

De crisis in Zuidoost-Azië

Gerdie Everaert en Freddy Heylen

Meer dan 10 jaar lang was de koppeling aan de Amerikaanse dollar de monetaire topprioriteit in vele Zuidoost-Aziatische landen. In de eerste helft van de jaren 90 verzekerde een relatief goedkope dollar een indrukwekkende exportgeleide en door Japanse investeringen ondersteunde groei. Sinds midden 1995 legde de sterke stijging van de Amerikaanse munt ten opzichte van de yen en de meeste Europese munten echter een bom onder het Zuidoost-Aziatisch mirakel. Een belangrijke motor van de economische groei, de export, begon te sputteren, waarna zeer snel de zware structurele gebreken van het Zuidoost-Aziatisch ontwikkelingsmodel werden blootgelegd.

Na maanden van aanhoudende interventies ter ondersteuning van de baht was de Thaise regering genoodzaakt om op 2 juli 1997 de koppeling aan de dollar los te laten. De devaluatie van de baht luidde een periode in van hevige turbulentie op de Zuidoost-Aziatische markten. De Filipijnse peso, de Maleisische ringgit en de Indonesische roepie volgden vrijwel onmiddellijk de scherpe neergang. Toen eind oktober met de besmetting van de Zuid-Koreaanse won ook de elfde economie van de wereld betrokken raakte, was de malaise compleet.

In paragraaf 1 van dit artikel zetten we onze visie op de fundamentele oorzaken van de Zuidoost-Aziatische crisis uiteen. Vooraf willen we onderstrepen dat de algemeenheid van onze benadering als belangrijk nadeel heeft dat de verschillen tussen de vijf besproken landen te weinig aan bod komen; niet alle stellingen gaan op voor alle landen. Paragraaf 2 beschrijft de ontwikkeling en geleidelijke verdieping van de crisis. Paragraaf 3 gaat tot slot in op de diverse invloedskanalen en mogelijke gevolgen van deze crisis voor Europa.

I. Fundamentele oorzaken van de crisis

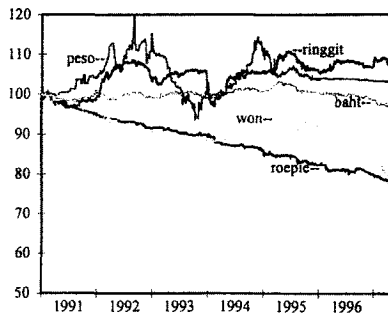
1.1. Koppeling aan de US dollar

De meeste Zuidoost-Aziatische landen kenden geruime tijd een min of meer stabiele wisselkoers ten opzichte van de Amerikaanse dollar (zie figuur 1). In Thailand werd de baht in 1984 vastgeklonken aan een korf van munten die voor 80 procent bepaald werd door de koers van de dollar. De Maleisische ringgit en de Filipijnse peso fluctueerden binnen een brede marge rond

de dollar. Indonesië legde eerder de nadruk op een stabiele reële wisselkoers¹. Aangezien de inflatie iets hoger is in de Aziatische landen dan in de VS, was hiervoor een geleidelijk nominale depreciatie van de roepie nodig. Zuid-Korea tenslotte volgde een meer flexibel wisselkoersbeleid.

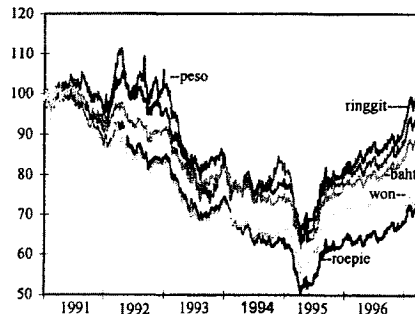
(1982) en Finland (1992). In die landen werd de crisis wel in grote mate veroorzaakt door een strak wisselkoersbeleid. Dat leidde tot een aanzienlijke aantasting van de concurrentiekracht². In de Zuidoost-Aziatische landen was van een dalende concurrentiekracht geen sprake

Figuur 1 - Nominale wisselkoersen van de US dollar (index: 1/1/91=100)



Bron: Datastream

Figuur 2 - Nominale wisselkoersen van de Japanse yen (index: 1/1/91=100)



De dollarkoppeling wordt algemeen beschouwd als een belangrijke hoeksteen van het jarenlange economisch succes in de regio. De depreciatie van de dollar - en dus ook van de Zuidoost-Aziatische munten - ten opzichte van de yen in de jaren 1991-95 (zie figuur 2) zorgde voor een goed-kopere export naar Japan. Daarnaast verzekerde de sterke yen een niet aflatende stroom van Japanse directe investeringen, nodig voor de verdere uitbouw van de nieuw geïndustrialiseerde economieën. Door de nauwe band tussen de Zuid-oost-Aziatische munten en de dollar bood Zuid-oost-Azië aan Japanse bedrijven immers een goedkoop alternatief voor directe investeringen in de VS. Tot slot maakten de vrij stabiele wisselkoersen ten opzichte van de dollar het mogelijk om tegen zeer gunstige voorwaarden bijkomend kapitaal op de internationale dollarmarkt te ontleen (zie hieronder).

Wat de rol van de dollarkoppeling voor het ontstaan van de Aziatische crisis betreft: het zou te ver gaan van een directe oorzaak te spreken. In dit verband zijn er duidelijke verschillen met de muntcrisis in Mexico (1982 en 1994), Chili

(althans niet tot en met 1995)³. Wat men wel kan stellen, is dat de dollarkoppeling heeft bijgedragen tot de crisis. Ten eerste ligt ze mee aan de basis van de ongebreidelde kredietpolitiek en de monetaire explosie die in paragraaf 1.3 worden besproken. De dollarkoppeling heeft zeker bijgedragen tot het gevoel van onkwestbaarheid en de overdaad die daaruit voortvloeide. Ten tweede menen we te mogen stellen dat de dollarkoppeling - toen de dollar vanaf midden 1995 in waarde begon te stijgen - de belangrijkste directe aanleiding voor de crisis is geweest (zie paragraaf 2.1).

1.2. Tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans

Ondanks een forse exportgroei hebben vele Zuidoost-Aziatische landen aanzienlijke tekorten op de lopende rekening van hun betalingsbalans opgebouwd (zie tabel 1). Dit was vooral het geval in Thailand, Maleisië en op de Filipijnen. Ook in Indonesië en Zuid-Korea is het tekort de jongste jaren opgelopen.

Een dergelijke situatie is niet noodzakelijk onhoudbaar. Belangrijker dan de omvang van die tekorten zijn immers de onderliggende determi-

Tabel 1 - Saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans
(% van het BBP)

	1983-89	1990-93	1994-95	1996
Filippijnen	-0,3	3,9	-4,5	-4,7
Indonesië	-3,5	-2,5	-2,5	-3,3
Maleisië	-0,7	-4,9	-8,9	-4,9
Thailand	-3,2	-6,7	-6,8	-7,9
Zuid-Korea	2,5	-1,3	-1,6	-4,9

Bron: IMF (World Economic Outlook, oktober 1997)

nanten ervan. Een negatief saldo veroorzaakt door hoge binnenlandse investeringen - een typisch verschijnsel in nieuwe industrielanden - verhoogt het toekomstig exportpotentieel en dus ook de terugbetalingsmogelijkheden van de economie. Een hoog tekort veroorzaakt door een sterke expansie van de binnenlandse consumptie is daarentegen problematischer, aangezien een land dan meer consumeert dan verantwoord op basis van haar - huidige en toekomstige - binnenlandse productie.

Uit tabellen 2 en 3 blijkt dat de opbouw van de tekorten op de lopende rekening in de eerste plaats voortspuit uit een zeer sterke toename van de investeringen. Gemiddeld lag de investerings-

quote in de vijf beschouwde landen in 1996 8,1 procentpunt hoger dan in 1983-89. Vooral in Thailand was de toename enorm (+13,1 procentpunt). Dat toenemende consumptie niet aan de basis ligt van de tekorten op de lopende rekening blijkt uit het feit dat in alle landen de nationale spaarquote is toegenomen. De toename van de besparingen blijft wel merkkelijk onder de toename van de investeringen. Gegeven de terugverdieneffecten op investeringen zou men kunnen besluiten dat er geen fundamentele problemen aan deze ontwikkeling verbonden zijn.

1.3. Ongebreidelde kredietpolitiek

Een probleem was echter dat achter de hoge investeringsquotes een ongebreidelde krediet-

Tabel 2 - Investeringen en nationale besparingen

	Investeringsquote* (% van BBP)				Spaarquote** (% van BBP)			
	1983-89	1990-93	1994-95	1996	1983-89	1990-93	1994-95	1996
Filippijnen	20,7	22,2	22,9	23,2	18,1	18,7	18,6	19,7
Indonesië	24,3	26,9	28,0	28,1	23,2	28,8	29,1	28,8
Maleisië	28,5	35,8	41,6	42,2	29,4	30,5	33,1	36,7
Thailand	27,7	40,1	40,9	40,8	25,4	34,3	34,6	33,1
Zuid-Korea	29,4	37,0	36,2	36,8	32,7	35,6	34,9	33,3

Bron: IMF (World Economic Outlook, oktober 1997)

Noot: * investeringen in vast kapitaal, ** som van private en publieke besparingen

politiek schuilging. Zoals tabel 3 aantoont, overschreed de kredietgroei in de loop van de jaren 80 en 90 in alle landen, behalve op de Filipijnen in de jaren 80, in sterke mate de groei van het bruto binnenlands product (BBP). In Thailand bijvoorbeeld steeg de kredietverlening door de financiële instellingen aan de privé-sector van 31 procent van het BBP in 1980 tot 65 procent in 1990 en 103 procent in 1996. In Maleisië was er in deze periode een toename van 40 procent naar 96 procent van het BBP.

Beschikkend over een grote financieringsvrijheid, begaven de financiële instellingen zich massaal op de veel goedkopere dollarmarkt. Zo steeg in Thailand de buitenlandse schuld van

stabiële dollarkoppeling meenden zij immers te kunnen besluiten dat de dollar niet in waarde zou stijgen.

Bovendien werd een grote fractie opgenomen onder de vorm van korte-termijn schulden (zie tabel 3), wat deze landen bijzonder kwetsbaar maakte voor wijziging van het vertrouwen van de beleggers op de internationale kapitaalmarkt. In Thailand, Indonesië en Zuid-Korea bleken de korte-termijn buitenlandse schulden eind 1996 zelfs de internationale reserves - deze bevatten vooral de voorraad vreemde deviezen - te overstijgen.

Tabel 3 - Kredietverlening aan de privé-sector en buitenlandse financiering

	Binnenlandse kredietverlening aan de privé-sector (% van BBP)			Buitenlandse schuld van privé-banken (in miljard USD)			Korte-termijn buitenlandse schuld		Groei geldhoeveelheid (M2) 1990-96
	1980	1990	1996	1980	1990	1996	als % van	als % van	
							totaal	int. reserves	
							1996	1996	
Filipijnen	33,3	19,0	47,6	4,85	2,38	14,36	58 %	77 %	248 %
Indonesië	9,6	46,2	56,8	0,62	6,65	12,48	61 %	181 %	392 %
Maleisië	39,8	75,5	95,9	1,30	3,01	9,05	50 %	47 %	224 %
Thailand	31,1	65,3	103,3	1,34	4,34	48,78	65 %	169 %	209 %
Zuid-Korea	42,2	48,3	58,6	7,15	10,18	43,18	67 %	213 %	204 %

Bron: IMF, Bank for International Settlements, Asian Development Bank

ongeveer 4 miljard US dollar in 1990 tot 49 miljard US dollar eind 1996. Zuid-Korea kende in dezelfde periode een toename van 10 miljard tot 43 miljard dollar. De belangrijkste reden voor de toename van de buitenlandse schuld was dat de rente waartegen Thaise banken in 1990-96 dollars konden ontlenen ruim 4 procentpunt lager lag dan de gemiddelde rente op de baht. In Indonesië en Zuid-Korea liepen de verschillen over dezelfde periode zelfs op tot respectievelijk 7,3 en 8,4 procentpunt. Problematisch daarbij was vooral dat de financiële instellingen deze dollars ontleenden zonder zich via hedge-operaties in te dekken tegen een mogelijke dollar-appreciatie. Dat betekent dat ze bij het opnemen van de dollar-schuld nalieten een contract af te sluiten waarin de koers werd bepaald waartegen ze op de vervaldag van de schuld dollars zouden kunnen kopen. Uit de

Bij dit alles kwam nog dat de keuze voor een stabiele wisselkoers ten opzichte van de dollar de centrale banken van de betrokken landen dwong de ingevoerde dollars om te zetten in nationale munten⁴. Een monetaire explosie was het gevolg. Vooral in Indonesië was deze enorm. De ruime geldhoeveelheid (M2) nam er in de periode 1990-96 met 392 procent toe.

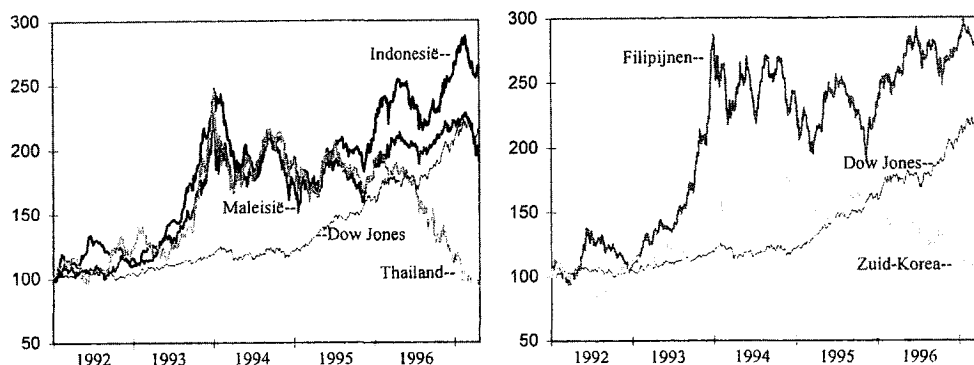
De sterke expansie van de kredietverlening en de geldhoeveelheid voedde vervolgens een problematische investeringsboom. Ten eerste werd een belangrijk deel van de middelen in onproductieve investeringen gepompt. Onder meer prestigieuze, maar nauwelijks rendabele, vastgoedprojecten werden massaal gefinancierd. Dergelijke projecten "produceren" bovendien internationaal niet-verhandelbare goederen, wat het toekomstig exportpotentieel niet verhoogt. De

terugbetalingsmogelijkheden van het tekort op de lopende rekening werden hierdoor aanzienlijk beperkt. Verder werd in sommige industriële sectoren een aanzienlijke overcapaciteit opgebouwd. Ten tweede werden omvangrijke leningen toegekend ter financiering van risicovolle vastgoed- en aandelenspeculatie. Veeleer dan tot een inflatie van de prijzen van goederen en diensten gaf de monetaire explosie aanleiding tot een sterke inflatie van beurskoersen (zie figuur 3) en vastgoedprijzen. Met uitzondering van Zuid-Korea zag elk van de vijf beschouwde Zuidoost-Aziatische landen zijn beursindex in de periode 1992-93 met bijna 150 procent toenemen. Ook in de jaren daarna bleven de zeer hoge beurskoersen gehandhaafd. Deze financiële inflatie heeft de investeringsboom nog versterkt. Vele bedrijven gebruikten de financiële activa immers als onderpand voor het bekomen van leningen voor nieuwe projecten terwijl stijgende beurskoersen zorgden voor een dalende kapitaalkost.

Naast de eerder beschreven implicaties van de koppeling aan de dollar moeten we de basis van deze ontwikkeling voornamelijk zoeken in een aantal specifieke eigenschappen van het bankstelsel, de nauwe banden tussen politiek en zakenwereld en de overmoed als gevolg van de sterke economische groei van de jongste jaren.

Ten eerste hebben vele ondernemingen zich op basis van te gunstige groeivoorspellingen, op basis van de jarenlange sterke economische groei, laten verleiden tot aanzienlijke overinvesteringen. Het gevoel van sterk toenemende welvaart gaf daarnaast aanleiding tot een aantal megavastgoedprojecten. Een grondige investeringsanalyse bleef daarbij dikwijls achterwege. Ondernemingen waanden zich onkwetsbaar. Door de sterke economische prestaties groeiden zij immers probleemloos uit hun schulden. De niet-aflatende stroom "goedkope" buitenlandse fondsen resulteerde bovendien in een lage rente op investeringskredieten, wat tot nog meer

Figuur 3 - Inflatie van de beurskoersen (index: 1/1/92=100)



Bron: Datastream

In combinatie met een massa nauwelijks rendabele investeringen zorgde de explosie van de buitenlandse schulden en het tekort op de lopende rekening tegen het midden van de jaren 90 voor een uiterst labiele situatie. Een belangrijke vraag is dan ook hoe een dergelijke situatie zich heeft kunnen ontwikkelen. Waarom hebben bedrijven in de verkeerde projecten geïnvesteerd? Waarom hebben binnenlandse banken hun de middelen hiertoe verstrekt? Waarom is de internationale kapitaalmarkt fondsen blijven leveren?

investeringen in nauwelijks rendabele projecten aanzette.

Ten tweede werden investeringen in onproductieve projecten in de hand gewerkt door de troebele relaties tussen de politiek, het bankstelsel en de grote bedrijven. Banken, vaak in handen van familieleden of vrienden van politieke bewindvoerders, werden dikwijls gebruikt als instrument voor de industriepolitiek van de overheid. Onder druk van de regering werden fondsen naar bevoorrechte onderne-

mingen en vastgoedontwikkelaars doorgesluisd. Deze bedankten hiervoor o.a. met financiële steun in verkiezingsperiodes. Overheidscontrole op de activiteiten van de banken was er nauwelijks. Een dergelijke controle zou immers in de eerste plaats de corruptie en de vriendendiensten vanwege diezelfde overheid blootleggen. In Zuid-Korea bijvoorbeeld werd een omvangrijke stroom buitenlands kapitaal onder druk van de overheid doorgepompt naar de grote industriële conglomeraten (chaebols). Het monopoliseren van investeringskredieten door de chaebols leidde bij deze ondernemingen tot overcapaciteit. Tegelijk werd de groei van kleine, dynamische ondernemingen gefnuikt.

Ten derde had de liberalisering van de financiële sector in de loop van de jaren 90 niet alleen geleid tot een grotere financierings- en kredietvrijheid, maar ook tot een toenemende concurrentie. Dit resulteerde in een neerwaartse druk op de winstmarges. Door hun nauwe banden met politieke bewindvoerders hadden vele banken echter de impliciete garantie gekregen dat de overheid zou bijspringen in geval van financiële problemen (bail-out). In combinatie met een gebrekkig prudentieel toezicht lieten financiële instellingen zich hierdoor verleiden tot overfinanciering van risicovolle projecten, het welbekende moral hazard probleem. Indien de investeringen goede resultaten opleverden, realiseerden de financiële instellingen een mooie winst omwille van de gevraagde risicopremie. In geval slechte resultaten werden geboekt, konden zij terugvallen op een bail-out door de overheid. Vooral kredieten voor speculatieve doeleinden werden uit deze overwegingen massaal gefinancierd.

Tenslotte zorgde de daling in het rendement op financiële activa in de industrielanden in de eerste helft van de jaren 90⁹ ervoor dat een grote hoeveelheid kapitaal op zoek ging naar hoger renderende investeringen. De snel groeiende Zuidoost-Aziatische landen vormden dan een aantrekkelijk alternatief. Verblind door het jarenlange economisch succes van de regio werd een grondige kredietanalyse hierbij dikwijls verwaarloosd. De bail-out garanties door de meeste Zuidoost-Aziatische overheden waren een bijkomende garantie voor de terugbetaling van de kredieten.

Zolang de economie stevig bleef groeien,

hoefde deze zeepbel niet open te springen. Marginaal rendabele projecten bleven rendabel, de nood aan bijkomende kantoorruimte zorgde voor de opvulling van de grote vastgoedprojecten terwijl stijgende vastgoedprijzen en beurskoersen zorgden voor aanzienlijke speculatieve winsten op geleend kapitaal. De gunstige economische indicatoren zorgden bovendien voor een vlotte "roll-over" van korte-termijn schulden door buitenlandse banken. De Zuidoost-Aziatische economieën werden echter extreem kwetsbaar voor negatieve externe schokken.

2. Ontwikkeling van de crisis

2.1. Negatieve omgevingsfactoren

Medio jaren 90 begonnen een aantal bijzonder negatieve omgevingsfactoren zich op te stapelen. De slabakkende Japanse economie, goed voor een belangrijk deel van de Zuidoost-Aziatische export, en de daling in de wereldwijde vraag naar half-geleiders, het belangrijkste exportproduct van de regio, zorgden voor een krimpende exportgroei. Daarnaast kwam de opmars van gelijkaardige, goedkopere⁶ exportproducten uit China roet in het eten gooien. Het grootste probleem was echter de aantasting van de concurrentiekracht door de gestage dollar-opmars sinds april 1995. Begin 1997 noteerden de meeste Zuidoost-Aziatische munten ongeveer een derde boven hun laagste koers ten opzichte van de Japanse yen midden 1995 (zie figuur 2). Door de jarenlange hoge economische groei bleven de investeringen intussen stijgen, wat tot een snel groeiende import, o.a. van buitenlandse bouwmaterialen, leidde. Deze samenloop van factoren zorgde dat het tekort op de lopende rekening in de tweede helft van de jaren 90 in een aantal landen problematische proporties begon aan te nemen (zie tabel 1). Vooral in Thailand werd de situatie stilaan onhoudbaar.

2.2. De val van Thailand

De krimpende exportgroei (zie tabel 4) bracht in 1996 een gevaarlijke neerwaartse spiraal op gang. Na jaren van ongekende groei, zorgden de exportproblemen vooral in Maleisië, Thailand en Zuid-Korea voor een merkbare groeivertraging (zie tabel 4). Gegeven de overdreven

investeringsboom zorgde de groeivertraging opeens voor een massale overcapaciteit. Vooral in de Thaise vastgoedsector was het overaanbod groot. Begin 1997 kwamen de eerste berichten van grote Thaise projectontwikkelaars die niet langer aan hun financiële verplichtingen konden voldoen. De overcapaciteit veroorzaakte bovendien een instorting van de vastgoedprijzen, waardoor een groot deel van de waarde van de hypotheken dreigde te verdwijnen.

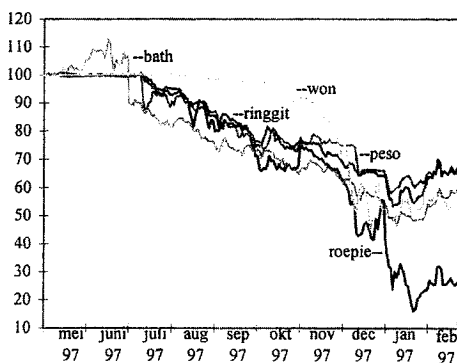
Thailand kreeg daarnaast af te rekenen met een keldering van de beurs (zie figuur 3). De negatieve economische berichten hadden het vertrouwen van zowel binnenlandse als buitenlandse beleggers danig geschaad. De Bangkok SET-index verloor in de loop van 1996 maar liefst 35 procent van zijn waarde. Een groot aantal beleggers, die voornamelijk met geleend geld speculeerden, kwam hierdoor in zware financiële moeilijkheden. Bovendien was veel aandelenkapitaal gebruikt als onderpand voor het bekomen van nieuwe leningen

Door de financiële problemen in vele ondernemingen werden de Thaise banken opeens geconfronteerd met een grote fractie oninbare vorderingen. In combinatie met het oplopend tekort op de lopende rekening zaaide dit twijfels

over de houdbaarheid van de harde munt. Begin 1997 kwam de Thaise baht hierdoor onder zware druk. Internationale muntspeculanten probeerden herhaaldelijk om de koppeling aan de dollar te doorbreken. Om een vrije val van de baht te voorkomen, werd de korte-termijn rente aanzienlijk opgetrokken en diende de centrale bank voortdurend met steunaankopen tussenbeide te komen. Na een zware aanval midden mei werden bovendien wisselbeperkingen ingevoerd. Het werd de Thaise banken voortaan verboden om baht aan buitenlandse muntspeculanten uit te lenen.

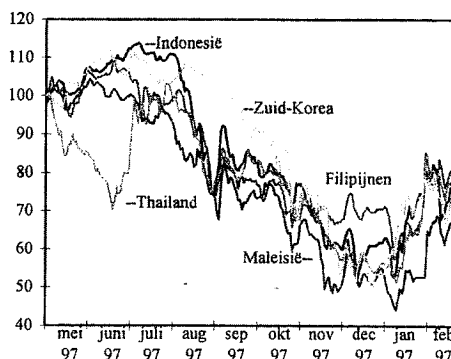
Door de ondersteuning van de baht kwam de financiële sector in nog zwaardere problemen. Ten eerste holde de hoge rente de bedrijfswinsten verder uit, wat tot bijkomende faillissementen en onaflosbare leningen aanleiding gaf. Bovendien werd de toegang van de banken tot de internationale kapitaalmarkt door de opgelegde wisselbeperkingen aanzienlijk beperkt. Gegeven hun grote nood aan bijkomend kapitaal, o.a. voor de roll-over van korte-termijn schulden, kwamen vele instellingen hierdoor in ernstige liquiditeitsproblemen. Op 27 juni 1997 was de Thaise regering genoodzaakt de 16 zwaarst getroffen financiële instellingen, in afwachting van overname- of hervormingsplannen, op non-actief te plaatsen.

Figuur 4 - Nominale wisselkoersen van de US dollar (index: 1/5/97=100)



Bron: Datastream

Figuur 5 - Evolutie van de Zuidoost-Aziatische beurzen (index: 1/5/97=100)



Uiteindelijk moest de Thaise regering op 2 juli 1997 de koppeling aan de dollar loslaten. De internationale reserves waren in die mate geslonken dat een verdere ondersteuning onhoudbaar was geworden. De baht verloor onmiddellijk 17 procent ten opzichte van de dollar (zie figuur 4) en 12 procent ten opzichte van de yen. Op de beurs werd aanvankelijk vrij positief gereageerd op de gedwongen maatregelen. Met de devaluatie werd gehoopt dat internationale muntspeculanten de Thaise munt verder ongemoeid zouden laten. Het concurrentievoordeel ten gevolge van de muntherschikking zou bovendien de economische groei een nieuw elan moeten geven. Op de beurs van Bangkok steeg de SET-index als directe reactie op de devaluatie met 7,9 procent (zie figuur 5). Meteen de grootste winst in vijf jaar tijd.

2.3. Besmetting van de onmiddellijke buurlanden en de versterking van de neerwaartse spiraal
De devaluatie van de baht leidde vrijwel onmiddellijk tot besmetting van de financiële markten in de buurlanden. Na de succesvolle aanval op de Thaise baht trokken muntspeculanten de weerbaarheid van een aantal onmiddellijke buurlanden met min of meer gelijkaardige ziekte-symptomen als Thailand - met name de Filippijnen, Indonesië en Maleisië - sterk in twijfel. Bovendien hadden deze landen fors aan concurrentiekracht ingeboet na de devaluatie van de baht, wat de problemen op hun lopende rekening alleen nog maar dreigde te verergeren. De Filippijnse peso was het eerste slachtoffer. Na een korte poging tot ondersteuning van haar munt had de centrale bank op 11 juli geen andere keuze dan de peso binnen een ruimere marge rond de dollar te laten fluctueren. Onmiddellijk verloor de munt 11,5 procent van haar waarde. Na de val van de peso tekende ook de Filippijnse beurs met een stijging van meer dan 7 procent voor een record toename in meer dan zeven jaar. De Maleisische ringgit en de Indonesische roepie moesten kort daarna ook hun koppeling aan de dollar opgeven (zie figuur 4).

De aanvankelijk positieve (beurs)reactie was echter van korte duur. De scherpe muntontwaardiging bracht immers een versterking van de neerwaartse spiraal met zich mee. Ten eerste hadden de devaluaties een explosie van de buitenlandse schulden - omgerekend in nationale munt - teweeggebracht⁷. Financiële instellingen, reeds

geteisterd door een massa dubieuze vorderingen, zagen nu ook hun buitenlandse schulden explosief toenemen. Ten tweede zorgde de enorme vraag naar dollars - komende van financiële instellingen en bedrijven die zich opeens tegen het wisselkoersrisico op hun openstaande buitenlandse schulden wilden indekken - voor een verder wegglijden van de lokale munt. Ten derde leidde de verkoop van aandelen en vastgoed door bedrijven in financiële moeilijkheden tot een verdieping van de crisis. De aandelenkoersen en vastgoedprijzen daalden daardoor verder. De liquiditeitstekorten van de financiële instellingen werden tot slot versterkt door de toenemende vraag van burgers die hun spaargeld terug wilden.

Door hun overdreven beroep op korte-termijn buitenlandse schulden (zie tabel 3) kampten vooral Thaise en Indonesische financiële instellingen met nijpende liquiditeitstekorten na het wegglijden van de munt. De internationale valuta-reserves bleken er bovendien onvoldoende - mede door de te lange ondersteuning van de munt - om een aflossing van de korte-termijn buitenlandse schulden te garanderen. Aangezien buitenlandse banken omwille van de financiële crisis niet onmiddellijk bereid waren deze schulden te vernieuwen, dienden beide landen dan ook de hulp van het IMF in te roepen. In ruil voor een ingrijpend economisch reddingsplan - wat onder meer de liquidatie van de meest verlieslatende financiële instellingen en de hervorming van het financieel systeem inhield - werden onder leiding van het IMF kredieten toegestaan ten belope van 17,2 en 43 miljard US dollar voor Thailand en Indonesië respectievelijk. In Maleisië en de Filippijnen waren de problemen minder acuut gelet op de hogere internationale reserves in vergelijking met de korte-termijn kredieten⁸. Maar ook in deze landen is een fundamentele hervorming in de financiële sector onontbeerlijk.

2.4. Besmetting van Zuid-Korea

Tegen eind september noteerden de baht, de peso, de ringgit en de roepie stuk voor stuk 25 tot 30 procent lager dan hun koers van begin juni. Het gecombineerd effect van deze scherpe devaluaties bracht in de loop van september en oktober ook de munten van Singapore, Taiwan, Hong Kong en Zuid-Korea onder sterke speculatieve druk. Gegeven hun veel gezondere economische

fundamentals wisten Singapore en Taiwan het verlies te beperken. Geruggensteund door de enorme Chinese valutareserves kon Hong Kong zelfs de koppeling aan de US dollar behouden.

De Zuid-Koreaanse won deelde echter aanzienlijk in de klappen. Door de geleidelijke depreciatie ten opzichte van de US dollar in de loop van de jaren 90 (zie figuur 1), werd de won aanvankelijk allerminst ervaren als sterk overgewaardeerd. De scherpe val van een groot aantal munten in de regio had hier echter snel verandering in gebracht. Bovendien bleek, in tegenstelling tot Taiwan, Singapore en Hong Kong, ook de Zuid-Koreaanse economie zwaar ziek. Een aanzienlijke groeivertraging in 1996 en 1997 leidde tot massale overcapaciteit in de chaebols. Een aantal van deze grote conglomeraten moest de boeken neerleggen, andere zijn sterk verlieslatend. Gelet op de sterke verwevenheid tussen de banken en deze industriële conglomeraten leidde dit tot zware problemen in de financiële sector. Net als in Thailand werden de problemen nog versterkt door de forse daling van de beurs.

De scherpe koersdaling van de won - met ongeveer 50 procent tegen het einde van het jaar - maakte de situatie alleen maar erger. Gegeven het overdreven gebruik van korte-termijn buitenlandse schuld - ongeveer 200 procent van de internationale reserves - moest Zuid-Korea de hulp van het IMF inroepen. Op 4 december werd een hulppakket, goed voor 57 miljard US dollar, goedgekeurd. Gecombineerd met een reddingsplan, voornamelijk gericht op een hervorming van de industriële en financiële structuren, zou dit moeten volstaan om de noodlijdende economie opnieuw op het juiste pad te brengen.

De sterke muntontwaarding in Zuid-Korea - 's werelds elfde economie - zorgde voor een forse reële appreciatie van de andere munten in de regio. Het hiermee samenhangend competitiviteitsverlies leidde tot een vernieuwde neerwaartse spiraal. De munten van Thailand, de Filipijnen, Maleisië, Indonesië verloren opnieuw terrein terwijl de beurzen in de ganse regio indrukwekkende verliezen optekenden.

2.5. Het einde van de tunnel is nog lang niet in zicht

Intussen blijven de markten worstelen om de

neerwaartse spiraal te doorbreken. Na herhaalde malen tot een schuchter herstel te zijn gekomen zakten de markten echter steeds opnieuw weg. Vooral de Indonesische roepie werd de jongste maanden zwaar getroffen (zie figuur 4). Het overduidelijke wanbeleid ter bestrijding van de crisis en de politieke instabiliteit blijken de noodzakelijke hervormingen steeds in de weg te staan. Onder meer de pogingen van politici en familieleden van president Soeharto om de door de IMF geëiste sluiting van de meest verlieslatende financiële instellingen en ondernemingen uit de weg te gaan, ondermijnen het vertrouwen op de internationale financiële markten.

Intussen groeit het besef dat het Zuidoost-Aziatisch economisch mirakel op zijn laatste benen loopt. De economieën blijken er immers op een regelrechte recessie af te stevenen. Voor Zuid-Korea, Thailand en Indonesië wordt voor 1998 een economische groei van -1 tot -3 procent verwacht⁹. Zowel de investeringen als de consumptie zullen fors teruglopen, terwijl de groeibijdrage van de door de devaluaties verbeterde concurrentiepositie veel lager dreigt uit te vallen dan verhoopt.

De muntcrisis zal in de eerste plaats wegen op de bedrijfsinvesteringen. Het opdrogen van de buitenlandse kapitaalstroom en de fors toegenomen aflossingsverplichtingen op bestaande valutaschulden zal bij de banken leiden tot een aanzienlijke krimp van de werkingsmiddelen. De kredietverlening aan de privé-sector zal hierdoor drastisch worden teruggeschoefd (credit crunch). Bij de bedrijven zelf zullen de overinvesteringen van de jongste jaren en de fors toegenomen rentebetalingen voor een lange tijd tot lage rendementen leiden. Het teruglopen van de private consumptie zal de investeringsneiging verder afremmen.

Ten tweede zal de muntcrisis zich ook in de particuliere consumptie sterk laten voelen. De economische problemen resulteren nu reeds in werkloosheid, een ongekend probleem in de ganse regio. Het feit dat de sociale zekerheid in deze landen nauwelijks is ontwikkeld, zorgt voor catastrofale gevolgen voor het inkomen van vele gezinnen. Het wegglijden van de aandelenkoersen, de hoge rente en de stijging van de invoerprijzen - o.a. inflatie van de voedselprijzen - zal de particuliere consumptie verder aantasten.

Ten derde mag de groei bijdrage van de netto-uitvoer door de forse devaluaties niet worden overschat. Meer dan de helft van de export van de Zuidoost-Aziatische landen gaat naar andere Aziatische landen. De economische groei in Japan - veruit het belangrijkste regionaal afzetgebied - stagneert sinds 1991 echter op een bijzonder laag niveau. Een spectaculaire exportgroei naar Japan zal hierdoor achterwege blijven. Gegeven de competitieve devaluaties en de terugval van de economische groei in de onmiddellijke buurlanden kan ook van deze landen geen belangrijke impuls worden verwacht. De stijging van de invoerprijzen zal bovendien een groot deel van het concurrentievoordeel teniet doen.

Daarnaast zijn aan de hulp van het IMF ook nadelen verbonden. Zo werd een streng monetair en budgettair "saneringsprogramma" opgelegd dat o.a. dwingt tot hoge interestvoeten, belastingverhoging en afbouw van overheidsuitgaven. Voor de munt is dit goed nieuws, voor de economische activiteit evenwel niet.

Bij dit alles mag tot slot niet worden uitgesloten dat de economische crisis omslaat in een sociale en politieke crisis. Indonesië lijkt regelrecht op een dergelijk scenario af te stormen. Volgzzaamheid voor vooruitgang is steeds het motto in Zuidoost-Azië geweest. Maar nu de koek niet meer groeit en de sociale ongelijkheid scherp tot uiting komt, zou het ook met die volgzzaamheid wel eens afgelopen kunnen zijn. In de mate dat buitenlandse investeerders daardoor worden afgeschrikt kan dit opnieuw de economische crisis verdiepen.

3. Gevolgen voor Europa

De crisis in Zuidoost-Azië zal ook negatieve gevolgen hebben voor de Westerse economieën. De OESO berekende in november 1997 dat de economische activiteit in Europa in 1998 0,8 procent lager zal liggen dan zonder de Azië-crisis het geval zou zijn geweest. In 1997 zou Europa 0,3 procent inboeten, in 1998 nog eens 0,5 procent¹⁰. Deze berekeningen werden evenwel gemaakt voor de Zuid-Koreaanse crisis in volle hevigheid losbarstte en voor de omvang van de crisis in sommige andere landen - in de eerste plaats Indonesië - ten volle duidelijk werd. Het is dan ook niet uit te sluiten dat de realiteit beduidend ongunstiger zal zijn. Een bijkomende

reden voor deze vrees is dat macro-economische modellen het vaak moeilijk hebben de omvang van keerpunten in de economische ontwikkeling correct in te schatten. Zo werden bijvoorbeeld ook de Europese laagconjunctuur van 1992-93 en de tijdelijke heropleving van 1994 door iedereen lange tijd onderschat.

We zien een vijftal redenen voor de ongunstige invloed van de Azië-crisis op Europa. Ten eerste impliceert de tragere, tot zelfs negatieve economische groei in de crisislanden dat zij minder goederen en diensten zullen importeren. Voor de Europese economieën - evenals voor de Amerikaanse en de Japanse - betekent dit een verlaagde export. De verwachting is evenwel dat dit effect zeker voor Europa beperkt zal zijn. De export van de Europese Unie naar de getroffen Aziatische landen bedraagt immers nauwelijks 3 procent van het bruto binnenlands product.

Ten tweede zal de invoer vanuit Zuidoost-Azië door Europa toenemen. De sterke daling van de Aziatische munten en de grote overcapaciteit in Zuidoost-Azië, zorgt ervoor dat deze landen veel competitiever en met een grotere verbetering zullen trachten westerse markten in te nemen. Voor de Europese bedrijven is dat slecht nieuws.

Een derde ongunstig gevolg betreft de commerciële banden van Europa met Amerika en Japan. Omdat ook Amerika en - vooral - Japan hun economische groei zullen zien dalen ingevolge de Aziatische crisis, mag men verwachten dat Europese bedrijven ook daar minder zullen kunnen afzetten. Bovendien zullen de Europese bedrijven ook in Amerika en Japan geconfronteerd worden met de competitiever geworden Oost-Aziaten. Eventuele moeilijkheden in China zouden deze gevolgen nog aanzienlijk versterken.

Ten vierde zijn er de implicaties van de Aziatische crisis voor de financiële instellingen in Europa. Zich nooit van enig kwaad bewust zijn deze tot juni 1997 enthousiast kredieten blijven verstrekken. Zoals hierboven gesteld wilde iedereen erbij zijn. Zo voerden de Belgische banken hun kredieten aan Zuid-Korea, Indonesië, de Filipijnen, Thailand en Maleisië tussen eind 1995 en eind juni 1997 nog op van 142,5 miljard BEF tot 361,5 miljard BEF¹¹. Een gevaarlijke situatie zou kunnen ontstaan indien de val van vele Zuidoost-Aziatische banken en bedrijven

belangrijke westerse banken met zoveel oninbare vorderingen zou opzadelen dat ook deze onderuit zouden gaan. Een eventuele tussenstap hierbij kan een financiële crisis in Japan zijn. Vooral de Japanse banken zijn immers sterk betrokken in Zuidoost-Azië. Hoewel er soms melding wordt gemaakt van Europese banken die door rating-agentschappen onder "creditwatch" worden geplaatst, lijkt het gevaar voor een financiële crisis in Europa vooralsnog uiterst beperkt te zijn.

Een laatste ongunstig effect betreft de gevolgen van al het voorgaande voor de Europese aandelenmarkten. De Aziatische crisis zal de winstgevendheid van vele westerse bedrijven en banken aantasten, wat hun aandelenkoers kan doen dalen. Dergelijk slecht bedrijfsnieuws zou het begin kunnen inluiden van aanzienlijke correcties op de momenteel zeer hoog gewaar-

deerde Westerse aandelenmarkten. In tweede instantie kunnen dergelijke correcties de gezinsconsumptie en de bedrijfsinvesteringen, en dus opnieuw de economische groei, aantasten.

Of - en vooral in welke mate - al deze gevolgen zich zullen voordoen, is erg onzeker. Veel hangt af van de respons van de Amerikaanse en de Europese monetaire overheden op de risico's die zich aandienen. De dreigende afkoeling van de economische activiteit bijvoorbeeld vraagt om een expansieve monetaire politiek. Gegeven de ervaring van de laatste vijftien jaar vermoeden we dat de Europese monetaire overheden hiertoe echter niet onmiddellijk bereid zullen worden gevonden. Bezorgdheid om lage economische groei is niet hun sterkste kant. De Amerikaanse overheden daarentegen zijn terzake gevoeliger.



Noten

¹De reële wisselkoers is de nominale wisselkoers gecorrigeerd voor prijsverschillen tussen de beschouwde landen. Het behouden van een stabiele reële wisselkoers vereist voor landen met een hogere inflatie dat de nominale wisselkoers van hun munt deprecieert.

²Dornbusch, R., I. Goldfajn and R. Valdès, 1995, "Currency Crises and Collapses," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, p. 219-293.

³Zie *The Economist*, 31/10/1998, p. 118.

⁴Zonder deze dollarkoppeling zouden de Zuidoost-Aziatische munten geapprecieerd zijn en zou de explosieve geldgroei niet hebben plaatsgevonden

⁵De matige economische prestaties hadden geleid tot een vrij

expansief monetair beleid (zeker in de VS), lage rentevoeten en een grote liquiditeit op de kapitaalmarkten.

⁶Mede onder invloed van de devaluatie van de Chinese yuan ten opzichte van de USD met ongeveer 35% begin 1994.

⁷Herinner dat financiële instellingen en bedrijven het niet noodzakelijk hadden geacht zich via hedge-operaties in te dekken tegen mogelijke wisselkoersschommelingen.

⁸Ter ondersteuning van de peso werd door het IMF wel de reeds vroeger geopende kredietfaciliteit aan de Filipijnen met 1,1 miljard USD uitgebreid.

⁹Bron: *The Economist*, 7/2/1998, p. 90.

¹⁰Bron: OECD, *Economic Outlook*, december 1997, p. 6.

¹¹Cijfers van de Commissie voor het Bank- en Financieuzen. Bron: *Financieel Economische Tijd*, 10/2/1998.