

Stilaan groeit de consensus, zowel bij economen als bij beleidsmakers, dat Griekenland volgend jaar nog geen beroep zal kunnen doen op de internationale kapitaalmarkten om zich te financieren, in tegenstelling tot wat was voorzien in het Europese steunplan.



Frederic Teerlynck
ft@vbo-feb.be

Herstructureren van staatsschuld: never a free lunch!

Begin mei werd door een Duitse krant geopperd dat de Europese beleidsmakers in het geheim nadenken over een herstructurering van de Griekse schuld, of meer nog, dat Grieken-

land de eurozone zou verlaten. De interestvoeten op de Griekse schuld gingen onmiddellijk spectaculair de hoogte in. Op 11 mei heeft Olli Rehn, Europees Commissaris voor Economische en Monetaire zaken, echter aangekondigd dat Griekenland een nieuwe lening zal krijgen. Een herstructurering van de schuld lijkt voorlopig dus opnieuw afgewend. Maar wat zegt de literatuur over herstructurering van soevereine schuld? Wat zijn de gevolgen en hoe pak je dat als land best aan? De materie is te complex om een eenduidig antwoord te geven op deze vragen, maar over een aantal hoofdlijnen is men het wel eens.

Soevereine schuldencrisissen toegenomen

Nu meer en meer landen kiezen voor een systeem van vlottende wisselkoersen, zijn wisselkoerscrisisen, geassocieerd met het ineensstorten van een vaste wisselkoers, een stuk zeldzamer geworden. Problemen met het terugbetalen van soevereine schulden, of de beslissing van een land om de schuldafbetalingen volledig te staken (een zogenaamde default), zijn daarentegen toegenomen. Zo werden sinds eind jaren '90 onder meer Mexico, Rusland, Ecuador, Argentinië, Oekraïne, Uruguay en Pakistan ermee geconfronteerd. De financieel-economische crisis heeft sinds 2008 opnieuw geleid tot een golf van terugbe-

talingsproblemen, waarvan Griekenland momenteel het meest besproken voorbeeld is.

Het moet gezegd dat niet alle soevereine terugbetalingsproblemen hun oorsprong vinden in een slecht overheidsbeleid. Een soevereine betalingscrisis kan immers ook het gevolg zijn van onevenwichten in de financiële sector, een kwetsbare financiële positie van de binnenlandse industrie of huishoudens of nog, een zware economische recessie. Indien het echter zover komt, kan het land in kwestie door middel van een herstructurering van de schuld in samenspraak met de schuldeisers proberen de voorwaarden van de uitstaande schuld te wijzigen.

“Een herstructurering van de schuld leidt onherroepelijk tot een verlies aan vertrouwen”

Dit kan bijvoorbeeld door het verminderen van de rente op de uitstaande schuld, het verminderen van het uitstaande bedrag of de looptijd van de schuld te verlengen. De ultieme doelstelling van een herstructurering is om de schuldpositie van het land opnieuw op een duurzaam pad te brengen. Om dit te evalueren, is het uiterst belangrijk te vertrekken van een grondige analyse van het onderliggend probleem en een onderscheid te maken tussen een solvabiliteits- of een liquiditeitsprobleem. Het laatste kan worden opgelost met een overbruggingskrediet of een nieuwe lening, het eerste evenwel niet. In de praktijk is het onderscheid maken echter verre van evident.

Oorzaken, gevolgen en oplossing

De precieze macro-economische factoren die leiden tot een schuldencrisis staan niet vast. Toch blijkt dat een hoge schuldgraad, hoge kortetermijnverplichtingen (in verhouding tot de buitenlandse reserves), lage economische groei, betalingsbalansonevenwichten, hoge inflatie en politieke onzekerheid een voorspellende waarde hebben voor het ontstaan van schuldencrisissen. Zo heeft het IMF berekend dat voor een staal van 55 lage- en middelinkomenslanden tussen 1971 en 2002 een schuldgraad van 80% een 50% kans betekende op een schuldencrisis tijdens het daaropvolgende jaar.

De beslissing om tot een herstructurering over te gaan, heeft onvermijdelijk schadelijke gevolgen voor de binnenlandse economie. Het is dus geen beslissing die licht wordt genomen. De precieze gevolgen voor de binnenlandse economie hangen voornamelijk af van drie factoren:

- 1) hoeveel van de schuld wordt aangehouden door binnenlandse actoren en hoe groot is hun verlies?
- 2) in welke mate leidt het verlies aan vertrouwen tot een verschuiving van de vraag van binnenlandse naar buitenlandse activa?
- 3) in welke mate wordt de toegang tot financiering moeilijker na de herstructurering?

Centraal in deze vragen is de vaststelling dat een herstructurering van de schuld onherroepelijk leidt tot een verlies aan vertrouwen. Dit zorgt ervoor dat binnenlandse actoren hun vermogen trachten veilig te stellen door hun activa om te zetten in buitenlandse munten en hun kapitaal naar het buitenland over te maken. Buitenlandse investeerders, zelfs wanneer ze niet onderhevig zijn aan de herstructurering, nemen ook de benen. Dit alles zet de munt en de financiële situatie van de banken onder druk, wat de crisis uiteraard verergert. Het IMF heeft berekend dat landen die beslissen om tot een default over te gaan, hun bbp gemiddeld met 7,5% zien achteruitgaan. Voor landen die het niet zover hebben laten komen en preventief een akkoord hebben gezocht met hun schuldeisers, bedraagt dit gemiddelde verlies slechts 3,5%.

Het herstructureringsplan moet dan ook kaderen in een omvattend beleid dat, enerzijds, een antwoord biedt op de onevenwichten die geleid hebben tot de schuldencrisis en, anderzijds, de negatieve spillovers naar de binnenlandse sectoren maximaal tracht te beperken. Door de vele interacties tussen het herstructureringsplan en de macro-economische parameters waarop het plan gebaseerd is, is het ontwerpen van een macro-economisch beleid een uiterst complexe oefening. Zo moet het herstructureringsplan consistent zijn met de geprojecteerde niveaus van begrotingsoverschotten, economische groei, reële instrestvoeten, wisselkoersen en de timing van de vernieuwde toegang van het land tot de internationale kapitaalmarkten. Alle voorgaande elementen zijn echter met elkaar verbonden en worden mede bepaald door de haalbaarheid, de geloofwaardigheid en de aanvaarding van het voorstel. Gezien de onzekerheid omtrent de reactie van de markten en het risico dat de macro-economisch beleidsmaatregelen niet voldoende zijn om kapitaalvlucht te verhinderen, zal een herstructurering dan ook in vele gevallen gepaard moeten gaan met tijdelijke maatregelen om kapitaalvlucht tegen te gaan, zoals beperkingen in de wisselmarkten of het bevriezen van bankrekeningen.

Een ander heikel punt bij een schuldherstructurering is de vraag of bepaalde partijen kunnen worden uitgesloten van de herstructurering. Op die vraag antwoordt een IMF-paper het volgende: *“Ondanks het feit dat er mogelijk economische redenen kunnen bestaan om een gerichte herstructurering door te voeren, zal het bereiken van een duurzame schuldpositie in vele gevallen een algemene aanpak vergen opdat zowel een significante kwijtschelding van de schuld mogelijk is, alsook om voldoende gelijkheid van behandeling tussen de verschillende schuldeisers te garanderen, hetgeen nodig zal zijn om voldoende steun te krijgen voor het herstructureringsplan.”*

Terug naar Griekenland

Welke lessen kunnen we hieruit trekken voor de Griekse situatie? Het feit dat de Europese leiders in juni hoogstwaarschijnlijk zullen beslissen over te gaan tot een nieuwe lening aan Griekenland, leidt ons tot de conclusie dat diezelfde beleidsmakers ervan uit gaan dat Griekenland wordt geconfronteerd met een liquiditeitsprobleem. Met andere woorden, meer geld kan een oplossing bieden aan de Griekse situatie. Indien later zou blijken dat Griekenland toch een solvabiliteitsprobleem heeft, dan zal het land geen andere keuze hebben dan zijn schuld te herstructureren en belangrijke hervormingen zonder vertragingen door te voeren. Op dit punt leert bovenstaande analyse dat een preventieve herstructurering, indien deze voldoende is om opnieuw een duurzame schuldenpositie te behalen, minder kwalijke gevolgen zou hebben op de economische groei, dan de situatie gewoon haar gang te laten gaan en te wachten tot de situatie onhoudbaar wordt. Bovendien blijkt dat alle partijen idealiter worden betrokken bij een eventuele herstructurering, ook de financiële instellingen of andere privé-investeerders.

Greece-General Government Debt

