



Gemiddeld inkomen, armoedig krediet

Auteur(s):

Engelberts, J.E.C.
Kooi, W.J.

Beide auteurs zijn werkzaam bij de Directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën. De auteurs danken Erik van Andel, Arjen van Gijssel, Robert Haffner, Clairette van der Lans en Wouter Raab voor hun commentaar.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4341, pagina 8, 4 januari 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

kapitaalmarkt

Een grote groep hoger-middeninkomenslanden heeft beperkt toegang tot de internationale kapitaalmarkt. Wie draagt hiervoor de verantwoordelijkheid?

Deregulering en liberalisering van kapitaalmarkten, zowel in ontwikkelde als in ontwikkelende en transitie-economieën, hebben er mede voor gezorgd dat het volume van grensoverschrijdende particuliere kapitaalstromen de afgelopen jaren sterk is gestegen. Helaas is het niet zo dat alle landen hier evenveel van hebben kunnen profiteren. Met name voor de meeste Afrikaanse landen blijft het moeilijk om toegang te krijgen tot de internationale kapitaalmarkt, terwijl de rijkere ontwikkelingslanden in Latijns Amerika en Azië recent hebben ondervonden dat particulier kapitaal gekenmerkt kan worden door een hoge mate van volatiliteit.

Parallel aan de hierboven beschreven ontwikkelingen op de kapitaalmarkt vindt er al enige tijd een discussie plaats - waaraan ook Nederland actief deelneemt - over de rol en het te voeren beleid van multilaterale financiële instellingen¹. De crisis in Azië en het daaropvolgende, volgens sommigen discutabele, ingrijpen door de multilaterale financiële instellingen heeft deze discussie omtrent de 'financiële architectuur' verder aangewakkerd. Het vorig jaar verschenen rapport van de commissie-Meltzer over de rol van internationale financiële instellingen aan het Amerikaanse Congres is hierbij een interessante katalysator gebleken. Een van de voorstellen van Meltzer is om de rol van multilaterale financiële instellingen in hogere-middeninkomenslanden sterk te reduceren.

Nederland

De Nederlandse bijdrage aan deze instellingen, zowel in financiële als bestuurlijke zin, maakt dat ook Nederland zijn positie moet bepalen in deze discussie. Een belangrijk uitgangspunt daarbij is dat het geld van de Nederlandse belastingbetaler dat besteed wordt aan ontwikkelingshulp doelmatig wordt ingezet. De opvatting van minister Herfkens dat alleen overheden in landen met een goed macro-economisch beleid en met een goed en integer bestuur voor hulp in aanmerking kunnen komen, is dan ook terecht.

In dit artikel proberen wij antwoord te geven op de vraag of hogere-middeninkomenslanden wel daadwerkelijk voldoende toegang hebben tot een stabiele stroom van langlopend buitenlands particulier kapitaal, en of er in dat kader een rol is weggelegd voor de multilaterale financiële instellingen. Om tot een antwoord te komen, zal eerst kort ingegaan worden op de context van het huidige debat, waarna zal worden stilgestaan bij de vraag wat nu eigenlijk een hoger-middeninkomensland is. Vervolgens zal gekeken worden naar een aantal indicatoren van (stabiele) markttoegang van een selecte groep hogere-middeninkomenslanden, zoals de omvang en volatiliteit van particuliere kapitaalstromen en de kredietkwalificaties ('credit ratings') op overheidspapier. Afsluitend zullen er enkele beleidsconclusies worden getrokken, zowel vanuit het oogpunt van de multilaterale instellingen als vanuit het hogere-middeninkomensland.

De kritiek van Meltzer

Meltzer pleit voor een gereduceerde rol van multilaterale ontwikkelingsinstellingen in met name hogere-middeninkomenslanden. De aanname is dat deze landen in staat zijn om zelf (structureel) voldoende te lenen op de internationale kapitaalmarkt, tegen acceptabele tarieven. Zo stelt Meltzer concreet voor dat landen met een inkomen tussen \$ 2500 en \$ 4000 per hoofd van de bevolking nog maar in beperkte mate aanspraak kunnen maken op leningen van de multilaterale ontwikkelingsbanken als de Wereldbank of de Aziatische Ontwikkelingsbank. Landen met een per capita inkomen hoger dan \$ 4000, dan wel met minimaal een investeringskwalificatie baa/bbb, zouden zelfs helemaal geen toegang meer moeten kunnen krijgen tot deze financieringsstroom.

Het idee om toegang tot multilaterale financiële steun strikt te koppelen aan het inkomen per capita kan verstrekkende gevolgen hebben voor de ontwikkeling van een aantal hogere-middeninkomenslanden. Dit geldt zeker indien deze landen onvoldoende toegang hebben tot een stabiele stroom van langlopend particulier kapitaal. Dit zou bijvoorbeeld kunnen resulteren in een situatie waarbij landen met een inkomen van meer dan \$ 4000 per capita niet in staat zijn om een financieel-economische terugslag op een sociale en maatschappelijk acceptabele wijze te pareren. Strikte naleving van de bovenstaande 'Meltzer-methodiek' zou tevens impliceren dat landen een zekere ontmoediging hebben om goed beleid te voeren dat tot een bbb-kwalificatie.

Wat zijn hogere-middeninkomenslanden?

Het debat over kapitaalstromen naar hogere middeninkomenslanden wordt vervuild doordat in vrijwel geen enkele studie deze groep duidelijk wordt afgebakend. Vrijwel altijd wordt deze groep meegenomen als deel van de groep 'ontwikkelande' of 'opkomende' landen. Ook Meltzer definieert niet expliciet wat hij verstaat onder (hogere) midden-inkomenslanden, maar legt een impliciete ondergrens bij \$ 4000 per hoofd van de bevolking. De Wereldbank is het enige instituut dat de groep hogere-middeninkomenslanden precies definieert en wel als landen met een inkomen per hoofd tussen \$ 2996 en \$ 9265 (gebaseerd op het bnp van het land in 1999). Conform deze definitie zijn er in totaal 38 hogere-middeninkomenslanden, van Panama tot en met Zuid-Korea. De landen in onze studie sluiten aan bij deze definitie en worden weergegeven in [tabel 1](#).

Tabel 1. De onderzochte groep hogere-middeninkomenslanden

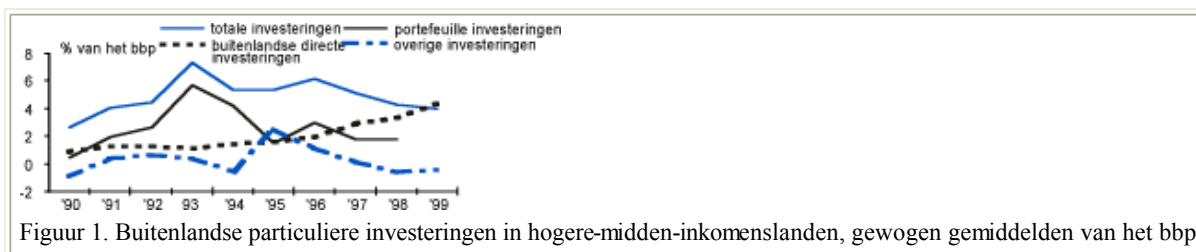
| regio | land | inkomen per hoofd \$ (1999) |
|------------------------|----------------|-----------------------------------|
| <i>Latijns Amerika</i> | | |
| 1 | Argentinië | 7600 |
| 2 | Uruguay | 5900 |
| 3 | Chili 4740 | |
| 4 | Brazilië | 4420 |
| 5 | Mexico | 4400 |
| 6 | Venezuela | 3670 |
| 7 | Panama | 3080 |
| <i>Oost-Europa</i> | | |
| 8 | Tsjechië | 5060 |
| 9 | Kroatië | 4580 |
| 10 | Hongarije | 4650 |
| 11 | Polen | 3960 |
| 12 | Slowakije | 3590 |
| 13 | Estland | 3480 |
| <i>overig</i> | | |
| 14 | Zuid-Korea | 8490 |
| 15 | Saoedi -Arabië | 6900 |
| 16 | Gabon | 3300 |
| 17 | Maleisië | 3400 |
| 18 | Botswana | 3240 |
| 19 | Libanon | 3700 |

Bron: World Development Report 1999-2000, World Bank, Washington, 2000.

Kapitaalstromen

Gerelateerd aan het bnp is de omvang van particuliere kapitaalstromen naar hogere-middeninkomenslanden relatief groot. In de jaren 1998 tot 2000 bedroeg de kapitaalstroom uit hoofde van effectenverkeer en directe buitenlandse investeringen naar de eurozone tweeënhalve tot drie procent van het bnp, tegen rond de vier procent bij de hogere-middeninkomenslanden. De eurozone is echter veel minder afhankelijk van buitenlands kapitaal dan deze landen, omdat de eurozone veel meer binnenlandse besparingen tot haar beschikking heeft. Bovendien is de genoemde tweeënhalve tot drie procent in de loop der jaren veel stabiel gebleken dan investeringen in hogere-middeninkomenslanden.

Bij ons onderzoek hebben we de particuliere kapitaalstromen opgedeeld naar portefeuille-investeringen, buitenlandse directe investeringen en overige investeringen. Uit [figuur 1](#) blijkt tevens dat buitenlandse directe investeringen de meest stabiele investeringsvorm zijn in hogere-middeninkomenslanden. Portefeuille- en overige investeringen zijn volatieler, terwijl er tegelijkertijd geen duidelijke trend aan kan worden toegekend. Ondanks het liberaliseringsproces in veel van deze landen valt op dat het totaal aan particuliere kapitaalstromen (in procenten van het bnp) naar hogere-middeninkomenslanden geen duidelijk stijgende tendens kent tussen 1990 en 1999.



Figuur 1. Buitenlandse particuliere investeringen in hogere-midden-inkomenslanden, gewogen gemiddelden van het bnp

Om ook op een lager aggregatieniveau de volatiliteit te onderzoeken, is in [tabel 2](#) daarom de relatieve verdeling van de volatiliteit naar investeringsvormen naar regio weergegeven. In alle drie de regio's blijkt de volatiliteit van buitenlandse directe investeringen inderdaad lager te liggen dan die van de andere investeringsvormen. De tabel bevestigt daarmee de bevindingen uit figuur 1. Wat verder opvalt in [tabel 2](#) is dat, tegen de gangbare perceptie in, effectenverkeer met Zuid-Korea en overige investeringen (waaronder bank-leningen) in Latijns Amerika ondanks diverse crises in de jaren negentig ten opzichte van andere regio's relatief stabiel zijn geweest.

Tabel 2. De onderzochte groep hogere-middeninkomenslanden

| investeringen: | alle | directe buitenl. | portefeuille | overige |
|-----------------|-----------|---------------------|--------------|-----------|
| alle landen | neutraal | zeer laag | zeer hoog | hoog |
| Latijns-Amerika | laag | zeer laag | zeer hoog | laag |
| Oost-Europab | hoog | zeer laag | zeer hoog | hoog |
| overigc | zeer hoog | zeer laag | neutraal | zeer hoog |

- De gerapporteerde volatiliteit is gecorrigeerd voor de aanwezige trend.
- De data voor Oost-Europa starten in 1995.
- Betreft Zuid-Korea voor alle investeringen en voor portefeuilleinvesteringen investeringen.

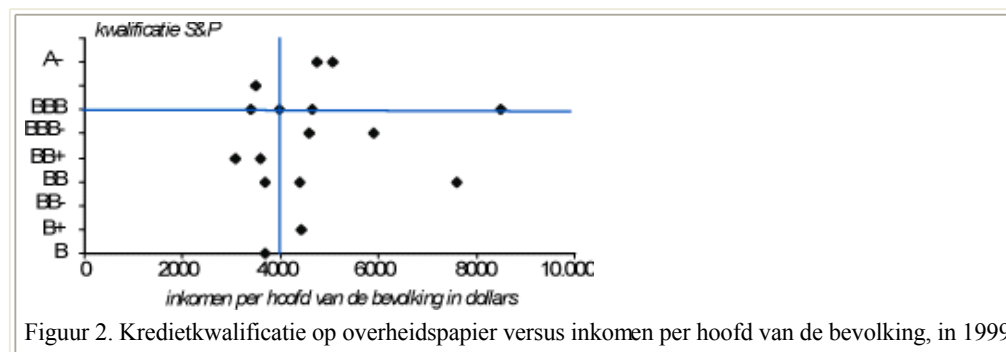
Uit ons onderzoek blijkt dat de totale stroom van particulier kapitaal naar hogere midden-inkomenslanden redelijk stabiel is, maar dat dit voornamelijk komt door de stabiele stroom van directe buitenlandse investeringen. In hoeverre deze financieringsvorm alléén voldoende is om in de financieringsbehoefte van hogere-middeninkomenslanden te voorzien, is echter twijfelachtig.

Kapitaalmarkttoegang

Een belangrijke indicator van markttoegang, waarop ook Meltzer wijst, is de kredietkwalificatie op overheidspapier. Bij landen met een hoge kwalificatie zullen investeerders een lagere risicoperceptie hebben dan bij landen met een lage kwalificatie. Daardoor zal de risicopremie, en daarmee de rente waartegen geleend wordt op de internationale kapitaalmarkt, lager uitvallen. In zijn algemeenheid wordt een bbb-kwalificatie door investeerders, zoals pensioenfondsen, gezien als de minimum kwalificatie om te investeren. De kredietkwalificatie van een particuliere onderneming ligt overigens nooit hoger dan die op overheidspapier in dat land. Er kan dus gesteld worden dat een bbb-kwalificatie ten minste nodig is om op grote schaal tegen aanvaardbare kosten structureel te kunnen lenen op de internationale kapitaalmarkt.

Het interessante aan de ideeën van Meltzer is dat hij er indirect vanuit gaat dat landen met een inkomen per hoofd van meer dan \$ 4000 per definitie een bbb-kwalificatie hebben. Uitgaande van onze groep van 19 hogere-middeninkomenslanden hebben wij gekeken in hoeverre deze stelling opgaat.

In [figuur 2](#) valt op dat in 1999 slechts zeven van de negentien landen een investeringskwalificatie of hoger hadden. Alle Latijns-Amerikaanse landen hebben een lagere kwalificatie, terwijl drie landen zelfs geen kwalificatie hebben. Minder dan de helft van de onderzochte hogere-middeninkomenslanden zou dus, volgens het investeringskwalificatie-criterium (bbb-kwalificatie), tegen aanvaardbare kosten voldoende toegang hebben tot de internationale kapitaalmarkt. Eveneens interessant is dat een hoger inkomen eerder samen lijkt te gaan met een lagere rating dan met een hogere. Dit verband is ook te zien voor andere jaren. Uitvoering van het voorstel van Meltzer zou dus betekenen dat een belangrijke groep hogere-middeninkomenslanden sowieso niet in aanmerking komt voor particulier kapitaal, noch voor multilateraal kapitaal, hetgeen onzes inziens onwenselijk is.



Figuur 2. Kredietkwalificatie op overheidspapier versus inkomen per hoofd van de bevolking, in 1999

Verantwoordelijkheid

Als de conclusie luidt dat een grote groep hogere-middeninkomenslanden niet structureel en niet tegen aanvaardbare kosten toegang heeft tot de internationale kapitaalmarkt, dan moeten en kunnen de multilaterale financiële instellingen een bijdrage leveren aan de oplossing van dat probleem. En welke verantwoordelijkheid hebben de hogere-middeninkomenslanden zelf?

Multilaterale financiële instellingen

Naarmate een land verder is in zijn economische ontwikkeling, neemt de noodzaak tot publieke buitenlandse financiering uiteraard af. Meltzer heeft gelijk dat de rol die internationale financiële instellingen kunnen, dan wel móeten, spelen in hogere-middeninkomenslanden als Argentinië en Hongarije anders is dan in de allerarmste ontwikkelingslanden als Cambodja en Angola². Omdat het bij multilaterale financiering uiteindelijk gaat om publieke middelen, moeten multilaterale interventies particuliere activiteiten in ieder geval niet verdringen of substitueren. De overheid moet aan de markt overlaten waar de markt zelf goed in is en wat de markt zelf kan aanbieden tegen maatschappelijk aanvaardbare kosten³. Een aantal internationale financiële instellingen kent daarom een zogenaamd graduatiebeleid: voor landen met een inkomen per capita boven een bepaalde grens wordt de mogelijkheid om te lenen afgebouwd⁴. Voor een deel wordt dus al rekening gehouden met de ideeën van Meltzer. In de financiële-architectuurdiscussie wordt echter, zeker door Meltzer, te weinig aandacht gegeven aan de vraag of deze landen vervolgens wel toegang tot de internationale kapitaalmarkt hebben.

Een terrein waar Wereldbank en imf hun werkzaamheden nog verder uit zouden kunnen uitbouwen betreft het verlenen van technische

assistentie, bijvoorbeeld bij het opzetten van goedwerkende instituties in de financiële sector en bij het opstellen van macro-economische analyses. Dergelijke versterking van economische structuren is de beste verdedigingslinie bij crisis-preventie.

Hogere-middeninkomenslanden

De belangrijkste verantwoordelijkheid om in de kapitaalbehoefte van hogere-middeninkomenslanden te voorzien ligt echter niet bij de multilaterale instellingen, maar bij de ontvangende landen zelf. Een gezond macro-economisch beleid, politieke stabiliteit, integer bestuur, een zeker niveau van institutionele ontwikkeling, waaronder een efficiënt en transparant financieel systeem, en een gecontroleerde opening van de kapitaalrekening zijn noodzakelijke elementen om meer buitenlands kapitaal aan te trekken. Tezamen vormen zij de essentiële fundamenten waarop buitenlands particulier kapitaal, naast binnenlandse financieringsbronnen en eventuele multilaterale financiering, efficiënt en effectief kan renderen. Multilaterale instellingen kunnen enkel de noodzakelijke bouwstenen aandragen voor een stabiel en duurzaam ontwikkelingsniveau, door leningen te verschaffen en door technische assistentie te verlenen. Niets draagt echter meer bij aan ontwikkeling dan goed binnenlands beleid

1 Zoals de Wereldbank, de regionale ontwikkelingsbanken en het IMF.

2 Dit is ook recent nog onderkend door het zogenaamde Development Committee tijdens de Voorjaarsvergadering van IMF en Wereldbank, april 2001.

3 Overigens zijn er ook nog andere dan puur financiële argumenten waarom multilaterale instellingen werkzaam zouden moeten blijven in landen als Maleisië, Botswana of Chili. Te denken valt aan de strikte normen die verbonden zijn aan multilaterale leningen als het gaat om de effecten van een bepaald project op het milieu, of als het gaat om het stimuleren van het naleven van ILO-arbeidsnormen.

4 De Wereldbank heeft momenteel een grens bij een inkomen per capita van \$ 5225, de Aziatische Ontwikkelingsbank bij \$ 5445. Andere instellingen als het IMF, de Inter-Amerikaanse Ontwikkelingsbank en de Afrikaanse Ontwikkelingsbank kennen geen grens.