

Landenrisico weer actueel

Met de overgang in de Sovjetunie van een centraal geleide naar een markteconomie vormt de buitenlandse schuld van dat land een van de grote problemen. In de ontwikkeling naar een nieuw politiek systeem, waarin het waarschijnlijk is dat de Unie uiteenvalt, vormt een extra moeilijkheid de verdeling van de schuld over de verschillende lidstaten. In het G7 en IMF-overleg kwam dit nog eens expliciet aan de orde. Daarnaast wordt getwijfeld aan de terugbetalingsmogelijkheden. De goudvoorraad, als dekking voor de schuld, blijkt lager te zijn dan eerder werd aangenomen, en ook de liquiditeit zou wel eens een probleem voor de betaling van rente en aflossing kunnen gaan vormen. Hoe snel de beoordeling van een landenrisico kan wijzigen bleek recentelijk nog. De Nederlandsche Credietverzekeringmaatschappij stelde in augustus jl. dat ten aanzien van de Sovjetunie geen aanleiding bestond tot een beleidsaanpassing. Nog geen drie weken later werden geen risico's meer aanvaard voor periodes van meer dan 12 maanden, terwijl inmiddels ook de korte kredietverzekering is stopgezet. Komt het Unieverdrag er niet, dan dreigt chaos voor deze supermacht en een groot financieel probleem voor de buitenlandse crediteuren van de Sovjetunie die bij elkaar \$ 70 miljard te vorderen hebben. Veruit het belangrijkste crediteurenland is Duitsland en het zal niet verwonderen dat dit land niets voelde voor het Amerikaanse voorstel op de G7-bijeenkomst om de Sovjetunie tijdelijk te ontheffen van haar verplichting tot betaling van rente en aflossing. De G7 wil nu eerst inzicht verkrijgen in het landenrisico, waartoe een groot aantal gegevens boven tafel moeten komen.

Internationale schulden crisis

Nauwelijks 10 jaar geleden waren de desastreuze ontwikkelingen in Mexico de inleiding voor wat later de internationale schulden crisis werd. Het internationale financiële bestel schudde op zijn grondvesten. Ban-

ken over de gehele wereld hebben miljarden aan voorzieningen moeten treffen. Aan veel ontwikkelingslanden werd een harde therapie opgelegd, die door sommigen als onmenselijk werd veroordeeld. Maar hier en daar wordt nu blijk gegeven van een nieuw elan. Wederom is het Mexico dat als eerste de vruchten plukt van het gevoerde beleid. Van de staatsondernemingen werd 75% geprivatiseerd. Vluchtkapitaal is op grote schaal gerepatriëerd en buitenlandse ondernemingen investeren op grote schaal. De economische groei imponeert. Het investeringsklimaat is volgens sommige waarnemers nog nooit zo goed geweest als momenteel. Eind oktober kondigde Mexico zelfs een 10-jarige 10 5/8% obligatielening op de internationale kapitaalmarkt aan.

De schulden crisis van de jaren tachtig mag dan grotendeels onder controle zijn, nieuwe internationale financieringen worden gevraagd, nu vooral vanuit het voormalige Oostblok, met de Sovjetunie als grootste behoeftige. Banken en beleggers zijn het verleden echter nog niet vergeten. Inmiddels werken zij in het algemeen met een classificatiesysteem, waarin de specifieke risico's voor beleggen of investeren in een bepaald land worden aangegeven. En parallel aan de beleggingstheorie geldt ook voor het financieringskapitaal: hoe hoger het ingeschatte risico, hoe hoger de risicopremie die verlangd wordt, ofwel hoe hoger de verlangde rentevergoeding en/of zekerheden.

Politiek risico

Het totale risico is te splitsten in een politiek en een economisch risico. Het politieke risico wordt vooral bepaald door de mate waarin een land aan zijn verplichtingen wil voldoen. Waar legt men de pijngrens waarboven men niet meer aan zijn buitenlandse verplichtingen meent te kunnen voldoen? Of stopt men reeds met betalen terwijl nog middelen voorhanden zijn? En daarnaast speelt het monetaire beleid een rol. Zo kan een onderneming best bereid zijn aan buitenlandse verplichtingen te voldoen, maar legt de overheid deviezenrestricties op. Het bepalen van het politieke landenrisico is een sterk subjectieve aangelegenheid. De historische en actuele politieke situatie vormen hierbij een aanknopingspunt, evenals de maatschappijstructuur. Verder kijken sommige onderzoeksinstituten naar

de mate waarin de overheid corrupt blijkt en in hoeverre de feitelijke economische ontwikkeling blijkt af te wijken van de voorspellingen.

Economisch risico

Het economische risico, de vraag of aan de toekomstige buitenlandse verplichtingen kan worden voldaan, lijkt wat beter te bepalen. Men kan zich daar vastgrijpen aan 'harde' economische criteria. Een aantal belangrijke indicatoren bij het bepalen van het economische landenrisico is:

- De binnenlandse financieel-economische ontwikkeling, waarbij gedacht moet worden aan het niveau en de groei van het bnp, zowel absoluut als per hoofd van de bevolking, de monetaire ontwikkeling, inflatie, werkloosheid en investeringen.
- De externe situatie, zoals die blijkt uit de handels- en betalingsbalans (zowel in totaliteit als qua opbouw), de internationale concurrentiepositie enzovoort.
- De buitenlandse-schuldpositie, zowel absoluut als in verhouding tot het buitenlands actief. Een veel gebruikte norm daarbij is de 'debt/service'-ratio die de schuld tegenover de exportinkomsten plaatst. De opbouw van de schuld, naar valuta, looptijd, rente en rentegevoeligheid speelt eveneens een rol.

Aan de hand van de bovenstaande meetpunten kan een beeld worden gecreëerd van het economische landenrisico. Hierbij wordt gezien hoe verschillende landen op een aantal deelgebieden scoren. Vervolgens worden de landen op basis van de behaalde punten geclassificeerd. Landen als Zwitserland, Luxemburg, Noorwegen, Oostenrijk en Nederland en Japan scoren hoog op de lijst van landen met een beperkt landenrisico zoals gepubliceerd in de International Country Risk Guide, een gezaghebbend instituut op dit gebied. Op een totaalscore van 100 (weinig) tot 0 (veel risico) scoort Nederland 86 en staat daarmee op een vijfde plaats. Zwitserland staat bovenaan. Slecht is het gesteld met de Oosteuropese landen. Tsjechoslowakije staat op de 36e plaats, waarna Hongarije en Polen nog voor de Sovjetunie komen. Dat staat 71e met een risico van 55,5. Vooral het politieke risico wordt hoog ingeschat, terwijl het terugbetalingsrisico meevalt omdat het land zich tot nu toe keurig aan de verplichtingen heeft

gehouden. Onderaan de lijst staan landen in Afrika, Midden-Amerika en het Midden-Oosten, Liberia sluit als 129e de rij. Vooral het politieke risico wordt daar zeer hoog ingeschat.

Risicospreiding

Voor banken en financiële instellingen is het bepalen van het landenrisico van groot belang voor het beoordelen van de kredietrisico's die worden gelopen en van de ruimte die aanwezig is om additionele leningen te verstrekken aan individuele landen of ondernemingen en instellingen in die landen. Ook voor beleggers zijn de landenrisico's van belang. Dit geldt voor het beoordelen van de risico's die worden gelopen door een belang in ondernemingen die internationaal actief zijn, zeker wanneer in hoge-risicolanden wordt gewerkt. Inzicht in de landenrisico's is nog belangrijker wanneer rechtstreeks in die landen wordt geïnvesteerd, door aankoop van obligaties of aandelen die in het buitenland zijn uitgegeven.

Spreiding biedt hier voor banken en financiers een mogelijkheid om het gemiddelde risico terug te brengen, daar de risico's van de verschillende landen voor een belangrijk deel individueel worden bepaald. En daarmee sluit de inschatting van het risico van een kredietportefeuille heel goed aan bij de beleggingstheorie, waar diversificatie al veel langer gemeengoed is.

Maar naast de aandacht voor de economische criteria moeten kapitaalverstrekkers zich bewust zijn van de onderliggende vicieuze cirkel, die noopt tot een andere benadering dan een puur financiële. Indien te weinig kapitaal naar onderontwikkelde gebieden gaat zal de ontwikkeling langer op zich laten wachten, hetgeen de politieke en sociale onrust opvoert. In die zin kan gesteld worden dat het westerse kapitaal de risicobeheersing gedeeltelijk zelf in de hand heeft.

Deze bijdrage is ontleend aan de tweewekelijkse publikatie *Beleggen met Van Lanschot*.