



Hoe een dollarcrisis Indonesië opbrak

Auteur(s):

Koning, C.J. de
Coördinator Ontwikkelingslanden, ABN AMRO-Asset Management, Londen.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4207, pagina 431, 4 juni 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiële, crisis

Een verwaarloosde liquiditeitscrisis in de dollar leidde in Indonesië tot een wisselkoerscrisis en uiteindelijk tot een economische en sociale crisis.

Grote armoede, dertien miljoen werklozen, drie miljoen gedwongen schoolverlaters en een volksopstand begeleidden de ergste financiële crisis in de recente geschiedenis van Indonesië. De aanleiding vormde de devaluatie van de Thaise baht. Op 11 juli 1997 verbreedde Indonesië de bandbreedte voor interventie in de koers van de rupiah van 8 naar 12%. Op 14 augustus werd de bandbreedte volledig afgeschaft. Gekoppeld aan een systeem van volledig vrij kapitaalverkeer, werden de grenzen totaal opengesteld. Een begeleidende financiële beheerspolitiek ten aanzien van de valutastromen was echter niet geformuleerd. Dit laatste zou Indonesië uiteindelijk opbreken.

Structuur van de financiering

Over de afgelopen vijftien jaar vond een zeer grote structuurwijziging plaats in de financiering van de Indonesische economie. In 1983 bestond de totale kredietverlening in Indonesië voor 3% uit buitenlandse valutakredieten en voor 97% uit rupiah-kredieten. Alleen de Indonesische overheid leende buiten de lokale kredietverlening om ongeveer \$ 21,5 miljard in het buitenland ter financiering van ontwikkelingsprojecten. Heel anders lag de situatie in 1997. De totale kredietverlening aan de Indonesische overheid, het bedrijfsleven en de overige samenleving bedroeg \$ 192 miljard in dat jaar waarvan slechts \$ 65,9 miljard werd verzorgd door het Indonesische bankwezen (34,3% van het totaal). Buitenlandse banken verschaften de overige 65% van de kredietverlening. Van de

\$ 192 miljard aan kredieten werd slechts \$ 52,3 miljard verschaft in rupiah (27,2%), het overige gedeelte bestond uit kredieten in vreemde valuta, bijna volledig uit dollar kredieten. De buitenlandse betrokkenheid werd nog versterkt via de effectenbeurs van Jakarta. Per 30 juni 1997 was de marktkapitalisatie van alle aan de beursgenoteerde Indonesische aandelen zo'n \$ 100 miljard, waarvan naar schatting 50% in handen was van buitenlandse investeerders.

Wat betekent een dergelijke structuurwijziging nu voor een land? Was Indonesië toen de crisis begon structureel verkeerd gefinancierd? Was de omvang van de kredietverlening te groot? Of was de verdeling buitenlandse - lokale valuta verkeerd?

Financiering niet ongezond

De omvang van de kredietverlening (\$ 192 miljard) in 1997 kan ten eerste worden vergeleken met de output van Indonesië, het bnp. Dat bedroeg zo'n \$ 200 miljard in 1997. Een ratio van praktisch 1 : 1 is internationaal gezien laag. Voor ontwikkelde landen is die in het algemeen hoger. Voor de Verenigde Staten is de ratio zelfs 2,75 : 1. Ook bezien vanuit de verhouding eigen - vreemd vermogen was de omvang van de kredietverlening niet zorgwekkend. De marktkapitalisatie van de effectenbeurs van Jakarta bedroeg \$ 100 miljard per eind juni 1997. Alleen al op basis van die marktwaarde kan worden afgeleid dat de eigen vermogenspositie tenminste 34,2% van het totaal gebruikte vermogen was. Zou men daar ook het eigen vermogen van de overheid, de niet aan de beurs genoteerde particuliere sector en alle overige ingezetenen bij optellen, dan zou dat percentage nog substantieel hoger liggen.

Niet teveel vreemde valuta

Als de omvang van de kredietverlening aan Indonesië niet als excessief kan worden beoordeeld, was dan misschien de valutaverdeling de verkeerde?

Hiervoor moet met name naar de verhouding exportopbrengsten- buitenlandse valutaschuld worden gekeken. In 1997 exporteerde Indonesië voor \$ 53 miljard aan exportwaarde. Dit betekent dat de buitenlandse valutaschuld van \$ 140 miljard in twee jaar en acht maanden, zonder rente, volledig kan worden afgelost. Wederom geen indicatie dat Indonesië een structureel financieringsprobleem had. Bedenkt men verder dat de prijsvorming voor praktisch alle Indonesische exportgoederen wereldwijd plaats vindt, oftewel dollarprijzen zijn, waarop Indonesië maar een hoogst beperkte invloed kan uitoefenen, dan is lenen in dollars zelfs aan te bevelen omdat de dollarrentes systematisch op een lager niveau liggen dan de rupiah-rentes.

Indonesië had zich dan ook niet structureel verkeerd - niet met grote risico's voor de economische continuïteit - gefinancierd, noch in

omvang van de kredietverlening noch in de verdeling over lokale en vreemde valuta's. Natuurlijk waren er wel zwakheden in het lokale bankwezen, maar deze banken verschaften slechts in totaliteit eenderde van de totale kredietverlening.

Hoe kon met dit al dan toch een financiële crisis ontstaan in 1997, de ergste in bijna 35 jaar?

Wat ging er mis?

Liquiditeitspositie

In de analyse moeten drie factoren worden onderscheiden. Ten eerste de korte termijn vraag en aanbodpositie van dollars, met andere woorden de dollar liquiditeitspositie. Ten tweede is de korte termijn vraag en aanbodpositie van rupiahs, de rupiah liquiditeitspositie, van belang en ten derde het kruisverband van die twee, waarbij een deel van het aanbod van dollars wordt gebruikt om rupiahs te kopen en een deel van het rupiah-aanbod om dollars te kopen. Is de verhouding tussen vraag en aanbod van een valuta verstoord is, dan kan een liquiditeitscrisis ontstaan. Deze kan vanuit de rupiah of vanuit de dollar beginnen.

Als de oorzaak van de liquiditeitscrisis in de rupiah had gelegen dan had het lokale inflatieniveau tekenen van spanning moeten vertonen. Indonesië's inflatietempo was ongeveer 7% op jaarbasis toen de crisis begon en niet wezenlijk anders dan in de jaren ervoor. De groei in de lokale rupiah kredietverlening bedroeg 11,5% over 1997 en lag daarmee duidelijk lager dan in 1996 toen deze kredietverlening nog met 24,1 % groeide. De overheid handhaafde de sluitende begrotingspolitiek die zij al sinds dertig jaar voert, en ook de lonen vertoonden geen explosieve groei. De liquiditeitscrisis is dan ook niet in de rupiah ontstaan.

Dollarliquiditeitspositie

De dollarliquiditeitspositie wordt door een aantal vraag en aanbodfactoren bepaald. Aanbodfactoren zijn de groei en het absolute niveau van exportopbrengsten, de groei in de dollar leningsportefeuille aan Indonesië - waarbij zowel de internationale handelsfinanciering als de middellange kredietverlening een rol spelen -, de groei in de buitenlandse directe investeringen en in de buitenlandse beleggingen op de effectenbeurs van Jakarta, de groei van de buitenlandse obligatieleningen en tenslotte de speculatieve stroom van dollars naar de rupiah om koers en rentewinsten te behalen. Vraagfactoren zijn: de groei in de invoer en het absolute niveau ervan, de rente- en aflossingsverplichtingen uit de bestaande dollarleningsportefeuille en op obligatieleningen, de desinvestering uit directe investeringen, de afbouw van de buitenlandse beleggingsportefeuille op Indonesië en de speculatieve vraag vanuit de rupiah naar dollars.

Dollar-liquiditeitscrisis

Enkele opmerkingen hierover. De uitvoer groeide van \$ 49,8 miljard in 1996 naar \$ 53,4 miljard in 1997. De invoer - onder invloed van de crisis in de tweede helft van 1997 - daalde van \$ 42,9 miljard in 1996 naar \$ 41,6 miljard in 1997. Het dolleraanbod werd dus groter.

Op 1 november 1997 werden zestien kleine lokale banken gesloten. Op zich was dit logisch omdat de banken technisch failliet waren. Helaas was er geen actieplan om de deposanten tevreden te stellen, noch om de internationale handelsfinancieringen die in deze banken vastliepen, veilig te stellen. Dit vergrootte de risico's enorm zowel voor de lokale deposanten als voor de buitenlandse financieringspartners. De totale land, bank en bedrijfsrisico perceptie veranderde. Het handelskrediet volume, dat in juli 1997 nog een omvang had van \$ 13,5 miljard liep terug naar een niveau van \$ 800 miljoen in september 1998. Een dollarvraag van \$ 12,7 miljard. Dit was maar een klein onderdeel van de dollarvraag veranderingen, maar wel een zeer essentieel deel voor de continuïteit van de economie. De grootste veranderingen in de dollarvraag kwamen voort uit de beurs, waar de marktkapitalisatie daalde van \$ 100 miljard per eind juni 1997 tot \$ 11 miljard een jaar later. Verder kwamen praktisch geen nieuwe dollarkredieten tot stand in deze periode en probeerden buitenlandse banken met name de bedrijfskredieten op vervaldatum terug te krijgen. Dit laatste kon op grote schaal gebeuren door de zeer korte gemiddelde looptijd van de kredietportefeuille. Met de zeer sterk toenemende vraag en een praktisch opdrogen van het aanbod kwam Indonesië dus in een dollarliquiditeitscrisis terecht. De buitenlandse valuta-reserves van de Indonesische centrale bank waren volledig ontoereikend voor deze gewijzigde financieringsstructuur.

Verkeerde antwoorden

Het IMF, de Wereldbank en de regering van Indonesië hebben zich, zoals uit documenten en de genomen politieke maatregelen blijkt, nooit goed gerealiseerd hoe grondig het Indonesische financieringspatroon was gewijzigd in de periode 1983 - 1997. Zij misten daardoor ook het zicht op welke beleidsmaatregelen nu op welk moment genomen zouden moeten worden om zo'n dollarliquiditeitscrisis in de kiem te smoren. De oplossingen die wel werden toegepast - de IMF- eis van in eerste instantie een overschot van 1% van het bnp op de staatsbegroting en verder van de verviervoudiging van de rupiah-rente van zo'n 18% naar 70,5% per jaar - wijzen erop dat men dacht aan een rupiahliquiditeitscrisis.

De dollarliquiditeitscrisis werd niet in de dollarsfeer opgelost, noch via het dollar rente instrument of via dollar cashflow-vertragende instrumenten waarbij de dollar instroom vanuit de exporten beter in evenwicht zou kunnen worden gebracht met de uitstroom vanuit de dollar-leningsportefeuille. Bedrijven gingen hun rupiah cashflow gebruiken om aan hun verplichtingen te kunnen blijven voldoen. Ook lokale banken deden dit. Dit had in de onzekere en fragiele situatie, mede ontstaan door de onzekerheden gecreëerd door de bankensluitingen, een desastreus effect op de wisselkoers. Voeg daarbij dat de eerste trekking onder de dollarlening vanuit het IMF-pakket pas in april 1998 plaats vond, nadat Indonesië het IMF in oktober '97 om steun had verzocht, dan wordt duidelijk dat het dollarliquiditeitsbeheer noch bij de Indonesische overheid, noch bij het IMF en de Wereldbank hoog op de prioriteitenlijst voorkwam.

Mijn conclusie is dat een initieel verwaarloosde dollarliquiditeitscrisis, gekoppeld aan de onzekerheden gecreëerd bij de bankensluitingen, de grote wisselkoerscrisis en de daaruit voortvloeiende economische crisis heeft veroorzaakt in Indonesië. Voeg daaraan toe de natuurlijke geneigdheid financieringsrisico's te verminderen als de kredietrisico's toenemen en een praktische volledige dollarkredietstop is het gevolg.

Hoe kon het anders?

Dollarrente-instrument

Het is niet reëel om te verwachten dat de Indonesische uitvoer in een jaar zou kunnen verdubbelen om aan de vraag naar dollars te voldoen. Daar was de productiecapaciteit noch de verkooporganisatie op ingericht, zeker niet toen het internationale handelsfinancieringsniveau fors daalde.

Het meest logische instrument ter bestrijding van de crisis zou het Indonesische dollarrente-instrument zijn geweest. Dit instrument is in de gehele crisisperiode, tot nu toe, nog niet gebruikt. Dat is merkwaardig omdat het rente instrument toch het meest geëigende monetaire instrument is om vraag en aanbod van dollars in evenwicht te brengen. Nog merkwaardiger is dat de Indonesische overheid wel de lasten van de dollarverplichtingen van de lokale banken heeft gegarandeerd en betaald - de 'paymaster of last resort'- maar niet de voordelen heeft begrepen van het zelf op korte termijn dollars aantrekken en doorlenen aan de lokale banken ter voortzetting van de internationale handelsfinanciering; de 'borrower of last resort'. Een dergelijk beleid zou de kosten voor de Indonesische overheid en voor de totale economie veel geringer hebben doen uitvallen, omdat dan zo'n \$ 13 miljard voor de continuïteit van de handelsstromen volledig beschikbaar zouden zijn gebleven. Dit bedrag zou ook geen druk op de wisselkoers hebben kunnen uitoefenen, in tegendeel zelfs, omdat de uitvoer had kunnen worden opgevoerd.

Rente-opslag

Een tweede instrument, de tijdelijke rente opslag, had ook mee kunnen helpen om het evenwicht tussen vraag en aanbod van dollars te herstellen. Om te begrijpen wat dat daarvan de invloed is, moet in beschouwing worden genomen dat de dollarrente die van toepassing is in Indonesië, een fundamenteel andere is dan die van de overheid van de Verenigde Staten. De dollarverschaffing vereist allereerst een vergoeding voor de beschikbaarstelling. Deze basisrente is voor de allerbeste risico's wereldwijd gelijk. Bovenop de basisrente komt een rente-opslag voor het landenrisico. Leent een bedrijf de dollars, dan komt daarbovenop tenslotte nog een additionele rente-opslag voor het bedrijfsrisico.

De marktrente voor Indonesië liep op, wat zich uitte op de internationale obligatiemarkt en in het verschil tussen de 'binnen'- en 'buiten'rente voor dollars. Op 28 februari 1997 bedroeg het eenmaands renteverskil - de landenrisico premie - 75 basispunten. Op 30 juni was dat 1,5%, op 31 juli 2,4%, op 30 september 3,3% en op 30 december 1997 9,1%. Op 23 januari 1998 werd het hoogtepunt van 12,4% bereikt. Als een dergelijke marktrente doorberekend had kunnen worden aan alle dollarkredietnemers in Indonesië via een tijdelijke rente-opslag, dan zou het aanbod van dollars minder zijn afgenomen - zeker als de overheid als 'borrower of last resort' zou zijn opgetreden. Verder zou ook de vraag om terugbetaling geringer zijn geweest omdat de rentehoogte en het risico beter met elkaar in overeenstemming zouden zijn geweest.

Dollar cash-flow vertragen

Ten slotte had ook een dollar cashflow-vertragingsinstrument een beter dollar cash management mogelijk gemaakt. Daartoe worden simpelweg de betaling van de dollarrente en de aflossing van de kredietnemer aan de kredietgever in tweeën gesplitst. De kredietnemer betaalt zijn verplichtingen aan de centrale bank in rupiahs, die daarvoor schuldbewijzen in dollars afgeeft aan de buitenlandse kredietgevers. Afhankelijk van de omvang van de rente en aflossingen kan dan de centrale bank bepalen hoe snel dergelijke *iou's* kunnen worden geïncasseerd. De rente vaststelling kan plaats vinden op basis van de vigerende basisrente plus de landenrisico- opslag. Deze methode brengt cashflow uit de gefinancierde objecten in overeenstemming met amortisatie-verplichtingen. Het IMF kan overwegen een herdisconteringsfaciliteit te openen voor dergelijke *iou's*.

Conclusie

De financiële crisis in Indonesië was geen solvabiliteitscrisis noch een gevolg van de verhouding tussen vreemde en lokale valuta in de kredietverlening. De crisis ontstond doordat valutarisico's in het economisch bestel werden geïntroduceerd zonder dat ook een risicobeheersingspolitiek was geformuleerd. De verkeerde aanpak die daarop volgde, in combinatie met banken en bedrijven die hun rupiah-cashflow gingen gebruiken om dollarschulden terug te betalen en aangevuld met bankensluitingen, deden de liquiditeitscrisis in de dollar uitmonden in een wisselkoerscrisis en uiteindelijk in een economische crisis. Het is te hopen dat de lessen die Indonesië uit deze crisis heeft moeten leren, bijdragen aan een beter begrip en betere oplossingen voor toekomstige liquiditeitscrises.