



De ene schuld is de andere niet

Auteur(s):

Houben, A.C.F.J.

De auteur is werkzaam bij de Nederlandsche Bank, afdeling Monetair economisch beleid. Met dank aan René Bierdrager en Levent Ulubas voor statistische steun.a.c.f.j.houben@dnb.nl**Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4384, pagina 824, 15 november 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

staatsleningen

Begrotingscriteria voor ontwikkelde landen zijn ongeschikt voor opkomende economieën.

Vijf jaar geleden was het internationale geldstelsel in de greep van de Azië-crisis. De mondiale financiële stabiliteit stond op het spel en moest worden beschermd met ongekend grote steunpakketten van het Internationaal Monetair Fonds (imf)¹. Uit de crisis werden lessen getrokken voor beleid dat is gericht op een financiële sector die solide is dankzij transparantie en hoge standaarden voor toezicht. Niettemin heeft de reeks crises in opkomende markten zich voortgezet, met hoogoplopende financiële spanningen in Turkije, Argentinië en nu ook Brazilië. Dit laatste crisisland is in september 2002 bijgestaan met het grootste imf-reddingspakket aller tijden, namelijk dertig miljard Amerikaanse dollars.

Deze ontwikkelingen roepen de vraag op of de private kapitaalverschaffers aan deze landen wel voldoende oog hadden voor de houdbaarheid van de schuldbouw voordat de recente crises ontstonden. De inschatting van schuldhoudbaarheid is echter ook cruciaal voor de officiële sector, die de beslissing om grootschalige steun te verlenen mede baseert op de inschatting of een land is getroffen door een liquiditeits- of door een solvabiliteitscrisis. Alleen in het eerste geval is deze steun gerechtvaardigd, omdat ruime steun dan duurzaam kan bijdragen aan meer gelijkmatige economische aanpassing, herstel van marktvertrouwen en minder financiële besmetting naar andere landen. De recente ervaringen in Argentinië illustreren dat verkeerde inschattingen enorm schadelijk kunnen zijn, in de eerste plaats voor het land zelf, maar ook voor de private geldschietters en voor de geloofwaardigheid van het internationale crisismanagement.

Limiet schuldquote

Een scherpe kijk op de houdbaarheid van de schuld van een land is dus essentieel bij het nemen van financieringsbeslissingen, zowel die van de particuliere als de officiële sector. In dit kader wordt vaak verwezen naar de schuldquote-limiet van zestig procent bbp, zoals bepaald in het Verdrag van Maastricht van de Europese Unie. De toenmalige imf-topeconoom Fischer, bijvoorbeeld, verwees hiernaar om aan te geven dat de Argentijnse schuldquote, die in juni 2001 ongeveer vijftig procent van het bbp bedroeg, in internationaal perspectief niet hoog was². In dit kader is het opmerkelijk dat alle crisislanden in opkomende markten op het moment dat de crisis uitbrak een schuldquote hadden die voldeed aan het Europese schuld criterium (zie [tabel 1](#)).

Tabel 1. Overheidsschuld en omvang imf-steun

	schuldquote vóór uitbraak crisis in % bbp	schuldquote na uitbraak crisis in % bbp	imf-steun (in \$ mrd) ^a	uitstaande leningen Nederlandse banken eind 2001 (in \$ mrd)
Mexico	35,8 (1994)	54,0 (1995)	18,3	4,5
Thailand	45,2 (1997/98)	55,9 (1998/99)	4,0	4,4
Korea	44,7 (1997)	57,4 (1998)	21,3	2,9
Indonesië	42,9 (1997/98)	74,9 (1998)	11,5	3,5
Brazilië	35,2 (1997)	43,4 (1998)	17,7	15,2
Rusland	52,5 (1997)	140,4 (1998)	4,5	2,8
Turkije	57,4 (2000)	93,3 (2001)	16,3	2,8
Argentinië	53,5 (2001)	118 (juli 2002)	20,9	2,7
Brazilië	53,3 (2001)	...	30,4	15,2

a. Toegezegde imf-steun bij goedkeuring aanpassingsprogramma.

Bron: bis, Quarterly Review, Basel, 2002; www.imf.org; imf, International financial statistics en Government finance yearbook, Washington, 2002.

Zijn de factoren die de schuldontwikkeling in de loop der tijd (schuldynamiek) bepalen eigenlijk wel vergelijkbaar tussen opkomende en

ontwikkelde economiën? Of zouden de budgettaire en schulddoelstellingen in de eerste groep landen aanzienlijk ambitieuzer moeten zijn?

Andere schulddynamiek

In beginsel zijn er verschillende redenen om aan te nemen dat het vermogen van opkomende markten om een bepaalde schuld te dragen structureel afwijkt van dat van ontwikkelde landen:

- » opkomende markten hebben een minder gediversificeerde productie en uitvoer, waardoor zij meer kwetsbaar zijn voor schokken in de ruilvoet en de externe vraag;
- » opkomende markten hebben doorgaans minder ontwikkelde financiële markten, wat het moeilijker maakt om binnenlandse besparingen te genereren ter dekking van een publieke of private financieringsbehoefte;
- » opkomende markten hebben vaak een minder brede belastinggrondslag en zwakke belastingadministratie, zodat het ook lastig is om een financieringsbehoefte met hogere belastinginning te dekken;
- » opkomende markten hebben veelal een slechte betaalgeschiedenis, waardoor onzekerheid over de toekomstige terugbetaalcapaciteit zich snel vertaalt in een beperking van internationale financiering.

Door deze factoren is het schuldbeheer in opkomende markten sterker aangewezen op financiering op korte termijn of tegen variabele rente, dan wel financiering via titels luidend in vreemde valuta. Dit maakt dat opkomende markten in financieel opzicht veel kwetsbaarder zijn dan ontwikkelde markten en suggereert dat zij minder schuld kunnen dragen. Onzekerheid over de mate waarin schuldverplichtingen zullen worden nagekomen leidt in deze landen immers sneller tot een hogere renteopslag en lagere wisselkoers, die de schuldenlast doen toenemen en daarmee de zorg om de schuldpositie versterken. De verraderlijke wisselwerking tussen enerzijds de schuldenlast en anderzijds de ontwikkelingen in de wisselkoers, rente en groei, inclusief de invloed die deze ontwikkelingen hebben op de verliezen in het bankwezen, komt duidelijk tot uiting in de opwaartse sprongen in de schuldquote voor en na de uitbraak van een financiële crisis (zie [tabel 1](#)).

Empirische toets

Om verschillen in financiële kwetsbaarheid en schulddynamiek in de praktijk te toetsen, kan worden gekeken naar de relatie tussen de schuldquote van een land en het rente-écart dat het land op de financiële markten moet betalen. Daarbij kan worden bezien of sprake is van een systematisch verschil tussen ontwikkelde en opkomende markten. Ofschoon de schuldquote slechts een partiële indicator is voor de houdbaarheid van schulden, biedt de combinatie met het rente-écart inzicht in twee hoofdelementen van de schulddynamiek van een land.

In dit kader is een dataset gebouwd met waarnemingen voor zestien opkomende markten en zestien ontwikkelde landen voor de jaren 1996, 1999 en 2000. Deze waarnemingen zijn niet vertekend door de crises in Mexico en Azië of de meer recente spanningen. Hierbij is het rente-écart berekend op grond van het verschil tussen de rente op tienjaars dollarobligaties van de opkomende markten en vergelijkbare Amerikaanse obligaties ³.

Uitkomsten

De uitkomsten zijn sprekend. De gemiddelde publieke schuldratio van opkomende markten verschilt van die van ontwikkelde economiën (61 procent bbp tegen 67 procent bbp). Daarnaast blijken opkomende markten een gemiddeld veel hogere risicopremie (634 tegen 28 basispunten) en een grotere gevoeligheid voor toenames in de schuldratio te hebben, zoals valt af te lezen van de hogere en steilere lijn in de grafiek. Het verband tussen de schuldquote en het rente-écart is bovendien significant binnen een betrouwbaarheidsinterval van 95 procent. Voor de groep ontwikkelde landen blijkt dit verband daarentegen niet significant te zijn ⁴.

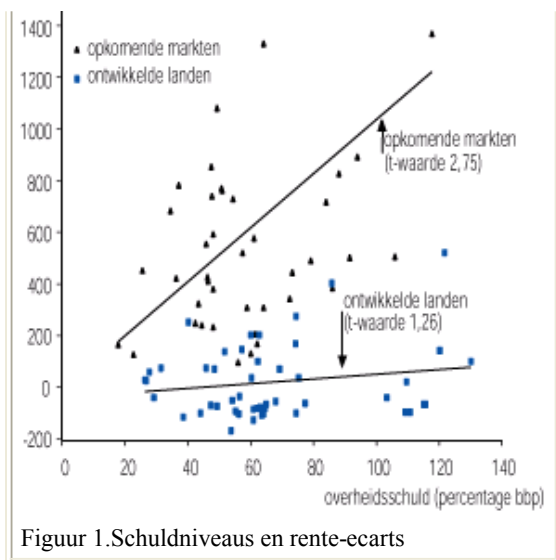
Resumerend zijn er drie conclusies te trekken. Ten eerste is de gemiddelde overheidsschuldquote in opkomende markten wat lager dan die in ontwikkelde landen, maar dit verschil is niet groot. Ten tweede betalen opkomende markten bij een gegeven schuldratio een veel hogere risico-opslag dan ontwikkelde landen. Ten derde ervaren opkomende markten bij een gegeven toename in de schuldquote een veel sterkere toename in hun renteverplichtingen dan ontwikkelde landen.

Conclusie

De hoofdboodschap is dat begrotingscriteria van ontwikkelde landen, zoals die in het Verdrag van Maastricht, ongeschikt zijn voor opkomende markten. Omdat opkomende landen financieel kwetsbaarder zijn, impliceert het streven naar een houdbare schulddynamiek dat de primaire overheidsrekening (dus exclusief rentebetalingen) substantieel sterker zal moeten zijn, en de publieke schuldquotes substantieel lager. Dit geldt vooral omdat de financiering voor korte looptijden, tegen een variabele rente dan wel in vreemde valuta, deze landen bijzonder kwetsbaar maakt voor zichzelf versterkende krachten: twijfels over schuldhoudbaarheid vertalen zich al snel in een hogere schuldenlast die de twijfels bevestigt. Om te voorkomen dat opkomende markten ook in de toekomst te vaak in betalingsproblemen komen, zal in de lopende beleidsbeoordeling van deze landen - door private én publieke partijen, in goede én slechte tijden - meer aandacht uit moeten gaan naar schuldhoudbaarheid en naar de eisen die dat stelt aan het begrotingsbeleid en het schuldbeheer.

[figuur 1](#)





1 Nederland draagt als lidstaat van het IMF en als crediteur indirect bij aan deze operaties. Daarnaast is het internationaal georiënteerde Nederlandse bankwezen, waarvan eind 2001 circa € 72 miljard in opkomende markten uitstond, meestal direct betrokken bij dergelijke financiële spanningen.

2 "After all, neither [Argentina's] public debt (at around 50 percent of gdp) nor the fiscal deficit (at around 2,5 percent of gdp) are particularly high by international standards - indeed both would satisfy the Maastricht criteria." Citaat uit speech van Fischer voor de Argentijnse vereniging van banken op 25 juni 2001.

3 De rente-écarts van ontwikkelde landen hebben betrekking op obligaties in eigen valuta en weerspiegelen dus ook wisselkoersrisico's.

4 De groep ontwikkelde landen is exclusief uitschieter Japan; wanneer dit land in de verzameling wordt opgenomen, neemt de significantie verder af en wordt het verband zelfs negatief.