

Internationale kredietwaardigheid

De analyse van de kredietverlening aan schuldenlanden is eenzijdig gericht op het gedrag van de kredietvragers. Het gedrag van de aanbieders van kapitaal is echter zeker zo interessant, en staat in dit artikel centraal. Uit de resultaten van een dwarsdoorsnede-onderzoek blijkt een zeker verband tussen aanbodbepalende factoren en de toegang van 111 landen in 1986 tot de internationale kapitaalmarkt. De auteurs pleiten voor een op schuldverlichting gerichte strategie als mogelijke oplossing voor de schulden crisis, bij voorkeur via een toeneming van de ontwikkelingshulp.

DRS. P.A.G. VAN BERGEIJK – DRS. R. LENSINK*

In de gangbare analyse van de schulden crisis staan de debiteuren landen centraal. De aandacht richt zich voornamelijk op de (on)mogelijkheid van de ontwikkelingslanden om aan de door hen aangegane verplichtingen jegens de westerse crediteuren te voldoen. Er is tamelijk veel onderzoek verricht naar de kapitaalvereisten van derde-wereldlanden¹ en de condities waaronder het voor schuldenlanden voordeliger is om hun schuld te verwerpen². Ook mogelijke beleidsaanpassingen die de kredietwaardigheid van de schuldenlanden zouden moeten verbeteren, althans de schuldenlast van deze landen zouden moeten verlagen, hebben veel aandacht gekregen.

Het gedrag van de aanbieders van kapitaal komt daar-entegen zelden volledig aan bod. Het lijkt echter ongepast om de schuld voor het ontstaan van de schulden crisis uitsluitend bij de vragers op de internationale kapitaalmarkt te leggen. Het onvermogen van de schuldenlanden om te lenen op de internationale kapitaalmarkt vindt immers zijn spiegelbeeld in de weigerachtigheid van de aanbieders om internationaal kapitaal te verschaffen. Kredietwaardigheidsanalyse lijkt er vaak op neer te komen dat men vaststelt dat een land dat geld nodig heeft niet kredietwaardig is en dus geen lening moet krijgen òf dat landen die geen geld nodig hebben krediet kunnen krijgen.

Ondanks belangrijke en vaak pijnlijke beleidswijzigingen in de belangrijkste schuldenlanden, heeft het eerste lustrium van de schulden crisis geen terugkeer tot het normale patroon van positieve overdrachten aan de derde wereld te zien gegeven³; zie tabel 1. Naast de voortdurende daling van de particuliere kredietverstrekking kan bovendien een scherpe daling van het aantal actieve crediteuren worden gesignaleerd. Ten slotte kan worden gesteld dat het lange-termijnkarakter van de kredietrelatie tussen verschaffer en ontvanger van lang kapitaal waarschijnlijk door beide marktpartijen is geschonden. De schuldenlanden zijn schuldendienstverplichtingen niet altijd nagekomen. De banken hebben in voorkomende gevallen problemen voor *bona fide* cliënten opgeroepen door verlenging van wentelkrediet te weigeren.

Tabel 1. Kapitaalstromen en renteverplichtingen van derde-wereldlanden, in miljarden US dollars

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ^a
Netto kapitaalstromen	67	52	43	33	26	16	16
Rentebetalingen	-49	-47	-53	-56	-55	-54	-59
Netto transfer	18	5	-10	-23	-29	-38	-43

a. Schatting.
Bron: Wereldbank, *World debt tables*, 1988-89, Washington, 1988.

De relatieve veronachtzaming van de rol van de kapitaalverschaffers valt niet alleen te betreuren in het kader van de analyse van de gebeurtenissen die achter ons liggen. Juist bij het zoeken naar oplossingen voor het schuldenprobleem kan de voorgestelde accentverschuiving verhelderend werken. Een voorbeeld moge dit verduidelijken. Tot nu toe is empirisch onderzoek gericht geweest op het verklaren en voorspellen van herstructureringen en betalingsproblemen voor derde-wereldlanden⁴. De hier voorgestelde aanpak onderzoekt de toegang tot de internatio-

* De auteurs zijn verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen en de Stichting International Development Economics te Groningen. Zij danken drs. C.W. Eitjes, prof. C.J. Jepma en dr. G. Lanjouw voor nuttig commentaar op een eerdere versie.

1. Een recent overzicht is R. Lensink en P.A.G. van Bergeijk, *Private capital flows in sarum: the world model approach to developing countries' capital requirements*, *Development & Security*, Groningen, 1989, blz. 4-7.

2. Zie bij voorbeeld V.P. Crawford, *International lending, long-term credit relationships and dynamic contract theory*, Princeton Studies in International Finance, no. 59, Princeton, 1987 en D.E. Hojman, *Why the Latin American countries will never form a debtor's cartel*, *Kyklos*, 1987, blz. 198-218.

3. Kapitaalstromen richting derde wereld zijn wel positief, maar dienen voor een belangrijk gedeelte slechts ter financiering van interestverplichtingen.

4. Een voorbeeld is K.G. Saini en P.S. Bates, *A survey of the quantitative approaches to country risk analysis*, *Journal of Banking and Finance*, 1984, blz. 341-356.

nale kapitaalmarkt voor deze landen. De vraag die men stelt luidt dan niet meer: "Waarom kan het schuldenland niet meer aan de verplichting voldoen?", maar "Wanneer biedt de particuliere kapitaalverschaffer (weer) aan?". In dit artikel wordt met behulp van logit-schattingen getracht te komen tot een identificatie van de factoren die bepalend zijn voor de toegang van landen tot de internationale kapitaalmarkt.

Kredietrelaties op lange termijn

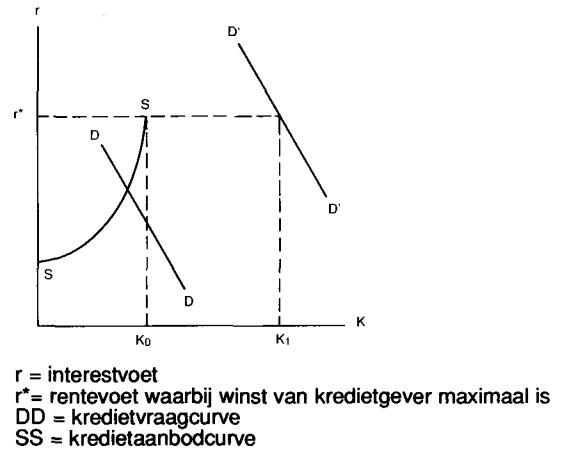
Het naleven van overeenkomsten tussen subjecten uit verschillende landen is moeilijk af te dwingen. Hierdoor zijn bij voorbeeld de besteding van ontwikkelingsgelden conform het door de donor gestelde doel, het terugbetalen van internationaal krediet of het eigendomsrecht in geval van buitenlandse investeringen met een ruime mate van onzekerheid omgeven. Dit bemoeilijkt het beschikbaar stellen van buitenlands kapitaal; of dit nu, strikt juridisch, risicodragend is of niet doet niet zo zeer ter zake. Steeds moet door de kapitaalverschaffer een afweging worden gemaakt of additionele kapitaalverstrekking zal leiden tot een aantasting van zijn vordering. Het verbreken van de kredietverlening leidt direct tot verlies van de vordering. Voortzetting leidt echter tot een lange-termijnverlies doordat het impliciete dreigement van verminderde toegang tot internationaal krediet minder geloofwaardig wordt. Hierdoor zou verdere verstrekking van kapitaal gepaard kunnen gaan met ongunstige risicoselectie.

Volgens de traditionele neo-klassieke theorie wordt de markt voor krediet altijd geruimd door de interestvoet⁵. De interestvoet, de prijs van krediet, wordt zo flexibel verondersteld dat de vraag naar en het aanbod van krediet in evenwicht worden gebracht. Dit impliceert dat vragers naar en aanbieders van krediet hun wensen volledig kunnen realiseren. Een vraag- of aanbodoverschot van krediet leidt tot een onmiddellijke aanpassing van de interestvoet waardoor het neo-klassieke model geen situaties van kredietrantsoenering kan verklaren.

Eaton en Gersovitz hebben echter empirisch aangetoond dat de markt voor krediet vaak niet in evenwicht is⁶. Op basis van een schatting van zowel vraag naar als aanbod van krediet concluderen zij dat in tachtig procent van de door hen onderzochte gevallen de verhandelde omvang van krediet bepaald wordt door het aanbod. Hun studie is gebaseerd op gegevens uit het begin van de jaren zeventig en kan derhalve niet rechtstreeks worden toegepast op de actuele situatie op de kredietmarkt. Gezien het gedrag van banken na het uitbreken van de schulden crisis is het echter aannemelijk om te veronderstellen dat het percentage van de gevallen, waarin de gerealiseerde omvang van krediet bepaald wordt door het aanbod, ook nu nog in dezelfde orde van grootte ligt. Het is wel duidelijk dat de conclusies, die af te leiden zijn uit het neo-klassieke model met flexibele interestvoeten, niet overeenkomen met de waargenomen feiten.

Vanuit (nieuw-)keynesiaanse hoek is door Stiglitz en Weiss een model ontwikkeld dat een betere verklaring geeft van de situatie op de kredietmarkt⁷. Het marktevenwicht kan gekarakteriseerd worden door kredietrantsoenering. In een situatie van onzekerheid kan de interestvoet niet worden gezien als een conventionele prijs die weergeeft hoeveel eenheden van het ene goed opgegeven moeten worden voor het verkrijgen van één eenheid van het andere goed. De contractuele interestverplichting is een afspraak om in de toekomst te betalen. Deze afspraak wordt echter niet altijd nagekomen. Bovendien zal de kans op verbreking van de afspraak stijgen naarmate een hogere interestvoet gevraagd wordt. Een hogere interestvoet

Figuur. Kredietrantsoenering met betrekking tot bankleningen aan het zuiden



leidt tot een voor de kredietgever minder gunstige samenstelling van de groep van kredietnemers. In de eerste plaats zullen kredietnemers die bereid zijn een hogere interestvoet te betalen veelal risiconemers zijn. De projecten die dergelijke individuen of landen ondernemen worden gekenmerkt door een hoge opbrengst in geval van slagen, gecombineerd met een grote kans op mislukking. Ten tweede kan de bereidheid om een hogere interestvoet te betalen een indicatie zijn voor een (te) optimistische visie op de slagingskans van een project. Ten slotte bestaan er kredietnemers die, onafhankelijk van de interestvoet, niet bereid zijn de lening terug te betalen. Voor deze laatste groep is de rentestand zelfs nimmer prohibitief.

Anderzijds kan een hogere interestvoet de *individuele* kredietnemers prikkelen tot het volgen van strategieën met een hoger risico. Hogere kosten van kapitaal leiden immers alleen dan tot gelijke winsten indien de opbrengsten eveneens stijgen. Dit impliceert veelal dat er projecten met hogere risico's ondernomen moeten worden.

De ongunstige risicoselectie en de verkeerde prikkel die uitgaat van hogere rente leiden ertoe dat een stijging van de interestvoet, boven een bepaalde kritische grens, een daling van de verwachte opbrengst van krediet met zich meebrengt. Onder de veronderstelling van kredietrantsoenering kan de volgende grafische weergave van het model van Stiglitz en Weiss voor bankleningen aan ontwikkelingslanden worden gegeven.

Een stijging van de interestvoet leidt in de figuur tot een aanbodstijging totdat de waarde r^* is bereikt. Banken zijn niet bereid om kredietverlening tegen een hogere rente aan te gaan (ondanks het bestaan van een vraagoverschot), omdat een toeneming van de rentevoet boven r^* het risico van een lening doet toenemen. De maximale hoeveelheid krediet die banken aanbieden is K_0 . Indien de kredietwaardigheid van het schuldenland verslechtert zal de aanbodcurve naar links verschuiven.

5. Zie bij voorbeeld: K. Inoue en M. Nukaga, Determinants of conditions in the international bank lending market, in: H.J. Krümmel (red.), *Internationales Bankgeschäft*, (Beihefte zu Kredit und Kapital, hoofdstuk 8), Berlin, 1985, blz. 237-249.

6. J. Eaton en M. Gersovitz, *Poor-country borrowing in private financial markets and the repudiation issue*, Princeton Studies in International Finance, no. 47, Princeton, juni 1981.

7. J.E. Stiglitz en A. Weiss, Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, 1981, blz. 393-410, en van dezelfde auteurs: *Banks as social accountants and screening devices for the allocation of credit*, NBER working paper, no. 2710, 1988.

De vraag naar krediet wordt weergegeven door de DD-curve. De vraag daalt naarmate de interestvoet stijgt. De 'normale' neo-klassieke situatie doet zich voor bij de getekende curve DD. Hier scheidt het marktmechanisme gelijkheid van vraag en aanbod. Het marktevenwicht wordt voor de hoger liggende curve D'D' echter gekenmerkt door kredietrantsoenering. Banken bieden K_0 aan terwijl ontwikkelingslanden K_1 vragen. Het aanpassingsmechanisme, dat nodig is voor het in evenwicht brengen van de kredietmarkt, bestaat uit hoeveelheidsaanpassingen.

Een aantal institutionele factoren draagt ertoe bij dat banken eerder zullen overgaan tot hoeveelheidsrantsoenering dan tot renteverhoging. In het algemeen moet voor slechte risico's een voorziening worden aangehouden. Het is, mede gezien de hoogte van de nog steeds oplopende kortingspercentages op de markt voor tweedehands schulden, zeer onwaarschijnlijk dat de renteopbrengst van additionele kredietverstrekking aan problemlanden opweegt tegen het feit dat deze additionele kredietverlening tot een even grote verplichte opbouw van de reserves leidt.

Onderzoek naar kredietwaardigheid

In de literatuur over economische groei van ontwikkelingslanden wordt het belang van bankleningen benadrukt. Het 'two gap'-model vormt hierbij het gebruikelijke analysemiddel⁸. In dit model wordt de economische groei van een land door twee factoren beperkt. Enerzijds kan een tekort aan binnenlandse besparingen de geplande groei beperken. Buitenlands kapitaal moet in dit geval het verschil tussen de gewenste investeringen en de binnenlandse besparingen opvangen. Anderzijds kan de groei beperkt worden door een te lage import. De groei is immers in veel ontwikkelingslanden in grote mate afhankelijk van geïmporteerde kapitaalgoederen. Indien de export onvoldoende deviezen oplevert om de noodzakelijke import te financieren ontstaat er onafhankelijk van de spaarrestrictie een deviezentekort.

De 'gap'-benadering stimuleerde veel onderzoek naar de kredietwaardigheid van ontwikkelingslanden op de lange termijn⁹. Vele auteurs beschouwden het spaartekort als de effectieve restrictie op de groei. De nadruk lag daarom veelal op de invloed van buitenlandse leningen op de totale investeringen. Op basis van het simpele Harrod-Domar-model met vaste technische coëfficiënten werd geconcludeerd dat een land geen betalingsproblemen ondervindt zolang de marginale opbrengst op investeringen groter is dan de reële interestvoet¹⁰.

In tegenstelling tot de studies die gebruik maken van een model met vaste technische coëfficiënten houdt Takagi expliciet rekening met het feit dat binnenlandse besparingen negatief beïnvloed kunnen worden door een instroom van kapitaal indien een gedeelte van de buitenlandse leningen gebruikt wordt voor verhoging van de binnenlandse consumptie. De efficiëntie van investeringen is dan geen voldoende garantie meer voor het uitblijven van solvabiliteitsproblemen¹¹.

Eaton en Taylor benadrukken de beschikbaarheid van deviezen als beperkende factor van de groei van de produktie. Een land wordt als solvabel beschouwd zolang de groei van de export groter is dan de reële interestvoet¹².

Ten slotte is de solvabiliteit van ontwikkelingslanden onderzocht voor situaties waarbij de buitenlandse leningen expliciet verricht worden door de overheid. Men benadrukt dat de solvabiliteit van een land in belangrijke mate beïnvloed wordt door de mogelijkheid van de overheid om belastingen te heffen¹³.

Naar de kredietwaardigheid van ontwikkelingslanden zijn veel op de praktijk gerichte empirische studies verricht.

Saini en Bates geven een overzicht¹⁴. In het algemeen wordt bekeken onder welke omstandigheden herstructurering optreedt. De volgende significante indicatoren werden onder andere gevonden¹⁵: de schuldendienstverplichting, de verhouding tussen import en reserves, de schuld/bbp-verhouding, de schuld/export-verhouding, de omvang van de bevolking, het inflatiepercentage, de investeringen en het inkomen per hoofd van de bevolking.

In tegenstelling tot de grote hoeveelheid studies waarin het gedrag van de debiteur centraal staat is er weinig onderzoek verricht naar het gedrag van de crediteuren. Het is echter niet overdreven om te stellen dat er in de jaren tachtig sprake is van kredietrantsoering en dat het gedrag van de crediteuren een bepalende invloed heeft op de hoeveelheid krediet die ontwikkelingslanden ontvangen. De studies die het gedrag van de crediteur centraal stellen leggen de nadruk op het verklaren van de hoogte van de 'spread' boven de 'London inter bank offered rate'¹⁶. In deze studies wordt ervan uitgegaan dat banken als reactie op een hoger risico de 'spread' zullen verhogen. Het probleem is echter dat banken in het algemeen, mede als gevolg van institutionele factoren, als reactie op een verhoogd risico niet slechts de 'spread' zullen aanpassen maar eveneens zullen overgaan tot kredietrantsoenering. Er zijn bovendien indicaties dat rechtstreekse kredietrantsoering veel belangrijker is dan aanpassingen van de 'spread'. Zo concluderen Inoue en Nukaga bij voorbeeld dat, in tegenstelling tot wat algemeen verwacht werd, de 'spread' over de Libor en het kredietvolume in 1983 en 1984 sterk daalden¹⁷.

Het gedrag van de aanbieders

In ons artikel staat het gedrag van de kredietverschaffer centraal. Het doel is dan ook het destilleren van factoren die van invloed zijn op de *toegang* van landen tot de internationale kapitaalmarkt. Als indicator voor deze toegang wordt gekeken of het desbetreffende land in 1985 fondsen op de Eurovaluta-kapitaalmarkt kon werven¹⁸. Indien een land fondsen verkreeg op de Eurovalutamarkt wordt geconcludeerd dat er geen sprake was van kredietrantsoenering. Hierbij speelt het probleem dat ook landen die wel toegang hadden tot de internationale kapitaalmarkt gerantsoeneerd kunnen zijn, indien zij minder krediet ontvingen dan zij wensten. Anderzijds wordt aangenomen dat een land dat geen fondsen kan verwerven op de Eurovaluta-kapitaalmarkt geen toegang heeft tot de internationale kapitaalmarkt. Het probleem dat er landen zijn die geen krediet opnamen, ofschoon zij dit wel gekund zouden hebben,

8. H.B. Chenery en A.N. Strout, Foreign assistance and economic development, *American Economic Review*, 1966, blz. 679-733.

9. Enkele overzichtsartikelen over dit onderwerp zijn: D. McDonald, *Debt capacity and developing country borrowing; a survey of literature*, IMF staff papers, 1982, blz. 603-646 en J. Eaton and L. Taylor, *Developing country finance and debt*, *Journal of Development Economics*, jg. 22, 1986, blz. 209-265.

10. H. Kharas, The long-run credit worthiness of developing countries: theory and practice, *Quarterly Journal of Economics*, 1984, blz. 415-439.

11. Y. Takagi, *Aid and debt problems in less developed countries*, Oxford Economic Papers, 1981, blz. 323-337.

12. Eaton en Taylor, op. cit., blz. 218.

13. Zie J. Sachs, *Theoretical issues in international borrowing*, Princeton Studies in International Finance, 54, Princeton, 1984.

14. Saini en Bates, op. cit., blz. 343-348.

15. Eaton en Taylor, op. cit., blz. 232.

16. McDonald, op. cit., geeft een overzicht van deze studies.

17. K. Inoue en M. Nukaga, op. cit., blz. 237.

18. OESO, *Financial Statistics Monthly*, december 1987, tabel S.2. Indien geen bedrag werd vermeld of landen niet in de tabel waren opgenomen werd geconcludeerd dat geen krediet was verkregen.

Tabel 2. Resultaten van de logit-schatting naar de toegang van 111 landen tot de internationale kapitaalmarkt in 1986

	(1)	(2)	(3)	(4)
Aantal waarnemingen	108	108	111	111
Nettoschuld/bbp	-2,33 (-1,29)	-1,61 ^b (-2,16)	-2,42 (-1,40)	-1,60 ^c (-2,18)
Brutoschuld/bbp	0,70 (0,43)		0,82 (0,52)	
Brutoschuld/export	0,01 (0,25)	0,01 (0,28)		
Bbp per hoofd	0,74 ^c (3,20)	0,75 ^c (3,43)	0,73 ^c (3,39)	0,75 ^c (3,45)
Constante	-1,08 ^a (-1,74)	-1,00 ^a (-1,77)	-1,08 ^a (-1,88)	-0,99 ^a (-1,83)
F-ratio	10,7	14,3	15,1	22,6

T-waarden tussen haakjes. a. Significant op 90%-niveau. b. Significant op 95%-niveau. c. Significant op 99%-niveau

lijkt minder relevant. Een en ander werd gecorrigeerd voor landen die in 1985 onderhevig waren aan herstructureringen¹⁹. De leningen die verstrekt worden aan landen met herstructureringen zijn immers vaak gedwongen leningen. Een uitspraak over de bereidheid van banken om leningen te verstrekken aan ontwikkelingslanden kan beter gedaan worden op basis van de vrijwillige leningen. Overigens had deze correctie slechts betrekking op Argentinië en Ecuador terwijl bovendien de kwaliteit van de voorspellingen van het model door de correctie niet werd aangetast.

De te verklaren binaire variabele die de toegang tot de internationale kapitaalmarkt weergeeft krijgt de waarde 1 indien een land toegang heeft tot de internationale kapitaalmarkt en 0 indien een land geen toegang heeft. Vervolgens wordt met behulp van een logit-analyse een schatting gemaakt van de empirische significantie van een aantal theoretisch mogelijke verklarende variabelen²⁰. Daarna kan de kans worden berekend dat een land toegang heeft tot de internationale kapitaalmarkt. Indien de kans groter is dan 0,5 voorspelt het model dat het land toegang heeft tot de internationale kapitaalmarkt.

In de schattingsprocedure wordt gebruik gemaakt van een dwarsdoorsnede-onderzoek voor de groep van 111 landen waarvoor gegevens beschikbaar waren. Van deze groep hadden 36 landen in 1986 toegang tot de internationale kredietmarkt. Het gaat hierbij om een grote verscheidenheid. OESO-leden, het Oostblok, Aziatische NIC's, de grote schuldenlanden en arme ontwikkelingslanden zijn in het gegevensbestand opgenomen. De verklarende variabelen hebben betrekking op gegevens uit 1985, het recentste jaar waarvan voor alle verklarende variabelen data beschikbaar waren²¹. De indicator voor de te verklaren variabele, fondsen verworven op de Eurovaluta-kapitaalmarkt, heeft echter betrekking op 1986, aangezien gegevens die gebruikt worden bij beslissingen ten aanzien van het verstrekken van internationale leningen gebaseerd zullen zijn op de analyse van de beschikbare historische gegevens.

Indien men het gedrag van aanbieders op de internationale kapitaalmarkt wil verklaren moeten kredietwaardigheidsindicatoren centraal staan. Vraagbepalende factoren, zoals de lopende rekening, de handelsbalans of de op korte termijn vervallende particuliere schuld, zijn dan minder geschikt als verklarende variabelen. Een aantal traditionele kredietwaardigheidsindicatoren wordt hier op empirische relevantie getest. Een probleem daarbij is de definitie van de schuldpositie van de (potentiële) kredietnemer. Gekozen kan worden tussen bruto-schuld en netto-schuld. Met het eerste begrip wordt het geheel van de buitenlandse vorderingen op de kredietvrager bedoeld. De netto-schuld is de bruto-schuld gecorrigeerd voor de vorderingen van de

kredietvrager op het buitenland. De bruto-schuld is relevant indien men zich op het juridisch correcte standpunt stelt dat de vorderingen van een land geen basis vormen voor verrekening indien schuldverplichtingen van ingezetenen van dit land aan het buitenland niet of slechts gedeeltelijk worden voldaan. De netto-schuld is echter in economische zin relevanter, omdat deze de correcte indicator is voor de zwaarte van de schuld van het land, dat is de netto-interestlast. Een probleem bij het gebruik van netto-schuld cijfers is dat de huidige informatiesystemen nog geen gegevens verstrekken over de netto-schulden van landen, zodat men zelf schattingen van de netto-schuld cijfers moet construeren²². Vaak wordt de schuld gerelateerd aan de exportopbrengst. In dat geval is de bruto-schuld de correcte grootheid om als teller van de schuld/export-ratio te dienen: de netto-schuld zou immers gerelateerd moeten worden aan de netto-stroom van goederen en diensten.

Empirische resultaten

De empirische resultaten zijn samengevat in tabel 2. Verticaal kunnen steeds de geschatte coëfficiënten en een aantal relevante toetsgrootheden worden afgelezen. Een positieve coëfficiënt geeft aan dat een toeneming van de desbetreffende variabele leidt tot een toeneming van de kans op toegang tot de internationale kapitaalmarkt. Aangezien de te verklaren variabele een binaire grootheid is zegt een traditionele maatstaf als de correlatiecoëfficiënt weinig²³. In het algemeen verklaart het model bevredigend: in ruim 75% van de gevallen wordt de uitkomst correct voorspeld. De F-toets is steeds significant.

Het *bbp* per hoofd van de bevolking is steeds significant op 99 procentniveau²⁴: de economische ontwikkeling blijkt een belangrijke bepalende factor voor toegang tot de internationale kapitaalmarkt. Een toeneming van het *bbp* per hoofd van de bevolking met 10 procent leidt voor het gemiddelde geval tot een stijging met ruim 2 procentpunten van de kans op toegang tot de internationale kapitaalmarkt (dat is een toeneming van ongeveer 10% ten opzichte van de gemiddelde kans). De traditionele kredietwaardigheidsindicatoren die zijn gebaseerd op de schuldpositie van de kredietvrager doen het minder goed. In schatting (1) is de 'beste' coëfficiënt (van de netto-schuld/*bbp* ratio) eerst significant op 80 procentniveau. De andere coëfficiënten hebben bovendien het verkeerde teken. De schattingen (2)-(4) bieden echter wel empirische steun voor het gebruik van de netto-schuld/*bbp*-verhouding in onderzoek

19. K.B. Dillon en G. Oliveros, 1987, Recent experience with multilateral official debt rescheduling, *World Economic and Financial Survey*, IMF, Washington D.C., blz. 6.

20. Zie voor de specificatie van het logit model: R.S. Pindyck en D. Rubinfeld, *Econometric models and economic forecasts*, 1981, blz. 287.

21. De gegevens werden direct ontleend aan World Bank, *World Development Report 1987*, Washington, 1987; IMF, *International Financial Statistics*, oktober 1988; *Financial market trends*, februari 1988, blz. 25; of berekend aan de hand van World Bank, op. cit., 1988, Bank for International Settlements, *The maturity distribution of international bank lending*, Basel, 1987 en OESO, *Financing and external debt of developing countries 1986 survey*, Parijs, 1987. Zie ook R. Lensink en P.A.G. van Bergeijk, op. cit., blz. 13 en 31. Netto crediteuren zijn in de schattingen niet opgenomen omdat deze landen zich in het vraagbepaalde regime bevinden.

22. International Working Group on External Debt Statistics, *External debt. Definition, statistical coverage and methodology*, Parijs, 1988, blz. 34-35, 72, 93-94 en 115.

23. Zie Pindyck en Rubinfeld, op. cit., blz. 301, met name de noten.

24. De R^2 van de weergegeven schattingen ligt rond de 0,26. Het is overigens opmerkelijk dat herschatting van vergelijking (4) met het optreden van herstructurering als te verklaren variabele een volstrekt insignificante coëfficiënt voor het *bbp* per hoofd oplevert.

naar de toegang van landen tot de internationale kapitaalmarkt. Deze variabele is namelijk steeds significant bij de gebruikelijke betrouwbaarheidsintervallen. Een daling van deze ratio met 1 procentpunt doet de kans op toegang voor het gemiddelde geval volgens schatting (4) een half procentpunt toenemen. De door ons geprefereerde schatting (4) scoort uit statistisch oogpunt het best, mede omdat deze specificatie het eenvoudigst is. Grote voorspelfouten worden gemaakt voor Kenia en Sri Lanka, landen die toegang hebben tot de internationale kapitaalmarkt bij een voorspelde kans op toegang van twintig procent. Voor Gabon voorspelt het model een kans van tachtig procent op toegang terwijl geen fondsen werden opgenomen op de Eurovalutamarkt.

Tot slot

De toegang van landen tot de internationale kapitaalmarkt blijkt met twee kredietwaardigheidsindicatoren bevredigend te kunnen worden beschreven. De economische ontwikkeling gemeten naar het *bbp* per hoofd van de bevolking en de netto-schuld/*bbp*-verhouding kunnen samen in een dwarsdoorsnede-onderzoek voor 111 landen in 1986 ruim 75 procent van de gevallen correct voorspellen. Aanbodbepalende factoren blijken belangrijke determinanten te zijn voor de toegang tot de internationale kapitaalmarkt. Dit feit biedt een additionele empirische ondersteuning voor de benadering die het gedrag van kapitaalverschaffers op de internationale kredietmarkt centraal stelt en uitgaat van de gedachte dat deze markt gekenmerkt wordt door kredietrantsoenering.

Een eerste oplossing is een nu door de Wereldbank voorgestane strategie die mede op vrijwillige schuldverlichting is gericht²⁵. De nieuwe schuldstrategie koppelt schuldverlichting op een 'case by case'-basis aan gecoördineerde kredietverlening, waarbij beide componenten uitdrukkelijk worden geconditioneerd op binnenlandse beleidsaanpassingen in de schuldenlanden. Het gaat bij schuldverlichting om vrijwillige schuldreductie door crediteuren. Voorbeelden van voorgestelde technieken zijn schuldcon-

versie, gedeeltelijke schuldafschrijving, gedeeltelijke renteverlaging en kapitalisatie van renteverplichtingen.

In de bijeenkomst van Toronto in juni 1988 zijn op dit terrein al enige voorzichtige stappen gezet in de vorm van het Miyazawa-plan dat op de middeninkomenslanden gericht is. De belangrijkste instrumenten van dit plan zijn de vertieling (securisatie) van een gedeelte van de schulden van deze landen en herstructurering van de resterende schuld en toeneming van officiële steun. Een ander initiatief van president Mitterand en minister Lawson is gericht op het schuldenprobleem van Afrika, en heeft voornamelijk betrekking op officiële schulden. Hier zijn de belangrijkste instrumenten kwijtschelding van schuld, verlenging van de looptijd van de schuld en renteverlichting.

De mogelijkheden voor vrijwillige schuldreductie lijken echter beperkt. Enerzijds kan het overhevelen van de risico's van particuliere banken naar officiële instituties niet zonder zorgen tegemoet gezien worden. Anderzijds staat het commerciële bankwezen niet te trappelen om schulden van hun debiteuren kwijt te schelden en lijken de mogelijkheden voor de andere schuldverlichtende instrumenten vooralsnog beperkt.

Dit alles impliceert dat de oplossing voor de schulden-crisis wellicht beter gezocht kan worden in een op economische groei gerichte ontwikkelingsstrategie. De beschikbaarheid van buitenlands kapitaal is echter veelal een noodzakelijke voorwaarde voor een succesvol beleid. In zekere zin ontstaat er een vicieuze cirkel. Daarom moet een oplossing van het schuldenprobleem onzes inziens vooral worden gezocht in een toeneming van de ontwikkelingshulp, omdat dit de schuldenlast niet verhoogt en aan de economische groei kan bijdragen. De hierdoor verbeterende kredietwaardigheid kan een belangrijke factor zijn om spontane particuliere kredietverlening weer op gang te krijgen, zodat de huidige neerwaartse spiraal kan worden doorbroken.

**Peter A.G. van Bergeijk
Robert Lensink**

25. Zie bij voorbeeld de bespreking van de World debt tables in *IMF Survey*, 9 januari 1989, blz. 1, 9-10.