

Moet het wereldwijde financiële vangnet worden hervormd?

D. Essers

E. Vincent^(*)

Inleiding: Een multigelaagd wereldwijd financieel vangnet

De wereldeconomie is steeds complexer geworden. Ondanks de recente tendensen naar meer protectionistische beleidsvormen, gaat de trend op langere termijn in de richting van meer handels- en financiële integratie, vooral in de opkomende markteconomieën. Hoewel de mondialisering voordelen heeft, stelt ze landen ook bloot aan tal van risico's, inclusief risico's inzake financiële stabiliteit als gevolg van de volatiliteit van kapitaalstromen. De voortschrijdende financiële integratie beklemtoont aldus de noodzaak van een adequate structuur om schokken te voorkomen en aan te pakken. Bij wijze van eerste verdedigingslijn zouden landen er moeten toe worden aangemoedigd een gezond macro-economisch en financieel beleid te voeren. De opkomende markteconomieën bleken tijdens de wereldwijde financiële crisis veerkrachtiger te zijn dan tijdens voorgaande crisissen, precies omdat ze over betere fundamentals en een sterker beleidskader beschikten (van Doorn *et al.*, 2010). Echter, een gezond beleid op zich is mogelijk niet voldoende om een crisis af te wenden en zou dus moeten worden aangevuld met een vlot functionerend 'wereldwijd financieel vangnet', dat de ECB (2016, p. 36) definieert als *'een geheel van instellingen en mechanismen die financiële steun bieden ter preventie van een crisis en aan landen die door een crisis zijn getroffen, om de noodzakelijke aanpassingen op landspecifiek niveau te vergemakkelijken en te verhinderen dat de crisis verder*

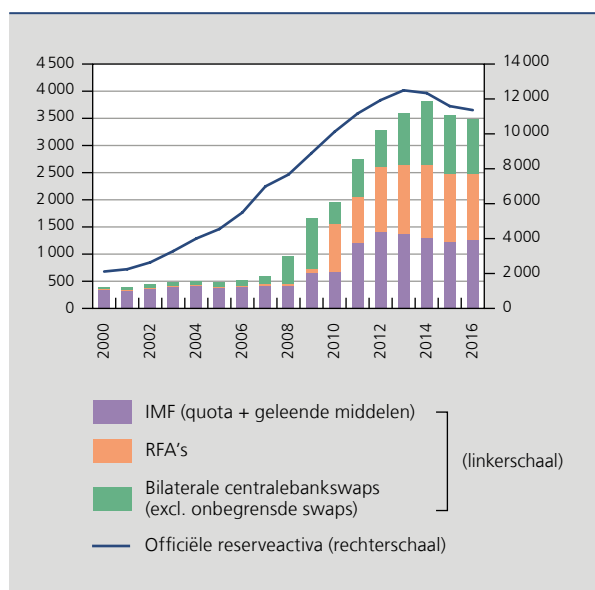
om zich heen grijpt'. In dit artikel wordt nader ingegaan op de huidige constellatie van het wereldwijde financiële vangnet en wordt onderzocht hoe het mogelijk zou kunnen worden hervormd.

Het huidige wereldwijde financiële vangnet wordt gekenmerkt door vier verschillende lagen, elk met hun specifieke sterke en zwakke punten (IMF, 2016a; Denbee *et al.*, 2016): ten eerste, de nationale voorraad internationale reserves van de landen; ten tweede, de bilaterale swaplijnen tussen centrale banken; ten derde, de regionale financieringsarrangementen (RFA's); en, ten slotte, op mondiaal vlak, de door het Internationaal Monetair Fonds (IMF) verstrekte financiering. Het wereldwijde financiële vangnet is de afgelopen decennia, en vooral de laatste paar jaar, sterk geëvolueerd, zowel qua omvang als qua reikwijdte (zie Grafiek 1). Terwijl na de Tweede Wereldoorlog de Bretton Woods-instellingen in het centrum van het wereldwijde financiële vangnet werden geplaatst, waarbij het IMF fungeerde als het bevoorrechte platform voor macro-economische beleidscoördinatie en voor de afwikkeling van betalingsbalanscrisissen (Cheng, 2016), is het relatieve belang van de andere lagen mettertijd toegenomen. Sinds het begin van de jaren 2000 zijn er aanzienlijk meer deviezenreserves aangelegd, terwijl de mondiale financiële crisis geleid heeft tot een snelle expansie van swaplijnen tussen de centrale banken, alsook tot de verdere ontwikkeling en oprichting van respectievelijk bestaande en nieuwe RFA's.

Hoewel het wereldwijde financiële vangnet ingrijpend is hervormd, vooral in de nasleep van de mondiale financiële crisis, blijft het verre van optimaal. Een belangrijke reden daarvoor is dat het niet tot stand is gekomen als

^(*) De auteurs danken Edward Denbee van de Bank of England voor het beschikbaar stellen van zijn swap database (zie Denbee *et al.*, 2016), alsook Paul Butzen, Caroline Janssens en Luc Stevens van de NBB voor hun waardevolle opmerkingen en suggesties.

GRAFIEK 1 HET WERELDWIJDE FINANCIËLE VANGNET IS DE AFGELOPEN DECENNIA STERK GEËVOLUEERD ⁽¹⁾⁽²⁾
(in \$ miljard)



Bronnen: IMF International Financial Statistics (IFS); RFA websites; eigen update van de swap database van Denbee *et al.* (2016), op basis van websites van centrale banken en mediaverslagen; Datastream.

(1) De ramingen van de omvang van het wereldwijde financiële vangnet houden geen rekening met de bilaterale swaplijnen van centrale banken zonder formeel plafond (tussen geavanceerde economieën); de waarde van (gelimiteerde) wederzijdse swaplijnen wordt tweemaal gerekend.

(2) Voor de in aanmerking genomen RFA's, zie Hoofdstuk 3.

gevolg van een internationale consensus, maar veeleer door een historische accumulatie van diverse vormen van financiële ondersteuning, die meestal de weerspiegeling zijn van nationale en regionale bezorgdheden (Scheubel en Stracca, 2016 en ECB, 2016). Een van de vaakst geuite bekommelingen over het wereldwijde financiële vangnet is de versnippering ervan. Het ontbreekt kennelijk vooral aan samenwerking tussen de diverse lagen van het vangnet, wat de effectiviteit ervan schaadt. Bovendien is de dekking ervan zeer ongelijk; heel wat landen hebben geen toegang tot de RFA's en terwijl sommige landen te veel internationale reserves hebben, hebben andere er te weinig. In de hoofdstukken hieronder wordt de huidige constellatie van het wereldwijde financiële vangnet meer in detail beschreven en wordt getracht een evenwichtig overzicht te geven van enkele van de hervormingen die zijn voorgesteld om de resterende tekortkomingen ervan te verhelpen.

In de Hoofdstukken 1 tot 4 wordt gefocust op elk van de vier lagen van het wereldwijde financiële vangnet en op de respectieve ontwikkeling ervan, met bijzondere aandacht voor de veranderingen sedert de mondiale financiële crisis. Tevens wordt nader ingegaan op de voornaamste comparatieve voor- en nadelen van iedere laag. Hoofdstuk 5 biedt een overzicht van enkele van de voorgestelde hervormingen

van het wereldwijde financiële vangnet, meer specifiek in drie domeinen: het mondiale reservesysteem, de coördinatie van bilaterale swaplijnen tussen centrale banken, en de samenwerking tussen het IMF en de RFA's. Het laatste Hoofdstuk bevat de conclusies.

1. Internationale reserves: 'Going it alone'

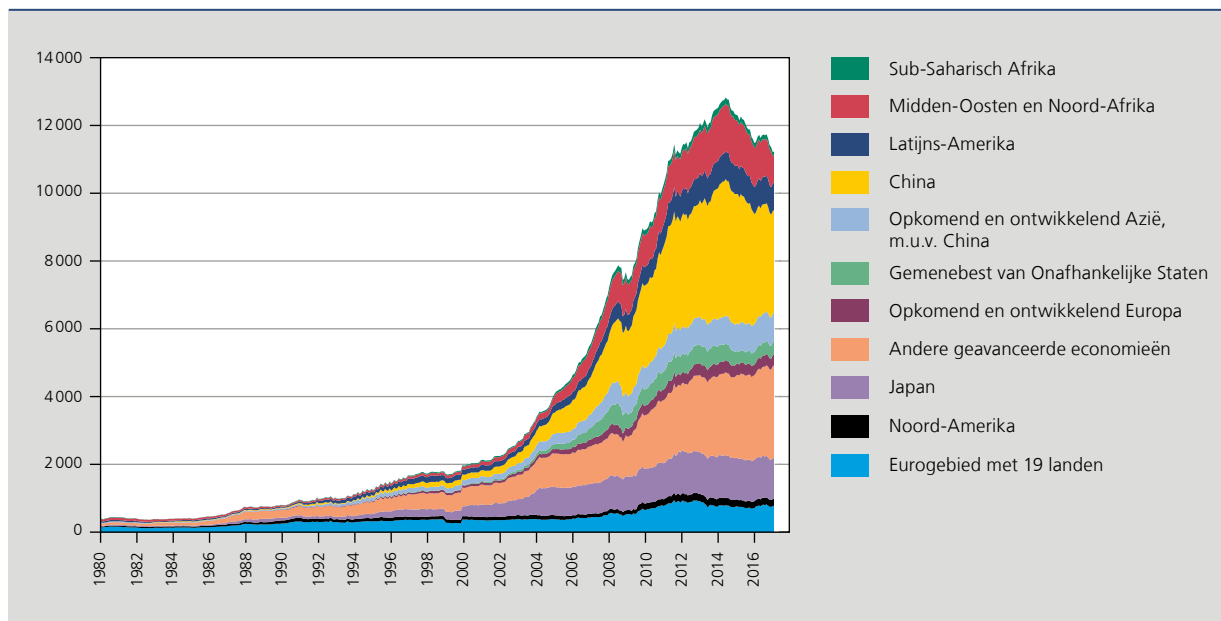
1.1 Ontwikkeling en samenstelling

Internationale reserves, gedefinieerd als 'externe activa waarover monetaire autoriteiten geredelijk en zelfstandig kunnen beschikken om te voorzien in financieringsbehoeften in verband met de betalingsbalans, voor interventies in valutamarkten teneinde de koers van de eigen munt te beïnvloeden, en voor andere soortgelijke doeleinden' (IMF, 2009, p. 111), vormen de eerste laag van het wereldwijde financiële vangnet. Sinds het begin van het millennium zijn aanzienlijk meer internationale reserves aangelegd, met name in China en in andere snel groeiende opkomende economieën in Azië en elders (zie Grafiek 2). Met piekwaarden van bijna \$ 13 biljoen medio 2014 vormen de internationale reserves verreweg de belangrijkste laag van het wereldwijde financiële vangnet (zie Grafiek 1). Aangezien de opbouw van reserves pas aan kracht heeft gewonnen na een reeks ernstige financiële crisissen in de opkomende markten, onder meer in Oost-Azië, Argentinië en Brazilië, wordt reserveopbouw traditioneel beschouwd als een middel voor de landen om zich in de toekomst tegen soortgelijke crisissen en andere schokken te wapenen. Gezien de pijnlijke en grotendeels niet-succesvolle programma's voor structurele aanpassing die verschillende door crisis getroffen opkomende markteconomieën aan het einde van de jaren negentig van de vorige eeuw en tijdens de eerste jaren van deze eeuw met het IMF hadden gesloten, kunnen grote voorraden internationale reserves ook worden beschouwd als een verzekering om voor nieuwe steun geen beroep te moeten doen op het IMF (Wyplosz, 2007). Er rust immers nog steeds een stigma op lenen van het IMF, in het bijzonder in Azië en Latijns-Amerika (Ito, 2012 en IEO, 2013).

Zoals blijkt uit de eerder gegeven definitie zou het echter onjuist zijn om de wereldwijde toename van de internationale reserves uitsluitend toe te schrijven aan het zelfbeschermende gedrag van landen. Ook andere motieven hebben eraan bijgedragen. Mogelijk is een deel van de opgetekende reserveopbouw een neveneffect van actief wisselkoersbeheer ingegeven door een 'mercantilistische' groei-strategie van exportstimulering (Dooley *et al.*, 2004) en/of gelinkt aan intergenerationele overdrachten van rijkdom uit

GRAFIEK 2 OFFICIËLE RESERVEACTIVA ZIJN ONGELIJK VERDEELD OVER DE REGIO'S⁽¹⁾(2)(3)

(in \$ miljard)



Bronnen: ECB Statistical Data Warehouse, IMF International Financial Statistics (IFS).

(1) Landengroepen volgens de classificatie van het IMF.

(2) De gegevens voor het eurogebied bevatten de ECB-reserves vanaf december 1999.

(3) De laatste waarneming dateert van februari 2017.

grondstoffen⁽¹⁾. Dit neemt niet weg dat zelfverzekering, ondanks verschillen van land tot land en veranderde motieven in de loop der jaren, nog steeds wordt beschouwd als een belangrijke stuwende kracht achter reserveopbouw⁽²⁾.

Het belang dat wordt gehecht aan reserveopbouw uit voorzorg komt tot uiting in de vuistregels die beleidsmakers doorgaans gebruiken om in te schatten of zulke reserves toereikend zijn. Zo moeten de reserves dekking bieden voor drie maanden invoer (als buffer tegen schokken op de lopende rekening); 100% van de kortlopende buitenlandse schuld op basis van de resterende looptijd (om de schuldvernieuwing te verzekeren); en 20% van het ruime monetaire aggregaat (M2; om een binnenlandse kapitaalvlucht te counteren). Meer recentelijk heeft

het IMF (2011a) een samengestelde maatstaf opgemaakt voor de toereikendheid van de internationale reserves van de opkomende economieën, waarin die laatste twee indicatoren gecombineerd worden met potentiële verliezen aan exportinkomsten en de potentiële uitstroom van buitenlandse kapitaal (gelinkt aan portefeuillebeleggingen en andere investeringen). De diverse componenten worden daarbij gewogen volgens de werkelijke uitstroom/verminderingen die in eerdere periodes van druk op de valutamarkt werden vastgesteld. Volgens die samengestelde maatstaf waren eind 2015 sommige landen, waaronder Ecuador, Egypte, Pakistan en Oekraïne 'onderverzekerd' door hun reserves (die ver onder de 100% van de door het IMF vastgelegde maatstaf lagen), terwijl andere landen, met name Brazilië, Peru, de Filipijnen, Rusland en Thailand 'oververzekerd' waren (met reserves ver boven de 150% van de maatstaf) (zie IMF, 2017a)⁽³⁾.

Niet alleen de omvang van de internationale reserves is van belang, maar ook de samenstelling ervan. De meeste landen houden hun reserves grotendeels aan in de vorm van (zeer liquide) in vreemde valuta's luidende effecten en deposito's. Andere reserveactiva zijn onder meer monetair goud, bijzondere trekkingsrechten (special drawing rights – SDR's) en de reserveposities in het IMF (voor meer informatie over deze laatste twee categorieën, zie Paragraaf 4.2.1)⁽⁴⁾. Uit cijfers over de valutasamenstelling

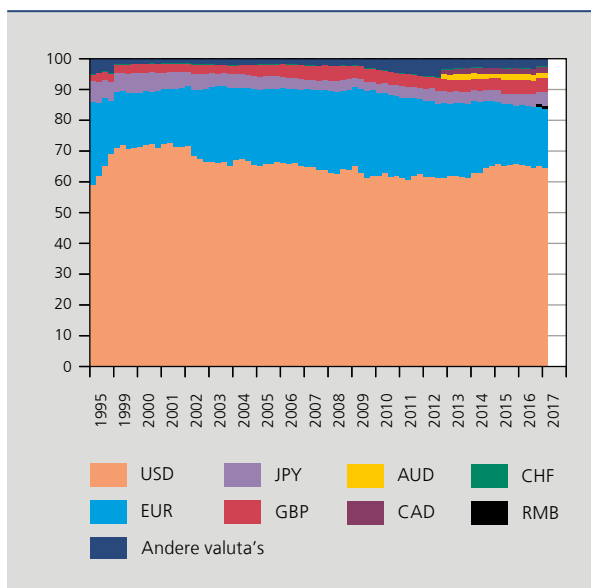
(1) De activa van staatsinvesteringsfondsen (sovereign wealth funds) voldoen doorgaans niet aan de officiële (IMF-)definitie van internationale reserves, aangezien ze doorgaans minder liquide zijn en vaak buiten het toezicht van de monetaire autoriteiten vallen (Dominguez *et al.*, 2012).

(2) Zie, bijvoorbeeld, Aizenman en Lee (2007) en Ghosh *et al.* (2017) voor empirisch bewijs en Durdu *et al.* (2009) en Jeanne en Rancière (2011) voor theoretische modellen van reserveopbouw uit voorzorg voor externe schokken.

(3) Afgaande op de door het IMF vastgelegde maatstaf waren de reserves van China excessief van 2005 tot 2013, maar niet meer vanaf 2014. Wordt de samengestelde maatstaf echter aangepast om rekening te houden met de bestaande beperkingen op kapitaaluitvoer door ingezetenen (door minder gewicht toe te kennen aan de component van het ruime monetaire aggregaat), dan bleek China gedurende de volledige periode 2005-2015 oververzekerd. Voor meer informatie over toereikendheidsmaatstaven voor reserves en verdere differentiatie van dergelijke maatstaven naargelang de eigenschappen van landen, zie IMF (2016b).

(4) In geavanceerde economieën zoals de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en de landen van het eurogebied (maar niet in Japan) maken de reserveactiva die niet uit valuta's bestaan een veel groter deel van de totale reserves uit.

GRAFIEK 3 DE AMERIKAANSE DOLLAR DOMINEERT DE SAMENSTELLING VAN DE VALUTARESRESVES ^{(1) (2)}
(in % van het totaal)



Bron: IMF Currency Composition of Foreign Exchange Reserves (COFER).

(1) De grafiek toont enkel valutareserves met bekende denominatie. Die maken 55% tot 80% uit van de totale valutareserves in elke periode.

(2) Vóór 1999 verwijst EUR naar de som van de Duitse mark, de Franse frank, de Nederlandse gulden en de ECU.

afkomstig van de COFER-databank van het IMF, die enkel op geaggregeerd niveau beschikbaar zijn, blijkt dat valutareserves nog steeds overwegend (ten belope van 60 tot 65%) in Amerikaanse dollar luiden, op grote afstand gevolgd door de euro (ongeveer 20%). Activa in Japanse yen, Brits pond, Canadese dollar en Australische dollar maken per valuta slechts 2 tot 4% uit van de valutareserves waarvan de denominatie bekend is (zie Grafiek 3). Additionele data wijzen erop dat minstens 38 landen, in Azië en daarbuiten, de Chinese renminbi aan hun reserves hebben toegevoegd (Liao en McDowell, 2016 en Eichengreen en Lombardi, 2017). Niettemin bedroeg het geïdentificeerde aandeel van de Chinese renminbi in de valutareserves, nog volgens de COFER, aan het einde van het eerste kwartaal van 2017 amper 1%. Gelet op de beslissing van het IMF om de renminbi vanaf oktober 2016 op te nemen in de valutakorf waarop het SDR gebaseerd is, wat algemeen wordt beschouwd als een erkenning van het potentieel ervan als internationale valuta, valt te verwachten dat het aandeel van de renminbi in de reserves van landen zal toenemen.

(1) Recentelijk is zelfs China's aanzienlijke oorlogskas aan reserves gestaag geslonken door aanhoudende kapitaaluitstromen, van een piekwaarde van meer dan \$ 4 biljoen in juni 2014 tot ongeveer \$ 3 biljoen in januari 2017, waardoor de Chinese overheid zich genoodzaakt zag het monetair beleid te verkrappen en nieuwe beperkingen op kapitaalverkeer in te voeren (zie, bijvoorbeeld, Wildau, 2017).

1.2 Comparatieve voor- en nadelen

In vergelijking met de andere lagen van het wereldwijde financiële vangnet heeft zelfverzekering in de vorm van reserves het grote voordeel van de hoge mate van 'voorspelbaarheid'. De houder van de reserves heeft directe toegang tot de fondsen en kan ze naar eigen goeddunken en onvoorwaardelijk aanwenden. De houder kan de reserves per definitie (vrijwel) onmiddellijk activeren, mocht zulks nodig blijken (Denbee *et al.*, 2016 en IMF, 2016a). Empirische studies tonen inderdaad aan dat opkomende markteconomieën tijdens de mondiale financiële crisis van 2008-2009 een gedeelte van hun reserves actief hebben aangewend, wat hen geholpen heeft om hun economische groei te herstellen (zie, bijvoorbeeld, Dominguez *et al.*, 2012).

Tegelijkertijd hadden verscheidene landen tijdens de mondiale financiële crisis 'angst om reserves te verliezen' (fear of losing reserves), wat zich uitte in terughoudendheid om al te zeer uit de reserves te putten, en gaven ze er de voorkeur aan om via aanzienlijke wisselkoersdepreciaties bij te sturen (Aizenman en Sun, 2012). Dat gedrag kan worden verklaard door de onzekerheid van die landen over de duur van de crisis, de bezorgdheid dat grote verminderingen van de reserves tot speculatieve aanvallen zouden leiden, en/of door hun pogingen om hun peers bij te houden omdat ze ervan overtuigd zijn dat investeerders de toereikendheid van de reserves van een land afmeten aan die van vergelijkbare landen in de regio (zie Cheung en Qian, 2009). Om die reden zijn de reserves waarover de houder effectief kan beschikken om in zijn betalingsbalansbehoeften te voorzien (veel) kleiner dan de totale reservevoorraad. Bovendien zijn reserves minder betrouwbaar als verzekering tegen langer durende schokken (IMF, 2016a)⁽¹⁾.

Tegenover de voordelen verbonden aan het aanhouden van eigen reserves staat ook dat de houder er een prijs voor betaalt. De kosten van reserveopbouw kunnen op verschillende manieren worden uitgedrukt, maar uiteindelijk komen ze neer op het verschil tussen de (doorgaans lage) rendementen op reserveactiva (met een doorgaans lage risicograad) en (doorgaans hogere) lenings- of opportuniteitskosten voor de overheid (zie IMF, 2013a). In landen die toegang hebben tot de internationale kapitaalmarkt kunnen die leningskosten worden benaderd door het rendement dat ze betalen op internationaal uitgegeven overheidsobligaties. In landen met beperkte toegang tot externe financiële markten maar met vrij ontwikkelde binnenlandse financiële markten, is het logischer om de op binnenlandse obligaties betaalde rente als maatstaf te nemen, aangezien centrale banken de door de opbouw van reserves gecreëerde extra liquiditeit doorgaans neutraliseren door dergelijke obligaties uit te geven. In landen zonder

toegang tot externe financiële markten en zonder ontwikkelde binnenlandse financiële markten kunnen de sociale opportuniteitskosten van gederfde overheidsinvesteringen als alternatieve graadmeter worden gebruikt (hoewel die empirisch moeilijker vast te stellen zijn). Welke maatstaf ook wordt toegepast, algemeen wordt aangenomen dat de kosten verbonden aan de opbouw van reserves in de meeste landen aanzienlijk zijn (met uitzondering van de emittenten van de belangrijkste reservevaluta's, aangezien die lage leningskosten hebben)⁽¹⁾. Een appreciatie van de eigen munt kan die kosten verder doen oplopen, omdat ze de waarde van de rente-inkomsten uit de tegoeden in vreemde valuta's doet dalen en op de uitstaande reserves kapitaalverliezen veroorzaakt (IMF, 2016a).

Op een niveau dat de individuele landen overstijgt, is de grootschalige opbouw van reserves, in het bijzonder door belangrijke opkomende markteconomieën, bovendien nauw verbonden met 'mondiale onevenwichten' (global imbalances), aangezien nettoaankopen van reserveactiva nettokapitaalinstromen naar reservevalutalanden teweegbrengen en daardoor de buitenlandse schuld van die landen vergroten⁽²⁾. Die onevenwichten kunnen op hun beurt leiden tot een opbouw van systeemrisico door in de reservevalutalanden overmatig lenen en excessief investeren te stimuleren. Loopt de situatie uit de hand, dan kan ze een financiële crisis uitlokken of verdiepen waardoor zowel de landen die reserves opbouwen als andere landen worden getroffen (Steiner, 2014). Volgens sommigen is dat precies wat er in 2008-2009 gebeurde (Portes, 2009 en Obstfeld en Rogoff, 2010)⁽³⁾. Een andere, daarmee samenhangende bron van systeemrisico is dat het haast uitsluitend activa van een klein aantal uiterst kredietwaardige geavanceerde economieën met diepe financiële markten zijn, in het bijzonder Amerikaanse overheidsschuld, die gewild zijn als reserves (zie Grafiek 3). Aangezien opkomende markteconomieën sneller groeien dan geavanceerde economieën, terwijl de perceptie van lagere kredietwaardigheid van die eerstgenoemde slechts zeer traag verandert, gaat de vraag naar 'veilige' activa (zoals Amerikaanse schatkistobligaties) uiteindelijk uitstijgen boven wat er kan worden aangeboden zonder dat de veiligheid van die activa ter discussie wordt gesteld (Obstfeld, 2014)⁽⁴⁾.

(1) Zo raamt Rodrik (2006), op basis van een aanpak die vergelijkbaar is met de eerste die hierboven werd vermeld, de totale jaarlijkse kosten van het aanhouden van valutareserves in niet-geïndustrialiseerde landen op ruwweg 1 % van hun gezamenlijk bbp. Hij beklemtoont dat dit weliswaar hoge percentage niet noodzakelijk te hoog is als verzekeringsspremie tegen dure financiële crisissen.

(2) De term mondiale onevenwichten verwijst over het algemeen naar een situatie waarin sommige landen grote overschotten hebben op hun lopende rekening, terwijl andere met grote tekorten kampen.

(3) Over het hier geschetste verband tussen mondiale onevenwichten en de financiële crisis van 2008-2009 bestaat echter geen consensus. Het houdt geen rekening met, onder meer, het belang van bruto- in plaats van nettokapitaalstromen (zie Butzen *et al.*, 2014).

(4) Die spanningen kunnen worden beschouwd als een moderne variant op het bekende dilemma dat Triffin (1960) formuleerde in de context van de omzetbaarheid van de Amerikaanse dollar in goud onder het stelsel van Bretton Woods (zie Obstfeld, 2014).

Tot slot zetten de opbouw en het gebruik van eigen reserves weinig aan tot binnenlandse beleidshervormingen omdat er geen expliciete voorwaarden aan verbonden zijn. Anders dan in het geval van door RFA's of het IMF verleende bijstand zijn er geen externe actoren betrokken die toezicht houden of die overheden van hervormingsgezinde landen kunnen gebruiken als zondebokken om politiek gevoelige beleidsmaatregelen door te drukken.

Gelet op de hierboven vermelde nadelen van grootschalige reserveopbouw, zowel uit het oogpunt van individuele landen als vanuit een multilateraal perspectief, hebben beleidsmakers in verschillende fora getracht de andere lagen van het wereldwijde financiële vangnet, die in de volgende hoofdstukken worden behandeld, verder uit te bouwen. Doorgaans wordt – vaak impliciet – aangenomen dat grotere en beter ontwikkelde centralebankswaps, RFA's en/of IMF-leningen de vraag van landen naar eigen reserves aanzienlijk zullen verminderen. Hoewel die hypothese van substitueerbaarheid aannemelijk is, bestaat er in de praktijk weinig concrete empirische ondersteuning voor. Integendeel, aangezien internationale reserves ongeëvenaarde zelfbeschikking en flexibiliteit bieden aan de houders ervan, mag worden verwacht dat ze ook in de nabije toekomst de grootste laag van het wereldwijde financiële vangnet zullen blijven uitmaken.

2. Bilaterale centralebankswaps: 'With a little help from my friends'

2.1 Ontwikkeling en belangrijkste kenmerken van het swapnetwerk

In een bilaterale centralebankswap verbindt een centrale bank er zich meestal toe een bepaald maximumbedrag van haar eigen (reserve)valuta aan een andere centrale bank te lenen in ruil voor de binnenlandse valuta van deze laatste (die dient als onderpand), tegen de geldende wisselkoers en slechts voor een korte periode, gewoonlijk tussen één dag en drie maanden. De tweede centrale bank neemt – opnieuw meestal – liquiditeiten van een dergelijke swaplijn op om ze door te lenen/via veiling aan te bieden aan financiële instellingen in haar eigen jurisdictie, terwijl ze zelf verantwoordelijk blijft voor het terugbetalen van de valuta's aan de eerste centrale bank. Aan het einde van de overeengekomen periode wordt de valutaswap afgewikkeld tegen dezelfde wisselkoers als bij de initiële opname en betaalt de tweede centrale bank een kleine marktconforme rente aan de eerste. Swaps kunnen hetzij eenrichtingsovereenkomsten hetzij wederzijds zijn, wat betekent dat beide centrale banken gebruik kunnen maken van de middelen waarover ze door de

swap beschikken⁽¹⁾. Er bestaan een aantal variaties op dit basisontwerp van swaps, zoals overeenkomsten waarbij centrale banken valuta's van derde partijen verschaffen of verkrijgen⁽²⁾.

Het belang van bilaterale centralebankswaps is sinds de mondiale financiële crisis aanzienlijk toegenomen (zie Grafiek 1), waardoor centrale banken belangrijke spelers zijn geworden in het wereldwijde financiële vangnet⁽³⁾. De eerste aanzet tot een ruimer netwerk van centralebankswaplijnen werd gegeven door de Amerikaanse Federal Reserve. Tijdens de mondiale financiële crisis droogden de verschillende financieringsbronnen van commerciële banken op. Vooral de marktfinanciering in Amerikaanse dollar, waarvan met name de Europese banken steeds afhankelijker waren geworden voor de financiering van hun aankopen van door hypotheek gedekte Amerikaanse effecten en andere activa, kwam onder aanzienlijke druk toen de bezorgdheid over de kwaliteit van die activa en van het ruimer financieel stelsel in de Verenigde Staten escaleerde (McGuire en von Peter, 2009). Systeemrelevante banken en geldmarktfondsen in de Verenigde Staten werden op hun beurt in hoge mate blootgesteld aan potentiële wanbetalingen van met een tekort aan dollars kampende Europese en andere niet-Amerikaanse banken. Om haar binnenlandse financiële sector te beschermen tegen buitenlandse wanbetalingen, nam de Federal Reserve, die het monopolie bezit op de creatie van Amerikaanse dollars, de rol op zich van 'internationale kredietverstrekker in laatste instantie' (international lender of last resort) (McDowell, 2012, 2017a)⁽⁴⁾. Vanaf december 2007 verstrekte ze, in geleidelijk toenemende mate, tijdelijke bilaterale swaps aan de centrale banken van de andere belangrijkste geavanceerde (reservevaluta)landen (de ECB, de Zwitserse centrale bank, de Bank of England, de Bank of Japan en de Bank of

Canada) en kleinere geavanceerde economieën (Zweden, Australië, Noorwegen, Denemarken en Nieuw-Zeeland), waarbij de omvang van de swaps varieerde van \$ 4 miljard tot \$ 240 miljard⁽⁵⁾⁽⁶⁾.

Op 13 en 14 oktober 2008, een maand na het faillissement van Lehman Brothers, werden de formele bovengrenzen voor de swaps met de ECB, de Zwitserse centrale bank, de Bank of England en de Bank of Japan opgeheven teneinde te voldoen aan de vraag van de banken in deze jurisdicties naar Amerikaanse dollars. Eveneens in oktober 2008 ondertekende de Federal Reserve tijdelijke swapovereenkomsten van telkens \$ 30 miljard met vier opkomende markteconomieën: Zuid-Korea, Mexico, Brazilië en Singapore. Later, in april 2009, werden de swapovereenkomsten van de Federal Reserve met de ECB, de Zwitserse centrale bank, de Bank of England en de Bank of Japan wederzijds gemaakt, wat de Federal Reserve (en uiteindelijk Amerikaanse banken) in staat stelde om ook toegang te krijgen tot buitenlandse liquiditeit, mocht zulks nodig blijken (Goldberg *et al.*, 2011). Ondertussen stelden de ECB, de Zwitserse centrale bank en de Bank of Japan eveneens swaplijnen ter beschikking van landen waarin de banken sterk afhankelijk waren van financiering in respectievelijk euro (Zwitserland, Denemarken, Zweden), Zwitserse frank (Hongarije, Polen) of yen (Zuid-Korea)⁽⁷⁾.

In februari 2010, toen de mondiale financiële crisis over haar hoogtepunt heen was, werd besloten de swapovereenkomsten tussen de Federal Reserve en andere centrale banken van geavanceerde en opkomende markteconomieën te laten aflopen. Amper een paar maanden later (mei 2010), toen de overheidsschuldencrisis in het eurogebied op gang begon te komen, werden de swaps van de Federal Reserve met de ECB, de Zwitserse centrale bank, de Bank of England, de Bank of Japan en de Bank of Canada echter opnieuw geactiveerd, weer zonder formele bovengrens. Op 30 november 2011 gingen die eenrichtingswaps van de Federal Reserve op in een

(1) Charles Coombs, voormalig vicepresident van de Federal Reserve Bank of New York, verklaarde ooit dat dergelijke wederzijdse swaps de internationale reserves van beide centrale banken 'uit het niets' doen toenemen (opgetekend in McDowell, 2012, p. 163).

(2) Zoals opgemerkt door Denbee *et al.* (2016), komen dergelijke swaps erop neer dat centrale banken hun eigen valutarreserves aan elkaar lenen. Voorbeelden daarvan zijn de unilaterale dollarswaps die door de Bank of Japan en de People's Bank of China werden verstrekt aan andere Aziatische centrale banken, de euros waps van de centrale banken van Zweden en Denemarken aan die van IJsland en Letland, en de swaps van de Zwitserse centrale bank aan Polen en Hongarije, waarin Zwitserse franken werden verschaft in ruil voor euro's.

(3) Obstfeld *et al.* (2009, p. 483) hebben bilaterale swaps geprezen als 'een van de belangrijkste voorbeelden van samenwerking tussen centrale banken in de geschiedenis'. Volgens Weder di Mauro en Zettelmeyer (2017) is de invloed van centrale banken in het wereldwijde financiële vangnet echter relatief onopgemerkt toegenomen, vooral in vergelijking met de gemediatiseerde invoering van nieuwe RFAs (zie Hoofdstuk 3).

(4) McDowell (2017a) stelt dat de verstrekking van Amerikaanse dollars door de Federal Reserve aan buitenlandse banken via swaps eveneens (samen met haar maatregelen om liquiditeit te pompen in het Amerikaans financieel stelsel) bijgedragen heeft aan de daling van de LIBOR, die een piek had bereikt als gevolg van spanningen op de markt voor interbancaire financiering. De LIBOR, waar de Federal Reserve niet rechtstreeks vat op heeft, was een populair indexcijfer voor hypothecaire kredieten met een variabele rente. Een aanhoudende stijging van de LIBOR zou leiden tot een toename van de maandelijkse aflossingen van dergelijke kredieten en dus tot meer wanbetalingen door Amerikaanse huiseigenaars (een van de belangrijkste aanleidingen van de mondiale financiële crisis). De logica was dat de ondersteuning van de interbancaire financiering met extra liquiditeit in Amerikaanse dollar de marge tussen de LIBOR en de rente op Amerikaanse overheidsobligaties (waarop de Federal Reserve meer invloed heeft) zou verkleinen en aldus de transmissie van de renteverlagingen van de Federal Reserve naar de reële economie zou verbeteren.

(5) Het idee om centralebankswaps te gebruiken als middel tegen de verstoring van de geldmarktwerking en tegen financiële instabiliteit meer in het algemeen, contrasteerde met de doelstellingen van vroegere swapovereenkomsten tussen de Verenigde Staten en andere geavanceerde economieën, die sinds de jaren zestig vooral gebruikt waren als instrumenten voor het valutabeleid (zie Bordo *et al.*, 2015 en McDowell, 2017a). Met de verstrekking van Amerikaanse dollars aan banken tijdens de mondiale financiële crisis, leken de nieuwe swaplijnen van de Federal Reserve vooral een internationaal verlengstuk van haar op het binnenland gerichte Term Auction Facility (TAF) (Goldberg *et al.*, 2011). Ook de TAF was beschikbaar voor buitenlandse banken, op voorwaarde dat ze een dochteronderneming hadden in de Verenigde Staten. Uiteindelijk ging het grootste gedeelte van de via de TAF verschaft dollars naar buitenlandse banken (McDowell, 2017a).

(6) Zo bood de Federal Reserve de ECB op 12 december 2007 een initiële swaplijn van \$ 20 miljard aan. Later werd die swaplijn uitgebreid tot \$ 30 miljard (11 maart 2008), \$ 50 miljard (2 mei 2008), \$ 55 miljard (30 juli 2008), \$ 110 miljard (18 september 2008), \$ 120 miljard (26 september 2008) en \$ 240 miljard (29 september 2008). Op 13 oktober 2008 schrapte ze de bovengrens voor de swap.

(7) Behalve deze swaps sloot de ECB in oktober en november 2008 retrocessieovereenkomsten met de centrale banken van Hongarije, Polen en Letland, waarbij eurodeviezen werden geleend tegen in euro luidende, liquide activa als onderpand.

dicht netwerk van wederzijdse swaplijnen, waarbij iedere centrale bank haar eigen valuta in onbeperkte mate – althans in theorie – kon lenen aan de vijf andere. Dit tijdelijk netwerk van onbegrensde swaps werd op 31 oktober 2013 omgezet in een vaste overeenkomst die tot nader order van kracht blijft.

Niet alleen geavanceerde economieën hebben het initiatief genomen om bilaterale swapovereenkomsten te sluiten. Lang vóór de mondiale financiële crisis (en eigenlijk als reactie op de Aziatische financiële crisis van 1997-1998), verenigden de centrale banken van de ASEAN+3 zich in 2000 in het Chiang Mai Initiative (CMI). Het CMI omvatte een netwerk van bilaterale swapovereenkomsten tussen de centrale banken van China, Japan en Zuid-Korea; tussen elk van deze '+3'-landen en de vijf oorspronkelijke ASEAN-leden (Indonesië, Maleisië, de Filipijnen, Singapore en Thailand); en tussen alle centrale banken van de ASEAN zelf (de voorgaande vijf plus Brunei, Cambodja, Laos, Myanmar en Vietnam) (Kawai, 2009). In maart 2010 was het CMI goed voor ongeveer \$ 235 miljard aan swapovereenkomsten. Op 24 maart 2010 werd het CMI gemultilateraliseerd door het netwerk van bilaterale swaplijnen te consolideren in één swapovereenkomst. De zogenoemde CMI Multilateralisation (CMIM) opereert nu als een volwaardig RFA (zie Hoofdstuk 3).

Voorals China heeft zich de afgelopen jaren opgeworpen als belangrijke verstrekker van centralebankswaps. Sinds december 2008 heeft de People's Bank of China wederzijdse swaps (renminbi/lokale valuta) afgesloten met 37 landen, goed voor een equivalent van in totaal ongeveer \$ 485 miljard (tegen wisselkoersen van mei 2017)⁽¹⁾. In tegenstelling tot de swaps van de Federal Reserve, de ECB en de meeste andere centrale banken, werden de Chinese bilaterale swaps niet uitdrukkelijk opgezet om te voorzien in de liquiditeitsbehoeften van de banken uit landen waarmee de swaps werden afgesloten, maar

veeleer om het internationale gebruik van de renminbi te promoten. De swaps zijn meer bepaald bedoeld om de bilaterale handel en de directe investeringen tussen China en zijn huidige/potentiële handelspartners te ondersteunen, en dat door grensoverschrijdende afwikkeling in renminbi te vergemakkelijken⁽²⁾. In dat opzicht zijn ze een aanvulling op de Chinese inspanningen om de rol van de renminbi op internationale financiële markten te versterken via offshore hub Hongkong. Dankzij bilaterale swapovereenkomsten kan China de renminbi (geleidelijk) beschikbaar maken in partnerlanden en tegelijkertijd het gebruik van de valuta in het buitenland grotendeels onder controle blijven houden, waarbij de bestaande beperkingen op het kapitaalverkeer worden omzeild (Liao en McDowell, 2015). Hoewel de omvang van de swaps meestal beperkt is, lijkt China een hele reeks landen bekend en vertrouwd te willen maken met in renminbi luidende financiële faciliteiten (Prasad, 2017)⁽³⁾. Het feit dat de renminbi strikt genomen niet vrij inwisselbaar is, neemt niet weg dat centrale banken dankzij renminbi- lokale valutaswaps met de People's Bank of China kunnen bezuinigen op hun deviezenreserves in Amerikaanse dollar, aangezien die swaps de landen in staat stellen hun Chinese invoer in lokale valuta te betalen in plaats van in de gebruikelijke dollar (McDowell, 2017b).

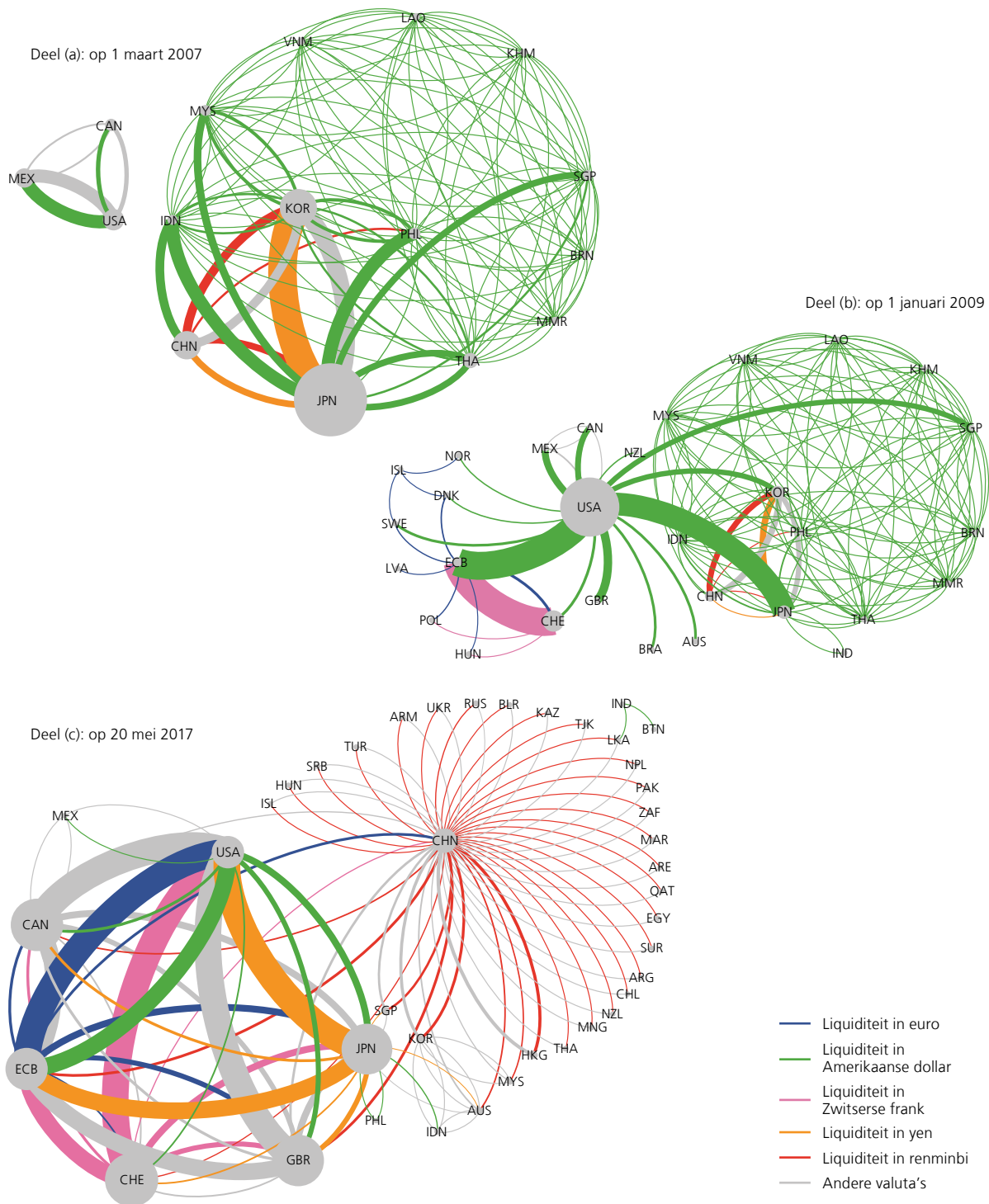
Uit de drie onderdelen van Grafiek 4 blijkt duidelijk hoe groot de transformatie is die het wereldwijde netwerk van bilaterale centralebankswaps het afgelopen decennium heeft ondergaan. In maart 2007, vóór de mondiale financiële crisis, bestonden alleen swapovereenkomsten als onderdeel van het CMI en het North American Framework Agreement (NAFA), een reeks van bilaterale wederzijdse swaps tussen de Verenigde Staten, Canada en Mexico die sinds 1994 gepaard is gegaan met NAFTA (Bordo et al., 2015). Uitgedrukt in Amerikaanse dollar, beliep de totale waarde van de swapovereenkomsten ongeveer \$ 98 miljard, als de in de wederzijdse swaps beschikbare bedragen dubbel worden geteld. Tegen januari 2009 was de totale waarde opgelopen tot \$ 513 miljard als gevolg van de tijdelijke swaplijnen van de Amerikaanse Federal Reserve, de verhoging van bestaande swaplijnen tussen verschillende Aziatische centrale banken, en een nieuw liquiditeitsnetwerk in euro rond de ECB. In mei 2017 beliep het mondiale swapnetwerk meer dan \$ 1 biljoen⁽⁴⁾. Het totale netwerk omvatte niet minder dan 121 bilaterale swapovereenkomsten (opnieuw met dubbel telling van wederzijdse swaps) tussen 41 centrale banken. Opmerkelijk is de vorming van twee belangrijke clusters: ten eerste, het subnetwerk van swaps van de geavanceerde economieën in de belangrijkste reservevaluta's, zonder formele begrenzing van de omvang; en ten tweede, de cluster rond China, die het grootste aantal ondertekende swaplijnen omvat, maar vooral uit kleinschalige swaps bestaat.

(1) Deze swaps komen bovenop vroegere swaps met Japan, Zuid-Korea en andere landen van het CMI (de laatstgenoemde zijn eenrichtingswaps in Amerikaanse dollar).

(2) Het persbericht van de People's Bank of China over haar swapovereenkomst van november 2014 met de centrale Bank van Qatar luidt, bijvoorbeeld, als volgt: 'De [swapovereenkomst tussen China en Qatar] is een nieuwe stap in de financiële samenwerking tussen China en Qatar en zal naar verwachting het gebruik van de renminbi in grensoverschrijdende transacties tussen bedrijven en financiële instellingen in de twee landen vergemakkelijken en de bilaterale handel en de investeringen bevorderen ten voordele van de regionale financiële stabiliteit' (zie <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2878673/index.html>). In de meeste persberichten over andere swaps van de People's Bank of China worden soortgelijke bewoordingen gebruikt.

(3) Het mediaanbedrag van de sinds december 2008 afgesloten Chinese swaps ligt onder het equivalent van \$ 4 miljard. Het bedrag van de kleinste swaps, met Oezbekistan, Armenië en Suriname, beliep telkens minder dan het equivalent van \$ 150 miljoen. China heeft slechts enkele grotere swaps afgesloten, met Hongkong, Zuid-Korea, de ECB en het Verenigd Koninkrijk, elk goed voor een equivalent van meer dan \$ 50 miljard.

(4) De vermelde bedragen zijn exclusief de onbegrensde swaplijnen van de Federal Reserve met de ECB, de Zwitserse centrale bank, de Bank of England en de Bank of Japan (januari 2009) en de onbegrensde vaste swapovereenkomst tussen de centrale banken van de belangrijkste geavanceerde economieën. Denbee et al. (2016) ramen het potentieel vermogen van die swapovereenkomsten van de geavanceerde economieën op zowat \$ 1,2 biljoen (in oktober 2015), op basis van de maximale opnames van de afzonderlijke landen in het verleden en extrapolaties volgens bbp-groei.



Bronnen: Eigen update van de swap database van Denbee *et al.* (2016), op basis van websites van centrale banken en mediaverslagen; Datastream.

(1) De richting van de swaps is zoals die van de wijzers van de klok. De dikte van de lijnen staat in verhouding tot de waarde van de swap, en de omvang van de knooppunten staat in verhouding tot de totale waarde van de uitgaande swaps. De waarden van onbegrensde swaps tussen geavanceerde economieën zijn illustratief en berusten op de maximale effectieve opname op de swaps van de Federal Reserve in 2008. Indien een centrale bank in het verleden geen opname deed op swaps van de Federal Reserve, wordt de waarde van de onbegrensde swap berekend als het gemiddelde van de opnames van andere centrale banken in verhouding tot hun bbp van 2008, vermenigvuldigd met het bbp van 2008 voor de centrale bank in kwestie.

(2) Deel (c) toont geen swaplijnen van de CMI, aangezien die werden gemultilateraliseerd in het CMIM, dat als een RFA wordt beschouwd.

2.2 Comparatieve voor- en nadelen

Bilaterale centralebankswaps waren tijdens de mondiale financiële crisis wellicht een nuttig vangnet voor het financiële stelsel. Terwijl het risico op het plotse stilvallen en omslaan van de kapitaalstromen in opkomende markteconomieën welbekend was, bleek het abrupt opdrogen van de interbancaire en andere financieringsmarkten een nieuw verschijnsel, waarop het bestaande wereldwijde financiële vangnet geen onmiddellijk antwoord had (Weder di Mauro en Zettelmeyer, 2017). Goldberg *et al.* (2011) beschrijven hoe de ECB, de Bank of England en de Zwitserse centrale bank als eerste hun swaplijnen met de Federal Reserve aanspraken, door Amerikaanse dollars aan Europese, Britse en Zwitserse banken aan te bieden via gecoördineerde veilingen tegen een vaste rente. De overstap naar niet-concurrerende veilingen met volledige toewijzing vanaf 13 oktober 2008 leidde tot een forse stijging van het gebruik van de swaps van de Federal Reserve. In december 2008 bereikte de totale uitstaande swapbalans een hoogtepunt van \$ 586 miljard, grotendeels als gevolg van opnames door de ECB, de Bank of Japan en de Bank of England (Denbee *et al.*, 2016). Ook de centrale banken van Denemarken, Zweden, Noorwegen, Australië, Zuid-Korea en Mexico maakten tijdens de meest acute fase van de mondiale financiële crisis gebruik van hun toegang tot de swaps van de Federal Reserve. Zelf deed de Federal Reserve ondertussen geen enkele opname op haar wederzijdse swaplijnen met de centrale banken van andere geavanceerde landen (Goldberg *et al.*, 2011). Helaas zijn gegevens over het werkelijke gebruik van andere swaps niet systematisch beschikbaar. Toch bestaan er anekdotische gegevens over, onder meer, de opname van Polen en Hongarije op hun swaps met de Zwitserse centrale bank (Andries *et al.*, 2017); van Hongkong, Singapore en Zuid-Korea op hun swaps met de People's Bank of China in oktober 2010 (Prasad, 2017); en van Pakistan en Argentinië op hun Chinese swaps, toen de valutamarkten van die landen zwaar onder druk kwamen in, respectievelijk, 2013 en 2014 (Li, 2015).

Uit empirische studies blijkt dat de belangrijkste swaapankondigingen van de Federal Reserve en de eigenlijke via

swaps gefinancierde dollarveilingen al met al een gunstig effect hadden op landspecifieke maatstaven van liquiditeitsrisico en bijdroegen tot het temperen van de wisselkoersvolatiliteit en excessieve depreciaties, vooral in landen die sterk afhankelijk waren van dollarliquiditeit (Baba en Packer, 2009, Aizenman en Pasricha, 2010 en Rose en Spiegel, 2012)⁽¹⁾. Het blijft uiteindelijk echter moeilijk om de precieze effecten van swaps op landniveau te kwantificeren, gelet op de meestal korte termijn van de swaps, overloopeffecten op andere, niet-swaplanden en het samenvallen met andere veranderingen in het toenmalige wereldwijde financiële vangnet (Goldberg *et al.*, 2011).

Een belangrijk voordeel van bilaterale centralebankswaps is dat centrale banken, veel meer dan het IMF en de RFA's, in staat zijn op hun balans snel middelen vrij te maken (eigenlijk te creëren) om zware financiële schokken op te vangen⁽²⁾. Volgens sommige waarnemers zijn het zelfs *alleen* centrale banken die reservevaluta's uitgeven die op een geloofwaardige manier de rol van internationale kredietverlener in laatste instantie op zich kunnen nemen (zie in het bijzonder Truman, 2013).

Een extra voordeel zijn de relatieve snelheid en de betrekkelijk lage kosten waarmee internationale liquiditeit na het afsluiten van een swapovereenkomst beschikbaar is. Uit het tijdstip van de eigenlijke opnames op swaps van de Federal Reserve blijkt dat reeds een paar dagen na de ondertekening van de respectieve swapovereenkomsten Amerikaanse dollars beschikbaar werden gemaakt. De snelheid waarmee een swap geactiveerd wordt, kan echter afhangen van de goedkeuringsprocedures van de liquiditeitsverschaffende centrale bank. In het geval van swaps in niet-reservevaluta kunnen ook valutaomwisselingen nodig zijn, die voor meer vertraging kunnen zorgen (IMF, 2016a)⁽³⁾. Wat leningskosten betreft, worden er op swaps geen verbintenisprovisies betaald en omvatten de prijzen van de swaps van de Federal Reserve, bijvoorbeeld, geringe markups (0-100 basispunten) op referentierentes zoals de LIBOR of de OIS (Goldberg *et al.*, 2011).

Een andere sterkte van swaps, althans vanuit het perspectief van de ontvangende centrale bank, is dat die instrumenten doorgaans niet gekoppeld worden aan formele voorwaarden, in tegenstelling tot de meeste IMF- en RFA-programma's, en dus geen of slechts een gering stigmatiserend effect hebben. Dat gezegd zijnde, moet voor ogen worden gehouden dat centralebankswaps een vrij specifieke liquiditeitsvorm zijn. Anders dan zelf aangelegde reserves, kunnen de meeste swapopbrengsten niet vrij worden besteed, maar zijn ze bestemd voor de noodlijdende binnenlandse banksector van de ontvangende landen, voor de aankoop van invoer uit het land dat de swap verstrekt, of voor andere duidelijk omschreven doelstellingen

(1) Uit meer gedetailleerde gegevens op bankniveau blijkt dat de bancaire aandelenkoersen positief reageerden op de swaplijnen van de Zwitserse centrale bank met Polen en Hongarije. Die reactie was sterker voor binnenlandse, minder gekapitaliseerde banken die grotere posities aanhielden in buitenlandse valuta's en die meer afhankelijk waren van kortetermijnfinanciering (Andries *et al.*, 2017).

(2) Dit kwam duidelijk tot uiting tijdens de mondiale financiële crisis. De Federal Reserve en andere centrale banken reageerden zeer snel met de instelling van grote en zelfs onbegrensde swaplijnen, terwijl het IMF zijn belangrijkste middelenbron, namelijk de quota van zijn leden, niet even snel kon uitbreiden en zijn toevlucht moest nemen tot bilaterale leenovereenkomsten met centrale banken en overheden van zijn lidstaten (zie Paragraaf 4.2.1).

(3) Zo heeft zowel Pakistan als Argentinië de renminbi-liquiditeiten die ze verkregen via hun swaps met de People's Bank of China omgezet in Amerikaanse dollar met behulp van de offshore renminbimarkt (Li, 2015).

(Denbee *et al.*, 2016)⁽¹⁾. Swapovereenkomsten zijn doorgaans niet bedoeld voor algemene liquiditeitsverschaffing aan overheden (ECB, 2016).

Wellicht de belangrijkste beperking van bilaterale swaplijnen is de selectieve manier waarop ze worden toegekend, vooral wat opkomende markteconomieën betreft. Zoals hierboven toegelicht en zoals McDowell (2017a, p.140) opmerkt, hebben buitenlandse banken en economieën allicht voordeel gehaald uit de liquiditeitsverschaffing in dollar door de Federal Reserve tijdens de crisis, maar waren 'hun belangen niet het doel van de maatregelen'. De Federal Reserve trad immers op conform haar eigen (niet-officiële) mandaat inzake het bevorderen van de binnenlandse financiële stabiliteit. Een econometrische analyse door McDowell (2017a) bevestigt dat jurisdicties waarin systeemrelevante Amerikaanse banken en geldmarktfondsen meer buitenlandse vorderingen aanhielden, meer kans hadden om een swaplijn te krijgen van de Federal Reserve. Ook Aizenman en Pasricha (2010) komen tot de conclusie dat de keuze van de Federal Reserve om swaplijnen te verstrekken aan de opkomende markteconomieën Brazilië, Mexico, Singapore en Zuid-Korea eerst en vooral te verklaren is door de blootstelling van Amerikaanse banken aan die landen⁽²⁾. Empirisch onderzoek naar de swaplijnen in renminbi/lokale valuta van de People's Bank of China toont aan dat dergelijke swaps vaker worden verstrekt aan landen die relatief belangrijke handelsrelaties onderhouden met China en die in het verleden bevoorrechte handelsovereenkomsten en/of bilaterale investeringsverdragen afsloten met China (Liao en McDowell, 2015 en Garcia-Herrero en Xia, 2015). Zowel de omvang van de Amerikaanse swaps als die van de Chinese swaps is positief gecorreleerd met het belang van de swapontvangers als exportbestemming (Aizenman *et al.*, 2011 en Yang en Han, 2013).

Bovendien hebben de Federal Reserve en andere swapverstrekkers 'constructieve ambigüiteit' laten bestaan over

hun bereidheid om opnieuw swaplijnen te verstrekken aan opkomende markteconomieën in geval van nieuwe crisissen, zulks uit angst dat (nagenoeg) permanente swapovereenkomsten zouden bijdragen tot moral hazard bij de ontvangende centrale en commerciële banken (Weder di Mauro en Zettelmeyer, 2017).

Het voorgaande impliceert dat de toegang tot swaplijnen sterk afhankelijk is van overwegingen inzake binnenlands beleid van het swapverstrekkende land en uiterst onzeker is, behalve misschien voor landen die zelf reservevaluta's uitgeven⁽³⁾. Swaplijnen zijn daarom in het beste geval een zeer onvolmaakt substituut voor internationale reserves. Gelet op de contractuele aard en de doorgaans korte termijn van de swaps, alsook op het niet-transparante kwalificatieproces dat eraan voorafgaat, zijn die instrumenten wellicht minder voorspelbaar en betrouwbaar inzake liquiditeitsverschaffing dan andere, meer geïnstitutionaliseerde regelingen, zoals het IMF of langgevestigde RFA's (Destais, 2016 en Denbee *et al.*, 2016)⁽⁴⁾.

Een laatste nadeel van bilaterale centralebankswaps is dat ze weinig toevoegen aan het wereldwijde financiële vangnet op gebied van risicospreiding en diversificatie. Aan de meeste swaps zijn 'tweeledige tegenpartijrisico's' verbonden (Destais, 2016). Het eerste risico, dat wordt gedragen door de swapontvangende centrale bank, bestaat erin dat de commerciële banken de internationale valuta die ze via veilingen verkrijgen, niet kunnen terugbetalen. Het tweede risico, dat wordt gedragen door de swapverstrekker, is dat de swapontvangende centrale bank de swap niet afwikkelt zoals overeengekomen, met andere woorden dat ze de internationale valuta niet terugbetaalt⁽⁵⁾.

3. Regionale financieringsarrangementen: 'Better a good neighbour than a distant friend'

3.1 Definitie en belangrijkste kenmerken

RFA's kunnen algemeen worden omschreven als financieringsmechanismen via welke een groep landen,

(1) De vier swapovereenkomsten van de Federal Reserve met de opkomende markteconomieën bevatten extra waarborgen (in tegenstelling tot de swaplijnen met de geavanceerde economieën). Opnames in het kader van de swapovereenkomsten ten belope van \$ 30 miljard moesten uitdrukkelijk worden goedgekeurd door het Foreign Currency Subcommittee van de Federal Reserve, om te garanderen dat het krediet in Amerikaanse dollar zou worden gebruikt conform de oorspronkelijke doeleinden van de swaps, namelijk het verschaffen van liquiditeit aan illiquide, maar solvabele banken in buitenlandse jurisdicties (McDowell, 2017a).

(2) Voor meer informatie wordt verwezen naar (later gepubliceerde) verslagen van het Amerikaanse Federal Open Market Committee (FOMC), waarin president Richard Fisher van de Dallas Federal Reserve Bank wordt geciteerd: 'Mexico is duidelijk. Dat is een nationaal veiligheidsrisico. We zijn economisch met elkaar verbonden' (zie <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081029meeting.pdf>). Andere factoren welke in die verslagen worden vermeld, zijn het economische en financiële gewicht van de vier opkomende markteconomieën, hun recente geschiedenis van behoedzaam beleid, hun vermoedelijke terughoudendheid om zich tot het IMF te wenden, en de belangstelling die ze uitdrukten voor een swaplijn. In de financiële pers werd uitgebreid bericht over de waarschijnlijkheid dat Indonesië door de Federal Reserve werd afgewezen en daarom swapovereenkomsten trachtte af te sluiten (en daar uiteindelijk in slaagde) met China en Japan.

(3) Positiever is dat Moessner en Allen (2012) significante positieve correlaties optekenen tussen de ex ante valutaspificieke (dollar, euro, yen en Zwitserse frank) liquiditeitstekorten van een land en de kans dat het een swaplijn in die valuta krijgt, alsook tussen een status als groot internationaal financieel centrum en het ontvangen van een swaplijn. Dit toont aan dat swaps deels ook worden toegekend in verhouding tot liquiditeitsbehoeften.

(4) Volgens sommigen kan de 'symbolische' waarde van het geven van een sterk signaal van financiële relaties met China voor de centrale banken van de geavanceerde economieën een extra stimulans zijn geweest om swapovereenkomsten aan te gaan met de People's Bank of China. De ondertekening van dergelijke swaps zou kunnen worden geïnterpreteerd als een relatief goedkope inzet op het resultaat van een volledig inwisselbare en ruimer aanvaarde renminbi, en zou van nut kunnen zijn voor de spanningen van de landen om meer business in renminbi aan te trekken naar hun financiële centra (Prasad, 2017).

(5) Om zichzelf te beschermen tegen dat tweede risico, overwoog de Federal Reserve tijdens de FOMC-meeting van oktober 2008 de mogelijkheid om beslag te leggen op een deel van de reserveactiva van opkomende economieën (die aangehouden worden bij de Federal Reserve Bank of New York), voor het geval ze hun swapverplichtingen niet zouden nakomen. Uiteindelijk werden dergelijke maatregelen niet genomen. Zie <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081029meeting.pdf>.

TABEL 1 RFA'S VERTONEN GROTE HETEROGENITEIT

RFA	Jaar van oprichting	Leden	Omvang (2016)		Financiering	Instrumenten	Betrokkenheid IMF	Eerder gebruik
			In \$ miljard	In % van het bbp van de leden				
RFA's in de EU								
– Europees stabiliteitsmechanisme (ESM) / Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFSF)	2012-2010	Lidstaten eurogebied	743,4	6,3	Kapitaalinhbreng van de leden, verhoogd via beroep op de kapitaalmarkten	Leningen met een macro-economisch aanpassingsprogramma, aankopen op de primaire en secundaire markt, preventieve kredietlijn, (in)directe herkapitalisering van financiële instellingen	'Van een lidstaat van de eurozone die om financiële bijstand van het ESM verzoekt, wordt verwacht dat hij, steeds als dit mogelijk is, een soortgelijk verzoek tot het IMF richt'	Leningen aan Ierland (2010), Portugal (2011), Griekenland (2012, 2015), Cyprus (2013); bankherkapitalisering in Spanje (2012)
– Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM)	2010	EU-lidstaten	63,3	0,4	EU-begroting, verhoogd via beroep op de kapitaalmarkten	Lening of preventieve kredietlijn	'De activering ervan zal plaatsvinden in de context van de gezamenlijke steun van de Europese Unie en het Internationaal Monetair Fonds'	Leningen aan Ierland (2011), Portugal (2011); overbruggingskrediet voor Griekenland (2015)
– EU-betalingsbalansmechanisme	1972	EU-lidstaten die niet tot het eurogebied behoren	52,7	0,3	EU-begroting, verhoogd via beroep op de kapitaalmarkten	Lening of preventieve kredietlijn	Niet noodzakelijk, maar programma's sinds 2008 verliepen gezamenlijk met het IMF	Leningen aan Italië, Ierland, Frankrijk en Griekenland in de periode 1970-1990, leningen aan Hongarije (2008), Ierland (2008), Roemenië (2009)
Chiang Mai Initiative Multilateralisation (CMIM)	2010	Brunei, Cambodja, Indonesië, Laos, Maleisië, Myanmar, Filipijnen, Singapore, Thailand, Vietnam, China, Hongkong, Japan, Zuid-Korea	240	1,2	Valutareservees	Swaplijnen tussen centrale banken (faciliteit voor stabiliteit of preventieve lijn)	IMF-betrokkenheid boven 30% van de maximale toegang	–
BRICS Contingent Reserve Arrangement (CRA)	2014	Brazilië, China, India, Rusland, Zuid-Afrika	100	0,6	Valutareservees	Swaplijnen tussen centrale banken (liquiditeitsinstrument of preventieve lijn)	IMF-betrokkenheid boven 30% van de maximale toegang	–
Eurasian Fund for Stabilisation and Development (EFSD)	2009	Armenië, Wit-Rusland, Kazachstan, Kirgizië, Rusland, Tadzjikistan	8,5	0,6	Kapitaalinhbreng van de leden	Financieel krediet, investeringskrediet, subsidies voor overheidsprogramma's in de sociale sector	Neen	Verschillende leningen aan 5 lidstaten tussen 2010 en 2016
Arab Monetary Fund (AMF)	1976	Algerije, Bahrein, de Comoren, Djibouti, Egypte, Irak, Jordanië, Koeweit, Libanon, Libië, Mauritanië, Marokko, Oman, West-Bank en Gaza, Qatar, Saudi-Arabië, Somalië, Soedan, Syrië, Tunesië, Verenigde Arabische Emiraten, Jemen	3,6	0,1	Kapitaalinhbreng van de leden, verhoogd via beroep op de kapitaalmarkten	Automatische lening, gewone lening, verlengde lening, compensatielening, structurele aanpassingsfaciliteit, handelshervormingsfaciliteit, oliefaciliteit en kortlopende liquiditeitsfaciliteit	Neen	Veelvoud aan leningen aan 14 lidstaten tussen 1978 en 2016
Latin American Reserve Fund (FLAR)	1978	Colombia, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, Paraguay, Peru, Uruguay, Venezuela	3,9	0,4	Kapitaalinhbreng van de leden, verhoogd via beroep op de kapitaalmarkten	Leningen voor problemen i.v.m. de betalingsbalans, voor de herstructurering van de buitenlandse schuld van centrale banken, liquiditeits-, preventieve en thesauriekredietlijnen	Neen	Veelvoud aan leningen aan 6 lidstaten tussen 1978 en 2016

Bronnen : RFA websites, IMF World Economic Outlook, Datastream.

gewoonlijk in dezelfde regio, liquiditeit of betalingsbalansondersteuning verstrekt aan de leden van de groep. RFA's vormen dan ook een middenweg tussen zelfverzekering via het aanleggen van reserves en de multilaterale bijstand van het IMF (ECB, 2016). De regionale laag van het wereldwijde financiële vangnet is de afgelopen decennia belangrijker geworden. Parallel met de toename van de regionale handel en de onderlinge financiële verwevenheid, is immers het bewustzijn gegroeid dat er op dit niveau een betere verzekering tegen schokken moet komen. Net zoals de grote opbouw van reserves, vinden sommige RFA's hun oorsprong echter ook in het ongevoegen over eerdere aanpassingsprogramma's van het IMF of over de vertegenwoordiging van landen in internationale financiële instellingen. Het Aziatische Chiang Mai Initiative Multilateralisation, de CMIM, kwam bijvoorbeeld tot stand in de nasleep van de Aziatische financiële crisis van 1997-1998, meer bepaald uit ontevredenheid over de reactie van de internationale gemeenschap.

Sommige RFA's bestaan reeds meerdere decennia, zoals het Arab Monetary Fund (AMF, sinds 1976) of het Latin American Reserve Fund (FLAR, oorspronkelijk het Andean Reserve Fund, sinds 1978). Andere RFA's zijn van recentere datum. De mondiale financiële crisis, die de mazen in het wereldwijde financiële vangnet had blootgelegd, gaf de aanzet tot de oprichting van een reeks nieuwe RFA's, terwijl bestaande arrangementen werden versterkt. De CMIM, bijvoorbeeld, vloeit voort uit een netwerk van bilaterale swapovereenkomsten die ingesteld werden na de Aziatische financiële crisis en die geconsolideerd werden in één enkel swapcontract in 2010. Ook het Eurasian Fund for Stabilisation en Development (EFSF, sinds 2009) en het BRICS Contingent Reserve Arrangement (CRA, sinds 2014) kwamen tot stand als reactie op de mondiale financiële crisis. Wat de Europese financieringsarrangementen betreft, tot slot, bestaat het betalingsbalansmechanisme sinds 1972⁽¹⁾, maar de andere Europese RFA's werden allemaal ingesteld in de nasleep van de crisis.

Het EU-betalingsbalansmechanisme is het oudste Europese financieringsarrangement. Hoewel het reeds verscheidene decennia in gebruik is, nam de financiering via deze faciliteit sterk toe tijdens de mondiale financiële crisis, met leningen aan Hongarije, Letland en Roemenië, telkens in combinatie met IMF-programma's. Tegen die achtergrond werden de krachtens deze faciliteit beschikbare middelen

in december 2008 opgetrokken van € 12 tot 25 miljard. In het licht van de intensiteit van de crisis werd dat bedrag kort daarna, in april 2009, opnieuw verdubbeld tot € 50 miljard. Het mechanisme is uitsluitend bestemd voor EU-landen buiten het eurogebied. Toen de crisis zich uitbreidde naar het eurogebied, ontstond evenwel de behoefte aan een financieringsmechanisme ter ondersteuning van de landen van het eurogebied. In die context werd in 2010 het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) ingesteld, een nieuw mechanisme voor financiële ondersteuning, gedekt door de EU-begroting. Het EFSM had een kredietverleningsvermogen van € 60 miljard en werd gebruikt om leningen te verstrekken, in combinatie met een programma van het IMF (en van het EFSF, zie verderop), aan Ierland en Portugal (alsook aan Griekenland, in de vorm van een overbruggingskrediet). Bovendien werd in 2010 een tijdelijk crisisresolutiemechanisme specifiek voor landen van het eurogebied opgericht, de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFSF), met een totaal kredietverleningsvermogen van € 440 miljard, gewaarborgd door de lidstaten van het eurogebied. Die faciliteit is gebruikt om Ierland, Portugal en Griekenland te ondersteunen. Hoewel de EFSF blijft bestaan voor de uitvoering van bestaande programma's⁽²⁾, werd ze in 2012 uiteindelijk vervangen door het permanent Europees crisisfonds, namelijk het Europees stabilisatiemechanisme (ESM), met een kapitaal van ruim € 700 miljard. Spanje ontving als eerste land middelen van het ESM om zijn banksector te herkapitaliseren. Later werd het eerste volwaardig ESM-programma afgesloten met Cyprus. Tot slot werden ook ESM-middelen gebruikt voor het derde programma van Griekenland; dat is momenteel het enige nog actieve ESM-programma.

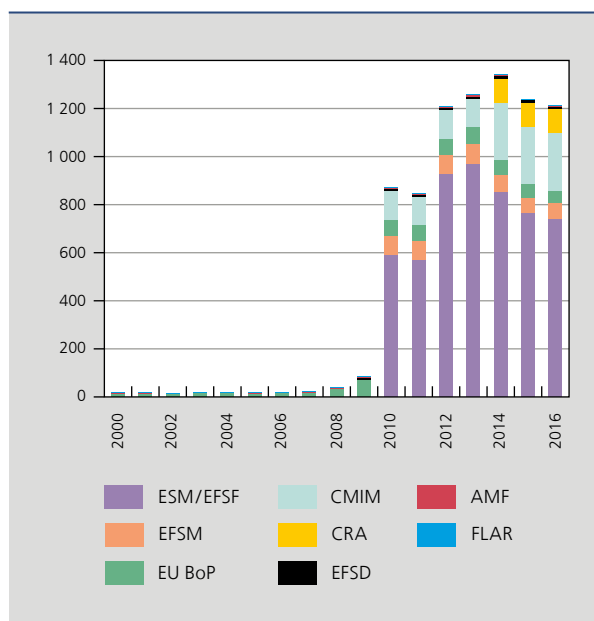
Een van de meest opvallende kenmerken van deze laag in het wereldwijde financiële vangnet is de heterogeniteit ervan (zie Tabel 1). Om te beginnen, variëren de diverse RFA's aanzienlijk qua omvang (zie ook Grafiek 5). In dat opzicht springen de Europese RFA's in het oog; met een totale omvang van ruim \$ 850 miljard doen ze andere RFA's in het niet verzinken. Hoewel de CMIM en het CRA, ten belope van respectievelijk \$ 240 en 100 miljard, ook vrij groot zijn, blijven ze klein in verhouding tot het totale bbp van hun leden. De RFA's lopen ook sterk uiteen wat hun financierings- en beleningskader betreft. Sommige RFA's, zoals de CMIM en het CRA, nemen de vorm aan van swapovereenkomsten, waarbij de leden zich ertoe verbinden valuta-reserves te verschaffen in geval van een verzoek om bijstand. Andere RFA's verstrekken kredieten uit het kapitaal dat werd ingebracht door de leden, en dat gewoonlijk wordt verhoogd door op de kapitaalmarkten te lenen. Er zij eveneens opgemerkt dat een aantal RFA's hun bijstand (deels) verlenen op voorwaarde dat de leden bijkomend een IMF-programma aanvragen, ook al vinden

(1) Het EU-betalingsbalansmechanisme werd in zijn huidige vorm ingesteld in 2002 en verving een bestaand mechanisme, opgericht in 1988, waarbij financiële bijstand op middellange termijn werd verleend aan leden met betalingsbalansproblemen. In dat mechanisme werden de financiële bijstand op middellange termijn (ingesteld in 1972) en het mechanisme voor communautaire leningen (opgericht in 1981) in een enkele faciliteit ondergebracht.

(2) Ook het EFSM wordt niet langer gebruikt om financiële bijstand te verlenen, behalve voor het verstrekken van overbruggingsfinanciering (zoals aan Griekenland in 2015). Zowel de EFSF als het EFSM blijft van kracht voor de afhandeling van de terugbetaling van uitstaande leningen.

GRAFIEK 5 SINDS DE MONDIALE FINANCIËLE CRISIS IS HET AANTAL EN DE OMVANG VAN DE RFA'S TOEGENOMEN

(in \$ miljard)⁽¹⁾



Bronnen: RFA websites, Datastream.

(1) Sinds 2012 is de omvang van de Europese financieringsarrangementen, uitgedrukt in euro, constant gebleven (ESM/EFSF: € 704,8 miljard; EFSM: € 60 miljard en EU-betalingsbalansmechanisme: € 50 miljard); de variaties in de grafiek zijn toe te schrijven aan veranderingen in de dollar/euro-wisselkoers.

sommige RFA's, vooral in de opkomende en ontwikkelende economieën, hun oorsprong in het ongenoegen over vroegere IMF-ondersteuning. Om financiële ondersteuning te verkrijgen voor meer dan 30% van hun toegangslimiet, moeten CMIM- en CRA-leden bijvoorbeeld ook in een IMF-programma stappen. Het ESM-verdrag bevat in dat verband een minder bindende bepaling: 'Van een lidstaat van de eurozone die om financiële bijstand van het ESM verzoekt, wordt verwacht dat hij, steeds als dit mogelijk is, een soortgelijk verzoek tot het IMF richt'. Bovendien werden alle programma's in het kader van het EU-betalingsbalansmechanisme sinds de mondiale financiële crisis gefinancierd door het IMF, hoewel EU-landen die op dat mechanisme een beroep doen, niet verplicht zijn in een IMF-programma te stappen.

Ook al werden de meeste RFA's opgericht om aan hun leden liquiditeit en betalingsbalansondersteuning te verschaffen, verstrekken sommige ook andere vormen van bijstand (bijvoorbeeld projectfinanciering). Het FLAR en het AMF beschikken over een aantal verschillende beleningsinstrumenten, afhankelijk van de ondersteuning die hun leden wensen. Het FLAR tracht daarenboven bij te dragen aan de harmonisering van het monetaire en financiële beleid van zijn leden, terwijl het AMF en het

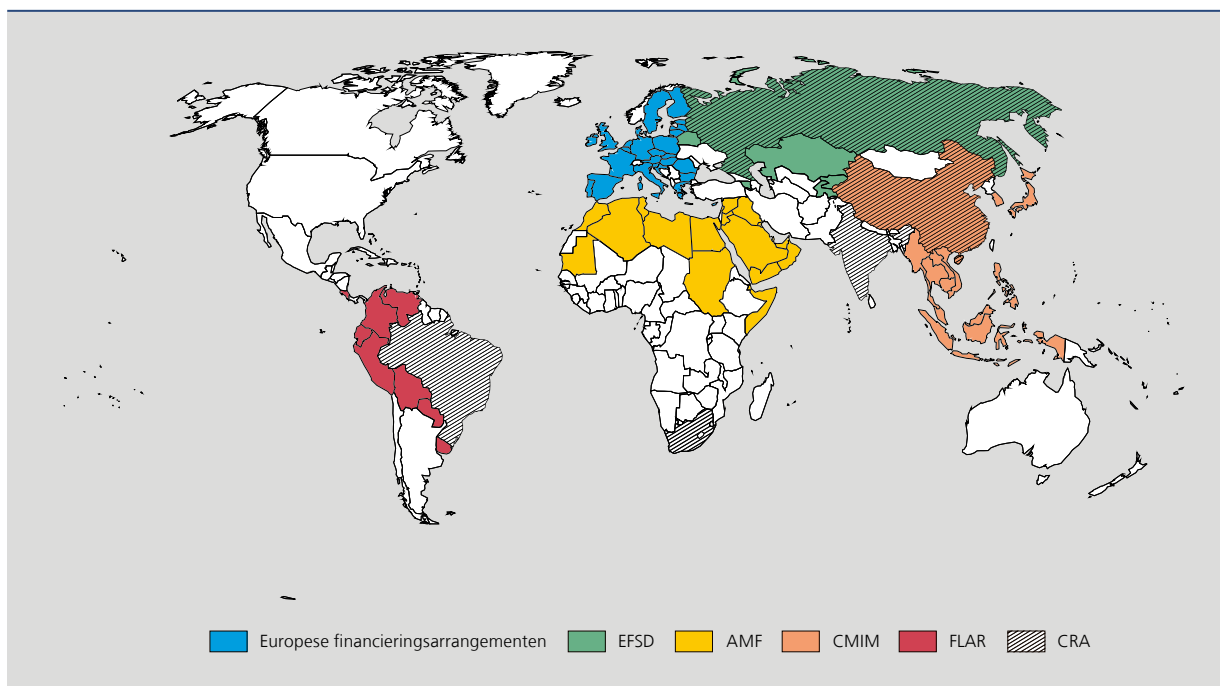
EFSD ook economische ontwikkeling en meer integratie tussen hun leden nastreven. Het ESM kan deelnemen aan de herkapitalisering van financiële instellingen, zoals het bijvoorbeeld in Spanje heeft gedaan. De meeste RFA's verstrekken ook preventieve kredietlijnen aan leden met potentiële financieringsbehoeften.

3.2 Comparatieve voor- en nadelen

Door het bundelen van middelen, en als dusdanig van kredietwaardigheid, kunnen de leden financiering verkrijgen van een RFA tegen een lagere kostprijs dan wat ze op eigen houtje zouden kunnen, vooral in periodes van stress. RFA-financiering kan bovendien het ownership van de programma's verbeteren en het stigma, dat vaak met IMF-bijstand gepaard gaat, verminderen, en zodoende de leden stimuleren om in crisissituaties tijdig om bijstand te verzoeken. Bovendien mag worden verondersteld dat de RFA's, vanwege hun nabijheid tot de deelnemende overheden, beter op de hoogte zijn van de specifieke regionale situatie en sneller toegang krijgen tot informatie; mogelijk nemen ze ook sneller dan het IMF beslissingen over kredietverlening, gelet op het geringere aantal betrokken partijen en de minder formele of rigide beleningsprocedures. De geringere afstand tussen kredietgever en kredietnemer kan echter ook leiden tot situaties waarin onvoldoende druk wordt uitgeoefend op de kredietnemer om de nodige hervormingen uit te voeren, wat het risico op moral hazard vergroot (McKay et al., 2011). Dat risico wordt verder vergroot door het feit dat de RFA's doorgaans niet over een even goed ontwikkeld toezichtsapparaat en conditionaliteitskader als het IMF beschikken. De Europese mechanismen vormen daar een duidelijke uitzondering op, maar ook andere RFA's hebben in het recente verleden hun toezichtsvermogen versterkt; in 2011 stelde de CMIM bijvoorbeeld haar eigen macro-economisch toezichtsorgaan AMRO in (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office).

Voorts zijn RFA's mogelijk minder geschikt om het hoofd te bieden aan regionale schokken. Samen met de toeneemende commerciële en financiële verwevenheid op regionaal niveau, is immers ook het risico toegenomen dat meerdere landen tegelijk met liquiditeitstekorten of betalingsbalansproblemen te kampen krijgen. Zelfs grotere RFA's zijn mogelijk niet in staat om verscheidene van hun grootste leden tegelijkertijd financiering te verschaffen.

Tot slot, hoewel het aantal en de omvang van de RFA's sedert de mondiale financiële crisis fors zijn toegenomen, blijft het lidmaatschap ervan zeer ongelijk verspreid. Veel landen, zoals in sub-Saharisch Afrika en delen van Latijns-Amerika, behoren tot geen enkele RFA, terwijl



Bronnen: RFA websites.

andere landen, zoals Rusland en China, deel uitmaken van verscheidene RFA's (zie Grafiek 6). Bovendien zijn de middelen zeer ongelijk verdeeld over de RFA's. De dekking voor de landen van het eurogebied onder het ESM/EFSF beliep eind 2016 6,3 % van hun gezamenlijk bbp. Voor de CMIM was dat percentage 1,2 % en voor de andere RFA's was het minder dan 1 % (zie Tabel 1).

4. Het Internationaal Monetair Fonds: 'It's a small world after all'

4.1 Rol in het wereldwijde financiële vangnet, sterke en zwakke punten

Het IMF neemt in het wereldwijde financiële vangnet een unieke positie in vanwege zijn mondiaal mandaat, haast universeel lidmaatschap, langdurige ervaring in crisisbestrijding en zijn bundelen van middelen. Een van de sterkste punten van het IMF is dat zijn mondiale risicodeling en jarenlange ervaring met toezicht en programmaconditionaliteit het risico op moral hazard helpen terugschroeven en goed beleid stimuleren. Daartegenover hebben IMF-leningen ook, in landen met een negatieve ervaring inzake IMF-conditionaliteit, geleid tot een politiek stigma. Met name Aziatische en Latijns-Amerikaanse landen, die ontgoocheld waren over de manier waarop het

IMF voorgaande crisissen had aangepakt, aarzelen thans om van het Fonds te lenen, wat de doeltreffendheid van het IMF beperkt. Ontevredenheid over het bestuur van het IMF en, vooral, de kennelijke dominantie van de ontwikkelde landen in de besluitvorming van de instelling hebben het aan de IMF-kredietverlening gekoppelde stigma vergroot. Bovendien impliceren de voorwaarden die het IMF aan zijn kredietverlening verbindt, dat de toegang tot middelen van het IMF onzekerder is dan de eigen reserves of, wellicht, (sommige) RFA-middelen. Terwijl financiering onmiddellijk beschikbaar is voor landen die in aanmerking komen voor de preventieve kredietlijnen van het IMF (momenteel de FCL en de PLL, zie hieronder), zorgt het systeem van kredietverstrekking via tranches, met periodieke opvolging van de programmavooraanvoorwaarden voor de standaardfaciliteit van het IMF (de Stand-By Arrangement – SBA) en andere niet-preventieve kredietlijnen, voor enige onzekerheid over de beschikbaarheid van financiering voor de kredietnemer.

4.2 Het IMF sinds de crisis

4.2.1 Verdrievoudiging van de IMF-middelen

Vóór de mondiale financiële crisis was de kredietportefeuille van het IMF aanzienlijk geslonken en bestond hij overwegend uit kleine leningen aan lage-inkomenslanden. Vanaf

eind 2008 steeg de kredietverlening door het IMF echter weer tot een recordhoogte. Tegen die achtergrond werd op de G20-top van april 2009 in Londen overeengekomen om de kredietverleningscapaciteit van het IMF te verdrievoudigen van \$ 250 tot \$ 750 miljard. Dat gebeurde eerst via bilaterale ad-hocleningen van lidstaten aan het IMF (in 2009-2010), wat de snelste manier was om de IMF-middelen te verhogen; vervolgens door die additionele middelen op te nemen in de uitgebreide Nieuwe Leningsovereenkomsten (New Arrangements to Borrow – NAB) (van kracht sinds maart 2011); en, ten slotte, door een deel van de aangepaste NAB over te hevelen naar de quotamiddelen van het IMF⁽¹⁾, die werden verdubbeld krachtens de 14^{de} algemene herziening van de quota (die in december 2010 door de Raad van Gouverneurs van het IMF werd aangenomen, maar pas in januari 2016 in werking trad⁽²⁾). Tegen de achtergrond van de uitdijende crisis in het eurogebied en het doorgaans trage mondiale herstel, verbonden enkele landen zich ertoe de middelen van het IMF verder op te trekken via een tweede ronde van bilaterale leningen in 2012. Na diverse verlengingen van hun aanvankelijke termijn van twee jaar hebben de kredietverleners nu toegezegd die leningen tot eind 2019 te verstrekken⁽³⁾. Bijgevolg bedroegen de IMF-middelen in april 2017 bijna \$ 1,3 biljoen, tegen iets meer dan \$ 400 miljard in 2008⁽⁴⁾. Daarnaast verstrekte het IMF ook liquiditeit aan het mondiale economische stelsel door middel van een algemene toewijzing van bijzondere trekkingsrechten (SDR's) in augustus 2009, voor een bedrag van SDR 161,2 miljard, wat overeenstemt met \$ 250 miljard⁽⁵⁾⁽⁶⁾. Dat bedrag werd rechtstreeks toegevoegd aan de reserves van de ontvangende landen.

Grafiek 7 geeft het verloop weer van de omvang en de samenstelling van de IMF-middelen. Terwijl de omvang

van het Fonds tijdens de afgelopen decennia en vooral sinds de mondiale financiële crisis in absolute cijfers is blijven groeien, zijn de IMF-middelen aanzienlijk gekrompen wanneer ze worden uitgedrukt in procenten van de mondiale externe passiva. De verhoging van de IMF-middelen na de crisis deed deze laatste toenemen van 0,4% in 2008 tot 0,9% in april 2017, wat echter nog steeds ruimschoots lager is dan de aan het begin van de jaren tachtig opgetekende 2,4%. Tijdens de decennia vóór de crisis schommelde de omvang van het IMF in procenten van het mondiaal bbp rond 1%, bereikte een hoogtepunt van bijna 2% in 2012 en liep dan weer terug tot het huidige peil van ongeveer 1,5%.

De aanzienlijke daling van de IMF-middelen in verhouding tot de mondiale externe passiva bracht een hevige discussie op gang over de toereikendheid van die middelen (en meer in het algemeen van het wereldwijde financiële vangnet) om mondiale schokken te kunnen opvangen. Hoewel er daarover geen eensgezindheid bestaat, wijzen verscheidene studies uit dat het wereldwijde financiële vangnet in staat zou zijn de meeste schokken, behalve dan zeer extreme, op te vangen. Volgens Denbee *et. al* (2016, p. 26), *'lijkt het wereldwijde financiële vangnet met de momenteel beschikbare tijdelijke IMF-middelen in staat de meeste ernstige, maar aannemelijke crisisscenario's aan te kunnen die een bedreiging zouden kunnen vormen voor het internationale financiële systeem'*⁽⁷⁾. Bovendien werd in IMF (2016a, p. 21) geconcludeerd dat terwijl *'bij een grootschalige schok en de huidige niveaus van toegang tot de elementen van het wereldwijde financiële vangnet, financieringskloven zouden ontstaan [...], de middelen van dat vangnet echter net voldoende zouden zijn om de totale financieringskloof te dichten, in de zeer sterke veronderstelling van een volledige toegang tot alle elementen van het wereldwijde financiële vangnet'*⁽⁸⁾.

(1) De IMF-middelen nemen twee vormen aan: quota en bilaterale bijdragen. Quota zijn de IMF's belangrijkste en vaste bron van middelen; wanneer een land tot het IMF toetreedt, krijgt het een quotum toegewezen, dat grotendeels gebaseerd is op zijn relatieve positie in de wereld-economie. Aan de hand van het quotum worden de vereiste financiële bijdrage, de stemrechten en de toegang tot IMF-financiering van een lidstaat bepaald. Ter aanvulling van zijn quotamiddelen kan het Fonds ook lenen van zijn leden; bijdragen via die weg hebben geen invloed op het stemrecht van de leden. Een dergelijke financiering verliep hoofdzakelijk via bilaterale leningen van individuele lidstaten en via de NAB, een reeks kredietovereenkomsten tussen het IMF en 38 lidstaten. De Algemene Leningsovereenkomsten (General Arrangements to Borrow – GAB) zijn een andere multilaterale leningsovereenkomst tussen het IMF en een kleiner aantal landen (11). Leningen van de private sector, ten slotte, worden niet uitgesloten door de Articles of Agreement van het IMF, maar er is nooit gebruik van gemaakt.

(2) Elke verandering in de quota moet worden goedgekeurd door een meerderheid van 85% van het totale stemmenaandeel van de leden, en de quota worden gewijzigd wanneer de lidstaten daar hebben mee ingestemd en hun quotaverhogingen hebben betaald. De inwerkingtreding van de 14^{de} algemene herziening van de quota werd vertraagd door de uitgestelde ratificatie van het voorstel door de Verenigde Staten, die met een stemmenaandeel van 16,5% over een de facto vetorecht beschikken.

(3) De bilaterale leningen van 2012 hadden aanvankelijk een termijn van twee jaar, maar werden meermaals verlengd. De meest recente vernieuwing van de bilaterale leningen vond plaats in 2016, waarbij de kredietgevers zich ertoe verbonden hun leningen te verstrekken tot eind 2019 (eventueel te verlengen met één jaar). De vernieuwing van de bilaterale leningen is een onderdeel van een ruimere overeenkomst over de IMF-middelen, om de door het IMF geleende middelen (bilaterale leningen en NAB) ten minste te handhaven tot overeenstemming is bereikt over de 15^{de} herziening van de quota (die tegen 2019 voltooid zou zijn).

(4) Slechts een deel van de IMF-middelen is daadwerkelijk uitleenbaar. Het IMF houdt meer bepaald voorzichtigheidshalve 20% van zijn middelen aan als reserve. Bovendien worden enkel middelen van leden met een voldoende sterke betalingsbalans en reservepositie gebruikt om IMF-programma's te financieren.

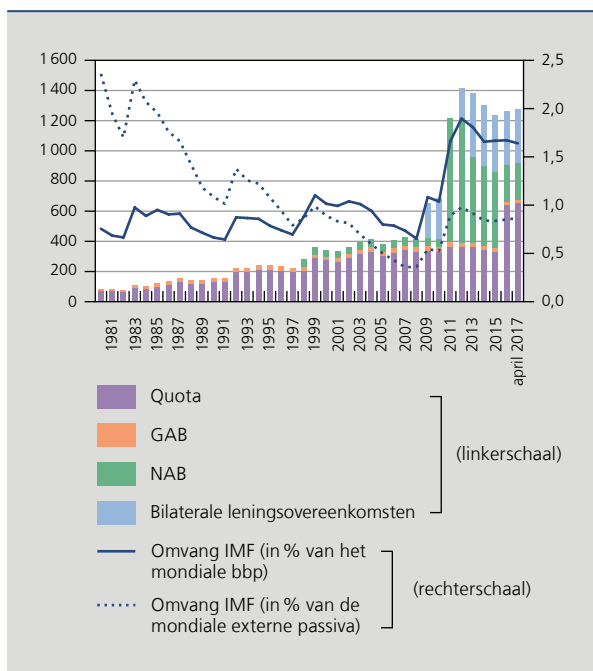
(5) Het bijzondere trekkingsrecht (SDR), een door het IMF gecreëerd internationaal reserveactief, is een potentiële vordering op de vrij te gebruiken valuta's van IMF-leden. De waarde ervan wordt bepaald door een korf van geselecteerde valuta's die aan twee criteria voldoen: ten eerste moeten ze uitgegeven zijn door de grootste exporteurs ter wereld, en ten tweede moeten ze 'vrij te gebruiken' zijn, wat betekent dat ze algemeen worden gehanteerd voor internationale betalingen en op ruime schaal worden verhandeld op de belangrijkste valutamarkten (voor meer informatie, zie IMF, 2015). Momenteel bestaat de SDR-korf uit de Amerikaanse dollar, de euro, de Japanse yen, het Britse pond en de Chinese renminbi. De renminbi werd erin opgenomen vanaf 1 oktober 2016, nadat de Raad van Bestuur van het IMF deze valuta als vrij te gebruiken had aangemerkt.

(6) Bij een algemene SDR-toewijzing worden SDR's aan de IMF-leden toegewezen in verhouding tot hun quota. Op hun top in april 2009 drongen de leiders van de G20 ook aan op een snelle ratificatie van de bijzondere eenmalige SDR-toewijzing, voor een bedrag van SDR 21,5 miljard, die in 1997 door de Raad van Gouverneurs van het IMF was goedgekeurd. Die toewijzing was bedoeld om alle lidstaten van het IMF op een gelijkwaardige manier aan het SDR-stelsel deel te laten nemen en als rechtzetting voor het feit dat landen die na 1981 tot het Fonds zijn toegetreten, nooit een SDR-toewijzing hadden ontvangen. Het voorstel werd uiteindelijk in kracht in september 2009, toen het Fonds bevestigde dat ten minste drie vijfde van de IMF-leden met 85% van het totale stemmenaandeel het hadden aangenomen.

(7) Op basis van simulaties van een betalingsbalansschok in de opkomende economieën en van schokken in de liquiditeit in vreemde valuta's van de banksector en van de overheidsschuld in de geavanceerde economieën.

(8) Waarbij wordt aangenomen dat: (i) de middelen van het ESM onbeperkt zijn en voor de andere RFA's aangewend kunnen worden tot de maximale toegangslimieten; (ii) alle actieve swaplijnen kunnen worden aangeboord en alle historische lijnen, vooral die welke werden verstrekt gedurende de mondiale financiële crisis maar later werden stopgezet, kunnen worden vernieuwd met dezelfde bedragen; en (iii) de volledige kredietverleningscapaciteit van het Fonds wordt ingezet (IMF, 2016a).

GRAFIEK 7 DE IMF-MIDDELEN WERDEN NA DE MONDIALE FINANCIËLE CRISIS VERHOOGD ⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾
(in \$ miljard, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Financiële gegevens van het IMF, IMF World Economic Outlook (WEO), Lane en Milesi-Ferretti (2017) External Wealth of Nations Mark II (EWN) database, Datastream.

- (1) De GAB omvatten een kredietovereenkomst ten belope van SDR 1,5 miljard met Saoedi-Arabië vanaf 1983; de bilaterale leningen omvatten overeenkomsten voor de aankoop van IMF-schuldbewijzen.
- (2) De USD/SDR-wisselkoers is de koers aan het einde van het jaar, behalve voor april 2017; het in april 2017 gehanteerde mondiale bbp stemt overeen met de WEO-prognose voor eind 2017.
- (3) De mondiale externe passiva worden als constant beschouwd na 2015, het laatste jaar waarvoor gegevens beschikbaar zijn in de EWN.

Behalve de omvang van de IMF-middelen is ook de samenstelling ervan sterk veranderd. Terwijl het IMF traditioneel steunde op quota als voornaamste financieringsbron, is het aandeel van geleende middelen in het inkomstenkader van het Fonds sinds de crisis aanzienlijk toegenomen. De quota maakten in 2008 meer bepaald nog ongeveer 80 % van de IMF-middelen uit, maar dat aandeel was in april 2017 teruggelopen tot net 50 %. Vóór de inwerkingtreding van de 14^{de} algemene herziening van de quota, die een overheveling van de NAB naar de quotamiddelen omvatte, stegen de leningen zelfs tot circa driekwart van de IMF-middelen. Naast het lopende debat over de toereikendheid van de IMF-middelen is er ook een discussie op gang gekomen over de optimale samenstelling ervan. Gewoonlijk wordt aangevoerd, zoals ook het IMF zelf bepleit, dat quota, als de vaste middelenbron voor het IMF, voldoende omvangrijk dienen te zijn om in normale omstandigheden eventuele schokken op te vangen, terwijl de NAB en de bilaterale leningen, als de tweede en derde

verdedigingslinie van het IMF, bedoeld zijn om extreme risico's af te dekken. Tegen die achtergrond zou kunnen worden geconcludeerd dat de geleende middelen van het IMF op hun huidige peil dienen te worden gehandhaafd, op zijn minst zolang de onzekerheid in de mondiale economie niet is bedaad. Er zij opgemerkt dat het IMF, in het kader van de 15^{de} algemene herziening van de quota (zie hieronder), momenteel werkt aan een beoordeling van de passende omvang en samenstelling van zijn middelen.

4.2.2 Het nieuwe kredietverleningsinstrumentarium van het IMF

Al sinds de oprichting van het IMF wordt geredetwist over de belangrijkste doelstellingen van de financiering door het Fonds. Sommigen beweren dat de kredietverstrekking van het IMF zou moeten focussen op crisispreventie; het IMF zou dus moeten optreden als een 'internationale kredietverstrekker in laatste instantie' en zou op grote schaal financiering ter beschikking moeten stellen, waaraan geen of slechts minimale voorwaarden verbonden zijn. Anderen geloven dat de klemtoon zou moeten liggen op crisisbestrijding, door kleinere bedragen te lenen indien bepaalde beleidsvoorwaarden vervuld zijn (Reichmann en de Resende, 2014). Hoewel de laatstgenoemde visie van 'crisisbestrijding' doorgaans overheerste – waarbij IMF-financiering gewoonlijk werd verschaft via het standaard crisisbestrijdingsinstrument van het Fonds, de SBA – zijn de afgelopen jaren meer inspanningen geleverd om ook preventieve instrumenten een plaats te geven. Zo heeft de mondiale financiële crisis voor velen aangetoond dat het IMF, en meer in het algemeen het wereldwijde financiële vangnet, niet over passende crisispreventiemiddelen beschikte.

Als reactie op de crisis heeft het IMF daarom zijn kredietverleningsinstrumentarium grondig herzien; de meest opvallende vernieuwing was ongetwijfeld de invoering, in 2009, van de Flexible Credit Line (FCL), het eerste echte preventieve instrument voor kredietverlening van het IMF, waarmee het omvangrijke middelen verstrekt aan landen met zeer sterke fundamentals en een solide beleidsreputatie (strikte ex ante conditionaliteit) zonder een aanpassingsprogramma te vereisen (geen ex post conditionaliteit). Voorts werd in 2010 een Precautionary Credit Line (PCL) gecreëerd, die FCL-achtige selectiecriteria vooraf combineerde met gerichte ex post conditionaliteit, voor landen met een gezond beleid maar resterende kwetsbaarheden, waardoor ze niet in aanmerking komen voor de FCL. In 2011 werd het toepassingsgebied van de PCL verruimd en kreeg het instrument de nieuwe naam Precautionary and Liquidity Line (PLL).

Ondanks de schijnbaar aantrekkelijke aard ervan, nemen tot dusver slechts drie landen deel aan FCL-arrangementen (Mexico, Colombia en Polen), en hebben maar twee landen gebruik gemaakt van de PLL (Macedonië en Marokko). Toch maakten de drie FCL-regelingen in april 2017 bijna twee derde van de totale toegezegde IMF-middelen uit. Bovendien vormde de eerste FCL met Mexico de grootste individuele toezegging van IMF-middelen ooit in absolute cijfers⁽¹⁾. Het geringe gebruik van de bestaande preventieve instrumenten van het IMF is hoogstwaarschijnlijk toe te schrijven aan beperkingen aan zowel de vraag- als de aanbodzijde. Voor het aanbod heeft wellicht de terughoudendheid van het IMF om grote kredietlijnen zonder of met beperkte voorwaarden te verstrekken, een rol gespeeld. Aan de vraagzijde – ook al was de FCL precies gecreëerd om de bezorgdheid over stigma te temperen en landen te stimuleren reeds in een vroeg stadium voor IMF-financiering te kiezen – hebben dergelijke ongerustheden wellicht enkele potentiële kandidaten ervan weerhouden op die kredietlijn een beroep te doen. Onderzoek heeft echter aangetoond dat er qua economisch stigma geen aanwijzingen lijken te zijn voor negatieve marktreacties op landen die aan de FCL deelnemen, althans niet wat rendementsecarts op obligaties of kapitaalinstroom betreft (Essers en Ide, 2017). Toch constateren de auteurs ook dat landen met een ruimer aandeel in de economische en politieke belangen van de Verenigde Staten een grotere kans maken om een FCL-regeling te verkrijgen – een bevinding die niet bevorderlijk is om de ongerustheid over *politiek* stigma te bedwingen.

Tegen die achtergrond herziet het IMF momenteel zijn preventieve kredietlijnen. Het onderzoekt ook de mogelijkheid van een nieuwe kortlopende liquiditeitsfaciliteit. In het kader van die discussies werd in juli 2017 reeds besloten om een nieuw, niet-financieel instrument in te voeren, om het beleid van geïnteresseerde lidstaten door te lichten en waarbij het land zich tot een hervormingsagenda verbindt. Een van de doelstellingen van dit toezichtsinstrument bestaat erin financiering vanwege officiële crediteuren en de private sector te ontgrendelen, inclusief die via RFA's, om zodoende bij te dragen aan een betere samenwerking tussen de verschillende lagen van het wereldwijde financiële vangnet.

(1) De eerste FCL met Mexico (goedgekeurd in april 2009) bedroeg SDR 31,5 miljard, of ongeveer \$ 47 miljard. De toegang tot de kredietlijn werd vervolgens verhoogd, tot SDR 47,3 miljard (\$ 72 miljard) in januari 2011 en daarna tot SDR 62,4 miljard (zowat \$ 88 miljard) in mei 2016. Polen beschikt momenteel over een FCL van SDR 6,5 miljard (€ 8 miljard); de FCL met Colombia biedt toegang tot een potentieel bedrag van SDR 8,2 miljard (\$ 11 miljard). Geen van de drie landen heeft ooit zijn kredietlijnen opgenomen.

(2) Gebaseerd op de in koopkrachtpariteit uitgedrukte bbp-gegevens uit de IMF World Economic Outlook database.

(3) Vóór de inwerkingtreding van de quota- en bestuurshervormingen van 2010 benoemden de IMF-leden met de vijf grootste quota-aandelen een bewindvoerder.

(4) Het IMFC verstrekt advies en rapporteert aan de Raad van Gouverneurs van het IMF over het toezicht op en het beheer van het internationale monetaire en financiële stelsel.

4.2.3 Bestuur van het IMF

De opkomende economieën en de ontwikkelingslanden hebben de afgelopen decennia indrukwekkende groeicijfers laten optekenen. Aldus vergrootten ze hun aandeel in het mondiale bbp van minder dan 40% aan het begin van de jaren negentig tot bijna 60% nu⁽²⁾. Hun vertegenwoordiging bij internationale financiële instellingen, zoals het IMF, hield doorgaans echter geen gelijke tred met die tendens. Momenteel (dat is sinds de 14^{de} algemene herziening van de quota van kracht werd) bedraagt het quota-aandeel van de opkomende economieën en ontwikkelingslanden in het IMF 42,4% van de totale quota-aandelen.

Terwijl de mondiale financiële crisis de aanleiding was om de IMF-middelen te verhogen en het kredietverleningskader van het Fonds te vernieuwen, bleven bestuurshervormingen enigszins achter. Weliswaar droegen de quota- en bestuurshervormingen van 2010 bij tot een verschuiving van quota-aandelen in de instelling, meer bepaald van de geavanceerde naar de opkomende economieën en de ontwikkelingslanden. Zo verschoof ongeveer 6% van de quota-aandelen naar dynamische opkomende economieën en ontwikkelingslanden en van over- naar ondervertegenwoordigde IMF-leden. Bovendien werd de Raad van Bestuur van het IMF omgevormd tot een volledig verkozen Raad⁽³⁾ en verbonden de geavanceerde Europese landen er zich toe twee zetels in de Raad af te staan. Niettemin duurde het vijf jaar alvorens de in 2010 geplande quota- en bestuurshervormingen in werking traden (in januari 2016), aangezien het voorstel van de Raad door 85% van de leden van het Fonds moest worden goedgekeurd, en het als dusdanig afhankelijk was van de ratificatie door de Verenigde Staten, die een veto kunnen uitspreken over belangrijke beslissingen (zie voetnoot 2 op p. 109). Hoewel de Europese lidstaten hun vertegenwoordiging bij de Raad bovendien daadwerkelijk hebben verminderd – mede als resultaat van de overeenkomst tussen Nederland en België (die oorspronkelijk elk één zetel hadden in de Raad van Bestuur), om hun bestuurders beurtelings aan te wijzen – is de verschuiving van de toegezegde twee zetels nog steeds niet volledig gerealiseerd. Verdere bestuurshervormingen worden besproken in het kader van de 15^{de} algemene herziening van de quota, waarbij ook wordt beraadslaagd over een nieuwe quotaformule. In het licht van die herziening neemt het Internationaal Monetair en Financieel Comité (IMFC)⁽⁴⁾ zich voor het eens te worden over *'een herschikking van de quota-aandelen die moet resulteren in verhoogde aandelen voor dynamische economieën in overeenstemming met hun relatieve positie in de wereldeconomie en dus wellicht in een hoger aandeel van de opkomende economieën en ontwikkelingslanden als geheel, terwijl*

tegelijktijd de inspraak en vertegenwoordiging van de armste lidstaten worden gevrijwaard' ⁽¹⁾. De aanvankelijk geplande afronding van de besprekingen werd echter reeds aanzienlijk verdaagd; op dit ogenblik beoogt het IMF de herziening te voltooien tegen zijn voorjaarsvergadering (en niet later dan zijn jaarvergadering) van 2019.

5. Voorgestelde hervormingen van het wereldwijde financiële vangnet

5.1 Naar een evenwichtiger mondiaal reservestelsel

5.1.1 Een grotere rol voor het SDR

Tal van beleidsmakers en commentatoren laken het overwicht van de Amerikaanse dollar in internationale reserves (zie Grafiek 3) en, ruimer beschouwd, in het internationaal monetair stelsel (IMS) ⁽²⁾. Ze voerden daarbij vaak de ermee gepaard gaande systeemrisico's aan (zie Paragraaf 1.2). In een nu befaamde toespraak uit maart 2009 pleitte Gouverneur Zhou Xiaochuan van de People's Bank of China ervoor een 'internationale reservevaluta te creëren, die losstaat van afzonderlijke landen en op lange termijn stabiel kan blijven, waardoor de tekortkomingen inherent aan het gebruik van kredietgebaseerde nationale valuta's zouden worden weggewerkt' (Zhou, 2009, p. 2). In zijn betoog voor een supranationale reservevaluta refereerde hij aan het voorstel van Keynes om een 'bancor' in te voeren, een internationale munteenheid gebaseerd op de waarde van 30 representatieve grondstoffen, en wees hij op het potentieel van het SDR om een soortgelijke rol te spelen ⁽³⁾. Zhou (2009) pleitte voor een (gedeeltelijke) centralisatie van internationale reserves door het IMF, dat een in SDR's luidend open-eindefonds zou opzetten, waarbij op vrijwillige basis zou kunnen worden toe- en uitgetreden in bestaande reservevaluta's.

In feite vonden soortgelijke besprekingen over het inwisselen van in Amerikaanse dollar luidende activa voor een

IMF-uitgegeven reserve-eenheid reeds plaats onder het Bretton Woods-stelsel. Ze leidden tot de instelling van het SDR in 1969. Zoals uiteengezet door McCauley en Schenk (2015), betekende het originele concept van het SDR een overwinning van dubbelzinnigheid en compromis op duidelijke doelstellingen, waardoor de latere rol ervan in het IMS werd ondermijnd. Het SDR werd niet geconcipieerd als een middel om de bestaande *voorraad* reserveactiva te hervormen, maar veeleer om de *stroom* van toekomstige reservecreatie op multilateraal niveau te coördineren. Uiteindelijk bleef de officiële creatie van SDR's beperkt; sinds 1969 waren er maar drie algemene allocaties en een bijzondere toewijzing van SDR's door het IMF, ten belope van een cumulatief bedrag van SDR 204 miljard of ongeveer \$ 285 miljard (zie Paragraaf 4.2.1. en voetnoot 6 op p. 109). Het SDR heeft dan ook geen significante bijdrage geleverd aan het aanvullen van de mondiale reserves, laat staan aan het verminderen van de rol van de Amerikaanse dollar daarin ⁽⁴⁾. In de jaren zeventig en tachtig werden meer ambitieuze voorstellen voor een 'substitutierekening' bij het IMF gelanceerd, waardoor centrale banken een aanzienlijk gedeelte van hun reserves in Amerikaanse dollar zouden kunnen vervangen door SDR's, maar die voorstellen stuitten op technische, financiële en politieke belemmeringen (McCauley en Schenk, 2015). In de nasleep van de mondiale financiële crisis, werd het concept van een substitutierekening nieuw leven ingeblazen door onder meer Zhou (2009), Ocampo (2010, 2015) en het IMF (2011b) zelf, hoewel zulks tot dusver zonder praktische gevolgen is gebleven ⁽⁵⁾. Het IMF (2016d) is van plan verder te onderzoeken of enige specifieke hervormingsmogelijkheden moeten en kunnen worden nagestreefd die een uitbreiding beogen van de rol van het SDR als reserveactiva ⁽⁶⁾.

De hierboven vermelde voorstellen pakken echter niet direct een tweede belangrijk probleem inzake mondiale reserves aan, namelijk de zeer ongelijke verdeling tussen landen (zie Grafiek 2). Een aantal landen lijken immers buitensporig veel reserves aan te houden; andere landen doen dat te weinig. Een oplossing voor dat probleem, althans tot op

(1) Zie, onder meer, het *Communiqué of the Thirty-Fifth Meeting of the International Monetary and Financial Committee*, 2017, 22 april.

(2) Het IMS, waarvan het wereldwijde financiële vangnet maar een onderdeel is, kan ruwweg worden omschreven als de 'regelingen en instellingen die de internationale handel en de allocatie van investeringskapitaal tussen landen in de hand werken' (Bush et al., 2011, p. 4; zie ook IMF, 2016c).

(3) Er zij nogmaals aangestipt dat het SDR geen valuta is, maar veeleer een potentiële vordering op de aangehouden vrij te gebruiken nationale valuta's van leden van het IMF (dat zijn valuta's die in de praktijk algemeen gebruikt en op ruime schaal verhandeld worden). SDR's kunnen door de houders worden omgewisseld voor zulke valuta's via vrijwillige regelingen tussen landen of, indien vrijwillige uitwisseling niet volstaat, doordat het IMF landen met sterke externe posities aanwijst om SDR's te kopen van landen met zwakke externe posities. Een groot verschil met andere internationale reserveactiva is dat SDR's worden toegevoegd conform IMF-quota veeleer dan dat ze worden opgebouwd door op de betalingsbalans overschotten te realiseren (IMF, 2016d).

(4) Met andere woorden, het SDR haalt bijlange na niet zijn in de Articles of Agreement (Article VIII, section 7) van het IMF vastgelegde doelstelling, namelijk 'het voornaamste reserveactivum van het internationale monetair stelsel worden'.

(5) Een gedeelte van de ronde van ad hoc bilaterale leningen van het IMF in 2009/2010 (zie Paragraaf 4.2.1) vond plaats via de uitgifte van in SDR luidende schuldbewijzen. Meer bepaald China, India en Brazilië sloten met het IMF overeenkomsten voor de aankoop van zulke schuldbewijzen, waarbij ze zich ertoe verbonden schuldbewijzen aan te kopen ten belope van een vooraf bepaald bedrag, ingeval het IMF additionele middelen nodig heeft (op een vergelijkbare wijze als de directe bilaterale leningen die door andere lidstaten in 2009/2010 aan het IMF werden verstrekt). Aangezien die overeenkomsten voor de aankoop van schuldbewijzen, zodra ze geactiveerd zijn, ertoe leiden dat landen een gedeelte van hun (dollar)reserves uitwisselen voor op SDR gebaseerde activa, is dat volgens Ocampo (2010) een (kleine) stap in de richting van een echte substitutierekening. Eveneens in zijn rondes van bilaterale leningen in 2012 en 2016 sloot het IMF overeenkomsten voor de aankoop van schuldbewijzen met grote opkomende economieën.

(6) Een meer indirecte 'bottom-up'-benadering om de rol van het SDR in het IMS te vergroten, is via de verhoogde betrokkenheid van de private sector. Particuliere marktdeelnemers experimenteerden met in SDR luidende financiële instrumenten (zogenoeten M-SDR's, in tegenstelling tot officiële SDR's of O-SDR's), maar na enige initiële vaart in de jaren zeventig en begin jaren tachtig, leidde de uitgifte van M-SDR's een sluimerend bestaan. Afgezien van de beschikbaarheid van andere instrumenten die soortgelijke afdekkings-/diversificatie-eigenschappen bieden, belemmert ook het gebrek aan marktinfrastructuur, zoals clearing- en afwikkelingssystemen en een liquide rendementscurve, de ontwikkeling van markten voor M-SDR's (IMF, 2016d).

zekere hoogte, zou er kunnen in bestaan de wijze waarop SDR's worden toegewezen, te veranderen. De huidige praktijk van het toewijzen van SDR's conform de IMF-quota van landen impliceert dat grote geavanceerde economieën, inclusief emittenten van reservevaluta's, het grootste gedeelte van de toegewezen SDR's ontvangen. Er zou kunnen worden getracht het verstrekken van SDR's beter af te stemmen op de eigenlijke nood van landen aan reserves. Williamson (2010) stelt bijvoorbeeld voor de toe te wijzen SDR's te verdelen over twee groepen, namelijk geavanceerde economieën en opkomende en zich ontwikkelende economieën, in verhouding tot de opgetekende toename van reserves in elke groep gedurende een referentieperiode vóór de SDR-toewijzing. Williamson (2010) voert aan dat die toename zou kunnen worden gezien als een ruwe benadering van de vraag naar reserves en hij komt tot de bevinding dat zulks veel groter was in de groep van de opkomende en zich ontwikkelende landen. In beide groepen zouden de toewijzingen van SDR's nog steeds plaatsvinden conform de quota van de afzonderlijke landen. Hoewel een soortgelijke regel voor de toewijzing van SDR's een verschuiving van de reserves van de geavanceerde landen naar de opkomende en zich ontwikkelende landen zou betekenen, zou dat de onevenwichtige verdeling van reserves in de laatstgenoemde groep niet verbeteren. Een directe manier om dat te doen, zou erin bestaan het recht van landen om SDR-toewijzingen te krijgen, op te schorten indien ze reeds buitensporige reserves aanhouden (Ocampo, 2010), waarbij 'buitensporig' zou kunnen worden bepaald met verwijzing naar de IMF-maatstaven voor de toereikendheid van reserves (zie Paragraaf 1.1). Opdat enige wijzigingen in het toekennen van SDR's een merkbare invloed zouden hebben, moeten zulke toekenningen weliswaar regelmatig plaatsvinden dan thans het geval is (IMF, 2011b).

5.1.2 Een op verscheidene valuta's gebaseerd mondiaal reservestelsel

Er kan uiteraard worden aangevoerd dat de structuur van mondiale reserves, zelfs bij een 'laissez-faire'-aanpak en zonder een grotere rol voor het SDR, geleidelijk de richting van een uit meer valuta's bestaand stelsel zal uitgaan. De kenmerken van een soortgelijk stelsel tekenen zich nu reeds

in zekere mate af, hoewel de status van de Amerikaanse dollar in het IMS en nog meer in de wereldwijde reserves onbetwistbaar blijft⁽¹⁾. Ofschoon een grotere rol voor de euro, de renminbi en/of andere valuta's de aan een op nationale valuta's gebaseerd wereldwijd reservestelsel inherente spanningen niet zou wegnemen, zou dat ten minste de diversificatie van de deviezenreserves door de houders ervan vergemakkelijken en het risico van grotere waarderingsverliezen temperen (Ocampo, 2010; zie Paragraaf 1.2).

Hoewel zogoed als onmogelijk kan worden voorspeld hoe de huidige constellatie van reservevaluta's de komende jaren en decennia zal evolueren, lijken er momenteel geen indicaties te zijn dat de vooraanstaande positie van de Amerikaanse dollar snel verloren zal gaan⁽²⁾. Integendeel, toen de financiële markten in 2008 bijna instortten, zochten buitenlandse beleggers, inclusief reservebeheerders, paradoxaal genoeg de 'veilige haven' van de Amerikaanse dollar op, waarbij ze grote hoeveelheden Amerikaanse schatkistobligaties kochten en aldus aan de appreciatie van de dollar bijdroegen. De status van 'veilige haven' van de Amerikaanse dollar kan deels worden toegeschreven aan het feit dat de Verenigde Staten nog steeds bogen op de diepste en meest liquide financiële markten ter wereld, wat impliceert dat Amerikaanse schatkistobligaties, indien gewenst, gemakkelijk kunnen worden doorverkocht. Andere troeven zijn de in het Amerikaans politiek bestel vervatte 'checks and balances' en het aanzienlijk aandeel Amerikaanse schuldbewijzen dat wordt aangehouden door Amerikaanse gepensioneerden, pensioen- en verzekeringsfondsen, financiële instellingen en andere binnenlandse beleggers, van wie het politiek gewicht buitenlanders enige zekerheid biedt dat hun Amerikaanse beleggingen beschermd zullen worden tegen hoge inflatie en wanbetalingen (Prasad, 2014)⁽³⁾. En, voor de toekomst, kan ook de bonus verbonden aan de huidige status van de Amerikaanse dollar spelen.

Terwijl China een aantal maatregelen genomen heeft om het internationaal gebruik van zijn valuta te bevorderen, inclusief bilaterale swapovereenkomsten, en een steeds groter aantal landen inderdaad een gedeelte van hun aangehouden reserves diversifiëren naar renminbi (zie Paragraaf 1.1)⁽⁴⁾, wordt de opmars van de renminbi om een belangrijke mondiale reservevaluta te worden tegengehouden door de 'stop-and-go'-aanpak in het liberaliseren van de Chinese financiële sector en het kapitaalverkeer. Het is a fortiori onwaarschijnlijk dat de renminbi, zoals de dollar, de status van 'veilige haven' zal genieten zolang de Chinese autoriteiten de wisselkoers blijven sturen (Prasad, 2017).

De euro heeft daarentegen snel en duidelijk de tweede plaats in het IMS ingenomen en behouden, ook in de mondiale reserves (zie Grafiek 3)⁽⁵⁾. Aan de hand van de

(1) Volgens door de ECB (2017) verzamelde gegevens, maakte de Amerikaanse dollar eind 2016 zowat 64 % van de mondiale valutareserves uit, respectievelijk 63 % en 59 % van het uitstaande bedrag aan internationaal schuld papier en leningen, 44 % van de omzet op de valutamarkten en 42 % van de wereldwijde internationale betalingen.
 (2) Voor alternatieve perspectieven, zie bijvoorbeeld Eichengreen (2011) en Subramanian (2011).
 (3) Ook de hoge mate van geloofwaardigheid van het mandaat van de Federal Reserve inzake prijsstabiliteit helpt de inflatievrees temperen.
 (4) Dit proces wordt mogelijk geschaagd door de recente opname van de renminbi in de SDR-valutakorf. Zie Paragraaf 1.1 en voetnoot 5 op p. 109.
 (5) Opnieuw volgens de ECB (2017) tekende de euro eind 2016 voor circa 20 % van de mondiale valutareserves, voor 22 % en 21 % van de uitstaande internationale schuld instrumenten en leningen, voor 16 % van de omzet op de valutamarkten en voor 31 % van de internationale betalingen. Op al die terreinen deed de euro het heel wat beter dan de Japanse yen en de renminbi.

COFER-gegevens van het IMF en econometrische prognosetechnieken, voorspelden Chinn en Frankel (2008) dat de euro de Amerikaanse dollar reeds in 2015 zou kunnen inhalen als de voornaamste reservevaluta ter wereld. Dat soortgelijke voorspellingen (bijlange na) niet werden bewaarheid, kan deels te maken hebben met de ernstige financiële moeilijkheden waarmee het eurogebied de afgelopen jaren heeft moeten afrekenen en met de institutionele zwakheden die het vertoonde. Volgens COFER is het aandeel van de euro in de valuta-reserves in feite gedaald van ruim 27% in het eerste kwartaal van 2010, net voordat de bezorgdheid over een Europese overheidsschuldencrisis toenam, tot minder dan 20% aan het einde van het eerste kwartaal van 2017. Andere mogelijke belemmerende factoren zijn de afwezigheid van een gemeenschappelijk 'safe asset' voor het eurogebied en de onvolmaakte integratie van de financiële markten tussen de eurolanden, wat de omvang van de markt en de liquiditeit reduceert. Hoewel de internationalisering van de euro niet tot de beleidsdoelstellingen van de ECB behoort, betoogt deze laatste dat de voltooiing van de Europese bankenunie en de vorderingen in de richting van een Europese kapitaalmarktunie de diepgang van de financiële markten en de liquiditeit in het eurogebied zouden kunnen stimuleren en derhalve, indirect, de internationale rol van de euro (ECB, 2017).

5.2 Coördinatie van bilaterale swaplijnen

De laatste jaren zijn verscheidene voorstellen geformuleerd om bilaterale centralebankswaps (naast de huidige vaste swapovereenkomst tussen centrale banken die reservevaluta's uitgeven) beter te coördineren, met mogelijkheden variërend van een los gemeenschappelijk kader waarin bilaterale swaps nog steeds onafhankelijk zouden worden afgesloten, tot een multilateraal model met collectieve besluitvorming, risicodeling en/of een link met IMF-financiering. Voorstanders van een gemeenschappelijk kader voor centralebankswaps voeren aan dat zulks, vooral indien dat kader openbaar zou worden gemaakt, de ex ante onzekerheid over de beschikbaarheid van swaps zou verminderen, een van de voornaamste nadelen van swaps voor mogelijke begunstigen (zie Paragraaf 2.2). Voorts zou dat kader de financiële markten een sterk signaal geven dat centrale banken bereid zijn samen te werken. Critici wijzen echter op een toename van moral hazard van swapontvangers en banken die een (openbaar) gemeenschappelijk swapkader kan teweegbrengen, de mogelijk grotere blootstellingen aan kredietrisico's voor centrale banken, en strijdigheid met de onafhankelijkheid en binnenlandse mandaten van centrale banken (die een belangrijke rol speelden bij de toewijzing van bilaterale swaps). Ze zijn ook van oordeel

dat centrale banken tijdens de mondiale financiële crisis en daarna, en zonder enig coördinerend kader, bewezen hebben te kunnen inspringen en op zeer korte termijn swapliquiditeiten te kunnen verstrekken.

Wellicht de luidste stem in die discussie is Truman (2011, 2013), die een geïnstitutionaliseerd swapnetwerk voorstelt waarin het IMF een belangrijke dubbele rol zou gaan spelen (zie ook Henning, 2015 en Weder di Mauro en Zettelmeyer, 2017). In eerste instantie zou het IMF een algemene behoefte aan mondiale liquiditeit afkondigen, gebaseerd op objectieve criteria, en centrale banken aanbevelen die liquiditeit te verstrekken. Ten tweede zou het IMF belangrijke swapverstrekkende centrale banken bijstaan bij de selectie van mogelijke swapontvangers door zijn leden te onderwerpen aan pre-kwalificatietests. De aanname zou bijvoorbeeld kunnen zijn dat landen die voldoen aan de FCL-criteria van het IMF, ook in aanmerking komen voor centralebankswaps. Centrale banken zouden onder druk komen te staan om de aanbevelingen van het IMF te volgen, maar zouden de uiteindelijke beslissingsbevoegdheid behouden. Ze zouden ook nog steeds de mogelijkheid hebben om swapovereenkomsten buiten het coördinatiekader aan te gaan. Volgens Truman (2011, 2013), Henning (2015) en Weder di Mauro en Zettelmeyer (2017), zou een soortgelijke aanpak verscheidene voordelen opleveren. De begunstigen van swaps zouden minder 'constructieve ambiguïteit' (zie Paragraaf 2.2) ervaren en toegang verkrijgen tot meer liquiditeit dan bij een afzonderlijke FCL of een centralebankswap. Dat kan het IMF dan weer helpen de hefboomwerking van zijn middelen te vergroten en kan het stigma gerelateerd aan het benaderen van het IMF verminderen. Swapverstrekkende centrale banken zouden profijt kunnen trekken van het toezicht en het analytisch vermogen van het IMF en zouden beschermd kunnen worden tegen kredietrisico mochten kortlopende swaplijnen door een FCL op middellange termijn kunnen worden ingedekt.

Het voorstel van Truman lijkt echter onvoldoende in te spelen op de rechtmatige ongerustheid van centrale banken over hun onafhankelijkheid en binnenlandse mandaten. Een realistischer aanpak zou er misschien in bestaan een minimaal gemeenschappelijk kader in te stellen, dat door centrale banken wordt overeengekomen en dat bij voorkeur door het IMF, de BIB, de G20 en/of andere multilaterale instellingen zou worden bekrachtigd. Destais (2016) wijst erop dat dit het opstellen van een inventaris van centralebankswaps zou kunnen omvatten, bijvoorbeeld bij het IMF of de BIB, en voorzieningen om een minimumgraad van stabiliteit door de tijd heen te waarborgen, om de 'onrechtvaardige' uitsluiting van swapontvangers te voorkomen en om begunstigen van

swaps ertoe aan te zetten internationale financiële standaarden te onderschrijven. Daaraan kan nog de uitwisseling van informatie, best practices en swapbeoordelingen tussen centrale banken worden toegevoegd.

5.3 Samenwerking tussen het IMF en RFA's

5.3.1 Argumenten voor een betere samenwerking

Sommige commentatoren hebben aangevoerd dat het huidige wereldwijde vangnet té versnipperd is geworden en dat een betere samenwerking tussen de diverse lagen bijgevolg noodzakelijk is. Een van de voornaamste argumenten voor een hechtere samenwerking is dat die een efficiëntere aanwending van de middelen van de diverse lagen van het wereldwijde financiële vangnet mogelijk zou maken, waardoor de vereiste omvang van elk van de afzonderlijke componenten ervan zou dalen⁽¹⁾. Een toepasselijk voorbeeld is de IMF-RFA-samenwerking, een problematiek die meer aandacht gekregen heeft sinds de toename van het aantal RFA's in de nasleep van de mondiale financiële crisis. Een belangrijk argument voor een nauwere samenwerking tussen die beide lagen van het vangnet is de mogelijkheid van arbitrage of 'facility shopping' te voorkomen, waarbij een land om bijstand zou vragen tegen de zwakste voorwaarden, met tot gevolg dat zijn problemen echter niet op de meest duurzame wijze zouden worden opgelost. Tegelijkertijd zou een gezamenlijk regionaal en mondiaal toezicht en een gedeelde expertise tussen RFA's en het IMF kunnen bijdragen aan een betere crisispreventie. De invoering van een meer gestructureerde samenwerking tussen het IMF en de RFA's zou ook de voorspelbaarheid van gezamenlijke IMF-RFA-financiering kunnen opvoeren en zodoende de crisisbestrijding doeltreffender maken. Hoewel er dus zeker argumenten zijn om de samenwerking tussen het IMF en de RFA's te versterken, is samenwerking mogelijk niet zo eenvoudig aangezien beide hun eigen mandaten, beleid en procedures in acht moeten nemen. Bovendien is het, in het licht van de grote heterogeniteit van de RFA's (zie Tabel 1), niet duidelijk welke vorm een dergelijke samenwerking moet aannemen.

5.3.2 Mogelijkheden om de samenwerking te formaliseren

Er zijn reeds pogingen ondernomen om de samenwerking tussen het IMF en de RFA's te formaliseren; in 2011 onderschreef de G20 een aantal niet-bindende leidende

principes⁽²⁾. Kort samengevat, bepalen die beginselen dat samenwerking flexibel afgestemd moet zijn op elke RFA, uitgaande van de comparatieve voordelen van elke instelling, met inachtneming van de rol, de onafhankelijkheid en het besluitvormingsproces van elke instelling. Bovendien moet samenwerking in een vroeg stadium worden opgestart en de kredietvoorwaarden moeten zo consistent mogelijk zijn om arbitrage en 'facility shopping' te voorkomen. Ten slotte vergen de beginselen dat de RFA's de preferente schuldeiserspositie van het IMF in acht nemen.

Die beginselen zijn echter wellicht te algemeen om bruikbaar te zijn. Een al te gestandaardiseerde benadering van IMF-RFA-samenwerking kan werkbaar noch wenselijk zijn, gelet op de grote verscheidenheid tussen de RFA's. Tegen die achtergrond zou men dus een samenwerking kunnen overwegen die gestructureerd is volgens diverse modellen van betrokkenheid, waaruit een RFA, afhankelijk van de gewenste of vereiste graad van samenwerking, kan kiezen. Dat is ook de aanpak die het IMF momenteel hanteert; in het licht van het mandaat en het vermogen van elke instelling, kan de voorgestelde wijze van samenwerking variëren tussen samenwerking inzake capaciteitsontwikkeling of toezicht en werkelijke gezamenlijke kredietverstrekking.

Op zijn minst kan worden betoogd dat het regelmatig *uitwisselen van informatie* tussen het IMF en de RFA's, in niet-crisisperiodes, nuttig zou zijn. Dat wordt eveneens erkend in de G20-principes. Een dergelijk regelmatig overleg en een dergelijke gegevensuitwisseling zouden de toezichtcapaciteiten van de beide instellingen kunnen versterken. De RFA's zouden baat kunnen hebben bij de mondiale expertise van het IMF, terwijl het toezicht van het Fonds zou worden verrijkt door de regionale kennis van de RFA's. Door bij te dragen aan het tijdig opsporen van risico's en overloopeffecten, kan deze vorm van samenwerking het vermogen om een mondiale crisis te voorkomen aanzienlijk vergroten. Al met al zou het versterken van de samenwerking in niet-crisisperiodes de kansen van een passende en snelle reactie op een schok reeds aanzienlijk ten goede komen.

Afhankelijk van het door de RFA gewenste niveau van betrokkenheid, kan de samenwerking bovendien worden uitgebreid tot het verstrekken, door het IMF, van *technische bijstand of het monitoren van beleidsmaatregelen*, evenwel zonder het verlenen van financiële bijstand. Deze laatste vorm van ondersteuning werd gebruikt in de context van de steun van het ESM aan de banksector in Spanje. Er is ook reeds ervaring opgedaan met het verstrekken van technische bijstand door het IMF aan RFA's, bijvoorbeeld in de context van het Arab Debt Market

(1) Landen doen vaak tegelijkertijd een beroep op meerdere lagen van het wereldwijde financiële vangnet. Voor concrete voorbeelden, zie bijvoorbeeld Villard Duran (2015).

(2) Zie <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-finance-principles-111015-en.pdf>.

Development Initiative, dat in 2009 werd opgezet om de markt voor overheids- en bedrijfsobligaties in de landen van het AMF te versterken. Een ander voorbeeld is de deelname van vertegenwoordigers van de EU en het FLAR aan opleidingsprogramma's van het IMF.

Gezamenlijke financiering door het IMF en de RFA's is het meest controversiële punt. Gezien de verschillende mandaten, beleidsdomeinen en procedures, brengt samenwerking in tijden van crisis een intens coördinatieproces met zich en niet alle RFA's zijn mogelijk in staat of bereid tot samenwerking op dat niveau. In een gezamenlijk programma moeten de voorwaarden van het financiëlebijstandsprogramma (looptijd, timing van de programmaevaluaties, rentelast, enz.) zo veel mogelijk op elkaar worden afgestemd. Bovendien moeten de door de beide instellingen opgelegde voorwaarden consistent zijn en idealiter gebaseerd zijn op de comparatieve voordelen van elke instelling. Ingeval de RFA over een eigen toezichtcapaciteit beschikt, kunnen overlappingsen tussen de expertises van de instellingen coördinatieproblemen veroorzaken.

Aangezien de samenwerking tussen het IMF en de Europese RFA's reeds goed ontwikkeld is, kan die ervaring worden aangewend als een input voor het uitwerken van een operationele leidraad voor de samenwerking tussen het IMF en de RFA's. Hoewel de samenwerking tussen het IMF en de Europese instellingen al met al positief bleek, was het een 'learning by doing'-proces dat, zoals het IMF (2013b) zelf erkent, een uitdaging zal blijven, gezien de uiteenlopende standpunten die resulteren uit fundamenteel verschillende institutionele mandaten en prioriteiten.

De samenwerking tussen het IMF en de Europese financieringsarrangementen heeft zich mettertijd ontwikkeld van een ad hoc, minder gestructureerde betrokkenheid in de eerste gevallen tot een meer gestructureerd samenwerkingsproces, met programmaonderhandelingen gebaseerd op het trojkakader, bestaande uit medewerkers van het IMF, de Europese Commissie en de ECB in het geval van de financieringsprogramma's voor eurolanden (IMF, 2013b). Terwijl de voorwaarden gezamenlijk worden bepaald door de drie instellingen en de uitbetalingen gecoördineerd zijn, gaan de kredietnemende landen afzonderlijke financieringsregelingen aan met het IMF en het ESM (of vroeger het EFSF), elk met verschillende criteria (looptijd, terugbetalingsschema, rentelast, enz.). In het geval van medefinanciering van niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten, verlopen de programabesprekingen op trilaterale basis tussen de nationale autoriteiten, de Europese Commissie en het IMF. De lastenverdeling vertoonde grote verschillen van geval tot geval; zo verstreekte het IMF maar 10 % van de financiering

in het geval van Cyprus, terwijl het tekende voor ruim 60 % van de middelen voor de Hongaarse en Roemeense programma's.

Afgezien van de samenwerking van het IMF met Europese instellingen, zijn gezamenlijke leningen van het IMF en RFA's veel zeldzamer. De andere grotere RFA's, de CMIM en het CRA, zijn tot dusver nooit geactiveerd. In beide gevallen is medefinanciering met het IMF vereist zodra de bijstand meer dan 30 % van de maximale toegang van een lid tot de RFA-middelen bedraagt. Er is vaak geopperd (zie, bijvoorbeeld, Kawai en Lombardi, 2012) dat de betrokkenheid van het IMF boven die drempel – en het daaraan verbonden stigma – precies de reden is waarom die RFA's tot nu toe niet werden geactiveerd. Hoewel kredietverstrekking aan leden van kleinere RFA's vaak plaatsvond in combinatie met een opname van middelen bij het IMF, gebeurde dat niet altijd in de context van een werkelijk gezamenlijk gefinancierd programma.

Niettemin zijn er indicaties dat de samenwerking tussen het IMF en andere RFA's ook verbetert. In 2016, bijvoorbeeld, namen het IMF en de CMIM deel aan een test van een hypothetisch gezamenlijk gefinancierd IMF-CMIM-programma. Uit de test bleek dat er tussen het Fonds en de CMIM grote verschillen waren inzake beleid en procedures die zouden moeten worden aangepakt teneinde te zorgen voor een efficiënte samenwerking in de realiteit (IMF, 2017b). Voorts beraadslaagden vertegenwoordigers van AMRO, het ESM en het FLAR in oktober 2016 over de rol van de RFA's in het wereldwijde financiële vangnet en meer specifiek over hun samenwerking met het IMF. Ze waren het erover eens dat er een aanzienlijk potentieel is voor een grotere samenwerking inzake economisch toezicht, crisisbeheersing, onderzoek, capaciteitsopbouw en technische bijstand en besloten voortaan jaarlijks samen te komen⁽¹⁾. Bovendien besliste de Raad van Bestuur van het IMF, tegen de achtergrond van een discussie over de samenwerking tussen het IMF en de RFA's in juli 2017, dat het Fonds een voortdurende dialoog met de RFA's zou onderhouden.

Conclusies

In dit artikel werden de recente ontwikkelingen en de huidige constellatie van het wereldwijde financiële vangnet besproken. Dat vangnet bestaat uit de instellingen en financieringsmechanismen die crisissen moeten voorkomen en afwikkelen wat, idealiter, de noodzakelijke aanpassingen zou moeten vergemakkelijken en een gezond

(1) Zie <http://www.flar.net/files/large/cb0bf656ae3258b>.

beleid zou moeten aanmoedigen zowel op landspecifiek als op multilateraal niveau. Er is aangetoond hoe het wereldwijde financiële vangnet aanzienlijk is gegroeid in omvang en, vooral sedert de mondiale financiële crisis, qua reikwijdte. Terwijl internationale reserves de eerste en voornaamste laag van het wereldwijde financiële vangnet blijven en het IMF nog steeds fungeert als een belangrijke 'final backstop', hebben de bilaterale valutaswaps tussen centrale banken en de RFA's relatief beschouwd aan belang gewonnen.

De multigelaagdheid van het wereldwijde financiële vangnet kan worden beschouwd als een troef veeleer dan als een bron van versplintering per se. Hoewel de samenwerking tussen de diverse lagen zowel kwantitatief als kwalitatief veel beter kan, zijn wij van oordeel dat de volledige integratie van het wereldwijde financiële vangnet haalbaar noch wenselijk is. Alle elementen van het vangnet hebben hun eigen zwakke en sterke punten en vaak dienen ze verschillende doelstellingen en landengroepen. Ze zijn derhalve niet noodzakelijk goede substituten van elkaar, maar lijken veeleer complementen.

Het zichzelf indekken door internationale reserves aan te leggen, garandeert een snelle en flexibele toegang tot liquiditeit, maar impliceert relatief hoge kosten voor de houder ervan en kan, op een geaggregeerd niveau, de systeemrisico's voor de wereldeconomie vergroten. Zelf opgebouwde reserves zijn ook minder geschikt om langdurige crisissen aan te pakken. Bilaterale centralebankswaps zijn een krachtig instrument om op korte termijn omvangrijke fondsen ter beschikking te stellen en voor de begunstigde impliceren ze slechts geringe financiële en politieke kosten. Swaps worden echter zeer selectief toegekend, vooral ter wille van de binnenlandse beleidsoverwegingen van de liquiditeitsverschaffende centrale bank, en enkel voor strikt vastgelegde doelstellingen en korte periodes. De contractuele aard ervan maakt dat de toekomstige toegang tot swaps behalve voor enkele (reservevaluta)-landen hoogst onzeker is. Hoewel RFA's sterk heterogeen zijn, laten ze zich allemaal in met een of andere vorm van middelenpooling om de kosten van crisisfinanciering te drukken en, vergeleken met het IMF, kunnen ze meestal rekenen op een grotere betrokkenheid van hun leden en beschikken ze over een ruimere regio-specifieke kennis. Het nadeel van de RFA's is dat ze typisch minder ontwikkelde toezichts- en monitoringcapaciteiten hebben dan het IMF, weinig geschikt zijn om regionale crisissen aan te pakken en, per definitie, enkel inspelen op de behoeften van de leden. Het IMF, ten slotte, is het enige mechanisme van het wereldwijde financiële vangnet dat zich daadwerkelijk inlaat met wereldwijde risicodeling. Het mondiale mandaat van het IMF, het feit dat zogoed als de hele wereld er lid van is en de

jarenlange ervaring van het Fonds met toezichts- en programmavoorwaarden impliceren dat het goed geplaatst is om 'moral hazard' te beperken en om aan te zetten tot degelijk en multilateraal consistent beleid. Terzelfder tijd heeft de ontevredenheid over de wijze waarop het IMF voorgaande crisissen heeft aangepakt, over zijn bestuur en over zijn procedures om voorwaardelijke leningen te verstrekken, de instelling gestigmatiseerd; diezelfde ontevredenheid zou ook in belangrijke mate hebben bijgedragen aan de ontwikkeling van de andere lagen van het wereldwijde financiële vangnet.

In dit artikel werd ook nader ingegaan op een aantal hervormingen die zijn voorgesteld om de bestaande tekortkomingen van het wereldwijde financiële vangnet te verhelpen. Eerst werd aandacht besteed aan de vooruitzichten ten aanzien van het SDR en van een uit meerdere valuta's bestaand stelsel bij het nastreven van een evenwichtiger mondiaal reservesysteem. Wellicht zullen enkel meer ambitieuze hervormingen van de SDR-toekenningen en/of van wisselmechanismen van het SDR een reële impact hebben op de toestand van mondiale reserves. Dergelijke hervormingen zouden misschien de moeite waard zijn, maar er moet grondiger worden onderzocht of de praktische uitvoering ervan haalbaar is. Het is moeilijk om voorspellingen te doen over het ontstaan van een mondiaal, waarlijk op meerdere valuta's gebaseerd reservesysteem, maar we gaan ervan uit dat de Amerikaanse dollar in de nabije toekomst zijn rol van 's werelds belangrijkste reserve- en veiligheidsvaluta zal blijven spelen. In het IMS neemt de euro reeds een belangrijke plaats in na de Amerikaanse dollar; ook voor de renminbi bestaat die mogelijkheid, op voorwaarde dat de Chinese financiële sector en kapitaalrekening te gepaste tijde verder worden geliberaliseerd.

Voorts hebben we de voorstellen beoordeeld om bilaterale centralebankswaps meer te coördineren. Hoewel het nuttig zou kunnen blijken een los, gemeenschappelijk overeengekomen kader tussen de centrale banken te creëren teneinde het delen van informatie en het harmoniseren van swapvoorwaarden te vergemakkelijken, maken we ernstig voorbehoud bij hervormingen die centralebankswaps zouden onderbrengen bij het IMF, of welke andere multilaterale organisatie ook. Het IMF kan niet (en zou ook niet mogen proberen) de liquiditeit die wordt verschaft door centrale banken (te) vervangen of (te) sturen, iets wat zeer moeilijk te verzoenen lijkt met de onafhankelijkheid en binnenlandse mandaten van die centrale banken.

Een derde type hervorming die werd bestudeerd, betreft de samenwerking tussen het IMF en de RFA's; een intensivering van die samenwerking zou zorgen voor

een betere aanwending en hefboomwerking van de beschikbare middelen en voor een stroomlijning van de leningsvoorwaarden; ze zou tevens verhinderen dat potentiële kredietnemers aan 'facility-shopping' zouden doen. Een veelbelovende benadering die verder reikt dan de té algemene grondbeginselen geformuleerd door de G20, maar die toch nog steeds de heterogeniteit van RFA's erkent, bestaat in het structureren van de samenwerking tussen het IMF en de RFA's volgens diverse modellen van betrokkenheid, gaande van informatie-uitwisseling over technische bijstand en/of monitoring tot gezamenlijke financiering. Het idee zou zijn ieder RFA te laten beslissen over de domeinen en de mate waarin het met het IMF wil samenwerken en dat vervolgens als uitgangspunt te gebruiken om een gedetailleerder bilaterale overeenkomst uit te werken

inzake de praktische implementatie van de samenwerking tussen het IMF en het bewuste RFA.

Algemeen beschouwd, ziet het ernaar uit dat er reeds belangrijke stappen zijn gezet op weg naar een effectiever wereldwijd financieel vangnet. Het vangnet van vandaag is een sterk gewijzigde en duidelijk verbeterde versie van dat van vóór de mondiale financiële crisis. De recente verwezenlijkingen mogen echter geen reden tot zelfgenoegzaamheid zijn. Er valt nog veel te doen om de samenwerking tussen de diverse lagen van het wereldwijde financiële vangnet te verbeteren en om het huidige potentieel ervan ten volle te benutten. Wij gaan ervan uit dat de hervormingen die we in dit artikel hebben toegeëlicht, alsook andere voorstellen, de komende jaren verder zullen worden besproken en onderzocht.

Bibliografie

Aizenman J., Y. Jinjarak en D. Park (2011), 'International reserves and swap lines: Substitutes or complements?', *International Review of Economics and Finance*, 20(1), 5-18.

Aizenman J. en J. Lee (2007), 'International reserves: Precautionary versus mercantilist views, theory and evidence', *Open Economies Review*, 18(2), 191-214.

Aizenman J. en G. K. Pasricha (2010), 'Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation', *International Review of Economics and Finance*, 19(3), 353-365.

Aizenman J. en Y. Sun (2012), 'The financial crisis and sizable international reserves depletion: From 'fear of floating' to 'fear of losing international reserves'?', *International Review of Economics and Finance*, 24, October, 250-269.

Andries A. M., A. M. Fischer en P. Yesin (2017), 'The asymmetric effect of international swap lines on banks in emerging markets', *Journal of Banking and Finance*, 75, February, 215-234.

Baba N. en F. Packer (2009), 'Interpreting deviations from covered interest parity during the financial market turmoil of 2007-08', *Journal of Banking and Finance*, 33(11), 1953-1962.

Bordo M. D., O. F. Humpage en A. J. Schwartz (2015), 'The evolution of the Federal Reserve swap lines since 1962', *IMF Economic Review*, 63(2), 353-372.

Bush O., K. Farrant en M. Wright (2011), *Reform of the international monetary and financial system*, Bank of England Financial Stability Paper 13.

Butzen P., M. Deroose en S. Ide (2014), 'Mondiale onevenwichten en brutokapitaalstromen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 43-64.

Cheng G. (2016), *The global financial safety net through the prism of G20 summits*, ESM Working Paper Series 13.

Cheung Y.-W. en X. Qian (2009), 'Hoarding of international reserves: Mrs Machlup's wardrobe and the Joneses', *Review of International Economics*, 17(4), 824-843.

Chinn M. en J. Frankel (2008), 'Why the euro will rival the dollar', *International Finance*, 11(1), 49-73.

Denbee E., C. Jung en F. Paternò (2016), *Stitching together the global financial safety net*, Bank of England Financial Stability Paper 36.

Destais C. (2016), 'Central bank currency swaps and the international monetary system', *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(10), 2253-2266.

Dominguez K. M. E., Y. Hashimoto en T. Ito (2012), 'International reserves and the global financial crisis', *Journal of International Economics*, 88(2), 388-406.

Dooley M. P., D. Folkerts-Landau en P. M. Garber (2004), 'The revived Bretton Woods system', *International Journal of Finance and Economics*, 9(4), 307-313.

Durdu C. B., E. G. Mendoza en M. E. Terrones (2009), 'Precautionary demand for foreign assets in sudden stop economies: An assessment of the new mercantilism', *Journal of Development Economics*, 89(2), 194-209.

ECB (2016), 'The layers of the global financial safety net: Taking stock', *Economic Bulletin*, 2016(5), Article 1, 36-52.

ECB (2017), *The international role of the euro*, ECB, Report, July.

Eichengreen B. (2011), *Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*, Oxford, Oxford University Press.

Eichengreen B. en D. Lombardi (2017), 'RMBI or RMBR? Is the renminbi destined to become a global or regional currency?', *Asian Economic Papers*, 16(1), 35-59.

Essers D. en S. Ide (2017), *The IMF and precautionary lending: An empirical evaluation of the selectivity and effectiveness of the Flexible Credit Line*, NBB Working Paper Series 323, June.

Garcia-Herrero A. en L. Xia (2015), 'RMB bilateral swap agreements: How China chooses its partners?', *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 22(4), 368-383.

Ghosh A. R., J. D. Ostry en C. G. Tsangarides (2017), 'Shifting motives: Explaining the buildup in official reserves in emerging markets since the 1980s', *IMF Economic Review*, 65(2), 308-364.

Goldberg L. S., C. Kennedy en J. Miu (2011), 'Central bank dollar swap lines and overseas dollar funding costs', *FRBNY Economic Policy Review*, 17(1), 3-20.

Henning R. (2015), *The global liquidity safety net: Institutional cooperation on precautionary facilities and central bank swaps*, CIGI New Thinking and the New G20 Paper Series 5, March.

IEO (2013), *The role of the IMF as trusted advisor*, Independent Evaluation Office, Evaluation Report.

IEO (2016), *The IMF and the crises in Greece, Ireland, and Portugal: An evaluation by the Independent Evaluation Office*, July.

IMF (2009), *Balance of payments and international investment position manual*, Sixth edition (BPM6).

IMF (2011a), *Assessing reserve adequacy*, IMF Policy Paper, February.

IMF (2011b), *Enhancing international monetary stability – A role for the SDR?*, IMF Policy Paper, January.

IMF (2013a), *Assessing reserve adequacy – Further considerations*, IMF Policy Paper, November.

IMF (2013b), *Stocktaking the Fund's engagement with regional financing arrangements*, IMF Policy Paper, April.

IMF (2015), *Review of the method of valuation of the SDR*, IMF Policy Paper, November.

IMF (2016a), *Adequacy of the global financial safety net*, IMF Policy Paper, March.

IMF (2016b), *Guidance note on the assessment of reserve adequacy and related considerations*, Staff Report, June.

IMF (2016c), *Strengthening the international monetary system – A stocktaking*, IMF Policy Paper, March.

IMF (2016d), *The role of the SDR – Initial considerations*, Staff Note for the G20, July.

IMF (2017a), *Assessing reserve adequacy template*. Available from :
<http://www.imf.org/external/datamapper/ARA/aradata.xlsx> (Last updated: 18 April 2017).

IMF (2017b), *Collaboration between regional financing arrangements and the IMF*, IMF Policy Paper, July.

Ito T. (2012), 'Can Asia overcome the IMF stigma?', *American Economic review: Papers & Proceedings*, 102(3), 198-202.

Jeanne O. en R. Rancière (2011), 'The optimal level of international reserves for emerging market countries: A new formula and some applications', *Economic Journal*, 121(555), 905-930.

Kawai M. (2009), *Reform of the international financial architecture: An Asian perspective*, Asian Development Bank Institute Working Paper Series 167.

Kawai M. en D. Lombardi (2012), 'Financial regionalism', *Finance & Development*, 49(3), 23-25.

Lane P. R. en G. M. Milesi-Ferretti (2017), *International financial integration in the aftermath of the global financial crisis*, IMF Working Paper 17/115.

Li C. (2015), *Banking on China through currency swap agreements*, Federal Reserve Bank of San Francisco Pacific Exchange blog, 23 October. Available from : <http://www.frbsf.org/banking/asia-program/pacific-exchange-blog/banking-on-china-renminbi-currency-swap-agreements>.

Liao S. en D. McDowell (2015), 'Redback rising: China's bilateral swap agreements and renminbi internationalization', *International Studies Quarterly*, 59(3), 401-422.

Liao S. en D. McDowell (2016), 'No reservations: International order and demand for the renminbi as a reserve currency', *International Studies Quarterly*, 60(2), 272-293.

McCauley R. N. en C. R. Schenk (2015), 'Reforming the international monetary system in the 1970s and 2000s: Would a special drawing right substitution account have worked?', *International Finance*, 18(2), 187-206.

McDowell D. (2012), 'The US as 'sovereign international last-resort lender': The Fed's currency swap programme during the Great Panic of 2007-09', *New Political Economy*, 17(2), 157-178.

McDowell D. (2017a), *Brother, can you spare a billion? The United States, the IMF, and the international lender of last resort*, New York, Oxford University Press.

McDowell D. (2017b), 'Emergent international liquidity agreements: Central bank cooperation after the global financial crisis', *Journal of International Relations and Development*, forthcoming.

McGuire P. en G. von Peter (2009), 'The US dollar shortage in global banking', *BIS Quarterly Review*, March, 47-63.

McKay J., U. Volz en R. Wölfinger (2011), 'Regional financing arrangements and the stability of the international monetary system', *Journal of Globalization and Development*, 2(1), Article 5.

Moessner R. en W. A. Allen (2012), 'International liquidity provision and currency-specific liquidity shortages', *Journal of Financial Transformation*, 34, 31-41.

Obstfeld M., J. C. Shambaugh en A. M. Taylor (2009), 'Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008', *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 99(2), 480-486.

Obstfeld M. en K. Rogoff (2010), 'Global imbalances and the financial crisis: Products of common causes', *Asia Economic Policy Conference Volume: Asia and the global financial crisis*, San Francisco, Federal Reserve Bank of San Francisco, 131-172.

Obstfeld M. (2014), 'International monetary system: Living with asymmetry', In: Feenstra, R. C. en A. M. Taylor (Eds.), *Globalization in an age of crisis: Multilateral economic cooperation in the twenty-first century*, Chicago, University of Chicago Press, 301-336.

Ocampo J. A. (2010), 'Building an SDR-based global reserve system', *Journal of Globalization and Development*, 1(2), Article 14.

- Ocampo J. A. (2015), *Reforming the global monetary non-system*, WIDER Working Paper 2015/146, Helsinki, UNU-WIDER.
- Pisani-Ferry J., A. Sapir en G. B. Wolff (2013), *EU-IMF assistance to euro area countries: An early assessment*, Bruegel Blueprint Series, Vol. XIX.
- Prasad E. S. (2014), *The dollar trap: How the U.S. dollar tightened its grip on global finance*, Princeton, Princeton University Press.
- Prasad E. S. (2017), *Gaining currency: The rise of the renminbi*, New York, Oxford University Press.
- Portes R. (2009), 'Global imbalances', In: Dewatripont M., X. Freixas en R. Portes (Eds.), *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20*, London, CEPR, 19-26.
- Reichmann T. en C. de Resende (2014), *The IMF's lending toolkit and the global financial crisis*, IEO background paper 14/11, October.
- Rodrik D. (2006), 'The social cost of foreign exchange reserves', *International Economic Journal*, 20(3), 253-266.
- Rose A. K. en M. M. Spiegel (2012), 'Dollar illiquidity and central bank swap arrangements during the global financial crisis', *Journal of International Economics*, 88(2), 326-340.
- Scheubel B. en L. Stracca, (2016), *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, ECB Occasional Paper Series 177, September.
- Steiner A. (2014), 'Reserve accumulation and financial crises: From individual protection to systemic risk', *European Economic Review*, 70, August, 126-144.
- Subramanian A. (2011), *Eclipse: Living in the shadow of China's economic dominance*, Washington D.C., Peterson Institute of International Economics.
- Triffin R. (1960), *Gold and the dollar crisis: The future of convertibility*, New Haven, Yale University Press.
- Truman E. M. (2011), *Three evolutionary proposals for reform of the international monetary system*, Extension of prepared remarks delivered at the Bank of Italy's Conference in Memory of Tommaso Padoa-Schioppa, 16 December. Available from: <https://piie.com/sites/default/files/publications/papers/truman12162011.PDF>.
- Truman E. M. (2013), *Enhancing the global financial safety net through central-bank cooperation*, VoxEU.org, 10 September. Available from: <http://voxeu.org/article/enhancing-global-financial-safety-net-through-central-bank-cooperation>.
- van Doorn R., V. Suri en S. Gooptu (2010), *Do middle-income countries continue to have the ability to deal with the global financial crisis?*, World Bank Policy Research Working Paper 5381.
- Villard Duran C. (2015), *The international lender of last resort for emerging countries: A bilateral currency swap?*, University of Oxford Global Economic Governance Working Paper 108.
- Weder di Mauro B. en J. Zettelmeyer (2017), *The new global financial safety net: Struggling for coherent governance in a multipolar system*, CIGI Essays on International Finance, Vol. 4, January.
- Wildau G. (2017), *China forex reserves dip under \$ 3tn to touch 5-year low*, Financial Times, 7 February. Available from: <https://www.ft.com/content/39b97f86-ed18-11e6-930f-061b01e23655>.
- Williamson J. (2010), 'The future of the reserve system', *Journal of Globalization and Development*, 1(2), Article 15.

Wyplosz C. (2007), *The fuss about foreign exchange reserves accumulation*, VoxEU.org, 28 May. Available from: <http://voxeu.org/article/forex-reserves-weapons-or-insurance>.

Yang J. en L. Han (2013), 'Optimal size of currency swap between central banks: evidence from China', *Applied Economics Letters*, 20(3), 203-207.

Zhou X. (2009), *Reform the international monetary system*, Speech, 23 March. Available from: <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>.

Websites

AMF website: <http://www.amf.org.ae>.

AMRO website: <http://www.amro-asia.org>.

EFSD website: <http://efsd.eabr.org>.

ESM website: <http://www.esm.europa.eu>.

Europese Commissie website: <http://ec.europa.eu>.

FLAR website: <http://www.flar.net>.

IMF website: <http://www.imf.org>.

Treaty for the Establishment of a BRICS CRA: <http://www.brics.utoronto.ca/docs/140715-treaty.html>.

Abstracts from the Working Papers series

321. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2015, by C. Mathys, June 2017

The paper provides an extensive overview of the economic importance and development of the Flemish maritime ports, the Liège port complex and the port of Brussels for the period 2010 - 2015, with emphasis on 2015. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, the report also provides some information based on the social balance sheet and an overview of the financial situation in these ports as a whole. These observations are linked to a more general context, along with a few cargo statistics.

In 2015, the growth of shipping traffic in the Flemish maritime ports was due to developments in the port of Antwerp and the port of Ghent. Direct value added increased in all Flemish maritime ports in 2015. However, direct employment is continuing to decline. Investment was down everywhere except in the port of Zeebrugge. Cargo traffic in the Liège port complex declined in 2015, whereas it slowed down only slightly in the port of Brussels. At the same time, direct value added in Liège shrank while it rose sharply in the port of Brussels. By contrast, direct employment was down in both ports.

322. Foreign banks as shock absorbers in the financial crisis?, by G. Barboni, June 2017

The paper finds that foreign banks can act as a buffer against negative credit supply shocks, in contexts where the domestic credit market is heavily hit by a country-specific adverse shock. A new dataset is constructed, which combines Belgian Credit Register data with firms' and banks' balance sheets. After 2008, Belgian firms borrowing from domestic banks experienced a stronger credit contraction (minus 1.8 percentage points) than firms borrowing from foreign banks. Also, foreign banks "cherry-picked" new relationships with more profitable firms to a higher extent during the crisis, and turned down existing relationships more frequently than domestic banks. Results suggest that foreign banks can mitigate negative financial shocks in countries where domestic financial intermediaries unexpectedly suffered the consequences of the financial crisis to a higher extent.

323. The IMF and precautionary lending: An empirical evaluation of the selectivity and effectiveness of the flexible credit line, by D. Essers, S. Ide, June 2017

The paper provides an empirical evaluation of the Flexible Credit Line (FCL), the IMF's prime precautionary lending instrument since 2009 to which so far only three emerging market economies have subscribed: Mexico, Colombia and Poland. The authors consider both questions of selectivity and effectiveness: first, which factors explain the three FCL countries' participation in such arrangements? And second, to what extent have the FCL arrangements delivered on their promise of boosting market confidence in their respective users? Based on a probit analysis, they show that FCL selectivity can be explained by both demand- and supply-side factors. The probability of participation in the FCL was

greater in countries that experienced larger exchange market pressures prior to the creation of the instrument, that had lower bond spreads and inflation, that accounted for higher shares in US exports, and that exhibited a higher propensity of making political concessions to the US. Their estimation of the effects of the FCL uses the “synthetic control” methodology, a novel counterfactual approach. They find evidence for some but not spectacular beneficial effects on sovereign bond spreads and gross capital inflows in FCL countries. Overall, their results suggest that any economic stigma eligible countries still attach to entry into an FCL arrangement is unwarranted. Conversely, the apparent link of FCL participation with US interests may not be conducive to overcoming political stigma.

324. Economic importance of air transport and airport activities in Belgium – Report 2015, by S. Vennix, July 2017

The study assesses the economic importance of air transport and airport activities in Belgium in terms of value added, employment and investment over the 2013-2015 period. In 2015, air transport and airport activities generated € 6 billion in direct and indirect value added (i.e. 1.5 % of Belgian GDP) and employed around 62 500 people in full-time equivalents (FTEs) either directly or indirectly (1.5 % of domestic employment including the self-employed).

Brussels and Liège Airport remain the country's biggest airports, respectively in terms of passenger and cargo traffic. In the aftermath of the terrorist attacks in March 2016, the regional airports received part of Brussels' passenger traffic. All in all, Brussels recovered fairly quickly, especially freight traffic, but also passenger traffic resumed gradually to tie in with growth again since November 2016. Brussels and Liège were the fastest growing airports during the 2013-2015 period, respectively in terms of value added and employment. At Ostend Airport, these economic variables slumped in line with the trend in freight traffic volumes. Antwerp's growth rates went into the red as well, mainly under the influence of the difficulties faced by VLM Airlines. At Charleroi and Liège, the value added trend is downward, while that is not the case for employment. The smallest changes are recorded in Kortrijk.

325. Economic importance of the logistics sector in Belgium, by H. De Doncker, July 2017

The paper assesses the economic importance of the logistics sector in Belgium for the period 2010-2015 on the basis of data from the annual accounts submitted to the NBB's Central Balance Sheet Office.

In 2015, the logistics sector directly generated € 11.9 billion in value added and employed 134 000 full-time equivalents contributing 2.9 % of GDP and 3.3 % of domestic employment (expressed in full-time equivalents). The total economic importance of the logistics sector – i.e. including the indirect effects generated by the sector – came to 4.6 % of GDP and 5.4 % of domestic employment. If the definition of the sector is extended to include logistics activities outside the defined sector, the estimates for both percentages increase by more than half, to roughly 7.6 % of GDP and 8.0 % of domestic employment.

The analysis of the sector's economic importance is supplemented by an analysis from the social and financial point of view, presenting the findings relating to the social balance sheet, financial ratios, the NBB's financial health indicator, and credit risk based on the NBB's In-house Credit Assessment System.

326. Identifying the provisioning policies of Belgian banks, by E. Arbak, August 2017

Loan loss reserves make up an essential part of a bank's soundness and more generally its viability. An under-provisioned reserve account implies that capital ratios may overstate a bank's ability to absorb future losses. For this reason, both supervisory authorities and investors regularly assess the adequacy of the loan loss provisions alongside the more popular capital ratios. The aim of the paper is to identify what motivates the loss provisioning policies employed by Belgian banks, especially whether banks use provisioning to inter-temporally smooth their earnings or capital positions. Owing to the relatively long data series, the paper also investigates whether the introduction of the IAS 39 "incurred loss" accounting standard or the onset of the financial crisis in 2008/9 had any impact on the provisioning decisions. The results show that provisioning practices of Belgian banks have been rather tightly linked to future losses, although the relationship

weakened considerably after the introduction of the IAS 39 standard and, to a lesser extent, after the financial crisis. There is also evidence that Belgian banks might have used provisioning decisions to manage their current earnings and to some extent to signal future profitability, although the latter motive also appears to have weakened after the introduction of the IAS 39 standard.

327. The impact of the mortgage interest and capital deduction scheme on the Belgian mortgage market, by A. Hoebeeck, K. Inghelbrecht, September 2017

In 2005, mortgage interest, capital deductions and insurance premiums (MICPD) were assembled into one single tax deduction package to further stimulate home ownership in Belgium. Former research has shown that the MICPD did not raise the probability of becoming a home owner, due to its capitalisation into higher house prices. The objective of the paper is to investigate how the transmission of the capitalisation takes place. The analysis is based on data extracted from the Household Finance and Consumption Survey. The mortgage amount, the mortgage maturity, the interest rate and the house price are estimated simultaneously using a 3-SLS approach. The results suggest that the mortgage deduction does not result in more affordable housing by shortening the mortgage maturity. Most likely, the mortgage deduction results in larger amounts being borrowed, which in turn may indirectly push up house prices, the mortgage maturity and the interest rate as well. Although the estimation sample is rather small, these results suggest that the MICPD might be more beneficial for sellers and mortgage-granting institutions than for home owners.