



Schuldherstructurering

DRS. A. VAN 'T VEER*

Inleiding

De mondiale economische en financiële ontwikkelingen hebben ertoe geleid dat een toenemend aantal ontwikkelingslanden werd genoodzaakt te onderhandelen over een herstructurering van hun buitenlandse schulden. Voor 1982 bleef het aantal herstructureringen steeds beperkt tot enkele, qua omvang beperkte, geïsoleerde gevallen. Het afgelopen jaar deed zich een groter aantal gevallen min of meer simultaan voor, als gevolg waarvan de reeds bestaande spanningen op de internationale financiële markten in kracht zorgwekkend toenamen 1).

In de nationale en internationale pers lijken artikelen die een totale ineenstorting van het internationale monetaire systeem voorspellen in de mode. Niet alleen wordt hierbij vaak de huidige crisis achteraf op heldere wijze voorspeld, sommigen gaan nog verder en zien als gunstig neveneffect van een eventuele internationale bankcrisis de mogelijkheid voor de centrale banken om een totale geldsanering door te voeren.

Er zijn — en dat dient duidelijk te worden gesteld — zeker geen gronden aanwezig om de ernst van de schuldproblematiek te bagatelliseren, maar wel bestaat er aanleiding om aandacht te schenken aan hetgeen tot nu toe is gedaan en ook bereikt om de problemen het hoofd te bieden en een escalatie te voorkomen. Deze positieve effecten worden onderbelicht.

De oorzaken

Dat in 1982 een aantal probleemgevallen zich min of meer simultaan voordoede wordt grotendeels verklaard door drie factoren. Ten eerste werden de ontwikkelingslanden als gevolg van de langdurige recessie geconfronteerd met een sterke daling van hun exportinkomsten. Ten tweede hadden vele ontwikkelingslanden in 1980 en 1981 een omvangrijk beroep gedaan op financieringsmiddelen met een korte looptijd. In verband met de olieprijsverhogingen en het mede daardoor versomberde internationale beeld was de bereidheid bij het bankwezen om kredieten met langere looptijden te verstrekken afgenomen. Voortdurende hoge rentetarieven en de onevenwichtige looptijdstructuur van de schuld

resulteerden in vele gevallen in een accumulatie van rente- en aflossingsverplichtingen. Wanneer in een dergelijk klimaat enkele debiteurlanden in liquiditeitsproblemen geraken, dan kunnen — en dat is de derde factor — „besmettingseffecten” ontstaan, waardoor ook meer kredietwaardige ontwikkelingslanden met liquiditeitsproblemen worden geconfronteerd.

Er dreigt dan een situatie te ontstaan waarbij onvoldoende kredieten ter beschikking worden gesteld om een niet al te abrupte aanpassing van het economisch beleid mogelijk te maken. Enerzijds wensen de banken hun kredietverlening aan een probleemland niet verder uit te breiden, anderzijds beseffen deze banken ook dat zonder nieuwe kredieten de economische problemen van het betrokken land in ernstige mate zullen worden vergroot en de kans dat het land zijn kredietwaardigheid herwint aanzienlijk wordt verkleind. Een crediteurbank zal tegen die achtergrond wel bereid zijn nieuw krediet te verstrekken, indien de zekerheid bestaat dat ook alle andere betrokken banken hun bijdrage leveren aan die noodzakelijke financiering. Het is deze dreigende impasse die door het Internationale Monetaire Fonds (IMF) in samenwerking met de Bank voor Internationale Betalingen (BIS) is doorbroken en waarmee een nieuwe vorm van internationale samenwerking op financieel terrein zich lijkt te hebben ontwikkeld.

Alvorens in te gaan op deze bijzondere vorm van internationale samenwerking, waardoor het schuldherstructureringsproces in goede banen is geleid, eerst nog een meer algemene opmerking over schuldherstructurering. Indien onder herstructurering van schulden zou worden verstaan het proces waarbij vervallende schulden worden voldaan via het aantrekken van nieuwe kredieten, dan zou het laatste jaar ogenschijnlijk niets speciaals zijn gebeurd. Immers, op zich is het aflossen van schulden met nieuw aangetrokken financieringsmiddelen niet bijzonder.

Een land staan drie middelen ter beschikking om zijn schulden af te lossen, te weten via intoring op zijn reserves, via het tot stand brengen van een overschot op zijn lopende rekening en via het aantrekken van nieuwe kredieten. De meeste niet-olieproducerende ontwikkelingslanden hebben al gedurende vele jaren een tekort

op hun lopende rekening, zodat voor het voldoen aan aflossingsverplichtingen — en gegeven de noodzaak een minimum aan reserves te handhaven — al vele jaren gebruik is gemaakt van nieuwe kredieten. Zolang vertrouwen blijft bestaan in het gevoerde economische beleid behoeft het aantrekken van nieuwe kredieten geen problemen op te leveren. Ook in het komende decennium zullen de meeste ontwikkelingslanden per saldo tekorten op hun lopende rekening houden, als gevolg waarvan hun schulden zullen blijven toenemen.

Was in het bovengenoemde sprake van een normaal proces, anders wordt het wanneer sprake is van een zogenaamde geforceerde herstructurering 2). Een dergelijke situatie treedt op als het vertrouwen bij de crediteuren volledig is verloren en de kredietverlening geheel of nagenoeg geheel tot stilstand komt. Eerdergenoemde „besmettingseffecten” kunnen er dan vervolgens toe leiden dat ook landen in de regio, waarvan het economisch beleid geen reden tot bijzondere zorg geeft, de toegang tot de internationale kapitaalmarkt gesloten vinden. De financiering van de noodzakelijke import is dan niet meer beschikbaar, tekorten aan goederen dreigen te ontstaan en de produktie gaat teruglopen. Dit leidt dan weer tot dalende exportopbrengsten. Het land kan niet alleen zijn aflossingsverplichtingen niet meer nakomen, ook de rentebetalingen moeten soms worden opgeschort.

Internationale samenwerking

Nu het aantal afgedwongen schuldherstructureringen sterk is toegenomen, zou de behoefte kunnen ontstaan te gaan zoeken naar een meer systematische aanpak, waarbij vaste procedures en afspraken worden gemaakt. Twee aspecten bemoeilijken het brengen van systeem in het „non system”.

Ten eerste zijn er naast parallellen bij schuldproblemen, die vaste procedures en afspraken zouden kunnen rechtvaardigen, nagenoeg altijd verschillen waardoor een benadering ad hoc is te prefereren. Ten tweede is het aantal betrokken partijen veelal te groot. Naast het debiteurland, het IMF en de Wereldbank zijn er veelal crediteuroverheden en tientallen, soms honderden banken betrokken. Indien langs burocratische weg zou worden gepoogd algemene richtlijnen op te stellen zullen, ge-

* De auteur is verbonden aan het economisch bureau van de Amro-bank.

1) In *ESB* van 9 februari jl. is door drs. M. P. C. Peters op zeer heldere wijze ingegaan op de belangrijkste oorzaken voor die crisis en op de vraag of het internationale financiële stelsel bestand zou zijn tegen de in omvang en frequentie toenemende schokken.

2) In vele gevallen zien de autoriteiten van een land liquiditeitsproblemen tijdig aankomen. Wanneer dan het economisch beleid tijdig wordt aangepast — veelal in samenwerking met het IMF — en met de belangrijkste crediteuren een herstructurering van de schulden wordt overeengekomen, kan een escalatie van de problemen worden voorkomen. Men spreekt dan ook wel van een „stille herstructurering”.

zien de uiteenlopende belangen van partijen, compromissen onvermijdelijk blijken te zijn. Het gevaar is dan zeer groot dat via compromissen overeengekomen procedures en afspraken in voorkomende gevallen de flexibiliteit bij het vinden van een oplossing verminderen en die oplossing eerder zouden vertragen dan bespoedigen. Het blijkt evenwel dat binnen dit „non system” langs een evolutionair proces oplossingen worden gevonden die zeer flexibel en pragmatisch zijn.

In het geval dat een land zich tot herstructurering van zijn schulden gedwongen ziet, wordt veelal eerst met het IMF onderhandeld over een economisch stabilisatieprogramma en een daaraan gekoppeld IMF-krediet. Vervolgens vinden veelal onderhandelingen plaats met crediteuroverheden inzake de herstructurering van door die overheden verstrekte zachte leningen en gegarandeerde kredieten. Tot slot vinden onderhandelingen plaats met crediteurbanken.

Er bleven tot voor kort evenwel twee zwakke punten bestaan. Ten eerste nemen de onderhandelingen met het IMF enige tijd in beslag en ter overbrugging van die periode bestaat behoefte aan een overbruggingskrediet. De BIS heeft dan ook een zeer belangrijke bijdrage geleverd aan het verminderen van de spanningen op de internationale financiële markten door rechtstreeks overbruggingskredieten ter beschikking te stellen aan Hongarije, Argentinië, Mexico en Brazilië.

Ten tweede bestond er geen zekerheid over de vraag of, nadat met het IMF een aanpassingsprogramma was overeengekomen, het noodzakelijke bankkrediet ter beschikking zou worden gesteld. Aangezien er duidelijke aanwijzingen waren dat bij een aantal grote probleemgevallen onvoldoende bankkrediet beschikbaar zou zijn, heeft het IMF zijn kredietverlening hiervan afhankelijk gesteld. De bij de kredietverlening aan die landen betrokken crediteurbanken werden zodoende onder druk gezet om, min of meer naar verhouding van de uitstaande vorderingen, nieuwe kredieten ter beschikking te stellen. Hoewel soms het woord „chantage” is gevallen, moet worden geconcludeerd dat het IMF in deze een juist beleid heeft gevoerd. Overeenstemming tussen alle betrokken partijen was mogelijk doordat er naast individuele belangen ook sprake was van een gemeenschappelijk belang, namelijk het scheppen van voorwaarden waardoor de kredietwaardigheid van het land zo spoedig mogelijk kan worden herwonnen. Tijdens een recente speech op de Universiteit van Neuchâtel kon de „managing director” van het IMF, De Larosière, dan ook stellen, dat „(...) the IMF, BIS, central banks and commercial banks have demonstrated their capacity to handle crisis in full cooperation and in a quick, pragmatic and effective way”.

De door sommigen genoemde noodzaak een speciaal „reschedulings”-instituut te creëren voor schulden aan particuliere banken lijkt dan ook door de feiten te zijn achterhaald. Het IMF is zonder voorafgaande formele afspraken een grotere coö-

dinerende rol gaan spelen bij omvangrijke schuldhherstructurerings. Het is ook de organisatie bij uitstek om die functie te vervullen, een functie die geen legalisering behoeft.

Overige ontwikkelingen

Behalve de genoemde internationale samenwerking zijn er nog enkele andere ontwikkelingen die enig optimisme kunnen rechtvaardigen. De nominale rentetarieven op de belangrijkste internationale financiële markten zijn gedaald, waardoor de rentelasten op kortlopende schulden en schulden met korte renteherzieningstermijnen zijn verminderd. Het grootste deel van de schuld aan banken heeft een rentetarief gebaseerd op LIBOR (London interbank offer rate) en dit tarief was opgelopen van gemiddeld 9,1% in 1978 naar 16,5% in 1981. Inmiddels is dit tarief gedaald tot onder de 10%. Voor een land als Brazilië betekent 1 procentpunt rentedaling een lagere rentelast van ruim \$ 500 mln. per jaar.

De opslag boven LIBOR, welke banken in rekening brengen, is gezien de geschatte risico's enigszins opgelopen, maar de totale rentelasten zijn aanzienlijk gedaald. Het oplopen van die opslag is noodzakelijk om de trendmatige daling van de verhouding tussen risicodragend vermogen en uitstaande vorderingen te keren. Alleen dan kan het internationale bankwezen in de toekomst op verantwoorde wijze een rol blijven spelen bij het voorzien in de nog groeiende financieringsbehoefte van ontwikkelingslanden 3).

Naast de rentetarieven zijn ook de olieprijsen gedaald, waardoor de kredietbehoefte uit hoofde van de olie-import is afgenomen. In 1982 importeerden de niet-olieproducerende ontwikkelingslanden ruim 1,8 mrd. barrels olie. Iedere dollar prijsdaling leidt derhalve tot een daling van de olie-importrekening met \$ 1,8 mrd. Hier staat tegenover dat een verdere prijsdaling van olie de problemen van Mexico kan vergroten. De nabijheid van de Verenigde Staten stelt dit land evenwel in staat om dit effect via een groter afzetvolume gedeeltelijk te compenseren.

Tot slot zijn er tekenen die er op wijzen dat in de Verenigde Staten een begin van economisch herstel zich heeft ingezet. Indien in de loop van dit jaar ook in andere geïndustrialiseerde landen de conjunctuur gaat aantrekken, verbeteren de exportvooruitzichten voor ontwikkelingslanden. Voor het herwinnen van hun kredietwaardigheid is het aantrekken van de wereldhandel één van de meest essentiële voorwaarden.

Ten slotte

Geconcludeerd kan worden dat langs evolutionaire weg een adequaat proces van schuldhherstructurering tot stand is gekomen waardoor de schuldsituatie hanteerbaar is gehouden. Via met het IMF overeengekomen economische herstelprogramma's en het in stand houden van de mini-

maal noodzakelijke kredietstroom zijn twee essentiële voorwaarden vervuld om betrokken landen in staat te stellen hun kredietwaardigheid te herwinnen. Alleen dan zullen zij in de toekomst de voor hun economische ontwikkeling noodzakelijke externe financieringsmiddelen kunnen blijven aantrekken.

A. van 't Veer

3) Recent stelde de belangrijkste economisch adviseur van president Reagan, Martin Feldstein, dat de banken hun rente-opslag die ze in rekening brengen bij kredietverlening aan ontwikkelingslanden met 3 procentpunten zouden moeten verlagen. Een zeer opmerkelijke uitspraak voor een adviseur van een regering waarvan het economisch en financieel beleid in hoge mate verantwoordelijk is geweest voor de bovengenoemde excessieve stijging van LIBOR.
