



Thailand geveld door peso-virus

Auteur(s):

Mensink, N.W.

*Als econoom werkzaam bij de Nationale Investeringsbank NV te Den Haag.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4114, pagina 572, 16 juli 1997

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten, eu, emu, zo-azië

De vaste koppeling van de baht aan de dollar leek een gouden vondst om de economie op gang te helpen, maar bleek uiteindelijk onhoudbaar. De val van de Thaise baht lijkt veel op de crisis van de Mexicaanse peso in 1994.

Na enkele speculatieve aanvallen eerder dit jaar is op 2 juli 1997 door de Bank of Thailand de vaste wisselkoers van de Thaise baht losgelaten. Dat resulteerde in een plotselinge depreciatie ten opzichte van de Amerikaanse dollar van bijna 20%. Deze forse depreciatie volgde op een periode van ruim dertien jaar dat de baht gekoppeld was aan een mandje met valuta dat werd gedomineerd door de dollar. Het min of meer gedwongen loslaten van het vaste wisselkoersregime kan worden beschouwd als de baht-crisis, die veel overeenkomsten vertoont met de peso-crisis van december 1994. In de periode direct volgend op de baht-crisis ontstond onrust op de Aziatische financiële markten, waarop ook de Filippijns werden gedwongen hun munt fors te laten devalueren.

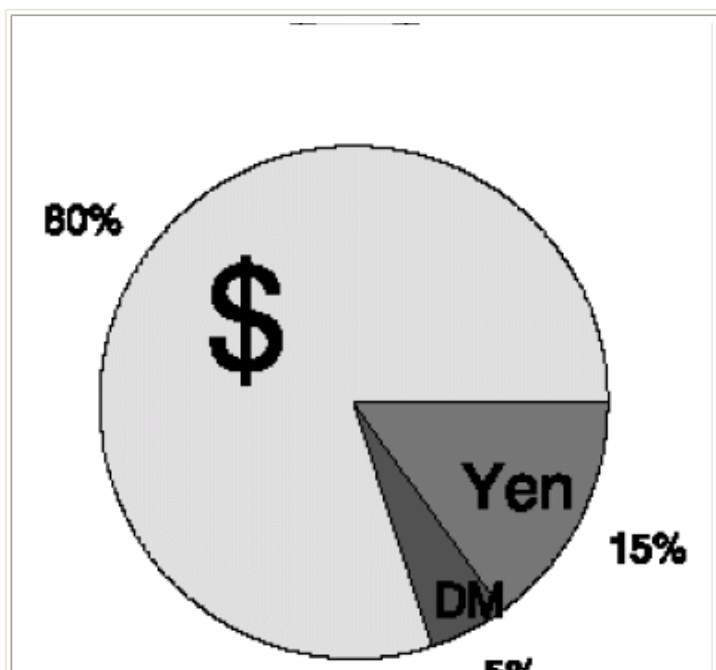
Zowel Mexico als Thailand koppelden hun munten in een vroeg stadium min of meer aan de dollar. Aanvankelijk leverde deze koppeling voordelen op, maar op termijn vormde dit een inleiding voor de wisselkoerscrisis. Beide crises illustreren de risico's die kleven aan investeren in 'emerging markets', onvolwassen economieën met een omvangrijk economisch potentieel.

Hieronder wordt ingegaan op de achtergronden en vooruitzichten rondom de baht-crisis.

Achtergronden baht-crisis

De koppeling aan de dollar

Thailand was met een economische groei van ruim 8% het laatste decennium een van de succesvolste economieën ter wereld. De investeringsquote liep op tot boven de 40% van het bbp, terwijl de inflatie zeer gematigd bleef. Dat was vooral het gevolg van de koppeling van de baht sinds eind 1984 aan een mandje munten dat bij benadering de volgende samenstelling kende: 80% dollar, 15% Yen en 5% D-mark. Door de dominante rol van de dollar, kwam de koppeling aan het mandje de facto neer op een vaste koers van de baht ten opzichte van de dollar (ca. 25,5 baht per dollar). De grote rol van de dollar was midden jaren tachtig gerechtvaardigd vanwege de rol van de Verenigde Staten als grootste afzetmarkt voor de Thaise export (zie [figuur 1](#)).



Figuur 1. De koppeling van de Thaise baht

Aanvankelijk wierp dit wisselkoersbeleid vruchten af in de vorm van stabiliteit en exportsuccessen, met name in arbeidsintensieve sectoren. Zo bedroeg de gemiddelde exportgroei van Thailand in de periode 1986-'95 maar liefst 23%. Door de grote waardedaling van de dollar ten opzichte van onder meer de yen kon de Thaise export in die periode sterk profiteren van een omvangrijke reële effectieve depreciatie van de baht (gecumuleerd ca. 25%).

Keerzijde van het succes

Geleidelijk aan doemden er problemen op. Door overoptimisme en goedkoop krediet werd in de jaren tachtig een investerings-'bubble' in gang gezet. Er ontspon zich een bouwhausse in de Bangkok-regio (goed voor 40% van het bbp). Een gevolg van de enorm hoge investeringen in de onroerendgoedsector was dat er een omvangrijke leegstand ontstond, in sommige regio's circa 30%. Daardoor zijn de prijzen van onroerend goed sterk gedaald (60% in periode '92-'96). Deze situatie, die vergelijkbaar is met het klappen van de Japanse 'bubble', veroorzaakte zware verliezen in de onroerendgoedsector.

Mede als gevolg van de problemen in de onroerendgoedsector en de snelle groei van de kredietverlening, is de gezondheid van het bankwezen (aandeel van onroerend goed in kredietportefeuille: 13%) en in ernstiger mate de financieringsmaatschappijen (onroerendgoedaandeel: 25%-30%) fors aangetast. Het percentage 'non-performing loans' is sterk opgelopen en inmiddels zijn al enkele financieringsmaatschappijen in problemen geraakt ¹. Naast de problematiek in de onroerendgoedsector, zijn de inmiddels flink hoge rentestanden - om de baht te steunen - debet aan de matige kwaliteit van de leningenportefeuille. De (te) zware rentelasten hebben de gezondheid van het Thaise bedrijfsleven sterk aangetast ². Uiteraard heeft ook het gebrekkige toezicht op de bankwezen bijgedragen aan de verzwakte positie van het Thaise financiële systeem. Voorts is het beursklimaat sterk verzwakt. Sinds het begin van 1994 is de beursindex met 65% gedaald, een illustratie van het afgenomen vertrouwen in de Thaise economie.

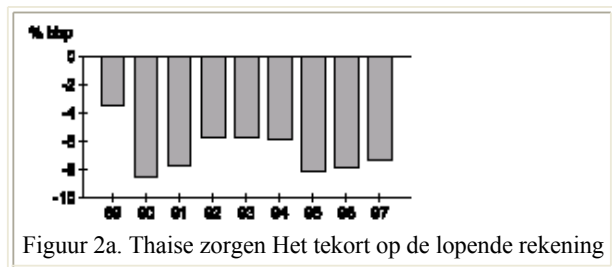
Verschuiving in handelspatroon

In het laatste decennium trad een verschuiving op in handelspatronen: in toenemende mate namen Aziatische markten (Japan en Singapore) de plaats in van de Verenigde Staten als belangrijkste afzetmarkt. Al met al ontstond daardoor het afgelopen decennium een 'mismatch': het grote gewicht van de dollar in het valutamandje kwam niet langer overeen met de handels- en investeringsstromen van Thailand.

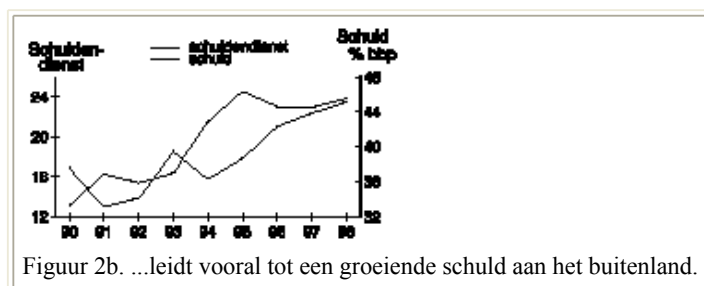
In 1995 en met name in 1996 keerde bovendien de wisselkoersontwikkeling zich om: de dollar apprecieerde fors ten opzichte van de yen en in het kielzog daarvan apprecieerde de Thaise baht in reële effectieve termen met ongeveer 15%. Achter de façade van het vaste wisselkoersbeleid ging derhalve een uitholling van de concurrentiepositie schuil die bijdroeg aan de stagnatie van de exportgroei in 1996. De lopende rekening van Thailand vertoonde de laatste twee jaar een tekort van 8% a 9% van het bbp, ofwel ruim boven de 'kritische grens' van 5%, zoals naar aanleiding van de peso-crisis door Lawrence Summers werd geformuleerd ³.

Vertrouwenscrisis

Het omvangrijke en aanhoudende beroep op de internationale kapitaalmarkten om de binnenlandse investeringen te financieren riep twijfels op over de houdbaarheid van de Thaise economische fundamentals. Naast de omvang van het tekort droeg ook de financiering van het tekort daaraan bij. [figuur 2a](#). Thailand financierde het tekort hoofdzakelijk door het aantrekken van kortlopende leningen ('hot money'), die de gevoeligheid voor een financiële crisis doen toenemen. Het omvangrijke tekort op de lopende rekening veroorzaakte een sterk oplopende buitenlandse (kortlopende) schuld ⁴ (zie [figuur 2b](#)).

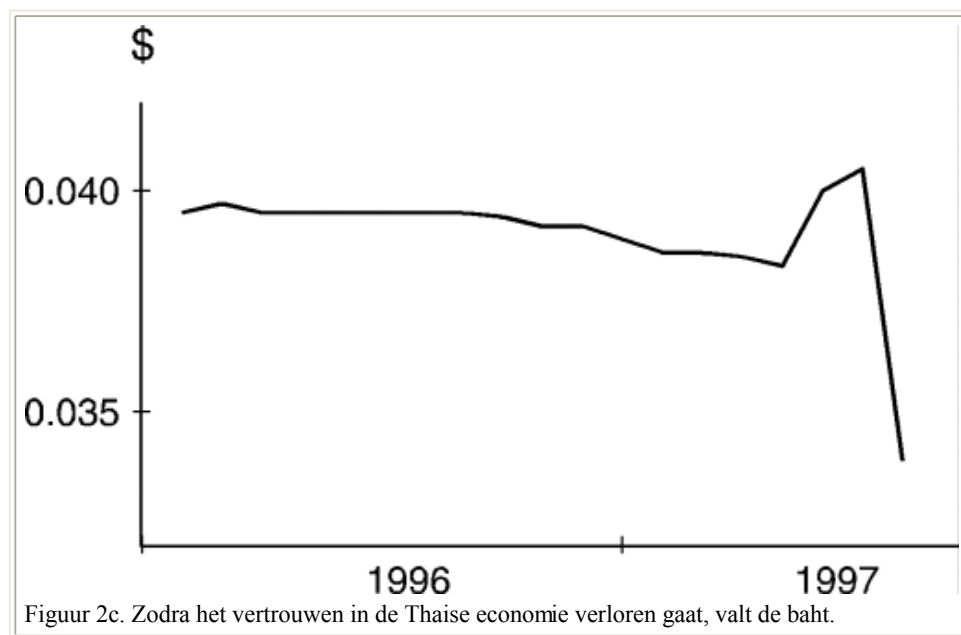


Figuur 2a. Thaise zorgen Het tekort op de lopende rekening



Figuur 2b. ...leidt vooral tot een groeiende schuld aan het buitenland.

De huidige coalitieregering, bestaande uit zeven verschillende partijen, verspeelde al binnen enkele maanden na haar aantreden in november 1996 het vertrouwen van de financiële markten door een gebrek aan daadkracht bij de oplossing van Thailands meest nijpende problemen [figuur 2c](#). Zo trad de minister van Financiën, die een goede reputatie in de financiële wereld genoot, enkele weken voor de baht-crisis af vanwege onvoldoende steun binnen de coalitie om noodzakelijk geachte maatregelen te implementeren. Daar bovenop heeft Thailand met zijn prille democratie het laatste decennium maar liefst acht regeringswisselingen ondergaan, waardoor het vertrouwen in het oplossingsvermogen van het Thaise politieke stelsel toch al niet groot is.



Speculatieve aanvallen

De overwaardering van de baht leidde tot enkele speculatieve aanvallen op de baht dit voorjaar. De Thaise regering pareerde die aanvallen in eerste instantie met renteverhogingen en de invoering van kapitaalrestricties, teneinde speculanten buiten de deur te houden. Achteraf bleken dat de laatste stuiptrekkingen van een onhoudbaar wisselkoersregime. Het op eigen initiatief loslaten van de vaste wisselkoers, in tegenstelling tot bijvoorbeeld Mexico, heeft in het geval van Thailand waarschijnlijk ernstiger schade voorkomen. Desondanks heeft de Bank of Thailand dit voorjaar naar schatting ruim \$ 4 mrd (ruim 2% van het bbp) verloren in haar tevergeefse strijd om de vaste koers van de baht te handhaven.

Evaluatie

Ook in de literatuur wordt veelvuldig gewezen op het gevaar van het lang vasthouden van een knellend wisselkoersregime⁵. Weliswaar kunnen er op korte termijn grote voordelen worden behaald door het koppelen van de wisselkoers, ofwel de keuze voor een 'nominaal anker' (onder andere Mexico '90-'94, Chili '78-'82). Op termijn is een flexibeler regime echter veelal wenselijk om veranderingen in de economische omgeving (onder andere handelspatronen, concurrentiekracht) op te kunnen vangen, zoals onlangs ook in Tsjechië bleek.

Gesteld kan worden dat van de Aziatische landen Thailand het minst flexibele wisselkoersbeleid kende. Een land als Indonesië bijvoorbeeld kent een pragmatischer wisselkoersbeleid, waarbij de munt maandelijks wordt gedevalueerd tegenover de dollar om inflatieverschillen op te vangen. Nadeel van een zeer rigide wisselkoersbeleid, zoals de EMS-, peso- en baht- crises hebben uitgewezen, is dat deze eerder ten prooi kunnen vallen aan speculatieve aanvallen. De negatieve ervaringen met vaste wisselkoersen hebben geleid tot scepsis ten aanzien van het gebruik van een wisselkoersanker. Het fenomeen dat zowel in Thailand als in Mexico optrad, staat bekend als 'boom-bust cycle'. Deze economische variant op 'goede tijden, slechte tijden' komt erop neer dat landen na invoering van de vaste wisselkoers aanvankelijk een gunstige economische ontwikkeling ('boom') kennen, welke wordt gevolgd door een recessie ('bust') als gevolg van een overgewaardeerde munt.

Achteraf bleek de vaste wisselkoers van de baht, die jarenlang een garantie leek voor stabiliteit en exportsucces, een te strak keurslijf om structurele veranderingen in de Thaise economie, zoals de verschuiving van handelsstromen, op te vangen. Dat toch (te) lang aan de dollar-koppeling is vastgehouden door de Thaise monetaire autoriteiten kan worden verklaard door de (realief goedkope) in dollar-genomineerde schulden die zowel door banken als door bedrijven in Thailand de laatste jaren op grote schaal zijn aangegaan onder de verwachting van een stabiele dollar-baht koers⁶. Gevolg daarvan is dat een koersdaling van de baht direct tot een ernstige balansverslechtering en tot liquiditeitsproblemen leidt. Daarnaast leidde de grote afhankelijkheid van kapitaalvoer, als gevolg van de omvangrijke lopende rekening tekorten, tot een grote druk op de Thaise monetaire autoriteiten om het wisselkoersregime te handhaven.

Gevolgen

Het directe effect van de baht-crisis bestaat voornamelijk uit het in problemen geraken van partijen die omvangrijke dollar-leningen zijn aangegaan. Die partijen worden nu geconfronteerd met een enorme stijging van hun aflossingsverplichtingen, met als gevolg ernstige liquiditeitsproblemen. Om deze problemen aan te pakken zal Thailand wellicht moeten aankloppen bij de internationale financiële wereld. In eerste instantie mikt Thailand op een bedrag van dlr. 20 mrd aan nieuwe leningen, die eventueel via het IMF kunnen worden aangetrokken. Het zou daarmee gaan om de tweede grootste hulpoperatie na Mexico in '94/'95 (dlr. 50 mrd, via het IMF en de Verenigde Staten). Zonder een omvangrijke hulpoperatie zal Thailand, ondanks haar omvangrijke reservevoorraad⁷, waarschijnlijk niet aan haar betalingsverplichtingen kunnen voldoen. Teneinde de stabiliteit van het internationale financiële systeem te beschermen zal de

internationale financiële wereld Thailand waarschijnlijk tegemoet moeten komen.

De baht-crisis zal ongetwijfeld leiden tot een shake-out in het Thaise bedrijfsleven en tot verdere verzwakking van het fragiele Thaise financiële systeem. De overheidsbegroting zal waarschijnlijk worden belast met een ingrijpende 'bail-out' operatie. Daarnaast zal de economische groei verder inzakken en de inflatie enorm oplopen als gevolg van de stijgende importprijzen. Om het vertrouwensverlies als gevolg van de devaluatie te beperken heeft de Thaise centrale bank tegelijkertijd met de devaluatie haar prime rate verhoogd van 10,5% tot 12,5%. De korte termijn interest (3- maands) ligt in Thailand sindsdien op 21% ⁸, terwijl de kapitaalmarktrente momenteel 15% bedraagt. Na deze zure appel kan de Thaise economie, bevrijd van de dwangbuis van de vaste wisselkoers, eventueel een 'doorstart' maken, zoals thans in Mexico gebeurt.

Een positief direct effect van de baht-crisis ondervonden de beurskoersen in Bangkok, die direct na de val van de baht met circa 10% stegen, na de continue daling van de afgelopen jaren. Daarnaast zorgt de forse daling van de baht voor een versterkte concurrentiepositie van de Thaise exportbedrijven en zou daarmee bij kunnen dragen aan een conjuncturele opleving.

Tequila-effect

Naast directe effecten op de Thaise economie, zijn als gevolg van de baht-crisis enkele andere Aziatische munten (Filippijnse peso, Maleisische ringgit) onder druk komen te staan. Het indirecte effect van de baht-crisis komt overeen met het 'tequila-effect' dat ontstond na de peso-crisis. Door het schok-effect van de baht-crisis is er twijfel gerezen over de fundamentals van een aantal Aziatische landen. Enkele dagen na de baht-crisis, devalueerde de Filippijnse peso met circa 10%, nadat deze sinds begin 1995 de facto aan de dollar was gekoppeld. Dat daarbij de Filippijnen het eerste 'slachtoffer' was, is overigens niet vreemd. Met een omvangrijk tekort op de lopende rekening (circa 5% van het bbp), een laag besparingsniveau (minder dan 20% van het bbp) en een instabiele politieke situatie is de Filippijnse economie ook vatbaar voor het 'peso-virus'.

Conclusie

Thailand is onlangs gevelde door het 'peso-virus' en heeft nu een drastisch aanpassingsprogramma voor de boeg. Een shake-out in het Thaise bedrijfsleven en het financiële systeem lijkt onvermijdelijk. Teneinde acute betalingsproblemen te voorkomen zal een internationale hulpoperatie moeten worden opgezet. De Thaise baht-crisis kent veel overeenkomsten met de peso-crisis: een gapend tekort op de lopende rekening, een 'onhoudbaar' wisselkoersregime, een fragiel bankwezen en onvoldoende vertrouwen in het oplossingsvermogen van de politiek. Gebleken is dat deze combinatie van factoren, bijgenaamd het 'peso-virus', het vertrouwen van de financiële markten op termijn ernstig aantast. Dit vertrouwensverlies kan uiteindelijk leiden tot speculatieve aanvallen en uitmonden in een economische crisis. De ervaring van beide 'emerging markets' zou in het kort kunnen worden samengevat met 'De val van een (te) snel rijzende ster'

1 Zo werden eind juni '97 nog 16 financiële instellingen met slechte portefeuilles gesloten, terwijl begin dit jaar Thailand grootste financieringsmaatschappij (Finance One) al in problemen geraakte en gedwongen moest fuseren.

2 De rentebetalingen van het Thaise bedrijfsleven zijn opgelopen tot 18% van het bbp, een van de hoogste niveaus ter wereld (bron: *Asian Wallstreet Journal*).

3 Ten Lessons to Learn, Summers on Mexico, *The Economist*, 5 januari 1996.

4 Zo liep tussen 1991 en 1997 de schuld/bbp ratio op van 36% tot 45%, terwijl de schuldendienst (rente en aflossingen gedeeld door de export) opliep van 12 tot 24 (bron: *The Economist Intelligence Unit*).

5 Zie onder andere P. Quirk, Exchange rate regimes as inflation anchors, *Finance and Development*, maart 1996 en G. Lanjouw en N. Hermes, *Een vaste wisselkoersanker als nominaal anker: panacee voor inflatiebestrijding in Oosteuropese landen?*, Mimeo Rijksuniversiteit Groningen.

6 De omvang ervan wordt geschat op circa \$ 70 mrd (ca. 40% van het bbp).

7 In mei jl. geschat op ruim \$ 30 mrd (ca 20% van het bbp), ofwel voldoende voor een invoerdekking van ruim zes maanden.

8 In reële termen komt dit neer op 17%.