



Brady's bananenschil

Auteur(s):

Brunia, N.
Scholtens, L.J.R.
Vakgroep Financiering, Rijksuniversiteit Groningen.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4253, pagina 356, 28 april 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

schuldpolitiek

De crisis in Ecuador laat zien dat het onderpand van Brady-bonds minder waard was dan gedacht. Brady-bonds blijken niet erg solide, zodat banken een flink risico lopen

Het komt ons inmiddels zo bekend voor: de economische problemen van een ontwikkelingsland, in dit geval Ecuador. Politieke strubbelingen, problemen in het bankwezen, misoogsten, hoge inflatie en financieringstekorten, een instortende munt, het imf stuurt een team. De crisis van Ecuador kenmerkt zich echter door één bijzonderheid die grote gevolgen kan hebben. Ecuador was namelijk het eerste land dat zijn plicht verzaakte inzake de rentebetalingen op zogenaamde 'Brady-bonds'. In dit artikel bespreken we deze Brady-bonds en onderzoeken we waarom het misging in Ecuador. De kern van de zaak is dat het onderpand van Brady-bonds minder waard is dan werd gedacht, waardoor internationale banken een fikse uitlijder maakten.

Brady-bonds

Brady-bonds zijn obligaties die dankzij de voormalige minister van Financiën in de VS, Nicholas Brady, in het leven zijn geroepen om de schuldenproblemen te mitigeren die stamden uit de eerste helft van de jaren tachtig. Het Brady-initiatief uit 1989 bestaat uit een kader waarbinnen obligaties gecreëerd worden op basis van onder andere commerciële bankschulden. De hoofdsom en een deel van de rentebetalingen van veel Brady-bonds hebben een onderpand. Dat zijn dertig-jars-obligaties zonder rentevergoeding van de Amerikaanse overheid of andere kwalitatief hoogwaardige activa. Daarmee werden de Brady-bonds aantrekkelijk voor buitenlandse financiers. Als het schuldenland in gebreke blijft, kunnen de beleggers het onderpand claimen bij de overheid van de vs als de oorspronkelijke looptijd van de Brady-bonds vervalft. Landen waarbij de internationale schuld op deze wijze geherstructureerd is, zijn onder andere Argentinië, Brazilië, Bulgarije, Costa Rica, Ecuador, Filippijnen, Marokko, Mexico, Nigeria, Polen en Uruguay. In de Brady-bonds is een levendige handel ontstaan, waarin bijvoorbeeld ook ABN-AMRO en ING actief zijn.

Bananenrepubliek?

Ecuador is een klein land met twaalf miljoen inwoners met een per capita inkomen van ongeveer 1.500 dollar. Het land staat vooral bekend om zijn bananen, maar de productie- en exportstructuur zijn - zeker voor zo'n arm land - verrassend gevarieerd. De economische prestaties zijn evenwel teleurstellend sinds de beginjaren tachtig. Ondanks pogingen tot structurele hervorming daalde het reële inkomen per hoofd van de bevolking. Een gevolg was dat Ecuador de schuld aan buitenlandse banken niet meer kon voldoen en haar rentebetalingen staakte. De regering die in 1992 aan de macht kwam wilde schoon schip maken. De nationale munteenheid (de *sucre*) werd fors gedevalueerd, handelstarieven werden verlaagd, men trad toe tot de wto en men sloot vrijhandelsverdragen met Colombia, Venezuela en Bolivia. In 1995 bereikte Ecuador een schuldherstructurering: de bestaande schuld en achterstallige rentebetalingen werden omgezet in Brady-bonds. Desalniettemin resteert een buitenlandse schuld van

zestien miljard dollar, waarmee Ecuador per capita de hoogste schuld kent in Latijns-Amerika.

De 'geboorte' van de Ecuadoriaanse financiële crisis dateert van 8 maart 1999. In de voorafgaande negen maanden waren al tien banken gesloten of onder staatstoezicht geplaatst toen de overheid op die dag besloot tot een 'bank holiday' van een week. Banktegoeden werden bevroren. Spaarders konden hun inleg niet terug krijgen, omdat de overheidsfondsen uitgeput waren. Het vertrouwen taande daarna snel. Op 28 augustus 1999 deelde het ministerie van Financiën mee dat ze de rentebetaling op één van de Brady-bonds niet kon overmaken. Dit confronteerde de houders ervan - meest internationale banken - met een volstrekt onverwacht verlies, omdat de Brady-bonds immers geconstrueerd waren opdat ze niet ten onder zouden gaan. Op 22 oktober werd medegedeeld dat het land niet in staat was om rentebetalingen op een internationale obligatielening te betalen.

Bananenschil

Het falen om de 44,5 miljoen dollar aan rente op *discount bonds* op 28 augustus te voldoen leidde tot het in gebreke blijven van Ecuador als debiteur. Dit type obligaties heeft renteloze obligaties van de US-Treasury als onderpand, alsmede een doorlopende rentegarantie voor twee couponbetalingen. Deze betalingen kunnen op verzoek van minstens 25 procent van de obligatiehouders geschieden door de Fed. In feitelijke zin is de ingebrekestelling dan opgeheven. De schuldverplichting zou dan zijn voldaan en Ecuador zou een jaar de tijd hebben gehad om weer orde op zaken te stellen. Dit was dan ook de reden dat Ecuador allereerst de rentebetaling op deze Brady-bonds

staakte. Echter, op de obligaties waarvan de termijn van interestbetaling reeds was verlopen en die geen onderpand hebben, bleef men rente betalen. Althans, tot 22 oktober 1999, toen de middelen en de wil bleken te ontbreken om de verplichtingen op deze obligatielening na te komen.

Curieus en interessant is dat het bestaan van een onderpand op de Brady-bonds, die gecreëerd was om ze aantrekkelijk te maken voor obligatiehouders, het juist waarschijnlijker maken dat de emittent in gebreke blijft in vergelijking met obligatieleningen zónder onderpand. In het eerste geval hebben de obligatiehouders immers nog de mogelijkheid het onderpand te gelde te maken. In het tweede geval wordt hun vordering minder waard. Bij de onderhavige Brady-bonds kan pas na zo'n 25 jaar een beroep gedaan worden op het onderpand. De contante waarde van het onderpand van de rentebetaling van 44,5 miljoen dollar bedraagt slechts tien miljoen dollar. Deze uitglijder was onvoorzien en onbedoeld.

Het geval Ecuador toont aan dat de gebezigde schuldenherstructurering zeker geen structurele oplossing vormt voor het schuldenvraagstuk. De Brady-bonds bleken gevoelig voor informatie-asymmetrie. Banken hebben destijds te gemakkelijk geleend aan Ecuador, dat de middelen niet efficiënt heeft weten aan te wenden. Door zich er onvoldoende van te vergewissen hoe de Ecuadorianen het geld gebruikten en door onvoldoende informatie over de feitelijke betaalcapaciteit van het land werden de banken verrast. Het onderpand bij de Brady-bonds suste de bankiers in slaap: "Maak je maar geen zorgen, met Brady-bonds gaat niks mis", zo was de stemming. Men gleed echter uit over de Ecuadoriaanse politiek die meende dat de obligatiehouders niet gedupeerd zouden worden als men zijn verplichtingen niet zou nakomen. Dat twee maanden later de economische situatie nog verder verslechterd was, waardoor er helemaal geen middelen meer waren om rente aan het buitenland te betalen, staat daar in eerste instantie los van.

Bankfalen

Waarom hebben de internationale bankiers zich door het onderpand in slaap laten sussen? Hiervoor zijn drie redenen aan te voeren. Het meest vanzelfsprekend lijkt dat door het beschikbaar stellen van onderpand de financiers veronderstelden dat het risico verminderde. Als de debiteur faalt kan de financier immers een deel van de vordering verhalen op het onderpand. De tweede reden wordt gevormd door de signaalfunctie. Als een geldvrager bereid is om onderpand te bieden aan de financier, acht deze diens aanvraag minder riskant dan overigens vergelijkbare projecten¹. De geldvrager geeft aldus immers meer zekerheden aan de geldgever. Ten derde kan onderpand helpen het risico van moreel gevaar te verminderen. Zo bemoedigt onderpand dat de geldvrager meer risico's gaat nemen dan in het oorspronkelijke contract is overeengekomen en prikkelt het de geldvrager zich optimaal in te spannen. Als de geldvrager dat laatste niet doet, verliest zij namelijk mogelijk het onderpand.

In het geval van Ecuador had het onderpand onvoldoende discriminerend vermogen. Onderpand alleen is blijkbaar niet bepalend: er zijn meerdere factoren die relevant zijn om geldvragers van elkaar te onderscheiden². Relevante factoren zijn bijvoorbeeld de grootte van de lening, de looptijd en de rentestelling. Normaliter zullen alleen de beste, dat wil zeggen de laagriskante, debiteuren in aanmerking komen voor lenen zonder onderpand. Dat het onderpand bij de Brady-bonds niet de beoogde functie heeft gehad, namelijk het verlagen van het risico, komt vooral doordat het onderpand hierbij een externe garantie is. Voor financiers lijkt dit aantrekkelijk, maar voor de geldvrager werkt het qua prikkelstructuur averechts. Het externe onderpand vergemakkelijkt namelijk het falen in vergelijking met het ontbreken van zo'n onderpand omdat de debiteur er niet door geraakt lijkt te worden. Waar een beroep op intern onderpand directe kosten met zich meebrengt voor de debiteur is dat bij een extern onderpand in veel mindere mate het geval. Banken waren eerder geneigd extern onderpand te aanvaarden, omdat buitenlands intern onderpand moeilijk te vinden is.

Besluit

Brady-bonds zijn ontwikkeld om de schuldenherstructurering van ontwikkelingslanden op gang te brengen. Alle betrokkenen, het IMF, de VS, de schuldenlanden en de internationale banken, hadden en hebben er belang bij dat financiering voortgang kan blijven vinden. In het Brady-initiatief is gekozen voor een extern onderpand, namelijk Amerikaanse staatsobligaties. De ervaring met Ecuador leert dat zo'n onderpand niet per sé leidt tot het voorkomen van wanbetaling, maar dat het mogelijkwerijs het niet nakomen van de betalingsverplichtingen juist aantrekkelijk maakt. Aldus vormt het externe onderpand een bananenschil waarover de internationale financiers kunnen uitglijden. Bij verdergaande herstructurering van schulden is het dan ook gewenst in ieder geval intern onderpand op te nemen in het financieringsarrangement

¹ H. Bester, Screening versus rationing in credit markets with imperfect information, *American Economic Review*, 1985, blz. 850-855.

² D. Besanko, A.V. Thakor, Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets, *International Economic Review*, 1987, blz. 671-689.