

De Aziatische griep: een nieuw soort financiële crisis

*Batara Simatupang en Indra Wahab**

Aan de spectaculaire groei van de wondereconomieën in Oost- en Zuidoostazië is medio 1997 abrupt een einde gekomen. De Aziatische Crisis heeft zich in korte tijd als een besmettelijke griep over de regio verspreid. De groei, voornamelijk gefinancierd uit hoge binnenlandse besparingen, is versterkt door de liberalisatie van het internationale kapitaalverkeer. Door het zwakke financiële systeem bleek een deel van de economie op drijfzand te zijn gebouwd: overinvesteringen van het particuliere bedrijfsleven en ondergekapitaliseerde financiële instellingen hebben de basis gelegd voor de crisis. De valuta crisis mondde uit in een liquiditeitscrisis. De auteurs betogen dat de genomen beleidsmaatregelen in eerste instantie onvoldoende waren afgestemd op de oorzaken van de crisis, waardoor deze is versterkt. (van de redactie)

Op 2 juli 1997 staakt de Bank van Thailand het interventiebeleid om de koers van de bath te verdedigen en deze datum wordt gezien als het begin van de Aziatische Crisis. Andere munten komen eveneens onder druk te staan: op 14 juli staakt de centrale bank van Maleisië, Bank Negara, het interventiebeleid, gevolgd door Indonesië (14 augustus) en Zuid Korea (17 november). Door de snelheid waarmee de in Thailand begonnen crisis de andere - ogenschijnlijk gezonde - economieën heeft besmet wordt gesproken over 'bathulisme' en 'Aziatische griep'. Echter vòòr 2 juli was er reeds sprake van onrust op de valuta- en aandelenmarkten. In januari ging een groot Zuidkoreaans conglomeraat (chaebol) failliet en begin februari kon een Thais bedrijf niet meer aan zijn buitenlandse verplichtingen voldoen. Deze gebeurtenissen worden evenwel nog

* Batara Simatupang en Indra Wahab zijn resp. gastonderzoeker en hoofddocent van de Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie van de Universiteit van Amsterdam, Roetersstraat 11, 1018 WB Amsterdam. Zij danken Prof. Dr M. Ellman en Ir. D. Bezemer voor hun waardevolle commentaren.

niet opgevat als signalen voor een naderende crisis. De Managing Director van het Internationale Monetair Fonds (IMF) verklaart op 10 maart nog vol vertrouwen: "I don't see any reason for this crisis to develop further" (Roubini, 1998, 1). De onrust op de markten komt evenwel in een stroomversnelling na de mededeling van Japanse functionarissen begin mei de rente zo mogelijk te verhogen om de waardevermindering van de yen ten opzichte van de dollar tot staan te brengen. Door deze mededeling - hoewel niet geëffectueerd - is de druk op de verschillende munten verder opgevoerd. Medio mei komt wederom een aanval op de bath, maar dankzij interventie van de Thaise centrale bank en steunaankopen van Singapore, wordt de aanval afgeslagen. Als eind juni een nieuwe aanval op de munt wordt ingezet verklaart de premier van Thailand op 30 juni nog de munt niet te laten devalueren, maar op 2 juli wordt het interventiebeleid gestaakt. De munt gaat zweven en verliest onmiddellijk 20% van haar waarde.

De crisis heeft de voorspoedige economische groei van de 'Asian Miracle Economies' sinds het midden van de jaren tachtig abrupt tot een einde gebracht. De hoge groei kan, naast de hoge binnenlandse besparingen, mede toegeschreven worden aan de liberalisatie van het kapitaalverkeer en het convertibel maken van de kapitaalrekening. Gelet op het zwakke institutionele kader vormen de liberalisaties ook de oorzaak van de crisis. Het zwakke financiële systeem in combinatie met de fragiele vermogenspositie van particuliere bedrijven blijkt een kenmerk te zijn voor de economieën in de gehele regio. Het verklaart enerzijds waarom de crisis zich vanuit Thailand in zo'n korte tijd over de regio heeft kunnen verspreiden en anderzijds dat de oorzaak van deze crisis een andere is in vergelijking met de crises in het verleden. Is daar sprake geweest van oververhitting van de economie als gevolg van overconsumptie, nu zijn overinvesteringen de oorzaak.

Het artikel is opgebouwd uit de volgende onderdelen. Na de factoren die hebben geleid tot de opgaande fase in de economie, worden de ontwikkelingen behandeld die hebben geleid tot de crisis. Achtereenvolgens wordt aandacht besteed aan de volgende aspecten: a) de overwaardering van de munten en de oplopende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans; b) het vraagstuk van het 'moral hazard-gedrag'; c) het zwakke en fragiele financieel- en banksysteem en d) de paniekreactie en het 'kudde-gedrag' van de internationale banken en financiële instellingen. Deze factoren kunnen niet los van elkaar worden gezien. Zij zijn niet alleen onderling verweven, maar hebben elkaar over en weer versterkt.

Vervolgens wordt een kort overzicht gegeven over het verloop van de crisis in de afzonderlijke landen: Thailand, Indonesië, Maleisië (leden van de Association of South East Asian Nations, de 'Asean-3') en Zuid Korea.

Daarna wordt aandacht besteed aan de discussie over de aanpak van het IMF om de crisis tot staan te brengen.

De crisis is nog niet afgelopen; er zijn signalen dat deze mogelijk een tweede fase ingaat. Onderhavig stuk, medio oktober geschreven, kan derhalve slechts afgesloten worden met een zeer voorlopige conclusie.

1. De opgaande fase van de miracle economies (1985-1995)

Als antwoord op de hardnekkige mondiale recessie van 1980-82, die tot ernstige betalingsbalansproblemen leidde, gingen de Asian-3 landen van een op import substitutie beleid gebaseerde groei over op een op uitvoer gebaseerde groei. Macro- en micro-economische hervormingen werden doorgevoerd en investeringen in de exportsector gestimuleerd. De beleidsombuigingen bestonden uit prudent begrotings- en monetair beleid, alsmede een beleid gericht op meer realistische wisselkoersen. De munten werden gedevalueerd (Thailand: 1981 12%, 1984 18%; Indonesië: 1983 44%, 1986 46%; Maleisië: 1985: 12%) (IMF) en na de devaluaties werden de munten direct gekoppeld aan de Amerikaanse dollar (Thailand) dan wel aan een valutamandje, waarin de dollar een dominante positie innam. Thailand voerde een vast wisselkoersbeleid en Indonesië en Maleisië hanteerden een systeem van beheerst zweven. Deregulering van de handel en de liberalisering van het kapitaalverkeer hebben enerzijds de economische groei versneld. Anderzijds hebben de devaluaties de concurrentiepositie op de wereldmarkt zodanig versterkt, dat de uitvoer spectaculair toenam.

Het tijdstip van omschakeling van importsubstitutiebeleid naar een op export-groei gericht beleid halverwege de jaren tachtig bleek gunstig gekozen. Een omvangrijke kapitaalinstroom kwam op gang. Aanvankelijk alleen uit Japan, maar later eveneens uit de eerste generatie NICs (Newly Industrializing Countries), zoals Zuid Korea, en andere industrielanden. De omvangrijke kapitaalstromen kunnen niet alleen verklaard worden uit de eerder vermelde devaluaties en liberalisering van het kapitaalverkeer. Er dient ook gewezen te worden op ontwikkelingen op de internationale valutamarkten en het begrotingsbeleid in een aantal OESO-landen. In deze landen daalt het rentepeil.

In de jaren vóór 1985 was de waarde van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de yen en Duitse mark sterk geapprecieerd; in de eerste week van maart 1985 was de koers van de dollar gestegen tot resp. DM3.45 en ¥262. De waardestijging van de dollar leidde tot tekorten van ongekende omvang op de Amerikaanse lopende rekening van de betalingsbalans. De vijf belangrijkste indus-

trielanden (de G-5: Duitsland, Frankrijk, Japan, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk) sloten op 22 september 1985 in New York het Plaza Akkoord. Afgesproken werd om door middel van een gecoördineerd interventiebeleid van de centrale banken de dollar, reeds gedeprecieerd tot rond 2.95 Duitse Mark en 240 Yen, verder op een beheerste wijze in waarde te laten dalen. Dit interventiebeleid 'met de wind mee' was succesvol. In een lange glijvlucht, met korte onderbrekingen, daalde de koers van de dollar tot 1.36 Duitse Mark en 81 Yen (april 1995). De Thaise bath, de Maleisische ringgit en de Indonesische rupiah, gekoppeld aan de in waarde dalende dollar, deprecieerden automatisch mee, waardoor deze landen ondergewaardeerde munten kregen. De investeringen in de industriesector namen een grote vlucht en een op export gericht industrialisatieproces werd versneld. De uitvoer van de Asean-3 ging in toenemende mate uit laagwaardige arbeidsintensieve industrieproducten bestaan.

De toegenomen investeringen konden echter niet geheel intern gefinancierd worden. De binnenlandse besparingen namen weliswaar toe, maar bleven achter bij de investeringen. Deze spaar-investeringskloof, die zijn weerslag vond in tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans, werden extern gefinancierd. In een aantal OESO-landen gingen overheden over op een beleid gericht op vermindering van hun begrotingstekort; hierdoor deden overheden een kleiner beroep op de kapitaalmarkt en daalde de rente. Het kapitaal zocht een weg naar de opkomende markteconomieën, waar het rendement hoger was.

2. Afbrokkende concurrentiekracht

Als gevolg van een aantal ontwikkelingen begon na medio 1994 het gevoerde wisselkoersbeleid in het nadeel te werken. Ten eerste ging na april 1995 de dollar gaandeweg weer appreciëren; eind 1996 was de waarde van de dollar gestegen tot DM1.55 en ¥115. Ten tweede leidde het restrictief begrotingsbeleid in de OESO-landen tot een afname van de inflatie en de groei. De inflatie in de Asean-3 was niet hoog - het fluctueerde rond 6% -, maar werd significant hoger dan die in de OESO-landen. Was er tot medio 1994 sprake van een jaarlijkse reële depreciatie van de munten, toen trad er een 'trendbreuk' op. Tussen medio 1994 en juli 1997 - vlak voordat de crisis uitbrak - zijn de munten reël geapprecieerd met ruim 17%, met uitzondering van Zuid Korea (circa 5%) (BIS, 1998, 37). Ten derde devalueerde de Chinese yuan begin 1994 met circa 50% ten opzichte van de dollar. De hierdoor goedkoper geworden Chinese exporten van laagwaardige industrieproducten gingen een bedreiging vormen voor de uitvoer van de Asean-3. Door deze ontwikkelingen nam de groei in de uitvoer af en liepen de tekorten op de lopende rekening op.

Was het tekort op de lopende rekening van Thailand in het begin van de jaren negentig reeds opgelopen tot circa 6% van het BBP, in 1995 en 1996 steeg het tot 8% (IMF). Voor Maleisië lag het tekort in de jaren 1993-95 zelfs boven de 10% om in 1996 af te nemen tot 6%. Het tekort van Indonesië was relatief gering: in de jaren 1992-94 schommelde het tussen 0.8% en 2.5% en in 1995 en 1996 resp. 4.3% en 3.4%. In het begin van de jaren negentig bedroeg het tekort van Zuid Korea nog geen 1%, maar steeg na 1993 naar 5%, om vervolgens weer af te nemen.

Een tekort van 4 tot 5% kan worden gezien als de kritische bovengrens. Vastgesteld moet worden, dat de vier landen kampten met oplopende tekorten in de richting van de gevarenzone, dan wel structureel in de gevarenzone zaten. Reeds in een vroeg stadium is gewezen op de noodzaak van beleidsombuigingen om een onbeheersbare crisissituatie te voorkomen. Parallellen werden getrokken met de ontwikkelingen in Latijns Amerika, die in 1994/95 leidde tot de 'Tequila Crisis'. Deze crisis trof Mexico hard en verspreidde zich in milde vorm naar andere Zuid Amerikaanse landen.

Anderen brachten hier tegen in dat de 5%-norm slechts een ruwe vuistregel is. Niet de omvang van het tekort, maar de oorzaak van het tekort was relevant. Was het tekort in de Latijns Amerikaanse landen het gevolg van een te hoge consumptie en te geringe besparingen, in Azië daarentegen waren de te hoge investeringen de oorzaak (Ostry, 1997). Een oplopend tekort op de lopende rekening als gevolg van hoge investeringen behoeft niet in alle gevallen als een zorgwekkende ontwikkeling gezien te worden, in tegenstelling tot tekorten als gevolg van hoge consumptie. De investeringen kunnen immers leiden tot een versnelling van de economische groei en na een zekere periode tot toenemende exporten. De tekorten op de lopende rekening slaan dan om in overschotten, waarmee de opgenomen leningen afgelost kunnen worden. Volgens deze redenering kunnen de oplopende tekorten gezien worden als een gezonde vorm van 'intertemporele handel'.

Helaas moet vastgesteld worden dat de aanname in bovenstaande redenering dat de buitenlandse leningen gebruikt zijn ter financiering van gezonde, levensvatbare investeringsprojecten, gericht op versterking van de economie en vergroting van de uitvoer, niet geheel conform de realiteit is. Leningen zijn opgenomen voor onroerend goed projecten en investeringen in industriële sectoren, waardoor resp. een overaanbod van onroerend goed is ontstaan en overcapaciteit in bepaalde sectoren. Ook zijn leningen opgenomen voor investeringen in kapitaalintensieve, technologisch geavanceerde projecten; prestigieuze projecten, waarvan het zeer de vraag is of die ooit levensvatbaar zullen worden. En tenslotte is er sprake geweest van speculatieve investeringen in aandelen. Kortom, de leningen zijn in onvoldoende mate gebruikt voor versterking van de produc-

tiestructuur en/of kwaliteitsverbetering van de producten om daarmee de zwakker wordende concurrentiepositie op de wereldmarkt, als gevolg van de reële appreciatie van munten, tegen te gaan.

In 1996 leidde overproductie in de elektronica sector tot prijsdalingen op de wereldmarkt. In andere sectoren (auto's, huishoudelijke apparaten en elektriciteitsopwekking) was er eveneens sprake van overproductie. Het rendement van de investeringen nam af. De Incremental Capital/ Output Ratio (ICOR) wordt gehanteerd als ruwe maatstaf voor de efficiency van het geïnvesteerde kapitaal. Hiermee wordt aangegeven in welke mate de investeringen leiden tot groei van de economie. Voor de periode 1991-96 was deze beduidend hoger vergeleken met die voor de periode 1986-90 (BIS, 1998, 35). Voor Thailand bijv. steeg de ICOR van 3.1 naar 5.1, voor Maleisië van 3.0 naar 4.9 en voor Zuid Korea van 3.0 naar 4.95. Uit de toename van de ICOR kan worden afgeleid dat de investeringen in de jaren 1991-96 zo'n 60% hoger moesten zijn in vergelijking met de jaren 1986-90 om een zelfde groei van het BBP te genereren. Ook het verband tussen directe buitenlandse investeringen (FDI's) en groei van de exporten is volgens de BIS in de eerste jaren negentig zwakker dan in de tweede helft van de jaren tachtig. Uit deze ontwikkelingen concludeert de Bank: "Hence, prospects became dimmer that the initial deterioration of the current account, brought about by the imports of capital goods associated with foreign direct investments, would eventually be corrected by new exports activity generated by the increase in capacity" (BIS, 1998, 36).

3. Moral hazard gedrag

De oplopende tekorten bleven echter gefinancierd worden door in omvang toenemende kapitaalimporten. Bovenstaande ontwikkelingen, wijzend op oververhitting van de economie, zouden bestreden kunnen worden met renteverhogingen. Het rente-instrument kon, gelet op het vertrouwen in het vaste wisselkoersbeleid, niet gehanteerd worden. Renteverhoging zou immers alleen leiden tot een toename van de kapitaalimport: buitenlandse kapitaal wordt aangetrokken door het hogere rendement dan wel binnenlandse bedrijven gaan in het buitenland kredieten opnemen. 'Increasing international capital mobility and shrinking risk premia for emerging economies' debt heightened this policy constraint' (BIS, 1998, 38).

De oplopende tekorten (met name die van Thailand), die een structureel karakter kregen, hadden een signaal moeten vormen voor een mogelijke depreciatie van de munten. In het licht van de toegenomen valutarisico's zou een meer

prudente opstelling van de krediteuren en debiteuren verwacht mogen worden, in het bijzonder voor wat betreft de kort lopende verplichtingen. Een afname in de kredietstroom is echter niet waarneembaar. In welke mate een economie gevoelig is voor financiële onrust hangt af van de vorm, de termijn en de aanwending van het uit het buitenland aangetrokken kapitaal.

Voor wat betreft de vorm kan de kapitaalvoer verdeeld worden in de officiële kapitaalstroom (kredieten verstrekt door overheden en multilaterale kredietinstellingen, zoals het IMF en de Wereld Bank) en de particuliere kapitaalstroom (kredieten verstrekt door buitenlandse banken en niet-bancaire kredietinstellingen). Met uitzondering van Indonesië is de officiële kapitaal stroom, althans vóór het uitbreken van de crisis, gering. Voor 5 landen (de Asean-3 plus de Filippijnen en Zuid Korea) wordt voor 1995 de officiële kapitaalstroom geschat op \$5.4 miljard; hetgeen overeenkomt met nog geen 6½% van de totale netto kapitaalstroom. In 1996 is er sprake van een uitgaande stroom van \$1.9 miljard op een ingaande stroom van \$95.2 miljard (zie tabel 1). De officiële kapitaalstroom is niet gevoelig voor onrust op financiële markten: rente- en aflossingsverplichtingen liggen contractueel vast.

Het is overwegend particulier kapitaal, verstrekt door buitenlandse banken en niet-bancaire kredietinstellingen, dat naar die landen is gestroomd. Voor Indonesië bedroeg deze stroom in de jaren 1983-88 gemiddeld zo'n 1.5% van het BBP en steeg in de periode 1989-95 naar 4.2% en voor 1996 is de schatting 6.3%. Voor Maleisië en Thailand was de netto particuliere kapitaal stroom relatief nog groter: voor de jaren 1989-95 zijn de schattingen resp. 8.8% en 10.2% en voor 1996 resp. 9.6% en 9.3%. Voor Zuid Korea was de omvang verhoudingsgewijs klein: voor de jaren 1989-95 gemiddeld 2.1% en voor 1996 4.9% (IMF, 1997, table 1). Het IMF tekent evenwel hierbij aan, dat de centrale banken niet alle transacties registreren, als gevolg van niet-adequaat toezicht en controle op het particulier kapitaalverkeer. De data over de kapitaal stromen zijn derhalve incompleet en genoemde percentages wellicht onderschattingen. De particuliere kapitaalstroom kan onderverdeeld worden in directe investeringen (FDI's), portfolio beleggingen en kredieten van banken en niet-bancaire kredietinstellingen.

De FDI's kunnen gezien worden als een 'niet-schuld' scheppende kapitaalstroom. Als zij bovendien aangewend worden voor projecten met een lange levensduur dan reageert deze kapitaalstroom niet direct op tegenvallende economische ontwikkelingen op de korte termijn. Zij kunnen immers niet snel teruggetrokken worden als het economische klimaat in het gastland verslechtert. Het aandeel van FDI's in de totale stroom is voor Maleisië en Indonesië hoger in vergelijking met die voor Thailand en Zuid Korea. Voor de Asean-3 plus de Filippijnen en Zuid Korea worden de FDI's voor 1995 geschat op \$4.9 miljard

(5.8% van de totale kapitaalstroom) en voor 1996 op \$6.3 miljard (6.6%). Dat deze kapitaalstroom niet onmiddellijk van richting verandert als het economisch klimaat in het gastland verslechtert valt af te leiden uit het rapport van de Institute of International Finance, opgesteld in april 1998, dus 9 maanden na het uitbreken van de crisis. Het Instituut komt voor 1997 met een schatting van \$6.4 miljard en voor 1998 met een prognose van \$6.9 miljard.

Circa 90% van de netto externe financiering bestond uit portfolio beleggingen en uit kredieten van banken en niet bancaire instellingen. Voor 1995 en 1996 worden de portfolio beleggingen geschat op resp. \$10.5 miljard (12,4% van de externe financiering) en \$12.4 miljard (13.0%). De kredieten van banken en niet-bancaire instellingen worden geschat op resp. \$63.8 miljard (75.4%) en \$78.4 miljard (80.5%) Hoewel sinds medio 1994 de economieën gaandeweg verzwakten was de netto particuliere kapitaal stroom in 1996 hoger dan in 1995. De toegenomen valutarisico's hadden geen directe invloed op de valutamarkten, met uitzondering van de Thaise bath. In 1996 en begin 1997 kwam de munt onder druk te staan, maar de interventies van de Centrale Bank bleken nog succesvol te zijn.

Hoe valt de 'overlending' door de Westerse krediteuren en de 'overborrowing' door de lokale banken en de particuliere bedrijven te verklaren? Dit moet wellicht gezien worden in het licht van het 'moral hazard'-gedrag. Hoewel beide partijen geen expliciete garanties kregen dat de overheden de verplichtingen van debiteuren zouden overnemen in het geval er terugbetalingsproblemen zouden ontstaan bij een devaluatie van de munt, werd hier impliciet wel vanuit gegaan (Krugman, 1997). Dit vertrouwen is toe te schrijven aan gebeurtenissen in het verleden. Tijdens de Mexicaanse financiële crisis van 1994-95 heeft de Mexicaanse overheid de verplichtingen van de met faillissementen bedreigde Mexicaanse banken en bedrijven overgenomen. Met het onder leiding van de Verenigde Staten en het IMF bijeengebrachte krediet van \$50 miljard zijn de vorderingen van de buitenlandse krediteuren voldaan en met de debiteuren is een herschikking van de schulden in lokale valuta overeengekomen. Deze 'bail out'-operatie heeft wellicht bijgedragen aan de overtuiging bij krediteuren en debiteuren dat 'emerging market economies' niet aan hun lot zouden worden overgelaten ingeval van terugbetalingsproblemen. Toch is de Mexicaanse 'bail out'-operatie hoogstwaarschijnlijk niet van doorslaggevende betekenis geweest voor het moral hazard gedrag bij de opkomende markten in Oost- en Zuidoost Azië. De mogelijkheid dat deze wondereconomieën in zodanige problemen zouden geraken, dat steun van het IMF noodzakelijk was, werd eenvoudig uitgesloten. En mochten er in het hoogst onwaarschijnlijke geval toch terugbetalingsproblemen ontstaan dan waren de krediteuren en debiteuren overtuigd dat de nationale overheden de helpende hand zouden bieden.

4. Kwetsbaar financieel- en banksysteem

Externe financiering van de investeringen was mogelijk door de liberalisatie van het binnenlandse financieel- en banksysteem en de kapitaalrekening. De eerste liberalisatie hield in, dat overheden de regelgeving om particuliere banken en financiële instellingen op te richten, versoepelde. De tweede liberalisatie, het convertibel maken van de kapitaalrekening, hield in dat ingezetenen hun saldi bij banken mochten omzetten in vreemde valuta.

Particuliere bedrijven en de nieuwe financiële instellingen konden, op basis van deposito's in lokale valuta, leningen in buitenlandse valuta's opnemen. Laatst genoemde waren in feite financiële intermediairs: zij namen buitenlandse leningen op, die zij doorgaven aan lokale particuliere bedrijven ter financiering van de aankoop van buitenlandse kapitaalgoederen.

De nieuwe financiële instellingen hadden echter onvoldoende kennis en ervaring opgebouwd om projecten, waarvoor leningen aangevraagd werden, te beoordelen op basis van objectieve economische criteria (Montes, 1998, 9). Daarenboven speelden bij de beoordeling van de aanvragen veelvuldig politieke overwegingen een belangrijke rol: er was nauwe verwevenheid tussen de overheid, de banken en grote ondernemingen. Het toezicht op het beleid van deze instellingen is formeel in handen van de centrale banken. Dit toezicht was weinig effectief en gelet op de aspiraties van de financiële instellingen, volstrekt onvoldoende. Zij hadden alle de wens om zo snel mogelijk te expanderen.

In de meeste Aziatische landen voerden de overheden een prudent begrotingsbeleid. De begrotingen vertoonden een overschot (in 1996: Zuid Korea 0.3% van het BBP; Indonesië 1.2% en Thailand 1.9%) (zie IMF, 1998a), zodat de overheden geen beroep deden op de kapitaalmarkt. Daarnaast werd nauwelijks consumptief krediet opgenomen. De kredietexpansie konden de financiële instellingen alleen realiseren door leningen te verstrekken aan het particuliere bedrijfsleven. Aan deze bedrijven, beperkt in aantal, werden kredietaanvragen na onvoldoende toetsing dan wel zonder enig toetsing (als de aanvraag politiek gewenst was), gehonoreerd.

Het gebrek aan regels en inadequaat toezicht op de financiële instellingen had twee gevolgen. Ten eerste: om zo veel mogelijk kredietaanvragen te honoreren raakten de banken ondergekapitaliseerd. De verhouding tussen eigen vermogen en verstrekte kredieten werd scheef getrokken. Als van het beperkt aantal debiteuren enkele niet aan zijn rente- en aflossingsverplichtingen zou kunnen voldoen, dan konden de banken snel in de problemen komen. Ten tweede: omdat de bedrijven zo makkelijk bankkredieten konden opnemen werd hun vermogensstructuur eveneens zwak: het vreemd vermogen (de opgenomen

bankkredieten) werden een veelvoud van het eigen vermogen. Bij de 30 grootste conglomeraten in Zuid Korea (chaebol) lag de verhouding vreemd-eigen vermogen (debt-equity ratio) boven 3 op 1. (Wade & Veneroso, 1998). De BIS noemt zelfs 6 op 1. Voor een gezonde bedrijfsfinanciering geldt in het algemeen de verhouding 1 op 1 als maximum. Deze mag slechts overschreden worden als het aangetrokken vreemd vermogen een lange looptijd heeft, dan wel permanent is.

De hoge debt-equity ratio vereist dat de inkomsten van het bedrijf (cash flow) niet alleen hoog moeten zijn, maar bovendien ook nog een regelmatig patroon moeten vertonen. Nemen de inkomsten tijdelijk af dan kan het bedrijf al snel niet meer aan zijn financiële verplichtingen voldoen. Er is de volgende situatie ontstaan: kan een bedrijf niet aan zijn verplichtingen voldoen dan komt een bank snel in de problemen en als een bank in de problemen komt dan komen andere bedrijven eveneens in de problemen. Het is deze combinatie van enerzijds ondergekapitaliseerde banken en anderzijds bedrijven met hoge debt-equity ratio's, die hebben geleid tot een labiele evenwichtssituatie, die uiterst gevoelig is voor de geringste verstoring.

Volgens schattingen van de BIS hebben financiële instellingen en bedrijven uit de Asean-3 en Zuid Korea eind 1994 voor \$123.2 miljard aan kredieten opgenomen bij Westerse banken en niet-bancaire kredietinstellingen, die rapporteren aan de BIS. De omvang van deze verplichtingen was gelijk aan zo'n 22.4% tot 26.3% van het BBP van die landen. Aan het eind van het tweede kwartaal 1997 - dus vlak voordat de crisis uitbrak - waren de opgenomen kredieten opgelopen tot \$235.7 miljard. Voor Thailand was het percentage opgelopen tot 53.6% van het BBP. De opgenomen kredieten hadden in het algemeen een korte looptijd; het aandeel van de kort lopende leningen schommelde tussen de helft (Maleisië) en tweederde (Zuid Korea).

5. Paniekreactie en kuddegedrag

Richting en omvang van kapitaalstromen worden door verschillen in verwacht rendement bepaald. Wijzigingen in verwacht rendement kunnen zich als een olievlek uitbreiden: het 'kudde-gedrag' van kapitaalbezitters op jacht naar het hoogste verwachte rendement. In zeer korte tijd kan plotseling het kapitaal en masse gedirigeerd worden naar markten waar de verwachtingen gunstiger zijn. Deze kapitaalstromen zijn zo mobiel, dat zij aangeduid worden met termen als 'hot money' of 'flitskapitaal'. Wat zich in Azië heeft voltrokken laat zich als volgt samenvatten. Hoewel de economieën gaandeweg zwakke elementen gingen vertonen, bleef de kapitaalstroom in de richting van die landen gaan.

Door het moral hazard gedrag werd geen rekening gehouden met toegenomen valutarisico's; er werd onvoldoende gelet op de verhouding tussen de omvang van de reserves van de centrale banken en de grootte van kortlopende schuldverplichtingen. Plotseling brak de twijfel over de duurzaamheid van de hoogte van de wisselkoers door. De richting van de kapitaalstroom slaat om (nieuwe kredieten worden niet verstrekt en oude kredieten worden niet verlengd) en een verwachte depreciatie leidt onmiddellijk tot een feitelijke depreciatie. Deze is vaak scherper dan de verwachte depreciatie ('overshooting'). Interventiepogingen van centrale banken om de waardedaling van de munten tegen te houden zijn dan vaak weinig zinvol.

Tabel 1: Vijf Aziatische Economieën: Externe Financiering¹
(miljarden dollars)

	1994	1995	1996	1997 ^e	1998 ^f
saldo lopende rekening	-24,5	-41,4	-55,2	-27,1	30,6
externe financiering, netto	45,2	84,6	95,2	18,1	25,9
particulier verkeer, netto	37,9	79,2	97,1	-11,9	-0,3
aandelen/beleggingen	12,1	15,4	18,7	2,1	16,4
directe investeringen	4,7	4,9	6,3	6,4	6,9
beleggingsverkeer	7,4	10,5	12,4	4,4	9,5
particuliere krediteuren	25,8	63,8	78,4	-14,0	-16,8
commerciële banken	23,4	49,9	55,7	-26,9	-19,8
niet-bancaire krediteuren	2,4	13,8	22,7	12,9	3,0
officieel verkeer, netto	7,3	5,4	-1,9	30,0	26,0
reserves excl. goud (- = toename)	-5,4	-14,0	-18,4	39,5	-51,9
p.m.: korte kredieten, netto	7,3	40,4	38,5	-41,7	-42,8

¹ Zuid Korea, Indonesië, Maleisië, Thailand en de Filipijnen

e = estimate, f = forecast

Bron: Institute of International Finance, Capital Flows to Emerging Market Economies, April 30, 1998, page 4.

Schattingen van het Institute of International Finance voor de Asean-3, de Filipijnen en Zuid Korea geven het volgende beeld van de omslag in de particuliere

kapitaalstromen. Over 1996 was de binnenkomende stroom nog \$97.1 miljard en over 1997 werd een uitgaande stroom van \$11.9 miljard geregistreerd. De omslag in de kapitaalstroom van \$109 miljard komt overeen met zo'n 11% van het BBP van deze 5 landen (zie tabel 1; S.Radelet en J. Sachs, 1998, 9). In eerste instantie verkochten institutionele beleggers de aandelen en werden de opbrengsten omgezet in dollars, kortlopende kredieten werden niet verlengd en kredietlijnen geannuleerd. Naar verwachting van het IIF in een rapport van eind april 1998 - dus circa driekwart jaar NA de val van de bath - zouden de FDI's in 1998 toenemen en, als gevolg van de devaluaties, zou de lopende rekening wederom een overschot gaan vertonen. Maar er ontstond een paniekreactie; en masse werd het kapitaal teruggetrokken, hetgeen leidde tot verscherping van de crisis. De gevolgen van de kapitaalvlucht na een jarenlange periode van kapitaalimport bleken rampzaliger te zijn dan aanvankelijk werd aangenomen. Het fragiele evenwicht van ondergekapitaliseerde banken en particuliere bedrijven met een hoge debt-equity ratio, was doorbroken. Doordat het buitenlandse krediet wegviel waren lokale banken en kredietinstellingen genoodzaakt hun kredietkraan dicht te draaien. Hierdoor kwamen de bedrijven, die gewend waren geraakt kortlopende kredieten op te nemen ter financiering van langdurige vermogensbehoeften, in liquiditeitsproblemen. Het aantal bedrijven, dat hun productie moest inkrimpen, dan wel staken, nam toe. Door de afname in hun cash flows konden zij niet meer aan hun verplichtingen voldoen, met als gevolg dat de ondergekapitaliseerde banken in de problemen kwamen. Voorts bleek, dat leningen niet afgedekt waren op de termijnmarkt. De devaluaties van de munten hadden tot gevolg, dat de rente en aflossingsverplichtingen, te betalen in vreemde valuta's, uitgedrukt in lokale valuta's scherp stegen. Gezien de hoge debt-equity ratio's raakten bedrijven technisch failliet. De vrees voor een reeks faillissementen versterkte op haar beurt weer de uitgaande kapitaalstroom en de munten daalden verder in waarde.

6. Het verloop van de crisis in de individuele landen

Zijn er overeenkomsten in de oorzaak van de crisis in de verschillende landen te bespeuren, de gevolgen ervan op de afzonderlijke economieën en de reacties erop zijn verschillend. Indonesië is het hardst getroffen door de crisis en het land, dat ook nog in een politieke crisis is gekomen, heeft pas na enige maanden maatregelen getroffen. Zuid Korea en Thailand daarentegen hebben reeds begin 1998 maatregelen getroffen om stabilisatie- en hervormingsprogramma's serieus uit te voeren. Maleisië, dat geen steun bij het IMF heeft aangevraagd, kondigde een eigen bezuiningsplan aan. De overheid is er aanvankelijk van

uitgegaan dat de terugval in de economie gering zal zijn (van 7 à 8% groei naar zo'n 4 à 5%).

Thailand. De Thaise economie verslechterde in de jaren voorafgaande aan de crisis, in het bijzonder in 1996. Namen de exporten tussen 1990 en 1995 nog jaarlijks toe met 21.6%, in 1996 was er sprake van een nul groei. De stagnatie in de exporten is naast de overwaardering van de bath en loonstijgingen, die de arbeidsproductiviteit overtroffen (Warr, 1997, 328) ook het gevolg van de ingestorte markt van half geleiders. Hoewel de dollar na 1995 ten op zichte van de yen apprecieerde met 40%, waardoor de reële effectieve koers van de bath apprecieerde met naar schatting 17% (BIS, 1998, 37) en de tekorten op de lopende rekening opliepen, weigerde Thailand zijn munt te depreciëren. Om de druk op de bath te verminderen werd de binnenlandse rente sterk verhoogd. Banken, financiële instellingen en bedrijven werden door de hoge binnenlandse rente echter juist aangemoedigd op grote schaal goedkoop geld in het buitenland te lenen. Thailands verplichtingen bij westerse banken steeg van \$47.4 miljard (eind 1994) naar \$90.1 miljard (eind tweede kwartaal 1997); hiervan waren 65% kortlopende verplichtingen. Een deel van deze opgenomen leningen werd aangewend voor speculatieve investeringen in de onroerend goed sector.

Midden mei 1997 kwam de koers van de bath wederom onder druk te staan. Pogingen van Thailand om met steun van Singapore de aanval op de munt af te slaan hadden echter nu geen succes meer. Op 30 juni verzekerde de premier tijdens een televisie toespraak nog, dat de bath niet zou devalueren. Op 2 juli echter kondigde de Bank van Thailand aan de interventie te staken; de munt ging zweven ten opzichte van de dollar. Zoals eerder is gesteld wordt dit gezien als het begin van de crisis, die zich in korte tijd als een besmettelijke ziekte over de regio zou gaan uitbreiden. Onmiddellijk verloor de munt 15 tot 20% van zijn waarde en Thailand riep de hulp in van het IMF voor 'technische bijstand'. Op 20 augustus werd overeenstemming bereikt over een door het IMF opgesteld reddingsplan ter grootte van \$17.1 miljard. Het vertrouwen in de economie keerde niet terug, aangezien maatregelen gericht op herstructurering van de financiële sector wel werden aangekondigd, maar niet uitgevoerd. Hoewel de reële rentevoet verder werd verhoogd bleef de waarde van de bath achteruitgaan; eind 1997 had de bath circa 45% van zijn waarde verloren.

Naar verwachting zal het BBP in 1998 afnemen met 3.5% tot 5% en de inflatie en werkloosheid toenemen. De verwachte vraaguitval is zo groot en gelet op de oplopende sociale spanningen is het Fonds akkoord gegaan met een expansief begrotingsbeleid. In het eerste akkoord was overeen gekomen dat de overheid de uitgaven dusdanig omlaag zou brengen dat de begroting een overschot zou vertonen van 1% van het BBP. In het tweede akkoord (25 november 1997) is overeengekomen, dat naast aanscherping van het tijdpad van het doorvoeren van hervormingen in de financiële sector, de overheid steun mocht uittrekken

voor een sociaal vangnet. In het derde akkoord (24 februari 1998) is overeengekomen dat de steun aan het sociale vangnet vergroot mag worden; de begroting mag een tekort vertonen van 2% van het BBP en de rente mag verlaagd worden.

Op dit moment ligt het zwaartepunt van het beleid op het versneld doorvoeren van structurele hervormingen in de economie. De tot nu toe gerealiseerde hervormingen hebben het vertrouwen in de Thaise overheid enigszins hersteld; naar verwachting zal de markt het land binnenkort weer als kredietwaardig zien. De overheid kan dan wederom waardepapieren uitgeven op de binnenlandse en buitenlandse financiële markten. Met deze leningen wil de overheid de zwakke positie van de banken en financiële instellingen versterken. Zij, de banken en financiële instellingen, kunnen dan weer de kredietkraan openen en het liquiditeitsprobleem van de gezonde bedrijven verlichten.

Indonesië. Toen de Thaise crisis uitbrak was de eerste algemene reactie in Indonesië: "Zoiets kan hier niet plaatsvinden!". Algemeen leefde de overtuiging, dat de fundamenteën van de Indonesische economie gezond waren (inflatie van rond 5%, een begrotingsoverschot van 1.2% van het BBP en een tekort op de lopende rekening van 3.4%). Bovendien werd er op gewezen dat de koppeling van de rupiah aan de dollar niet rigide was, maar periodiek aangepast werd, jaarlijks met circa 3 tot 5%. Nog voordat de crisis uitbrak werd de bandbreedte, waarbuiten de centrale bank intervenieerde, vergroot tot 12% en werd de rente verhoogd. Toen de crisis zich over de regio verspreidde was de overtuiging dat het land in een betere positie zat om de crisis het hoofd te bieden dan Thailand.

In werkelijkheid was de economie minder gezond dan algemeen werd aangenomen; binnen een kort tijdbestek bleek de Indonesische economie het zwaarst getroffen te zijn door de crisis. Valutahandelaren 'ontdekten' het publieke geheim: Indonesische bedrijven hielden gegevens over hun echte financiële situatie achter. De door het particuliere bedrijfsleven bij buitenlandse banken opgenomen kredieten werden medio 1997 geschat op \$65 miljard. Hier bovenop kwamen ook nog leningen, opgenomen op de kapitaalmarkt, ter grootte van \$15 miljard. De gemiddelde looptijd van al deze verplichtingen was ongeveer 1½ jaar. Dit houdt in, dat de bedrijven over 1998 \$58.9 miljard moeten betalen aan rente- en aflossingsverplichtingen. Een groot deel van de aangegane verplichtingen is bovendien niet afgedekt op de termijnmarkt. De bedrijven gokten erop, dat de waarde van de rupiah nooit en te nimmer met meer dan 5% per jaar zou depreciëren. Dat was immers de facto het beleid van Bank Indonesia in de afgelopen jaren geweest. Toen in juli de crisis in Thailand uitbrak, realiseerden bedrijven zich het valutarisico dat zij liepen in het geval de rupiah wel zou gaan depreciëren. In augustus en september ging een toenemend aantal bedrijven rupiahs omwisselen tegen buitenlandse valuta's om zich alsnog in te dekken

tegen valutarisico's. De koers schommelde aanvankelijk rond de Rp2400 per dollar. De Centrale Bank steunde de munt niet toen de koers door het interventiepunt brak en op 6 oktober was de koers al gedaald tot Rp3845. Twee dagen later kondigde de Indonesische overheid aan steun te vragen bij het IMF.

De onder leiding van het IMF tot stand gekomen overeenkomst (5 november 1997) omvatte een krediet van \$37 miljard, uit te keren in tranches over drie jaar gespreid, herstructurering van de financiële sector en doorvoering van andere hervormingsmaatregelen. Na sluiting van 16 particuliere banken, op aandring van het Fonds en de Wereld Bank, trad er een versnelling op in de waardedaling van de Indonesische munt. Het vertrouwen in de rupiah verdween geheel, toen ook particulieren, in navolging van de bedrijven, op grote schaal rupiahs gingen inwisselen tegen dollars. Begin januari was de koers gezakt tot Rp10.000 per dollar en drie weken later tot Rp12.000. De snelle waardedaling van de rupiah was het gevolg van een aantal factoren: een weinig geloofwaardige begroting 1998-99, paniek over de gezondheidstoestand van de bejaarde President Suharto, de politieke onzekerheid over zijn opvolging en de angst dat het land terecht zou komen in een schuldencrisis.

Gelet op de snel verslechterende economische situatie en de aarzelingen de hervormingsmaatregel, zoals vastgelegd in het eerste akkoord, uit te voeren werd op 15 januari 1998 een tweede akkoord gesloten. De overheid kondigde een 'tijdelijke pauze' aan in de terugbetaling van de \$80 miljard verplichtingen van de particuliere bedrijven. Zij drong bij krediteuren en debiteuren aan onderhandelingen te voeren over een herschikking van de verplichtingen, het omzetten van schulden in aandelen (de debt-equity swaps) en het kwijtschelden van een deel van de schulden. Bovendien liet de president doorschemeren te overwegen een currency board systeem (CBS) in te voeren en de waarde van de rupiah te fixeren op circa Rp6000 per dollar. (Het CBS is een systeem waarbij de binnenlandse geldhoeveelheid wordt bepaald door de reserves bij de Centrale Bank) Op 10 april 1998 werd een derde overeenkomst gesloten waarin Indonesië zich vastlegde af te zien van de invoering van het CBS en de hervormingen, zoals vastgelegd in het tweede akkoord, uit te voeren. Deze 'vertragingstactiek' heeft Indonesië veel geld gekost. Had Zuid Korea eind maart \$21.7 miljard aan steun ontvangen en Thailand \$10.2 miljard; Indonesië daarentegen slechts \$3 miljard (Wolf, 1998).

Als gevolg van de waardedaling van de rupiah en het intrekken van overheids-subsidies, om de overheidsuitgaven te verminderen, stegen de prijzen van brandstoffen, voedsel en andere basisproducten scherp. Deze prijsstijgingen hadden ernstige rellen en plunderingen tot gevolg, eerst in Noord Sumatra en later in Jakarta en andere steden. In korte tijd nam de druk op de president af te treden toe. Hij had het land gedurende zo'n 32 jaar autoritair geregeerd en de roep om snelle politieke hervormingen werd steeds luider. De dood van studen-

ten, neergeschoten door het leger, en het feit dat zijn naaste vazallen hem niet langer steunden, bracht het terugtrekingsproces in een stroomversnelling. Het was duidelijk geworden, dat in de ontstane chaotische situatie politieke hervormingen noodzakelijk waren om economische hervormingen succesvol te kunnen doorvoeren. Men moet zich echter realiseren dat het gelijktijdig doorvoeren van politieke en economische hervormingen in een periode van zware economische recessie extreem moeilijk zal zijn.

De economische vooruitzichten zijn uiterst somber. Het weinig doortastende beleid van de overheid en het verdwenen vertrouwen hebben de economische crisis verscherpt. De daling in consumptie en investeringen, de sterke toename van de werkloosheid, de krapgeld- en kredietpolitiek leiden tot een grote terugval in de productie. Analisten en onderzoeksbureaus verwachten voor 1998 een daling in het BBP van tussen de 13 en 15%. Voor 1999 zijn de verwachtingen een stagnatie dan wel een verdere afname van het BBP. Gelet op de jaarlijkse groei van 7% in de jaren 1990-1996 is de terugval in de productie boven de 20%. De inflatie zal naar verwachting stijgen tot boven de 75% en het aantal mensen op en onder de armoedegrens zal dramatisch toenemen.

Maleisië. Op 8 juli 1997 intervenueerde de Centrale Bank van Maleisië, Bank Negara, nog op de valutamarkt om de waarde van de ringgit te verdedigen. Een week later staakte Bank Negara het interventiebeleid. De premier van het land, Dr. Mohammed Mahatir, deed een scherpe uitval naar valutaspeculanten in het algemeen en een Amerikaanse belegger in het bijzonder door zijn in het buitenland bekritiseerde uitspraak: "All these countries have spent 40 years trying to build up their economies and a moron like Soros comes along". Maleisië drong aan op scherpere regulering van de valutahandel; deze oproep leidde tot een verdere waardedaling van de ringgit. Hoewel de waarde van de munt voortdurend onder druk bleef staan werd de rente niet verhoogd. De economie van Maleisië is minder gevoelig voor veranderingen in de wisselkoers, aangezien het land verhoudingsgewijs - gelet op zijn buurlanden Thailand en Indonesië - minder kortlopende kredieten heeft opgenomen. Er zijn evenwel overeenkomsten te bespeuren: ook in dit land is er sprake van overinvesteringen.

De uitzonderlijk snelle op uitvoer gerichte groei van Maleisië heeft in de jaren negentig geleid tot een ware explosie in de bouwsector. De tweeling-toren van de staatsoliemaatschappij Petronas, op dit moment 's werelds hoogste gebouw, is de trots van de natie. Een nieuw modern internationaal vliegveld bij Kuala Lumpur is recentelijk opgeleverd. Een groot aantal infrastructurele projecten, met een geschatte waarde van circa \$20 miljard zijn in verschillende fasen van uitvoering. Deze bouwactiviteiten zijn gefinancierd met bankleningen of door aandelenemissies. De aandelenkoersen zijn in mei 1998 met ruim 40% gedaald. Veel van deze projecten worden uitgevoerd door bouwbedrijven, die goede

connecties hebben met de overheid. De uitstaande leningen van de Maleisische banken bedraagt 170% van het BBP, verreweg het hoogste percentage van de ASEAN-landen. Deze bouwactiviteiten hebben een hoog importcontingent: de meeste installaties en machines moeten ingevoerd worden.

Gelet op de huidige crisis kan het streven van de overheid naar een hoge economische groei niet volgehouden worden. Voortzetting van de hoge groei is noodzakelijk om Vision 2020 te realiseren. Volgens dit 'plan' moet het land tegen het jaar 2020 een ontwikkelingsniveau bereikt hebben van West Europa anno 1990. Op 5 december ontvouwde Anwar Ibrahim, de vice-premier van het land, een bezuinigingsplan in een poging de verslechterende financiële positie van het land tot staan te brengen. Door dit bezuinigingsplan uit te voeren zou vermeden kunnen worden aan te kloppen bij het IMF voor financiële steun. Volgens het bezuinigingsplan dienen de overheidsuitgaven voor 1998 met 18% af te nemen en worden kredietbeperkende maatregelen afgekondigd. De doelstelling van de economische groei van 7% is bijgesteld tot 4 à 5%. Gehoopt wordt in het lopende jaar het tekort op de lopende rekening terug te brengen van 4 tot 5% naar 3% van het BBP. In het bezuinigingsplan worden alle nog niet begonnen megaprojecten uitgesteld en de uitvoering van o.a. het Multimedia Super Corridor (een 'science park' dat moet resulteren in een 'Maleisische Silicon Valey') getemporeerd. Voorts heeft Ibrahim verzekerd, dat "there is no question of any bail out for financially ailing corporations and for the highly indebted banking system".

De neerwaartse bijstelling van de prognoses over de groei van de Maleisische economie (de schatting is nu -6,5% voor 1998) heeft ertoe geleid, dat de premier het door Ibrahim opgestelde aanpassingsprogramma heeft teruggedraaid. Sinds september 1998 is het beleid gericht op een verhoging van de overheidsuitgaven, verzachting van het kredietbeleid van de banken en verlaging van de rente. Om de druk op de ringgit te verminderen is kapitaalcontrole geïntroduceerd. Het verschil van inzicht over de aanpak van de crisis tussen Mahatir en Ibrahim heeft geleid tot de arrestatie van laatst genoemde en heeft het land gestort in een politieke crisis.

Zuid-Korea. In 1996 nam de groei van de industriële-productie en uitvoer sterk af. Dit veroorzaakte een afname van de cash flow van een aantal conglomeraten. De crisis van 1997 werd ingeluid met een serie faillissementen van dochterondernemingen van de conglomeraten. Deze conglomeraten hadden omvangrijke leningen opgenomen ter financiering van hun investeringen. Medio 1997 - nog voordat er sprake was van een crisis - kampen 8 van de 20 grootste conglomeraten reeds met grote financiële problemen. In het streven naar hoge economische groei heeft Zuid Korea het zwaartepunt van haar beleid gelegd op opvoering van productie ten behoeve van de uitvoer. Banken werden

aangespoord de benodigde leningen, tegen lage rente, ter beschikking te stellen om de omvangrijke investeringsplannen van de chaebol te realiseren. De grootste conglomeraten hebben hoge debt-equity ratio's, oplopend tot zo'n 600%. In het algemeen kan worden gesteld, dat de winstgevendheid van de chaebol niet groot is. Dit vormt een gevaar voor het voortbestaan van de banken en financiële instellingen. Zij hadden omvangrijke kort lopende leningen bij buitenlandse banken en financiële instellingen opgenomen om de gelden door te sluizen naar de chaebol. Op 8 november 1997 kwam de Zuidkoreaanse munt onder druk te staan en aanvankelijk intervenueerde de Bank of Korea om de koers van de won te verdedigen. Aangezien het vertrouwen van de krediteuren verder afbrokkelde bleef de druk op de won voortduren en de Bank of Korea staakte de interventie. De munt ging zweven en op 21 november 1997 werd de hulp van het IMF ingeroepen. Op 4 december is met het Fonds overeenstemming bereikt over een reddingsfonds ter grootte van \$57 miljard; dit is het grootste reddingsfonds, dat ooit onder supervisie van het IMF beschikbaar is gesteld.

Ondanks de record grootte van het reddingsfonds leidde de overeenstemming met het IMF echter niet tot herstel van het vertrouwen bij de kredietverstrekkers. De omvang van de korte termijn verplichtingen was hoger dan \$100 miljard; bijna twee keer zo groot als het reddingsfonds. Het eerste akkoord leidde niet tot herstel van het vertrouwen. Versnelde beschikbaarstelling van de toegezegde IMF-steun en het akkoord met banken over een herschikking van een deel van de kortlopende schulden heeft nog net voorkomen, dat het land in een schuldencrisis terecht is gekomen. Gelet op de grootte van de Zuidkoreaanse economie (elfde industriële natie en tiende handelsnatie ter wereld) waren - in geval Zuid Korea niet meer had kunnen voldoen aan de financiële verplichtingen - de gevolgen voor de wereldeconomie ernstig. Een alles omvattende overeenkomst over herschikking van de schulden over een langere termijn tussen Zuid Korea, de banken, het IMF en de overheden van de G-7 blijft dringend noodzakelijk. De recentelijk op democratische wijze gekozen president Kim Daejung, heeft toegezegd structurele economische hervormingen door te voeren: de chaebol moeten zich meer concentreren op hun kern-activiteiten en met de opbrengsten van de afgestoten dochters moet de debt-equity ratio gezonder worden. Bovendien moet de Zuidkoreaanse economie meer toegankelijk worden voor buitenlandse FDI's. De economische situatie lijkt zich licht te verbeteren en het vertrouwen bij de krediteuren lijkt terug te keren. Hierdoor zal het land weer toegang krijgen tot de internationale kapitaalmarkten.

7. Is de aanpak van het IMF crisis-dempend geweest?

Het IMF wordt verweten niet tijdig voor een naderende crisis gewaarschuwd te hebben; sterker, kort voor het uitbreken van de crisis zijn de landen nog geprezen voor hun beleid. Het Fonds erkent, dat de crisis, zowel wat betreft de verspreiding over de regio als de intensiteit, ook door hem niet verwacht werd. Hieraan wordt evenwel toegevoegd, dat de val van de Thaise bath - wat gezien wordt als het begin van de crisis - door het Fonds wel verwacht werd. 18 maanden vòòrdat de munt devalueerde had het IMF in een voortdurende dialoog er bij de Thaise autoriteiten reeds aangedrongen de munt te laten zweven. 'However, the IMF can only advise, not force governments to take steps'. Aangezien het overleg vertrouwelijk is 'it cannot go so far in speaking out as to create the crisis that it is seeking to prevent' (IMF, 1998a, 11).

Het tweede verwijt aan het Fonds is dat door de bail-out aanpak zij de belangen van de roekeloze krediteur beschermen. Hierdoor wordt het moral hazard gedrag versterkt en wordt de kiem gelegd voor een volgende crisis. Hebben bij de aanpak van de Tequila Crisis van 1994 de krediteuren geen verliezen geleden, bij de Aziatische Crisis daarentegen zijn de door het IMF ter beschikking gestelde kredieten niet doorgesluisd naar de krediteuren. Het Fonds stelt, dat 'a typical foreign owner of Asian equities would have seen the value of his or her investment reduced to only one third to one quarter of what it was before the crisis' en dat voor de grote internationale banken de crisis 'costly' is geweest (IMF, 1998a, 11). Het is evenwel vreemd, dat het IMF een schatting maakt van de verliezen door het vermogen vlak voor de crisis te vergelijken met dat na de crisis en niet met het 'startkapitaal' en het rendement hierop in de jaren voorafgaande aan de crisis. In die jaren moet het rendement hoger geweest zijn dan op beleggingen in de OESO-landen. Rekening houdend met het hogere rendement in de voorafgaande jaren kunnen vraagtekens geplaatst worden of de crisis per saldo 'costly' is geweest.

Het laatste verwijt aan het Fonds is wellicht ernstiger: het niet (tijdig) onderkennen wat de kern van de crisis is. In het verleden is het Fonds veelvuldig betrokken geweest bij het opstellen van aanpassingsprogramma's voor landen, die kampten met betalingsbalansproblemen. De betalingsbalansproblemen waren het gevolg van omvangrijke begrotingstekorten, een te hoog consumptieniveau en structurele inflatie. Het ging dan, kortweg, om landen die boven hun stand leefden. De aanpak in een dergelijke situatie omvat o.a. de volgende elementen: terugdringen van het tekort op de begroting, door vermindering van de overheidsuitgaven en verhoging van de belastinginkomsten; krapgeld beleid, kredietrestricties en verhoging van de rente. Het beleid was gericht

op stabilisatie van de economie door vermindering van de binnenlandse consumptie. In een situatie van overbestedingen is het doorvoeren van versoberingsmaatregelen - hoe pijnlijk die ook mogen wezen - gepast.

De door de crisis getroffen landen in Azië vertoonden echter een overschot op hun begrotingen en de inflatie was gematigd. Het tekort op de lopende rekening was niet het gevolg van overconsumptie, maar van overinvesteringen van het particuliere bedrijfsleven, gefinancierd met omvangrijke leningen. Het IMF stelt echter, dat 'the centerpiece of each program is a set of forceful, far-reaching financial and structural reforms, not austerity measures to restore macroeconomic balance' (IMF, 1998a, 15) en dat renteverhoging een succesvolle strategie is geweest om waardevermindering van munten tegen te gaan. De bezuinigingsmaatregelen zijn nodig om de kostbare herstructurering van het banksysteem te kunnen financieren. Het afdwingen van structurele hervormingen van het financiële systeem - hoe wenselijk dan ook op langere termijn - en verhoging van de rente hebben de particuliere bedrijven op korte termijn in liquiditeitsproblemen gebracht: de particuliere bedrijven hadden kredieten nodig om te kunnen produceren. Door de kredietkraan te sluiten of de rente te verhogen werden bedrijven gedwongen de productie te staken, dan wel te reduceren. Contractie van de economie was het gevolg en heeft het herstel van vertrouwen van de krediteuren in de markt niet versterkt, maar eerder verder doen afnemen (Sachs, 1997; Stiglitz, 1997; Feldstein, 1998). De mate van het vertrouwensverlies en de omvang van de kapitaaluitstroom is aanvankelijk door het Fonds onderschat. Het is deze liquiditeitscrisis van de particuliere bedrijven, die de crisis heeft verscherpt en verlengd. De onder supervisie van het IMF verstrekte kredieten aan de centrale banken als betalingsbalanssteun waren volstrekt ontoereikend, gelet op de omvang van de kredietbehoefte van de particuliere bedrijven. De BIS wijst erop dat de Aziatische crisis een crisis is met een ander karakter als de voorgaande: "This was the first crisis in the post war period featuring the combination of banks as the principal international creditors and private sector entities as the principal debtors" en "the complexity and even novelty of the task being undertaken by the Fund should not be underestimated" stelt de BIS (BIS, 1998, 8).

Pas in tweede instantie is de urgentie van herschikking van de schulden van het particuliere bedrijfsleven en het openen van nieuwe kredieten onderkend om een verdere contractie van de economie te voorkomen. Een duurzame oplossing voor deze boven de markt hangende particuliere schulden kan inderdaad niet door het IMF alleen gedragen worden; daarvoor zijn de fondsen ontoereikend. Het vereist onderhandelingen tussen de internationale banken, het IMF, de overheden van de G-7 en de door de crisis getroffen landen. Voor Thailand en Zuid Korea is overeenstemming bereikt over herschikking van de kortlopende schuldverplichtingen. "The rollover rates for foreign debts have improved to

70% in Thailand and over 90% in Korea from levels as low as 10-20 percent in the second half of 1997" (IMF, 1998a, 14).

In Indonesië is voor het overleg de Indonesian Debt Restructuring Agency (INDRA) opgericht. Er is een raam-overeenkomst gesloten over de aanpak van de herschikking van de schulden. Of de uitwerking van de raam-overeenkomst de in liquiditeitsproblemen verkerende gezonde bedrijven zal helpen wordt betwijfeld. Door de scherpe depreciaties zijn gezonde bedrijven, die leningen hebben afgesloten in vreemde valuta, technisch gesproken failliet. Buitenlandse schuldeisers moeten hun verlies nemen.

De Tequila Crisis was hevig maar kort. De korte duur van die crisis wordt toegeschreven aan de positieve impulsen die uitgingen van de groei van de Amerikaanse economie op de economie van Mexico. Gelet op de stagnerende Japanse economie zal van dat land geen positieve impuls verwacht mogen worden.

8. Conclusie

De Asean-3 en Zuid Korea behoorden recentelijk nog tot de 'Asian Miracle Economies'. Hun groei lag ver boven het gemiddelde van de wereldeconomie. De macro economische fundamenteen waren gezond en de oplopende tekorten op de lopende rekening, als gevolg van hoge investeringen, werden niet als zorgwekkend gezien: het was een gezonde vorm van intertemporele handel. Door een zwak financieel systeem in die landen en de beschikbaarheid van buitenlandse kapitaal werd de debt-equity ratio van de bedrijven scheef getrokken. Door het moral hazard gedrag van krediteur en debiteur was 'overlending' en 'overborrowing' het gevolg. De omvangrijke investeringen leidden tot overproductie en afnemend rendement van het kapitaal. Gevoegd bij een reële appreciatie van de munten, versterkt door de waardestijging van de dollar, nam de groei van de uitvoer af. Toen de markt begon te twijfelen aan de duurzaamheid van de wisselkoersen werd en masse het kapitaal teruggetrokken en de bedrijven raakten in een liquiditeitscrisis. Het niet tijdig onderkennen van de liquiditeitscrisis heeft de Aziatische crisis verscherpt. Pas in tweede instantie is ingezien, dat op korte termijn een oplossing gezocht moest worden voor het liquiditeitsprobleem om een implosie van de economie te voorkomen. Liberalisering van het internationaal kapitaal verkeer was de oorzaak van de opkomst en neergang van de miracle economies. De les, die uit de crisis getrokken moet worden, is dat de combinatie van enerzijds liberalisering van het kapitaalverkeer en de kapitaalrekening en anderzijds een zwak financieel systeem, waarop onvoldoende toezicht wordt gehouden, kan leiden tot een ramp. Overinvesteringen als gevolg van onverantwoordelijk geld lenen is de oorzaak van de Aziatische

Crisis. Tegenover iedere onverantwoordelijke geldlener staat echter een onverantwoordelijke geldgever. De discussies concentreren zich nu op de vraag op welke wijze internationaal kapitaal verkeer op een zodanige wijze gereguleerd kan worden dat herhaling van een dergelijke crisis voorkomen kan worden.

Literatuur

- Bank for International Settlements, 1998, *68th Annual Report*, BIS, Basle
- Feldstein, M., 1998, 'Refocusing the IMF', *Foreign Affairs*, 77(2), 20-33
- Institute of International Finance, 1998, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, IIF, Washington D.C.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics (verschillende nummers)*, IMF, Washington D.C.
- International Monetary Fund, 1997, *World Economic Outlook Interim Assessment*, IMF, Washington D.C.
- International Monetary Fund, 1998a, *The IMF's Response to the Asian Crisis*, IMF, Washington D.C.
- International Monetary Fund, 1998b, *World Economic Outlook*, IMF, Washington D.C.
- Krugman, P., 1997, *What Happened to Asia?* Conference paper Japan, Januari 1998, <http://web.mit.edu/krugman/>
- Montes, M.F., 1998, *The Currency Crisis in Southeast Asia*, Institute of Southeast Asian Studies, Singapore
- Ostry, J.D., 1997, *Current Account Imbalances in ASEAN Countries: Are they a Problem?*, IMF Working Paper nr. 51, IMF, Washington D.C.
- Radelet, S. & J. Sachs, 1998, *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Harvard Institute for International Development, paper prepared for the Brookings Panel, Washington, D.C.
- Roubini, N., 1998, *Chronology of the Asian Crisis and its Global Contagion*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/>
- Sachs, J., 1997, 'The Wrong Medicine for Asia', *New York Times*, November 3
- Stiglitz, J., 1997, 'How to Fix the Asian Economies', *New York Times*, October 31
- Wade, R. & F. Veneroso, 1998, *The Asian Crisis: The High Debt Model vs. the Wall Street - Treasury - IMF Complex*, The Russell Sage Foundation, New York
- Warr, P.G., 1997, *The Thai Economy from Boom to Gloom, Southeast Asian Affair*, Institute of Southeast Asian Studies, Singapore, 1997
- Wolf, M., 1998, 'Indonesia's Legacy', *Financial Times*, May 26

De baten van een gemeenschappelijke Europese munt

*Peter van Els en Marga Peeters**

Hoewel Europa aan de vooravond staat van de introductie van een gemeenschappelijk monetair beleid met één gemeenschappelijke Europese munt, de euro, stelt het meten van de daarmee samenhangende kosten en baten economen in de praktijk voor grote problemen. In de navolgende bijdrage geven de auteurs een beknopt overzicht van de relevante literatuur. Aan de hand daarvan concluderen zij dat bij een sterke euro de baten van de EMU in termen van welvaart en productie aanzienlijk kunnen zijn en bovendien een blijvend karakter zullen hebben. Of en in welke mate de voordelen van de EMU de kosten van het verlies van monetaire autonomie zullen overtreffen valt evenwel moeilijk hard aan te geven. Wel lijken hiervoor volgens de auteurs goede vooruitzichten aanwezig. (Van de redactie)

Europa staat aan de vooravond van de introductie van een gemeenschappelijk monetair beleid met één gemeenschappelijke Europese munt, de euro. Op 1 januari 1999 is fase drie van de Europese economische en monetaire unie (EMU) van start gegaan en zijn de wisselkoersen van de landen in de eurozone onverbrekkelijk aan elkaar vastgeklonken en is de Europese Centrale Bank verantwoordelijk geworden voor het voeren van een Europees monetair beleid. Met de invoering van de euro wordt een begin gemaakt, een proces dat wordt afgesloten met de introductie van euromunten en eurobiljetten per 1 januari 2002. Politieke motieven, onder meer gerelateerd aan de positionering van Frankrijk en Duitsland binnen Europa en het bevorderen op langere termijn van hechtere Europese politieke samenwerking, speelden een belangrijke rol bij de totstandkoming van de EMU. Of deze achterliggende politieke idealen bewaar-

* De auteurs zijn werkzaam op de afdeling Wetenschappelijk onderzoek en econometrie van de Nederlandsche Bank.