



## Het Verre Oosten dichterbij

**Auteur(s):**

Boleij, S.

Ruiten, M. de

*De auteurs zijn werkzaam bij het economisch bureau van ING.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4130, pagina 909, 26 november 1997

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

financiële, markten, eu, emu, zo-azië

*Heeft de crisis op de financiële markten van Zuid-Oost Azië effect op de economische ontwikkeling in Europa? Slechts in beperkte mate.*

Al enige maanden heerst er onrust op de financiële markten in het Verre Oosten. Zo verloren de Thaise baht en de Indonesische rupiah sinds juni jongstleden zo'n 35% van hun waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Daarnaast leverden ook de Filippijnse peso en de Maleisische ringgit fors in (-25%). Naast deze valuta's staan ook de aandelenmarkten in genoemde landen al enige maanden onder druk. De aandelenmarkten van Thailand, Maleisië en de Filippijnen verloren sinds juli jongstleden circa 30%. Toen onlangs als laatste ook de beurs van Hongkong onderuit ging, sloeg de vlam over naar de westerse wereld: zo verloren de Amerikaanse Dow Jones index en de Nederlandse AEX, tijdelijk, bijna 10%. In onderstaand artikel wordt onderzocht wat de economische effecten zijn van bovenstaande ontwikkelingen voor de belangrijkste industrielanden waaronder Nederland.

### Koersontwikkeling

De afgelopen jaren heeft er, op de meeste aandelenbeurzen in de wereld, een spectaculaire koersstijging plaatsgevonden. Voor zover het de geïndustrialiseerde wereld (exclusief Japan) betreft, wordt het gezonde economische klimaat (lage inflatie, lage rente en aanhoudend groeiende bedrijfswinsten) als een belangrijke motor achter dit verschijnsel gezien. Daarnaast wordt veelal verwezen naar de groeiende omvang van het beleggingskapitaal wereldwijd (onder andere besparingen voor de oude dag) en naar de groeiende belangstelling voor aandelenbeleggingen in het bijzonder. Vóór (maar ook ná) de recente koerscorrectie waren aandelen in historisch opzicht duur. Dit geldt met name voor Amerikaanse en Nederlandse aandelen.

Ondanks het feit dat de koersen historisch gezien nog steeds hoog zijn, verwachten de meeste beleggingsanalisten dat de correctie een tijdelijk karakter heeft. De verwachting is dat de aandelenbeurzen de komende maanden volatiel zullen blijven. Hiervoor zijn, behalve de huidige marktstemming en de onzekerheid over de Amerikaanse bedrijfs-winsten, ook de situatie in het Verre Oosten en onzekerheid over mogelijke rentestappen van de Amerikaanse en Duitse centrale bank verantwoordelijk. De algemene verwachting is dat er voor de meeste aandelenbeurzen in 1998 weer ruimte komt voor een geleidelijk herstel.

### Economische gevolgen van westerse beurscorrectie ...

Bij bovenstaande optimistische visie blijven de macro-economische gevolgen van de recente koerscorrectie uiteraard uiterst beperkt. Doch deze visie is met de nodige onzekerheden omgeven. Vandaar dat hieronder wordt onderzocht wat de gevolgen voor de reële economie in de industrielanden zouden zijn, indien de recente beurscorrectie in deze landen niet van tijdelijk aard blijkt te zijn maar langer aanhoudt en oploopt tot -20% ultimo 1997. De gevolgen zullen zich dan langs drie kanalen presenteren. Ten eerste via de consumptieve bestedingen. De omvang van het effect hangt natuurlijk af van de omvang van het particuliere aandelenbezit (zie [tabel 1](#)).

**Tabel 1. Aandelenbezit van gezinnen ultimo 1995**

	A	B	C
Duitsland	14,6	5,3	12,4
Japan	22,2	10,3	40,5
Nederland	33,8	25,7	50,7
VK	29,6	16,9	75,6
VS	36,4	26,0	113,3

A: als % van totale kapitalisatie aandelenmarkt;

B: als % van financieelgezinsvermogen;

C: als % van consumptieve bestedingen.

Bronnen: OESO, Bundesbank, CBS en ING.

Het particuliere aandelenbezit is het grootst in omvang in de Angelsaksische landen, maar het vermoeden bestaat dat de achterstand van de andere landen, door de toenemende belangstelling voor beleggen, langzaam minder wordt. Naast de omvang speelt echter ook de concentratie van het aandelenbezit bij relatief kapitaalkrachtigen een rol. Hoe groter deze concentratie, hoe kleiner het verwachte effect van een beurscorrectie op de consumptieve bestedingen zal zijn.

Het tweede kanaal loopt via de investeringen. De koersdaling kan een negatief effect sorteren wanneer hierdoor emissieplannen van bedrijven moeten worden uitgesteld en de kosten van kapitaal worden opgedreven. Ook de vraaguitval bij consumenten op de binnenlandse en buitenlandse markt werkt negatief door op de investeringen.

Het derde kanaal betreft de effecten van de koersdaling op de stemming onder consumenten en producenten.

Teneinde een indruk te krijgen van de totale economische effecten van een koersdaling op westerse aandelenbeurzen, hebben wij een simulatie gemaakt met het wereldmodel van Oxford Economic Forecasting, zie [tabel 2](#). Opgemerkt dient te worden dat in het model slechts historische verbanden worden doorgetrokken. Het is mogelijk dat door de toegenomen popularisering van het aandelenbezit, de gevoeligheid van de consumptieve bestedingen voor koersfluctuaties de laatste tijd iets groter is geworden. Vertrouwenseffecten bij consumenten en producenten zijn niet gemodelleerd.

**Tabel 2. Potentieel groei-effect in 1999 van 20%-daling van aandelenkoersen in 1997 a**

	bbp	consumptie	inflatie	overheids- tekort
<i>zonder rente-reactie<sup>b</sup></i>				
Duitsland	-0,4	-0,3	-0,1	0,2
Japan	-0,6	-0,5	-0,3	0,4
Nederland	-0,7	-0,3	-0,2	0,5
VK	-0,7	-1,8	-0,5	0,4
VS	-0,8	-0,8	-0,2	0,4
<i>met rente-reactie<sup>b</sup></i>				
Duitsland	-0,2	0,0	0,0	0,1
Japan	-0,4	-0,3	-0,2	0,2
Nederland	-0,2	-0,2	-0,1	0,3
VK	-0,4	-1,3	-0,3	0,4
VS	-0,4	-0,6	-0,1	0,2

a. Afwijkingen van het niveau t.o.v. basispad;

b. Zonder rente-reactie: korte en lange rente gefixeerd op basispad; met rente-reactie: effect op lange rente in VS geprikt op -0,5%-punt en in overige landen op -0,25%-punt.

De bovenste helft van de tabel laat de gevolgen zien van de aandelenkoersdaling 'sec'. De korte rente (het monetaire beleid) en de lange rente zijn in deze variant stabiel gehouden. In werkelijkheid reageert de lange rente echter meteen en, indien de economische ontwikkeling blijft tegen vallen, met enige vertraging ook het monetaire beleid. In de onderste helft van de tabel is daar rekening mee gehouden. Met name de veronderstelde onmiddellijke daling van de lange rente met 0,5%-punt in de Verenigde Staten en met 0,25%-punt daarbuiten (vlucht in kwaliteitspapier) is van belang. De rentereactie drukt het oorspronkelijke effect op het bbp, op de inflatie en op de overheidstekorten met ongeveer de helft. Zodoende bevinden de resultaten voor het bbp zich voor Nederland en Duitsland aan de onderzijde van het spectrum (-0,2%), terwijl de Angelsaksische landen en Japan aan de bovenzijde noteren (-0,4%).

### ...en groeivertraging in het Verre Oosten ...

In bovenstaande simulatie is nog niet stil gestaan bij de gevolgen van de recente turbulentie op de Zuidoost-Aziatische financiële markten, voor de economische groei van de industrielanden. Twee effecten lijken hierbij van belang. In de eerste plaats zal de genoemde turbulentie de economische groei in het Verre Oosten vertragen, hetgeen zal leiden tot geringere exportstromen vanuit de industriële wereld naar Zuidoost-Azië. Daarnaast is de relatieve concurrentiepositie van de Zuidoost-Aziatische landen verbeterd (door de depreciatie van hun munten), waardoor de geïndustrialiseerde wereld minder zal exporteren naar en meer zal importeren vanuit Zuidoost-Azië. Wat beide effecten tezamen betekenen voor de economische groei van de industrielanden is weergegeven in [tabel 3](#).

**Tabel 3. Potentieel effect van financiële turbulentie in Azië op het bbp van industrielanden 1999**

	VS	EU	Japan	Ned.
Groeivertraging in ZO-Azië	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0
Depreciatie ZO-Aziatische munten	-0,3	-0,1	-0,4	-0,3

Verscheidende instituten hebben hun economische groeiramingen voor 1998 voor de landen in Zuidoost-Azië sinds het begin van de turbulentie (zomer '97) met gemiddeld 2,2%-punt neerwaarts aangepast. Hiervoor zijn naast de aandelencorrecties ook de korte renteverhogingen (ter verdediging van de munten) verantwoordelijk. Er van uitgaande dat de economische groei zich in 1999 weer

herstelt, blijft het gecumuleerde effect beperkt tot genoemde 2,2%-punt. De gevolgen van deze groeivertraging voor de VS, Japan, EU-15 en Nederland zijn verwaarloosbaar daar deze landen ofwel slechts een klein deel van hun totale export naar Zuidoost-Azië transporteren (Nederland en de EU respectievelijk 3% en 4%) ofwel de export slechts een geringe bijdrage levert aan het bbp (VS, EU en Japan respectievelijk 11%, 11% en 9%).

De recente depreciatie van de Zuidoost-Aziatische munten (sinds begin juli 1997) levert wèl duidelijk nadelige groei-effecten op voor de geïndustrialiseerde wereld. Japan wordt het sterkst getroffen (-0,4%) doordat 30% van al haar exporten naar de getroffen regio gaat. Daarnaast komt bijna 20% van alle Japanse importen uit genoemde landen. Voor de Verenigde Staten liggen de export- en importaandelen iets lager (rond 12%) zodat ook het negatieve groei-effect voor de Verenigde Staten iets kleiner is (-0,3%). Overigens zijn de bijdragen van import en export aan het bbp voor Japan en de Verenigde Staten nagenoeg gelijk, ongeveer 10%. Voor de EU zijn de groei-effecten het geringst (-0,1%). De oorzaak hiervan moet enerzijds gezocht worden in de beperkte bijdrage die de handels- stromen leveren aan het Europese bbp (ca. 11%). Anderzijds heeft slechts 4% van alle EU-handel betrekking op de betreffende regio. Ten opzichte van de EU zijn de groei- effecten voor Nederland hoog (-0,3%) doordat Nederland, naar Europese maatstaven, veel exporteert naar en importeert vanuit Zuidoost-Azië.

### ...blijven te overzien

In [tabel 4](#) is het totale effect van een beurscorrectie in de geïndustrialiseerde landen (van circa -10%) en de onrust in het Verre Oosten weergegeven. De Amerikaanse groei zal op grond van deze verstoringen in 1999 ongeveer 0,5% lager uit komen dan anders het geval zou zijn geweest. Voor de EU, Japan en Nederland bedragen de afgeronde totale groeieffecten voor 1999 respectievelijk -0,2%, -0,6% en -0,4%.

**Tabel 4. Totale potentiële effect van turbulentie op financiële markten in Oost en West**

	VS	EU	Japan	Ned.
bbp	-0,5	-0,2	-0,6	-0,4

De effecten op de economieën van de geïndustrialiseerde landen van de recente beursontwikkelingen in die landen en van de financiële turbulentie in het Verre Oosten zijn beperkt. Voor de Verenigde Staten en Japan lijken ze echter net groot genoeg om in de marge enige invloed te kunnen hebben op het monetaire beleid. Wellicht betekent dit voor de VS dat een renteverhoging die anders doorgevoerd zou zijn, nu achterwege kan blijven. Voor Japan, tenslotte, is het echter de vraag of het zin heeft om de officiële rente, die nu slechts 0,5% bedraagt, nog verder omlaag te brengen. Wel zijn de zorgen omtrent de Japanse economie door de recente gebeurtenissen alleen maar toegenomen.

Aangezien de aandelenkoersen in de geïndustrialiseerde wereld (excl. Japan) zich na de correctie van eind oktober alweer bijna volledig hersteld hebben, zullen de effecten van de koerscorrectie aanzienlijk geringer zijn, dan door ons in [tabel 2](#) is gesimuleerd. In deze tabel gingen we immers uit van een daling van 20% gedurende een langere periode. De belangrijkste negatieve groei-effecten voor de geïndustrialiseerde wereld zullen dus ontstaan door de depreciatie van de Zuidoost-Aziatische munten.