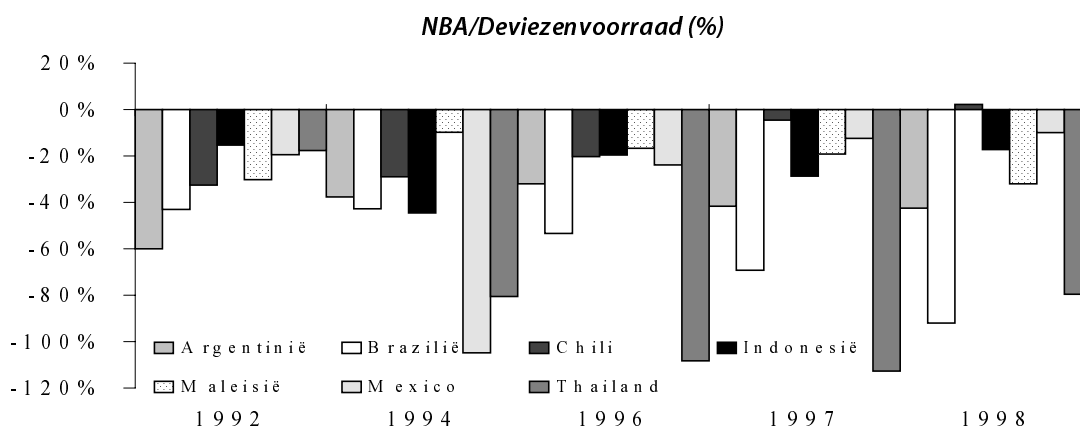
#### Het plan-Buiter: UDROPs

Een volstrekt andere benadering is onlangs naar voren gebracht door de bekende Nederlands-Britse econoom Willem Buiter.<sup>iv</sup> Het vertrekpunt van Buiters analyse is een land, dat op zichzelf solvabel is, maar dat het slachtoffer is van een golf van paniek op de financiële markten. Een dergelijk verschijnsel kan bijvoorbeeld optreden als ergens anders in de

wereld een land in de problemen raakt en beleggers in reactie daarop wereldwijd hun middelen ook uit andere opkomende markten beginnen te terug te trekken. Het solvabele land in ons voorbeeld heeft weliswaar activa in vreemde valuta, maar deze zitten nog vast. Doordat buitenlandse beleggers echter acuut hun vorderingen opvragen, ontstaat een liquiditeitscrisis, waarbij het land tot devaluatie van de munt kan worden gedwongen. Als hierbij de val van de munt vervolgens doorschiet, kan er forse schade aan de reële economie en het financiële bestel in het getroffen land ontstaan.

Een land heeft uiteraard altijd zijn voorraad aan buitenlandse deviezen tot zijn beschikking om de munt te verdedigen. Daarnaast kan het de korte rente verhogen (wat overigens een maatregel is die zelf ook al de nodige schade aan de economie kan aanrichten). Voorts kan het een beroep op de internationale gemeenschap (IMF, BIS, G7) doen voor hulpfinanciering. De deviezenvoorraad is echter veelal te klein om het gehele uitgaande kapitaalverkeer te financieren (dit is overigens ook vrijwel bij ieder industrieland het geval). Nieuw geld lenen op de internationale kapitaalmarkten is in een situatie van “disorderly markets” veelal geen haalbare kaart, terwijl het organiseren van noodhulp en eventueel het herstructureren van de buitenlandse schuld in het algemeen op zijn minst enkele weken vergt. Dan kan er al serieuze economische schade zijn aangericht.

Buiter stelt nu voor, om in alle, dus zowel kort- als langlopende, leningen in vreemde valuta een **automatische eenmalige verlengingsoptie** op te nemen. Hij noemt deze optie “UDROP”, een afkorting van “*universal debt roll over option with a penalty*”. Deze optie geeft de debiteur de



mogelijkheid om de looptijd van af te lossen leningen op eigen initiatief te verlengen met een vooraf bepaalde periode. Wel moet de debiteur in dat geval een boete in de vorm van een rente-opslag betalen. De UDROP maakt een integraal onderdeel uit van de lening en kan hiervan niet worden losgekoppeld. Financiële instellingen kunnen desgewenst uiteraard wel een “herverzekeringsmarkt” voor uitgeoefende UDROPs instellen. Op het moment van uitvoeren van de UDROP is het echter glashelder, dat de oorspronkelijke geldschieter zijn middelen moet doorrollen.

Er zitten aan het plan van Buiters enkele interessante kanten. Zo verschaft het landen die buiten hun schuld in de problemen komen, een effectief instrument om een acute liquiditeitscrisis op te vangen. Misbruik van de doorrol-optie valt hierbij weliswaar niet uit te sluiten, maar dit kan met een afdoende hoge boete worden ondervangen.

Ook kan van UDROPs een preventieve werking uitgaan. De wetenschap, dat uitstaand obligo in geval van een liquiditeitscrisis vrijwel automatisch zal worden verlengd, zal kapitaalverschaffers immers voorzichtiger maken bij het verstrekken van leningen aan debiteuren in opkomende landen. Dit zal zich uiten in een prijsstelling die meer recht zal doen aan het onderliggende risico. Hiermee wordt dus ook de instroom aan potentieel vluchtig kapitaal ingedamd. Toch zitten er aan het voorstel van Buiters ook enkele nadelen. Deze hangen samen met de vraag, wie uiteindelijk het besluit moet nemen om de UDROP uit te oefenen. Als dit besluit bij de individuele debiteur wordt neergelegd, zoals Buiters suggereert, kan dit tot problemen leiden. Zo kan een individuele debiteur bijvoorbeeld in de verleiding komen om de UDROP uit te oefenen als zijn kredietwaardigheid dermate is verslechterd, dat de toegang tot buitenlandse kredieten tegen redelijke termen niet meer tot de mogelijkheden behoort. Een dergelijke situatie kan zich ook voordoen in landen waar op macro-niveau niets aan de hand is.

Het valt dan ook te overwegen om het besluit tot activering van de UDROPs voor een land te beleggen bij de centrale bank van dat land, al of niet na consultatie met het IMF. Een andere mogelijkheid zou zijn, om het begrip “*disorderly market*” nauwkeurig te omschrijven en op voorhand te

kwantificeren, waarbij moet gelden dat UDROPs alleen mogen worden geactiveerd, als aan die objectieve criteria is voldaan. Uiteindelijk zijn UDROPs nu eenmaal bedoeld om te worden uitgeoefend in geval van een acute liquiditeitscrisis, maar niet om individuele debiteuren een ontsnapping aan de tucht van de markt te bieden.

### Evaluatie

Vrijheid van internationaal kapitaalverkeer is een groot goed, dat niet lichtzinnig moet worden opgeofferd. Financiële markten oefenen een disciplinerende werking uit op beleidsmakers over de gehele wereld en in de meerderheid van de gevallen is de uiteindelijke balans van marktcorrecties per saldo positief geweest.

De beste garantie tegen een financiële crisis bestaat dan ook uit het voeren van een degelijk financieel beleid. Dit neemt niet weg, dat het geen kwaad kan om mechanismen in te bouwen, die hetzij een liquiditeitscrisis op voorhand minder waarschijnlijk maken, hetzij in geval van het optreden van een crisis even wat lucht verschaffen aan de beleidsmakers, zodat meer maatregelen kunnen worden genomen. Als op deze wijze een overreactie van de financiële markten kan worden voorkomen, is uiteindelijk ook de geldverstrekker beter af.

De Chileense URR en de door Buiters voorgestelde UDROP vormen dan ook interessante voorstellen, die zeker nadere bestudering verdienen.

april 1999

Wim Boonstra (030-2162629)

<sup>i</sup> Een dergelijk pleidooi is te vinden in H. Visser *Een eenvoudig model van de Aziatische crisis* ESB 30-10-1998 blz. 820-822.

<sup>ii</sup> Voor een beknopte modelmatige beschrijving van dit effect zie het eerder aangehaalde artikel van Visser.

<sup>iii</sup> Zie: L.J.R. Scholtens “*Chile Tax*” paper gepresenteerd op het seminar (On)beheersbare kapitaalstromen” De Nederlandsche Bank Amsterdam 5 maart 1999. De bijdragen van Scholtens en Buiters waaraan in dit themabericht wordt gerefereerd zullen later dit jaar in een definitieve versie worden uitgegeven in een DNB-publicatie naar aanleiding van dit symposium.

<sup>iv</sup> Zie Willem H. Buiters en Anne C. Silbert *UDROP: A Small Contribution to the New International Financial Architecture* paper voor DNB-Seminar aangepaste versie d.d. 23 maart 1999.