



Crisis in Azië en de wereldeconomie

Auteur(s):

Boonstra, W.W.
Möller, Y.M.J.

De auteurs zijn respectievelijk hoofd Internationaal Onderzoek en medewerker bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4135, pagina 42, 16 januari 1998

Rubriek:

Monitor

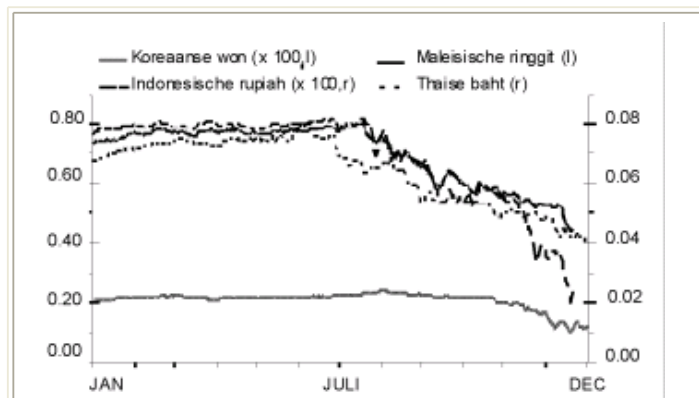
Trefwoord(en):

financiële, markten, azië-crisis

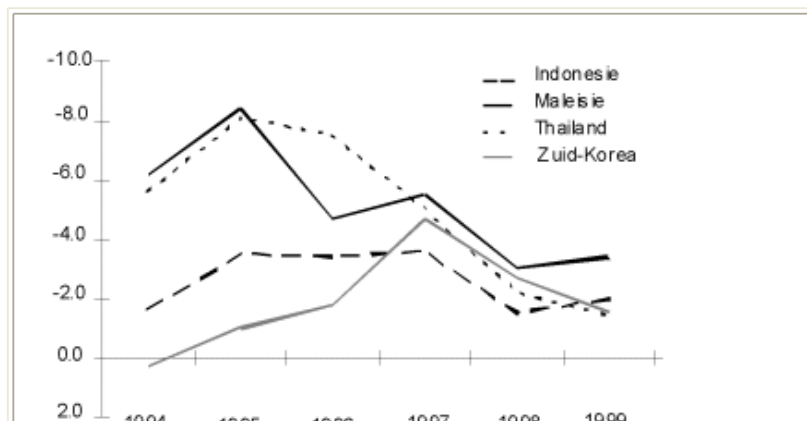
Aanvankelijk leek het er op, dat de financiële crisis in Azië beperkt zou blijven tot een klein aantal landen en dus vooral regionale gevolgen zou hebben. Mondiale effecten lijken nu steeds waarschijnlijker te worden.

Achtergrond

De problemen in Azië kennen meerdere aspecten. Ten eerste gaat het bij de zogenoemde Aziatische 'Tijgers' om klassieke voorbeelden van een overgewaardeerde wisselkoers ¹. De Tijgers hadden reeds jarenlang hun munt min of meer gekoppeld aan de Amerikaanse dollar, terwijl hun inflatie boven de Amerikaanse lag. De forse koersstijging van de dollar en de zwakke yen in de afgelopen anderhalf jaar leidden daardoor tot een aanzienlijke verslechtering van de concurrentiepositie (figuur 1). In combinatie met de lage yen-koers (Japan is Azië's belangrijkste handelspartner) en de ineenstorting van een belangrijke exportmarkt, resulteerde dit in een snelle verslechtering van de lopende rekening (figuur 2). Deze kon tot medio 1997 eenvoudig extern worden gefinancierd. De binnenlandse rente van de Tijgers was relatief hoog, de wisselkoerskoppeling zorgde voor (valse) zekerheid, de liberalisering van de financiële sector ruimde belemmeringen voor externe financiering door de particuliere sector in hoog tempo op en bovenal werden de Tijgers door het Westen gezien als een enorme investeringskans. Een groot deel van de buitenlandse schuld betreft daarbij kortlopende kredietverlening en vluchtig beleggingskapitaal, hetgeen in geval van een omslag in het sentiment op financiële markten de situatie in een land razendsnel kan verslechteren.

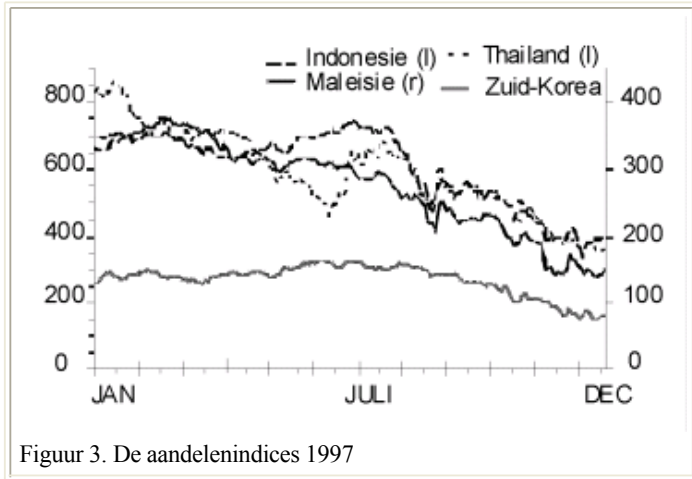


Figuur 1. Wisselkoersen ZO-Aziatische landen t.o.v. de gulden, 1997



Figuur 2. Het saldo op de lopende rekening in procenten van het bbp, 1994-1999

Deze omslag kwam in de vorm van de Thaise onroerend-goedcrisis, die zich pijlsnel uitbreidde naar de financiële sector. Ook in de andere Aziatische landen bleek de financiële sector de zieke spin in het web te zijn. Een omvangrijke slechte-leningenportefeuille, een slechte financieringsstructuur en een zwakke vermogensbasis heeft tal van banken in serieuze problemen gebracht en een tweede dimensie aan de Aziatische problemen toegevoegd. Het monetaire toezicht is in gebreke gebleven. Het afnemende vertrouwen in de Tijgers kwam eveneens tot uiting in dalende aandelenbeurzen (figuur 3), met alle gevolgen voor het onderpand van bestaande leningen en het aantrekken van nieuwe financiering vandiën. Paniek onder het binnenlandse bedrijfsleven en de bevolking leidt tot een versterking van de ingezette neerwaartse spiraal.



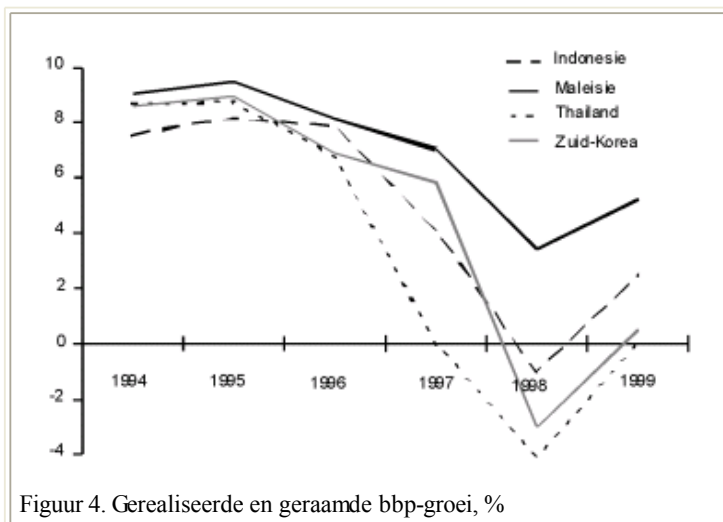
Figuur 3. De aandelenindices 1997

Hoewel de problematiek van de individuele Aziatische Tijgers onderling op belangrijke punten verschilt, zijn de oorzaken en gevolgen van de huidige crises globaal onder dezelfde noemer te plaatsen. De problemen in Japan zijn daarentegen anders van karakter. Deze zijn niet terug te voeren op een te harde munt en een slechte concurrentiepositie van het bedrijfsleven, maar concentreren zich vrijwel uitsluitend op het bankwezen.

De gevolgen voor de Tijgers

De Tijgers zullen bovenal te maken krijgen met een scherpe vertraging in hun economische groei. Hogere rentestanden, fors teruggeschroefde bestedingsplannen van de nationale overheden en terughoudendheid van buitenlandse bedrijven zullen een stevige weerslag op de investeringsuitgaven hebben. Daar komt bij, dat consumenten ten gevolge van de forse vermogensverliezen op de beurs en het verlies van vertrouwen in het lokale financiële bestel hun bestedingen ook zullen terugschroeven. Tot slot zullen banken en bedrijven, die in vreemde valuta's geld hebben geleend, geconfronteerd worden met een acuut verslechterende balanspositie. De buitenlandse schuld is, uitgedrukt in de nationale munt, immers ineens veel duurder geworden. Zo heeft de forse daling van de Indonesische rupiah in korte tijd geleid tot een negatief eigen vermogen en derhalve een technisch faillissement van circa 80% van het particuliere bedrijfsleven.

Al met al mag worden verwacht, dat deze economieën zich de komende jaren op een fors lager groeipad zullen bevinden, zie figuur 4. De inflatie zal hierbij op korte termijn scherp oplopen, vanwege de ten gevolge van de daling van de wisselkoers aanmerkelijk duurder invoer.



Figuur 4. Gerealiseerde en geraamde bbp-groei, %

Tegelijkertijd is het van belang te onderkennen, dat de ingrediënten voor een groeiherstel op de wat langere termijn ook aanwezig zijn. Ten eerste heeft de lokale industrie ten gevolge van de verzwakking van de wisselkoers een verbetering van de internationale concurrentiepositie geïncasseerd, al zal deze op termijn door de hogere inflatie weer wat worden geërodeerd. Dit zal zich al snel vertalen in een forse exportgroei, die de economieën van deze landen voor een terugval in depressie kan behoeden en tot een verbeterende

betalingbalans- en buitenlandse schuldpositie zal leiden.

Ten tweede doen de fundamentele factoren, die maakten dat de Tijgers zich in de afgelopen decennia in positieve zin konden onderscheiden van zich ontwikkelende landen elders in de wereld nog steeds opgeld. Hierbij kan worden gewezen op de tamelijk hoge scholingsgraad van de bevolking, de relatief gelijkmatige inkomensverdeling en de redelijke openheid van de economieën, die ertoe heeft geleid dat in ieder geval een deel van de exportindustrie gewend is aan de tucht van de wereldmarkt. Daarnaast worden de Aziatische landen in het algemeen gekenmerkt door een hoge spaar- en investeringsquote.

Deze zaken tezamen maken, dat de kans dat de recente crisis in Azië de prelude vormt voor een langgerekte periode van malaise, zoals de eerste Mexico-crisis in 1982 de inleiding vormde voor een decennium van stagnatie in Latijns-Amerika, gering is. Daarvoor lijkt het fundament van de meeste betrokken economieën toch te sterk. Wel zal met name de opstelling van de beleidsmakers van doorslaggevend belang zijn voor het terugwinnen van het vertrouwen bij zowel de lokale bevolking als de financiële markten. Een strak monetair beleid en toezicht, sanering van de financiële sector, verdergaande liberalisering, deregulering en transparantie van de economie en het op orde houden van de overheidsfinanciën vormen wat dit aangaat de belangrijkste ingrediënten van succes. (zie [tabel 1](#))

Tabel 1. Kerncijfers 1997 van de vier getroffen 'Tijgers', %

	Indonesië	Maleisië	Thailand	Zuid-Korea
reële bbp-groei	4,1	7,0	0,0	5,8
gemiddelde inflatie	10,0	4,1	7,0	4,3
begrotingssaldo (% bbp)	0,7	1,3	-0,8	-0,2
saldo lopende rekening (% bbp)	-3,6	-5,5	-5,0	-2,5
buitenlandse schuld/export	221	44	103	85
aandeel kortlopende schuld	37	30	24	51

Bron: EIU, Quest, BIS, Institute of International Finance, e.a.

De gevolgen voor industrielanden

Er moet echter met nadruk op worden gewezen, dat de gevolgen van de gebeurtenissen in Azië niet moeten worden gebagatelliseerd. De geïndustrialiseerde wereld zal hiervan wel degelijk nadelige gevolgen ondervinden. Ten eerste is daar de lokale groeivertraging, die uiteraard direct gevolgen heeft voor de afzetperspectieven in de regio. Het meest direct zullen die landen in de regio worden geraakt, die verhoudingsgewijs veel naar hun buurlanden exporteren. De klap komt dan ook het hardste aan in Australië en Nieuw Zeeland, maar ook in het toch al fragiele Japan.

Het is echter van belang te onderkennen, dat ook Europa en de Verenigde Staten in niet onaanzienlijke mate naar Azië exporteren. Zo bedraagt de uitvoer van de Verenigde Staten naar deze regio 3,4% van het Amerikaanse bbp, terwijl dit percentage voor de Europese Unie 2,7 bedraagt. Een groeivertraging in Azië zal zich - afhankelijk van de samenstelling van het exportpakket - vertalen in een afname van de uitvoer richting Azië en daarmee direct doorwerken in de conjunctuur alhier.

Een tweede effect is daarbij, dat de producenten in deze landen met een toenemende intensiteit en gebruikmakend van hun door de jongste depreciaties aanvankelijk scherp verbeterde concurrentiepositie hun uitvoer richting Europa en de Verenigde Staten zullen opvoeren. Zo zal bijvoorbeeld de Europese auto-industrie, die net lijkt op te veren na een zware periode van sanering, zich alweer moeten opmaken voor een nieuwe zware concurrentieslag met producenten vanuit Japan en zeker ook Zuid-Korea. Dit alles zal zich kunnen uiten in een neerwaartse druk op winstmarges, lagere economische groei en een verslechtering van de Europese en Amerikaanse betalingsbalanspositie.

Een derde, ditmaal positief effect betreft de gevolgen voor inflatie en rente. De effectieve appreciatie van de Amerikaanse dollar en de Europese valuta's die kan optreden als spiegelbeeld van de scherpe depreciaties van de diverse Aziatische valuta's werkt drukkend op het tempo van geldontwaarding. Dit, gecombineerd met enige groeivertraging en de vlucht van kapitaal naar de meer stabiele financiële markten in Europa en de VS, zal een drukkend effect uitoefenen op de rentestanden op de geld- en kapitaalmarkten.

Tot slot kan worden gewezen op de gevolgen voor de kredietportefeuille van de westerse banken, die aanzienlijke bedragen op Azië hebben uitstaan. Deze laatstgenoemde problemen lijken overigens alleszins beheersbaar.

Het gevaar van escalatie

Weliswaar zullen de gevolgen van de Aziatische crisis zich dus kunnen vertalen in een wat lagere economische groei en lagere rente- en inflatie-voeten, maar daarmee is het mondiale conjunctuur-beeld nog geenszins negatief. De echte gevaren komen pas om de hoek kijken als de Aziatische crisis uitstraalt naar andere 'opkomende markten'. Zowel in Latijns-Amerika als in Midden- en Oost-Europa bevinden zich landen, die als financieel kwetsbaar kunnen worden gekarakteriseerd. Ook deze landen kampen met de gevolgen van een overgewaardeerde wisselkoers, oplopende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans en een gestaag stijgende buitenlandse schuld. Ook is het bankwezen in bijvoorbeeld menig voormalig communistisch land nog kwetsbaar, omdat de financiële structuren nog tot rijping moeten komen en het toezicht zich nog verder moet ontwikkelen.

De crisis in Azië heeft de financiële markten meer alert gemaakt op de kwetsbaarheid van dergelijke landen. Mocht een en ander ook in Midden- en Oost-Europa en Latijns-Amerika tot een substantiële afwaardering van de munten leiden en aldaar ook een vertraging van de economische groei bewerkstelligen, dan zal het negatieve effect op de wereldconjunctuur aanmerkelijk sterker zijn.

Een tweede kanaal waarlangs de Aziatische problemen kunnen doorwerken loopt via de aandelenbeurzen. De afgelopen jaren hebben

deze een per saldo zeer gunstige ontwikkeling laten zien. De hieruit voortvloeiende vermogenswinsten hebben zich voor een deel vertaald in extra consumptieve uitgaven. Als nu de ontwikkelingen in Azië doorwerken op de beurzen in de VS en in Europa, zowel direct als indirect (vanwege de negatieve effecten die een en ander op de winstgevendheid van het bedrijfsleven heeft), dan kan dat ook een negatieve weerslag hebben op het vertrouwensklimaat, al kan de verwachte lagere rente hier enig tegenwicht bieden.

Lessen voor beleidsmakers

Uit de ontwikkelingen tot dusver kunnen enkele lessen voor beleidsmakers worden getrokken. Ten eerste is een beleid, gebaseerd op een vaste koppeling van de munt van een land aan een ankervaluta (zoals de dollar of de Duitse mark), onhoudbaar als de eigen inflatie substantieel boven die in het ankerland ligt. Inflatieverschillen moeten derhalve door middel van een 'crawling peg' (een gecontroleerde waardedaling van de munt) worden gecorrigeerd. Als tweede les kan worden gewezen op de betalingsbalans als beleidsindicator. Indien tekorten op de lopende rekening oplopen, is het zaak deze op een degelijke wijze te financieren. Zodra speculatieve kapitaalstromen de overhand krijgen, moet men zich zo snel mogelijk trachten in te dekken tegen een acute uitstroom van kapitaal. Ten derde is het van belang, dat een land dat in de problemen komt direct krachtdadig ingrijpt en de zaak niet onnodig lang laat escaleren. Een gecontroleerde devaluatie is beter dan een door de markten afgedwongen ongecontroleerde depreciatie, die veelal zal leiden tot overreactie. Als een koersniveau moet worden verdedigd, dan moet dit met overtuiging gebeuren, wat betekent dat de korte rente direct fors moet worden opgeschroefd. De autoriteiten in Hong Kong en Brazilië lijken deze les al ter harte te hebben genomen.

Als vierde les geldt, dat een munt alleen met overtuiging kan worden verdedigd als het financiële stelsel solide genoeg is om een langdurige periode met hoge korte rentevoeten te doorstaan. Het financiële toezicht moet in menig land dan ook drastisch worden verbeterd, waarbij men overigens ook niet moet schromen om de zwakste instellingen daadwerkelijk failliet te laten gaan. Uiteindelijk is juist een beleid, waarbij men de problemen laat doorsudderen, in de hoop op een keer ten goede, en waarbij men de ware omvang van de problemen aan het oog tracht te onttrekken, funest voor het vertrouwen in het financiële stelsel

1 In dit artikel wordt een minder gebruikelijke definitie van Aziatische Tijgers gehanteerd. Hiertoe worden gerekend: Indonesië, Maleisië, Thailand en Zuid-Korea.