

De financiële crisis in Zuidoost- en Oost-Azië

Batara Simatupang
Indra Wahab

Sinds medio 1997 wordt een aantal Zuidoost- en Oost-Aziatische landen getroffen door een ernstige financiële crisis, waarvan het einde nog niet in zicht is. De lokale munten uit de regio hebben sinds het uitbreken van de crisis zo'n 30 tot 70 procent van hun waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar verloren en de koersindices van de effectenbeurzen zijn eveneens zwaar onderuit gegaan. De op 2 juli 1997 in Thailand begonnen financiële crisis verspreidde zich in korte tijd over de regio. De rente is scherp gestegen (met uitzondering van Maleisië), de inflatie is toegenomen en de economische groei voor de tweede helft van 1997 is sterk gedaald. Naar verwachting zal dit jaar de economische groei in Thailand, Indonesië en Korea negatief zijn en wellicht zal ook in Maleisië de economie een contractie vertonen. Genoemde landen behoorden tot de "Asian Miracle Economies": hun economische groei lag jarenlang ruim boven het wereldgemiddelde. De concurrentiepositie op de wereldmarkt was stevig en de uitvoer nam jaar op jaar sterk toe. De binnenlandse besparingen en investeringen waren hoog; kortom de macro economische fundamenteen werden jarenlang als relatief stabiel gezien. Hoe is deze omslag te verklaren?

Dit artikel bestaat uit drie delen. In het eerste deel beschouwen we de algemene economische structuur en geven we de mogelijke oorzaken aan die hebben geleid tot de huidige financiële crisis. Als mogelijke oorzaken zien we 1. de overwaardering van de munten en de oplopende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans; 2. het vraagstuk van het "zedelijk risico-gedrag" (*moral hazard*); 3. het zwakke en fragiele financieel en banksysteem en 4. de paniecreactie en het "kudde-gedrag" van de internationale banken en financiële instellingen. De opgesomde factoren mogen niet los van elkaar gezien worden; zij zijn niet alleen onderling verweven, maar bovendien versterken zij elkaar over en weer. Het verschijnsel bijvoorbeeld van "overlending" (hebben de buitenlandse kredietinstellingen te makkelijk te veel kredieten verstrekt?) en "overborrowing" (hebben de

lokale particuliere banken en bedrijven te makkelijk te veel leningen opgenomen voor projecten, waarvan het rendement twijfelachtig genoemd kan worden?) kan niet alleen verklaard worden uit het zwakke en kwetsbare banksysteem. Het risicovolle gedrag van zowel crediteur als debiteur moet ook gezien worden in de context van het *moral hazard* principe.

In deel twee wordt een kort overzicht gegeven over het verloop van de crisis in Thailand, Indonesië, Maleisië en Zuid Korea. Hier gaan we in op zowel de overeenkomsten als de verschillen en de gevolgen ervan op de afzonderlijke economieën.

In het derde deel besteden we aandacht aan de discussie over de aanpak van het IMF om de crisis te bezweren. We gaan in op de vraag of de diagnose van het IMF voor wat betreft de oorzaken van de crisis juist geweest is en of de

aanpak van het Fonds de financiële crisis wellicht heeft verlengd en verscherpt. Aangezien de crisis nog niet is uitgewerkt dit stuk is eind mei 1998 afgesloten besluiten we het artikel met een voorlopige conclusie.

I. ACHTERGRONDEN EN OORZAKEN VAN DE AZIATISCHE FINANCIËLE CRISIS

I.1. Overwaardering munten, koppeling met de Amerikaanse dollar en tekorten op de lopende rekening

Gedurende bijna drie decennia was de jaarlijkse groei van het Bruto Binnenlands Produkt (BBP) van de ASEAN-3 (Indonesië, Maleisië, Thailand) en Zuid Korea aanzienlijk hoger dan de groei van de wereldeconomie en het zijn juist deze landen, die zwaar getroffen zijn door de crisis. De hoge economische groei ging gepaard met toenemende binnenlandse besparingen en investeringen. In de jaren negentig gingen de economieën gaande weg tekenen van oververhitting vertonen. De fors toegenomen binnenlandse besparingen bleven achter bij de investeringen en de spaar-investeringskloof vond zijn weerslag in oplopende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans. Deze oplopende tekorten werden gedekt door in omvang toenemende kapitaalimport. Was het tekort op de lopende rekening van Thailand in het begin van de jaren negentig reeds opgelopen tot circa 6 procent van het BBP, voor 1995 en 1996 steeg het tot 9 procent. Voor Maleisië lag het tekort in de jaren 1993-95 zelfs boven de 10 procent per jaar om voor 1996 af te nemen tot 6 procent. Het tekort van Indonesië was relatief gering: in de jaren 1992-94 schommelde het tussen de 0,8 en 2,5 procent en voor 1995 en 1996 4,3 en 3,4 procent. In het begin van de jaren negentig bedroeg het tekort van Zuid Korea nog geen 1 procent, maar na 1993 steeg het naar circa 5 procent.

Als ruwe vuistregel geldt een tekort van 5 procent als kritische bovengrens. We stellen vast dat de vier landen kampen met oplopende tekorten in de richting van de gevarenzone, dan wel structureel in de gevarenzone zitten. Reeds in een vroeg stadium hebben financiële analisten gepleit voor beleidsombuigingen om zo een onbeheersbare crisissituatie te voorkomen. Er werden parallellen getrokken met de ontwikkelingen in Latijns-Amerika die in 1994 leidden tot de "Tequila Crisis". Deze crisis trof Mexico

hard en verspreidde zich in milde vorm naar andere Zuid-Amerikaanse landen.

Anderen brachten hier tegen in dat de 5 procent-norm niet alleen een ruwe vuistregel is, maar dat er ook de oorzaken van de oplopende tekorten onderocht moeten worden. Was de oorzaak bij de Latijns-Amerikaanse landen een te hoog consumptie- en een te laag spaarniveau, in Azië daarentegen waren de te hoge investeringen de oorzaak (J.D.Ostry, 1997). Een oplopend tekort van de lopende rekening als gevolg van te hoge investeringen wordt als minder zorgwekkend gezien dan tekorten als gevolg van te hoge consumptie. De investeringen leiden tot economische groei en toenemende exporten, waaruit de opgenomen leningen terugbetaald kunnen worden. De oplopende tekorten in Azië zijn een vorm van "intertemporele handel".

Helaas moet achteraf vastgesteld worden dat de aanname dat de buitenlandse leningen gebruikt zijn ter financiering van gezonde, levensvatbare investeringsprojecten, gericht op de versterking van de economie en de vergroting van de uitvoer, niet geheel conform de realiteit was. Leningen zijn besteed aan onroerend goed projecten, waardoor een overaanbod van prestigieuze kantoorgebouwen en luxueuze woningen is ontstaan. Ook zijn leningen gebruikt voor kapitaalintensieve, technologisch geavanceerde projecten; prestige-projecten, waarvan men zich kan afvragen of zij ooit levensvatbaar zullen worden. En tenslotte zijn leningen opgenomen om te speculeren op de aandelenmarkten. De leningen blijken in onvoldoende mate gebruikt te zijn voor versterking van de productiestructuur en/of kwaliteitsverbetering van de producten om daarmee de concurrentiepositie op de wereldmarkt verder te versterken. Hierdoor is het effect van de Aziatische overinvesteringen vergelijkbaar met de Latijns-Amerikaanse overconsumptie.

Als antwoord op de hardnekkige mondiale recessie van 1980-83, die tot ernstige betalingsbalansproblemen in de Aziatische landen heeft geleid, gingen de ASEAN-3 landen over tot macro- en micro-economische hervormingen, gericht op stabilisering van hun economie en stimulering van investeringen in exportsectoren. De omschakeling van een import substitutie beleid van de jaren zestig en zeventig naar een op uitvoer gericht beleid vereist naast een prudent begrotings- en monetair beleid ook een

wisselkoersbeleid. In 1981 en 1987 devalueerde Thailand de bath; Indonesië devalueerde de rupiah in 1983 en 1986 en Maleisië de ringgit in 1985. De munten werden na de devaluaties direct gekoppeld aan de Amerikaanse dollar (Thailand), dan wel indirect via een valutamandje, waarin de dollar een dominante positie innam. Thailand voerde een vast wisselkoersbeleid en in Indonesië en Maleisië werden de munten periodiek met kleine percentages gedeprimeerd (beheerst zweven). De periodiek doorgevoerde (kleine) devaluaties en de maatregelen, gericht op liberalisering van de handel en het kapitaalverkeer, heeft de economische groei versneld en de concurrentiepositie op de wereldmarkt zodanig versterkt, dat de uitvoer spectaculair is gestegen.

Het tijdstip van omschakeling van een import substitutiebeleid naar een op de export gerichte groei halverwege de jaren tachtig is gunstig gekozen. Een omvangrijke stroom directe investeringen en andere vormen van kapitaaloverdrachten aanvankelijk alleen uit Japan, maar later ook uit de eerste generatie NIC's (Newly Industrializing Countries), zoals Zuid-Korea, Taiwan en andere industrie landen kwam op gang. De omvangrijke kapitaalstroom richting ASEAN-3 landen is het gevolg van de sterke appreciatie van de munten van Japan en West-Europa ten opzichte van de Amerikaanse dollar na 1985. In de jaren 1983-85 was namelijk de waarde van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de Duitse en Japanse munt zodanig geapprecieerd, dat de Amerikaanse betalingsbalans tekorten ging vertonen van ongekennde omvang. De vijf belangrijkste industrienaties (de G-5: Duitsland, Frankrijk, Japan, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk) sloten op 22 september 1985 in New York het Plaza Akkoord. Door middel van een gecoördineerd interventiebeleid van de Centrale Banken van de industrie landen moest getracht worden de dollar op een beheerste wijze te laten depreciëren. Dit gecoördineerd beleid was succesvol: voor het Plaza Akkoord schommelde de yen/dollar koers rond 250 yens per dollar om na een lange glijvlucht te komen op het niveau van rond de 80 tot 90 yen per dollar in medio 1995. Aangezien de munten van de ASEAN-3 landen gekoppeld waren aan de Amerikaanse dollar, depreciëerden zij automatisch mee. Gelet op de doorgevoerde devaluaties voor het Akkoord kregen deze landen een ondergewaardeerde

valuta en werd de exportpositie versterkt en een op export gericht industrialisatie proces mogelijk. De uitvoer van de ASEAN-3 ging in toenemende mate uit laagwaardige arbeidsintensieve industrieproducten bestaan en de concurrentiekracht was gebaseerd op de combinatie van lage lonen en de ondergewaardeerde munt.

Deze sterke concurrentiepositie brokkelde na 1994 geleidelijk af als gevolg van drie ontwikkelingen. Ten eerste ging na medio 1995 de waarde van de dollar weer stijgen. In 1995-97 apprecieerde de dollar ten opzichte van de Duitse en Japanse munten met circa 40 tot 50 procent en de aan de dollar gekoppelde Aziatische munten apprecieerden automatisch mee. Ten tweede moet gewezen worden op de ontwikkelingen in China. De Chinese yuan werd begin 1994 met circa 50 procent gedevalueerd en de hierdoor goedkoper geworden Chinese export van laagwaardige industrieproducten gingen een bedreiging vormen voor de uitvoer van de ASEAN-3 landen. Ten derde zijn de ontwikkelingen in de industrielanden, die de belangrijkste exportmarkten vormen, relevant. In de meeste OESO-landen (Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling) namen, als gevolg van een restrictief begrotingsbeleid, de inflatie en de economische groei af. De inflatie in de ASEAN-landen was in absolute cijfers gezien niet hoog te noemen, steeg wel significant boven die in de OESO-landen. Door het verschil in inflatie brokkelde het voordeel van lage lonen verder af en gaandeweg raakten de aanvankelijk ondergewaardeerde valuta overgewaardeerd.

De waardestijging van de munten, de geringe economische groei in Japan en West-Europa en het feit dat de prijs van elektronica-onderdelen op de wereldmarkt kelderde resulteerde in een afname van de exportgroei. De afnemende exportgroei leidde tot oplopende tekorten op de lopende rekening van hun betalingsbalans, die structureel van karakter werden. Deze ontwikkelingen hadden een signaal moeten zijn voor een te verwachten depreciatie van de munten, en een meer prudente opstelling van kredietverstrekker en debiteur zou in de lijn van de verwachting hebben gelegen. Hiervan was echter geen sprake: de omvang van de kapitaalstromen nam in het geheel niet af.

1.2. Het moral hazard probleem

De investerings-"boom" en de daarmee gepaard gaande oplopende tekorten op de lopende rekening bleven echter gefinancierd worden door middel van omvangrijke stromen buitenlands kapitaal. Met uitzondering van Indonesië is de officiële kapitaalstroom (verstrek door overheden en multilaterale kredietinstellingen zoals het IMF en de Wereld Bank) gering te noemen, althans voor het uitbreken van de crisis. Het was overwegend particulier kapitaal (leningen, verstrekt door Westerse banken en niet-bancaire kredietinstellingen) dat naar die landen stroomde. Door het vertrouwen in de vaste wisselkoers van de munten ten opzichte van de Amerikaanse dollar werd het valuta-risico als gering ervaren en de netto particuliere kapitaalstromen bleven toenemen. Voor Indonesië bedroeg de stroom in de jaren 1983-85 gemiddeld zo'n 1,5 procent van het BBP en steeg in de periode 1989-95 naar 4,2 procent. Voor 1996 werd de stroom geschat op 6,3 procent van het BBP.

Voor Maleisië en Thailand was de netto particuliere kapitaalstroom relatief nog groter. Voor de periode 1989-95 bedroeg deze stroom respectievelijk 8,8 en 10,2 procent en voor 1996 waren de schattingen 9,6 en 9,3 procent. Voor Zuid Korea was de omvang verhoudingsgewijs klein. Was het gemiddelde voor de jaren 1989-95 2,1 procent, voor 1996 bedroeg de schatting 4,9 procent (IMF, 1997, table 1). Het IMF tekent evenwel hierbij aan dat de Centrale Banken niet alle transacties registreren, als gevolg van niet-adequaat toezicht en controle op het particuliere kapitaalverkeer. De data over de kapitaalstromen zijn incompleet en genoemde percentages hoogstwaarschijnlijk onderschattingen.

In welke mate het aantrekken van buitenlands particulier kapitaal de economie kwetsbaar maakt voor financiële schokken en onrust hangt af van een aantal elementen: de vorm, de termijn en de aanwending. Voor wat de vorm betreft kan worden gesteld dat directe investeringen (FDI's, Foreign Direct Investments) minder gevoelig zijn voor financiële schokken. De FDI's zijn eigenlijk "niet-schuld creërende" kapitaalstromen en als zij ook nog gestoken zijn in projecten met een lange levensduur dan reageert deze kapitaalstroom nauwelijks op tegenvallende economische ontwikkelingen. Zij kunnen immers niet snel teruggetrokken worden als het economisch

klimaat in het gastland verslechtert. Het aandeel van FDI's in de totale stroom van particuliere overdrachten is voor Maleisië en Indonesië hoger in vergelijking met die voor Thailand en Zuid-Korea.

Het grootste deel van de kapitaalstroom bestond uit kort lopende kredieten van buitenlandse banken en niet-bancaire kredietinstellingen aan particuliere banken en bedrijven in de regio ter financiering van lange termijn vermogensbehoeften. Hoewel sinds 1995 de economieën gaandeweg verzwakten en als gevolg daarvan valutarisico's toenamen, bleef het particuliere kapitaal toestromen. Hoe valt de "overlending" door de westerse commerciële banken en niet-bancaire kredietinstellingen enerzijds en de "overborrowing" door banken en grote bedrijven in de ASEAN-3 landen en Zuid-Korea te verklaren? Dat moet gezien worden in de context van het *moral hazard* gedrag. Hoewel beide partijen geen expliciete overheidsgaranties kregen dat de overheden de verplichtingen van debiteuren zouden overnemen in het geval er terugbetalingsproblemen zouden ontstaan, gingen zij hier impliciet van uit. (Krugman, 1997). Dit geloof is toe te schrijven aan gebeurtenissen in het verleden. Tijdens de Mexicaanse financiële crisis van 1994-95 heeft de Mexicaanse overheid de verplichtingen van de met faillissement bedreigde Mexicaanse banken en bedrijven overgenomen. Met het onder leiding van de Verenigde Staten en het IMF bijeengebrachte krediet van \$50 miljard zijn de vorderingen van buitenlandse crediteuren voldaan. Deze "bail out" operatie is door crediteuren en debiteuren opgevat als HET signaal, dat het IMF en de G-7 overheden de "emerging market economies" nooit aan hun lot zouden overlaten als er terugbetalingsproblemen zouden ontstaan. De Mexicaanse "bail-out operatie" kan wellicht gezien worden als de oorzaak voor de *moral hazard* valkuil, waarin crediteuren en debiteuren zijn gevallen.

1.3. Kwetsbaar financieel en banksysteem

In de financiële sector zijn twee liberaliserings doorgevoerd: liberalisering van het binnenlandse financieel en banksysteem, en de liberalisering van de kapitaalrekening. De eerste liberalisering hield in, dat de overheden de regelgeving om particuliere banken en financiële instellingen op te richten, versoepelde. De tweede liberalisering, het convertibel maken van de

kapitaalrekening, hield in dat ingezetenen hun saldi bij banken mochten omzetten in vreemde valuta, maar ook dat niet-ingezetenen buitenlands geld bij de banken konden deponeren en omwisselen in lokale valuta. De nieuwe financiële instellingen konden op basis van deposito's in lokale valuta, leningen in buitenlandse valuta opnemen. Zij waren in feite financiële intermediairs: zij namen buitenlandse leningen op, die zij doorgaven aan lokale particuliere bedrijven ter financiering van de aankoop van buitenlandse kapitaalgoederen.

De nieuwe financiële instellingen hadden echter onvoldoende kennis en ervaring opgebouwd om projecten, waarvoor leningen aangevraagd werden, te beoordelen op basis van objectieve economische criteria (M.F.Montes, 1998, pp.9-11). Bovendien speelden bij de beoordeling van de aanvragen veelvuldig politieke overwegingen een belangrijke rol. Het toezicht op het beleid van deze instellingen is in handen van de Centrale Banken; dit toezicht was weinig effectief en gelet op de aspiraties van de financiële instellingen, volstrekt onvoldoende. Zij hadden alle de wens om zo snel mogelijk groot te worden en die expansie konden zij realiseren door kredietaanvragen zonder enig toetsing (als de aanvraag politiek gewenst was) dan wel, na onvoldoende toetsing, te honoreren.

Dit roekeloze kredietbeleid had twee gevolgen. Ten eerste: om zo veel mogelijk kredietaanvragen te honoreren raakten de banken ondergekaptaliseerd: de verhouding tussen eigen vermogen en verstrekte kredieten werd scheef getrokken. Als een aantal debiteuren niet aan zijn rente- en aflossingsverplichtingen zou kunnen voldoen dan konden de banken snel in de problemen komen. Ten tweede: omdat de bedrijven zo makkelijk bankkredieten konden opnemen werd de vermogensstructuur van de bedrijven eveneens zwak: het vreemd vermogen (de opgenomen bankkredieten) werden een veelvoud van het eigen vermogen. Bij de 30 grootste conglomeraten in Korea (chaebol) lag de verhouding vreemd-eigen vermogen (debt-equity ratio) boven 3 op 1. De hoge debt-equity ratio vereist dat de inkomsten van het bedrijf (cash flow) niet alleen hoog moeten zijn, maar bovendien ook nog een regelmatig patroon moeten vertonen. Nemen de inkomsten tijdelijk af dan kan het bedrijf al snel niet meer aan zijn financiële verplichtingen voldoen. Het is deze combinatie van enerzijds ondergekaptaliseerde

banken en anderzijds bedrijven met hoge debt-equity ratio's, die hebben geleid tot een labiele evenwichtssituatie, die uiterst gevoelig is voor de geringste verstoring.

Eerder is reeds gewezen op de trage groei in de OESO-landen. Doordat de overheden in de OESO-landen streefden naar begrotingsevenwicht leidde dat niet alleen tot een lagere groei, maar de vraag van overheden om hun begrotingstekort te financieren door leningen op de kapitaalmarkt af te sluiten nam af. Het resultaat was een lage rente. Omdat de kapitaalrekening in de Aziatische landen geliberaliseerd werd ging een grote stroom buitenlands kapitaal, in de vorm van kort lopende kredieten, naar die Aziatische landen, aangetrokken door het hoge rendement op die "emerging markets".

Volgens schattingen van de Bank van Internationale Betalingen (BIB) hadden de financiële instellingen uit de ASEAN-3 en Korea eind 1994 \$123.2 miljard aan kredieten opgenomen bij de Westerse banken en niet-bancaire kredietinstellingen. Aan het eind van het tweede kwartaal 1997 dus vlak voordat de crisis uitbrak waren de opgenomen kredieten opgelopen tot \$235,7 miljard. De omvang van de kredieten was eind 1996 gelijk aan zo'n 22,4 procent tot 26,3 procent van het BBP van Korea, Indonesië en Maleisië. Voor Thailand wordt het percentage zelfs geschat op 53,6 procent. De looptijd van de opgenomen kredieten was kort; 50 procent (Maleisië) tot 67 procent (Korea) van de kredieten hadden een looptijd van korter dan zes maanden.

1.4. De paniecreactie en het "kudde-gedrag" van de internationale banken en financiële instellingen

De richting en de omvang van kapitaalstromen worden bepaald door verschillen in verwacht rendement. Wijzigingen in verwacht rendement kunnen zich als een olievlek uitbreiden: het 'kudde-gedrag' van de kapitaalbezitters op jacht naar het hoogste rendement. In korte tijd kan plotseling het kapitaal en masse gedirigeerd worden naar markten waar de verwachtingen gunstiger zijn. Deze kapitaalstromen zijn zo mobiel, dat zij wel aangeduid worden met de termen "hot money" en "flitskapitaal". Wat zich in Azië heeft voltrokken laat zich als volgt samenvatten: hoewel de economieën gaandeweg

zwakke elementen gingen vertonen, bleef de kapitaalstroom in de richting van die landen gaan. Door het *moral hazard* gedrag werd aanvankelijk geen rekening gehouden met de mogelijke toename van valutarisico's. Plotseling werd echter getwijfeld aan houdbaarheid van de hoogte van de wisselkoersen. Door de snelheid en omvang waarin het kapitaal van richting verandert leidt de verwachting van een mogelijke depreciatie tot een feitelijke depreciatie, die scherper is dan technisch noodzakelijk ("overshooting").

Schattingen van het Institute of International Finance voor de ASEAN-4 (ASEAN-3 plus de Filipijnen) en Zuid-Korea geven het volgende beeld van de omslag in de particuliere kapitaalstromen. Over 1996 was er nog sprake van een binnenkomende stroom aan particulier kapitaal van \$93 miljard en over 1997 werd een uitgaande stroom van \$12 miljard geregistreerd. De scherpe omslag in de particuliere kapitaalstroom van \$105 miljard komt overeen met zo'n 11 procent van het BBP van deze 5 landen (Institute of International Finance, 1998, table 2; S.Radelet & J.Sachs, 1998, p. 9). De scherpe omslag is het gevolg van het feit dat kortlopende kredieten niet verlengd en kredietlijnen geannuleerd zijn. Institutionele beleggers verkochten op grote schaal aandelen en de opbrengsten werden eveneens omgezet in dollars.

Deze paniecreactie heeft de financiële crisis in de regio verscherpt. Dat het een paniecreactie is valt wellicht op te maken uit het feit dat naar de verwachtingen van het Institute of International Finance volgens genoemd rapport opgesteld NA het uitbreken van de crisis de FDI's in 1998 nog zullen toenemen met \$9,8 miljard. Deze groep kapitaalverschaffers zien de economieën derhalve nog steeds als een aantrekkelijk investeringsgebied. Het Instituut verwachtte aanvankelijk, dat door de devaluaties de importen sterk zouden afnemen en de exporten toenemen, met als gevolg aanzienlijke overschotten op de lopende rekening in 1998 en 1999. De effecten van het en masse terugtrekken van het kapitaal na een jarenlange periode van kapitaal invoer bleken echter veel rampzaliger dan aanvankelijk werd aangenomen. De lokale banken en kredietinstellingen moesten op hun beurt de kredietkraan dichtdraaien. Hierdoor raakten de bedrijven, die gewend waren geraakt kortlopende kredieten op te nemen om te

voorzien in langdurige vermogensbehoeften, in liquiditeitsproblemen. Het aantal bedrijven, dat hun productie moest inkrimpen dan wel geheel staken, nam toe. Door de afname in de cash flows konden zij niet meer aan hun financiële verplichtingen voldoen, met als gevolg, dat de ondergecapitaliseerde banken eveneens in de problemen geraakten. De devaluaties van de munten hadden bovendien ook tot gevolg dat de rente- en aflossingsverplichtingen te betalen in vreemde valuta, uitgedrukt in lokale valuta, scherp stegen. De bedrijven, die werkten met veel vreemd vermogen opgenomen in vreemde valuta, waren plotseling technisch gesproken failliet. De vrees voor een grote reeks faillissementen versterkte op haar beurt weer de uitgaande kapitaal stroom.

2. HET VERLOOP VAN DE CRISIS IN DE INDIVIDUELE LANDEN

De gevolgen van de financiële crisis op de afzonderlijke landen en de reacties erop zijn verschillend. Indonesië is het hardst getroffen en het land heeft tot nu toe gefaald de juiste maatregelen te treffen. De economische en politieke toekomst is uiterst onzeker geworden. Korea en Thailand daarentegen hebben aan de internationale wereld signalen gegeven dat zij de IMF stabilisatie- en hervormingsprogramma's serieus zullen uitvoeren. Maleisië voert een eigen bezuiningsplan uit en naar het zich laat aanzien is de terugval in de economie beperkt.

2.1. Thailand

De Thaise economie verslechterde in de jaren voorafgaande aan de crisis, in het bijzonder in 1996. Namen de exporten tussen 1990 en 1995 nog jaarlijks toe met 21,6 procent, in 1996 was er sprake van een nulgroei. De stagnatie in de exporten is het gevolg van de overwaardering van de bath en loonstijgingen, die de arbeidsproductiviteit overtroffen (P.G. Warr, 1997, pp.328-330). Hoewel de dollar in 1995-96 ten op zichte van de yen apprecieerde met 40 procent en de tekorten op de lopende rekening opliepen, weigerde Thailand zijn munt te depreciëren. Om de druk op de bath te verminderen werd de binnenlandse rente sterk verhoogd. Banken, financiële instellingen en bedrijven werden door de hoge binnenlandse rente aangemoedigd op grote schaal goedkoop buitenlands geld te lenen. Thailands verplichtingen bij westerse banken

steeg van \$47,4 miljard (eind 1994) naar \$90,1 miljard (eind tweede kwartaal 1997); hiervan waren 65 procent kortlopende verplichtingen. Een substantieel deel van deze opgenomen leningen werd roekeloos aangewend in uiterst speculatieve investeringen in de onroerend goed sector.

Midden mei 1997 kwam de koers van de bath opnieuw onder druk. Pogingen van Thailand, met steun van Singapore, om de aanval op de munt af te slaan hadden echter nu geen succes meer. Op 30 juni verzekerde Chavalit, Thailands premier, tijdens een televisietoespraak nog, dat de bath niet zou devalueren. Maar op 2 juli kondigde de Bank van Thailand aan de interventie te staken; de munt ging zweven ten opzichte van de dollar. Dit wordt gezien als het begin van de crisis, die zich in korte tijd als een besmettelijke ziekte over de regio zou gaan uitbreiden. Onmiddellijk verloor de munt 15 tot 20 procent van zijn waarde en Thailand riep de hulp in van het IMF voor "technische bijstand". Op 20 augustus werd overeenstemming bereikt over een door het IMF opgesteld reddingsplan ter grootte van \$17,1 miljard.

Begin november trad een nieuw kabinet aan met Leekpai Chuang aan het hoofd. Een half jaar na aanvaarding van het reddingsplan is het vertrouwen in de Thaise economie nog niet teruggekeerd. De waarde van de bath brokkelde verder af: medio februari 1998 had de munt circa 40 procent van zijn waarde verloren. Naar verwachting zal het BBP in 1998 afnemen met 3,5 tot 5 procent en de inflatie en werkloosheid toenemen. Op aandrang van de Thaise overheid, die wees op de oplopende sociale spanningen, is het aanpassingsprogramma verlicht. In het eerste akkoord was overeen gekomen dat de overheid de uitgaven dusdanig omlaag zou brengen dat de begroting een overschot zou vertonen van 1 procent van het BBP. In het tweede akkoord is overeengekomen, dat de begroting een tekort mag vertonen van 2 procent. Op dit moment is het beleid niet zo zeer gericht op de bestrijding van de gevolgen van de crisis, maar meer op het doorvoeren van structurele hervormingen in de economie. De doorgevoerde hervormingen hebben het vertrouwen in de Thaise overheid zodanig hersteld, dat naar verwachting het land binnenkort weer kredietwaardig wordt. De overheid kan dan wederom waardepapieren uitgeven op de binnenlandse en buitenlandse financiële markten. Met deze leningen wil de

overheid de zwakke positie van de banken en financiële instellingen versterken. Zij, de banken en financiële instellingen, kunnen dan weer de kredietkraan openen en het liquiditeitsprobleem van de gezonde bedrijven verlichten.

2.2. Indonesië

Toen de Thaise crisis uitbrak was de eerste algemene reactie in Indonesië: "Zoiets kan hier niet plaatsvinden!". Algemeen leefde de overtuiging dat de fundamenteën van de Indonesische economie gezond waren. Bovendien werd er op gewezen dat de koppeling van de rupiah aan de dollar niet rigide was maar periodiek aangepast werd. Om de concurrentiepositie niet te verzwakken werd de waarde van de munt jaarlijks met circa 3 tot 5 procent aangepast. Nog voor de crisis uitbrak werd de bandbreedte, waarbuiten de centrale bank intervenueerde, vergroot tot 12 procent en werd de rente verhoogd. Toen de crisis zich over de regio verspreidde was de overtuiging dat het land in een betere positie zat om de crisis het hoofd te bieden dan Thailand.

In werkelijkheid was de economie minder gezond dan algemeen werd aangenomen; binnen een kort tijdbestek bleek de Indonesische economie het zwaarst getroffen door de crisis. Valutahandelaren "ontdekten" het publieke geheim: Indonesische bedrijven hielden gegevens over hun echte financiële situatie achter. De door het particuliere bedrijfsleven bij buitenlandse banken opgenomen kredieten werden medio 1997 geschat op \$65 miljard. Hier bovenop kwamen ook nog leningen, opgenomen op de kapitaalmarkt ter grootte van \$15 miljard. De gemiddelde looptijd van al deze verplichtingen was ongeveer anderhalf jaar. Dat houdt in dat de bedrijven over 1998 \$58,9 miljard moeten betalen aan rente- en aflossingsverplichtingen. Een groot deel van de aangegane verplichtingen is bovendien niet afgedekt op de termijnmarkt. De bedrijven gokten erop dat de waarde van de rupiah nooit met meer dan 5 procent per jaar zou depreciëren. Dat was immers de facto het beleid van Bank Indonesia in de afgelopen jaren geweest. Toen in juli de crisis in Thailand uitbrak, realiseerden bedrijven het valutarisico die zij liepen in het geval de rupiah wel zou gaan depreciëren. In augustus en september ging een toenemend aantal bedrijven rupiahs omwisselen tegen buitenlandse valuta's om zich alsnog in te dekken tegen valutarisico's. De koers schommelde aanvankelijk rond de Rp2400 per dollar. De

Centrale Bank steunde de munt niet toen de koers door het interventiepunt brak en op 6 oktober was de koers al gedaald tot Rp3845. Twee dagen later kondigde de Indonesische overheid aan steun aan te vragen bij het IMF.

De onder leiding van het IMF tot stand gekomen overeenkomst omvatte een krediet van \$37 miljard, uit te keren in tranches tussen nu en 1999, herstructurering van de financiële sector en doorvoering van andere hervormingsmaatregelen. Na sluiting van 16 particuliere banken, op aandrang van het Fonds, trad er een versnelling op in de waardedaling van de Indonesische munt. Het vertrouwen in de rupiah verdween geheel toen ook particulieren, in navolging van de bedrijven, op grote schaal rupiahs gingen inwisselen tegen dollars. Begin januari was de koers gezakt tot Rp10.000 per dollar en drie weken later tot Rp12.000. De snelle waardedaling van de rupiah is het gevolg van een aantal factoren: paniek over de gezondheidstoestand van de bejaarde President Suharto, de politieke onzekerheid over zijn opvolging en de angst dat het land terecht zou komen in een schulden crisis.

Gelet op de snel verslechterende economische situatie en de aarzelingen bij de uitvoering van de hervormingsmaatregelen die waren vastgelegd in het eerste akkoord, werd op 15 januari 1998 een tweede akkoord gesloten. De overheid kondigde een "tijdelijke pauze" aan in de terugbetaling van de \$80 miljard verplichtingen van de particuliere bedrijven. Zij drong er bij crediteuren en debiteuren op aan onderhandelingen te voeren over een herschikking van de verplichtingen, het omzetten van schulden in aandelen (de debt-equity swaps) en het kwijtschelden van een deel van de schulden. Bovendien liet de president doorschemeren te overwegen een *currency board system* (CBS) in te voeren en de waarde van de rupiah te fixeren op circa 6000 per \$. (Het CBS is een systeem waarbij de binnenlandse geldhoeveelheid wordt bepaald door de reserves bij de Centrale Bank). In april werd een derde overeenkomst gesloten waarin Indonesië zich vastlegde af te zien van de invoering van het CBS en de hervormingen, zoals vastgelegd in het tweede akkoord, uit te voeren. Deze "vertragingstactiek" heeft Indonesië veel geld gekost. Eind maart had Korea \$21,7 miljard aan steun ontvangen en Thailand \$10,2 miljard; Indonesië slechts \$3 miljard (M. Wolf, 1998).

Als gevolg van de waardedaling van de rupiah en het intrekken van overheidssubsidies, conform het IMF-akkoord, stegen de prijzen van brandstoffen, voedsel en andere basisproducten scherp. Deze prijsstijgingen hadden ernstige rellen en plunderingen tot gevolg, eerst in Noord-Sumatra en later in Jakarta en andere steden. In korte tijd nam de druk op de president af te treden toe. Hij had het land gedurende zo'n 32 jaar autoritair geregeerd en de roep om snelle politieke hervormingen werd steeds luider. De dood van studenten, neergeschoten door het leger, en het feit dat zijn naaste vazallen hem niet langer steunden, bracht het terugtrekingsproces in een stroomversnelling. Het was duidelijk geworden, dat in de ontstane chaotische situatie politieke hervormingen noodzakelijk waren om economische hervormingen succesvol te kunnen doorvoeren. Toch moet men zich wel realiseren dat het gelijktijdig doorvoeren van politieke en economische hervormingen in een periode van zware economische recessie extreem moeilijk zal zijn.

De economische vooruitzichten zijn uiterst somber. Het weinig doortastende beleid van de overheid en de IMF-aanpak hebben de economische crisis verscherpt. De daling in consumptie en investeringen, de sterke toename van de werkloosheid, de krappeld- en kredietpolitiek leiden tot een grote terugval in de productie. Analisten en onderzoeksbureaus verwachten voor 1998 een daling in het BBP van tussen de 8 en 12 procent. Voor 1999 zijn de verwachtingen een stagnatie dan wel een verdere afname van het BBP. Gelet op de jaarlijkse groei van 7 procent in de jaren 1990-1996 is de terugval in de productie zo'n 15 tot 19 procent. De inflatie zal naar verwachting tot boven de 50 procent stijgen en het aantal mensen op en onder de armoedegrens zal dramatisch toenemen.

2.3. Maleisië

Op 8 juli 1997 intervenieerde de Centrale Bank van Maleisië, Bank Negara, nog op de valutamarkt om de waarde van de ringgit te verdedigen. Een week later staakte Bank Negara het interventiebeleid. De premier van het land, Dr. Mohammed Mahatir, deed een scherpe uitval naar valutaspeculanten in het algemeen en een Amerikaanse belegger in het bijzonder door zijn in het buitenland bekritiseerde uitspraak: "All these countries have spent 40 years trying to build up their economies and a moron like

Soros comes along". Maleisië drong aan op scherpere regulering van de valutahandel; deze oproep leidde tot een verdere waardedaling van de ringgit. Hoewel de waarde van de munt voortdurend onder druk bleef werd de rente niet verhoogd. De economie van Maleisië is minder gevoelig voor veranderingen in de wisselkoers, aangezien het land verhoudingsgewijs gelet op zijn buurlanden Thailand en Indonesië minder kortlopende kredieten heeft opgenomen. Er zijn evenwel overeenkomsten te bespeuren: ook in dit land is er sprake van overinvesteringen.

De uitzonderlijk snelle op uitvoer gerichte groei van Maleisië heeft in de jaren negentig geleid tot een ware explosie in de bouwsector. De tweeling-toren van de staatsoliemaatschappij Petronas, op dit moment 's wereld hoogste gebouw, is de trots van de natie. Een nieuw modern internationaal vliegveld bij Kuala Lumpur nadert zijn voltooiing. Een groot aantal infrastructuurprojecten, met een geschatte waarde van circa \$20 miljard, zijn in verschillende fasen van uitvoering. Deze bouwactiviteiten zijn gefinancierd met bankleningen of door aandelenemissies. De aandelenkoersen zijn in mei 1998 met ruim 40 procent gedaald. Veel van deze projecten worden uitgevoerd door bouwbedrijven, die goede connecties hebben met de overheid. De uitstaande leningen van de Maleisische banken bedraagt 170 procent van het BBP, verreweg het hoogste percentage van de ASEAN-landen. Deze bouwactiviteiten hebben een hoog importcontingent: de meeste installaties en machines moeten ingevoerd worden.

Gelet op de huidige crisis kan het streven van de overheid op een hoge economische groei niet volgehouden worden. Voortzetting van de hoge groei is noodzakelijk om Vision 2020 te realiseren. Volgens dit "plan" moet het land tegen het jaar 2020 een ontwikkelingsniveau bereiken hebben van West-Europa anno 1990. Op 5 december ontvouwde A. Ibrahim, de vice-premier van het land, een bezuinigingsplan in een poging de verslechterende financiële positie van het land tot staan te brengen. Door dit bezuinigingsplan uit te voeren zou vermeden kunnen worden om aan te kloppen bij het IMF voor financiële steun. Volgens het bezuinigingsplan moeten de overheidsuitgaven voor 1998 met 18 procent afnemen en worden kredietbe-

perkende maatregelen afgekondigd. De doelstelling van de economische groei van 7 procent is bijgesteld tot 4 à 5 procent. Gehoopt wordt in het lopende jaar het tekort op de lopende rekening terug te brengen van 4 tot 5 procent naar 3 procent van het BBP. In het bezuinigingsplan worden alle nog niet begonnen megaprojecten uitgesteld. Voorts heeft Ibrahim verzekerd, dat "there is no question of any bail out for financially ailing corporations and for the highly indebted banking system". Als dat uiterst pijnlijke bezuinigingsplan in zijn geheel uitgevoerd wordt dan kan de economische basis weer gezond worden en het land het vertrouwen van investeerders terugwinnen.

2.4. Zuid-Korea

In 1996 nam de groei van de industriële productie en uitvoer sterk af. Dat veroorzaakte een afname van de cash flow van een aantal conglomeraten. De crisis van 1997 was het gevolg van een serie faillissementen van dochterondernemingen van de conglomeraten. Deze conglomeraten hadden omvangrijke leningen opgenomen ter financiering van hun investeringen. Medio 1997 nog voordat er sprake was van een crisis kaptten 8 van de 20 grootste conglomeraten reeds met grote financiële problemen. In het streven naar hoge economische groei heeft Zuid-Korea het zwaartepunt van zijn beleid gelegd op de opvoering van de producties behoeve van de uitvoer. Banken werden aangespoord de benodigde leningen, tegen lage rente, ter beschikking te stellen om de omvangrijke investeringsplannen van de chaebol te realiseren. Voor de 30 grootste conglomeraten wordt de verhouding vreemd-eigen vermogen geschat op 3.3. Deze hoge debt-equity ratio is geen typisch Koreaans verschijnsel, maar is een algemeen kenmerk geworden voor de meeste Aziatische bedrijven (R. Wade & F. Veneroso, 1998). Het is toe te schrijven aan de heersende financiële structuur. De particuliere besparingen in de Aziatische regio zijn hoog en het merendeel ervan worden aangehouden als tegoeden bij banken. Aangezien de particuliere huishoudens en de overheid nauwelijks kredieten opnemen, zijn de banken wel gedwongen de toevertrouwde gelden uit te lenen aan bedrijven.

In het algemeen kan worden gesteld, dat de winstgevendheid van de chaebol niet groot is. Dat vormt een gevaar voor het voortbestaan van

de banken en financiële instellingen. Zij hadden omvangrijke kort lopende leningen bij buitenlandse banken en financiële instellingen opgenomen om de gelden door te sluisen naar de chaebol. Op 8 november 1997 kwam de Koreaanse munt onder druk te staan en aanvankelijk intervenueerde de Bank of Korea om de koers van de won te verdedigen. Aangezien het vertrouwen van de crediteuren verder afbrokkelde bleef de druk op de won voortduren en de Bank of Korea staakte de interventie. De munt ging zweven en op 21 november 1997 werd de hulp van het IMF ingeroepen. Op 4 december is met het Fonds overeenstemming bereikt over een reddingsfonds ter grootte van \$57 miljard; dit is het grootste reddingsfonds, dat ooit onder de supervisie van het IMF beschikbaar is gesteld.

Ondanks de record grootte van het reddingsfonds leidde de overeenstemming met het IMF echter niet tot herstel van het vertrouwen bij de kredietverstrekkers. De omvang van de korte termijn verplichtingen waren hoger dan \$100 miljard; bijna twee keer zo groot als het reddingsfonds. Versnelde beschikbaarstelling van de toegezegde IMF-steun en het akkoord met banken over een herschikking van een deel van de kortlopende schulden heeft nog net voorkomen, dat het land in een schulden crisis terecht is gekomen. Gelet op de grootte van de Koreaanse economie (de elfde industriële natie en de tiende handelsnatie ter wereld) waren in geval Zuid-Korea niet meer had kunnen voldoen aan de financiële verplichtingen de gevolgen voor de wereldeconomie ernstig. Een alles omvattende overeenkomst over herschikking van de schulden over een langere termijn tussen Zuid-Korea, de banken, het IMF en de overheden van de G-7 blijft dwingend noodzakelijk. De recentelijk democratisch gekozen president Kim Daejung heeft structurele economische hervormingen toegezegd: de chaebol moeten zich meer concentreren op hun kern-activiteiten en met de opbrengsten van de afgestoten dochters moet de debt-equity ratio gezonder worden. Bovendien moet de Koreaanse economie meer toegankelijk worden voor buitenlandse FDI's. De economische situatie is licht verbeterd en het vertrouwen bij de crediteuren lijkt terug te keren. Hierdoor zal het land weer toegang hebben tot de internationale kapitaalmarkten.

3. IS DE AANPAK VAN HET IMF CRISIS-DEMPEND GEWEEST?

Het IMF wordt verweten niet tijdig voor een naderende crisis gewaarschuwd te hebben; sterker, kort voor het uitbreken van de crisis zijn de betrokken landen nog geprezen voor hun beleid. In het verleden is het Fonds veelvuldig betrokken geweest bij het opstellen van "structurele aanpassingsprogramma's" voor landen die kampten met betalingsbalansproblemen. De betalingsbalansproblemen waren het gevolg van omvangrijke begrotingstekorten, een te hoog consumptieniveau en structurele inflatie. Kortweg: "landen, die boven hun stand leefden". Het standaard-recept dat het IMF in een dergelijke situatie voorschrijft, omvat de volgende elementen: terugdringen van het tekort op de begroting door vermindering van de overheidsuitgaven en verhoging van de belastinginkomsten, krap-geld beleid, kredietrestricties en verhoging van de rente. Het beleid was gericht op stabilisatie van de economie door vermindering van de binnenlandse consumptie. In een situatie van overbestedingen lijkt het doorvoeren van versoberingsmaatregelen hoe pijnlijk die ook moge wezen gepast. Van verschillende kanten is erop gewezen, dat de oorzaak van de huidige crisis niet gelegen is in uit de hand gelopen overheidsfinanciën, maar door overinvesteringen van het particuliere bedrijfsleven, gefinancierd met omvangrijke leningen. De door de crisis getroffen landen vertoonden een overschot of slechts een gering tekort op hun begroting, de inflatie was gematigd en de concurrentiekracht van de exportsectoren was, toen de munten nog niet overgewaardeerd waren, goed. Het tekort op de lopende rekening was dus niet het gevolg van overconsumptie maar van overinvesteringen.

Analisten en critici stellen dat door het opleggen van het standaardrecept de overheden gedwongen worden een contractie-proces te initiëren in ruil voor financiële steun. Het opgelegde beleid van het aantrekken van de buikriem zal een langdurige recessie veroorzaken en het vertrouwen van de investeerders niet doen terugkeren. (J.Sachs, 1997; J.Stiglitz, 1997; M.Feldstein, 1998). Het is wellicht een gemeenplaats om te stellen dat de Aziatische crisis een nieuw soort crisis is, niet veroorzaakt door de overheid, maar door de particuliere sector.

Thailand, Indonesië en Zuid Korea maken een schulden crisis van het particuliere bedrijfsleven

door, verscherpt door het zwakke banksysteem en de paniecreactie en kuddegedrag van de internationale financiële wereld. Het Fonds heeft pas in tweede instantie ingezien dat schuldher-schikking van het particuliere bedrijfsleven primair om een oplossing vraagt. De herschikking van de kort lopende schulden in Zuid-Korea is onvoldoende en biedt slechts een tijdelijke oplossing. Het Fonds heeft ook te weinig aandacht besteed aan de omvangrijke schulden van het particuliere bedrijfsleven in Indonesië. Een meer duurzame oplossing voor deze boven de markt hangende particuliere schulden kan niet door het IMF alleen aangedragen worden; daarvoor zijn haar fondsen ontoereikend. Het vereist onderhandelingen tussen de internationale banken, het IMF, de overheden van de G-7 en de door de crisis getroffen landen.

Het IMF brengt tegen de naar voren gebrachte kritiek in, dat de overeengekomen aanpassingsprogramma's niet zo zeer zijn gericht op versoberingsmaatregelen op zich maar dienden om verregaande hervormingen ter versterking van het financiële systeem mogelijk te maken. De eis van overschotten op de begroting is noodzakelijk om de hoge kosten van de herstructurering van het financiële systeem op te kunnen vangen en de verhoging van de rente is noodzakelijk om de kapitaalvlucht af te remmen. Er zijn tekenen dat het IMF accenten in zijn beleid wijzigt. Gezien het gevaar van een regelrechte recessie met mogelijk ernstige gevolgen voor de OESO-economieën worden de macro-economische voorwaarden waaraan voldaan moet worden minder star en meer flexibel geformuleerd.

4. CONCLUSIE

De ASEAN-3 (Indonesië, Maleisië, Thailand) en Zuid-Korea behoorden recentelijk nog tot de "Asian Miracle Economies". Hun economische groei lag ver boven het gemiddelde van de wereldeconomie. De oplopende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans waren eerder het gevolg van te hoge investeringen dan van een te hoge consumptie. De munten waren direct gekoppeld aan de dollar, dan wel aan een valutamandje, waarin de dollar een dominante positie innam. Zolang de dollar deprecieerde (1985-95) ten opzichte van de Duitse mark en

Japanse yen werkte deze ontwikkeling in het voordeel van de Aziatische landen: hun concurrentiepositie op de wereldmarkt werd hierdoor versterkt. Toen de dollar na 1995 apprecieerde raakten de munten gaandeweg overgewaardeerd. De overwaardering resulteerde in afnemende exporten en oplopende tekorten op de lopende rekening. Deze ontwikkeling kan als oorzaak gezien worden voor de huidige crisis. De omvang en de scherpte van de crisis is het gevolg van een combinatie van factoren: het *moral hazard* gedrag, het fragiele financieel en banksysteem en de paniecreactie van de internationale financiële wereld.

In 1996 nam de exportgroei sterk af. De particuliere sector nam omvangrijke buitenlandse leningen op, die overwegend een korte looptijd hadden. Met de hoge binnenlandse besparingen en de omvangrijke buitenlandse leningen zijn omvangrijke investeringen gefinancierd. Een groot deel van de investeringen gingen naar de "nontradables"-sector (onroerend goed, infrastructuurle werken) en naar sectoren, die reeks met een overcapaciteit kampten (staal, chemie en elektronica). Tijdens de economische boom was de kapitaalvoer omvangrijk, maar toen de valutarisico's groter werden en de economische vooruitzichten minder florissant, bleef het kapitaal toestromen.

De buitenlandse leningen waren in overwegende mate opgenomen door particuliere banken en bedrijven. De crediteuren en debiteuren hadden nooit de garantie van hun overheden gekregen dat zij zou inspringen in het geval terugbetalingsproblemen zouden ontstaan en toch werd hiervan uitgegaan. Gelet op de *bail-out* operatie tijdens de Mexicaanse crisis van 1994/95 leek dit vertrouwen echter gerechtvaardigd. "Overlending" en "overborrowing" kunnen alleen verklaard worden uit het *moral hazard* gedrag. Toen evenwel rekening werd gehouden met een mogelijke waardedaling van de munten werd en masse het kapitaal teruggetrokken. Gelet op de combinatie van ondergekapitaliseerde banken en de hoge debt-equity ratio bij de particuliere bedrijven was het effect van de uitgaande kapitaalstroom funest. Bank en bedrijven konden niet meer aan hun verplichtingen voldoen.

Het korte overzicht over het verloop van de crisis in de afzonderlijke landen geeft de over-

eenkomsten en de verschillen aan van de crisis. De gevolgen en het antwoord op de crisis verschilt van land tot land en de vooruitzichten op herstel wijken eveneens af. Indonesië is ongetwijfeld het zwaarst getroffen en tot op heden heeft de overheid nog geen passende maatregelen genomen. De politieke en economische vooruitzichten blijven hoogst onzeker. Politieke hervormingen zijn een noodzakelijke voorwaarde voor economische hervormingen en herstel. Het gelijktijdig met succes doorvoeren van politieke en economische hervormingen ten tijde van een diepe recessie zal extreem moeilijk zijn. Zuid-Korea en Thailand geven signalen dat zij zich zullen voegen naar het IMF-stabilisatieprogramma en hervormingen zullen doorvoeren. Voor deze landen lijkt het diepste punt van de crisis gepasseerd te zijn. Maleisië heeft een eigen bezuinigingsplan ter hand genomen en het land lijkt erin geslaagd te zijn de terugslag in de economie beperkt te houden.

Op het Internationaal Muntfonds is de kritiek geformuleerd dat het niet vroegtijdig gewezen heeft op de crisis en dat de steunprogramma's weinig transparant zijn. In het verleden is het IMF betrokken geweest bij crises van landen die boven hun stand leefden. Het standaard IMF-recept bij de Aziatische crisis was dan ook vermindering van de bestedingen en door de

depreciatie van de munten zouden de exporten zich herstellen. Een dergelijke aanpak bleek echter niet geschikt om de Aziatische crisis te lijf te gaan. Integendeel, het leidde eerder tot een verdieping van de crisis. (Buitenlandse) kredieten bleken een essentieel onderdeel te zijn geworden voor de bedrijfsvoering van banken en bedrijven. Door het opdrogen van de kredietstroom kwamen banken en bedrijven in grote liquiditeitsproblemen. Als gevolg hiervan namen de productie en de uitvoer af. Dit verminderde het vertrouwen in de economie en versterkte de uitgaande kapitaalstroom. Het Fonds heeft pas in tweede instantie aandacht besteed aan het probleem van de omvangrijke kredieten. De recentelijk begonnen onderhandelingen tussen Indonesië en de crediteuren, en de overeenstemming tussen Zuid-Korea en de buitenlandse financiële instellingen vormen pas het begin van harde en langdurige onderhandelingen om te komen tot een duurzame oplossing voor de omvangrijke boven de markt hangende leningen. Zelfs als op korte termijn overeenstemming over herschikking van de schulden wordt bereikt, mag worden aangenomen dat het nog geruime tijd zal duren voordat "de consument" weer terug is op het welvaartsniveau van medio 1997.

De auteurs danken Ir. D. Bezemer en Prof. dr M. Ellman voor hun waardevolle en constructieve commentaren.

Literatuur

- Feldstein, M., *Refocusing the IMF*, Foreign Affairs, March 1998.
- Institute of International Finance, *Capital Flow to Emerging Market Economies*, Institute of International Finance, Washington D.C., 1998*).
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook Interim Assessment*, IMF, Washington D.C., 1997.
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, IMF, Washington D.C., May 1998.
- Krugman, P., *What Happened to Asia*, 1997*).
- Montes, M.F., *The Currency Crisis in Southeast Asia*, Institute of Southeast Asian Studies, Singapore, 1998.
- Ostry, J.D., *Current Account Imbalances in ASEAN Countries: Are they a Problem?*, IMF Working Paper nr. 51, IMF, Washington D.C., 1997.
- Radelet, S. & J. Sachs, *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Harvard Institute for International Development, paper prepared for the Brookings Panel, Washington, D.C., March 1998*).
- Sachs, J., *The Wrong Medicine for Asia*, New York Times, November 3, 1997.
- Stiglitz, J., *How to Fix the Asian Economies*, New York Times, October 31, 1997.
- Wade, R. & F.Veneroso, *The Asian Financial Crisis: The Unrecognized Risk of the IMF's Asia Package**.
- Warr, P.G., *The Thai Economy from Boom to Gloom*, Southeast Asian Affairs 1997, Institute of Southeast Asian Studies, Singapore, 1997.
- Wolf, M., *Indonesia's Legacy*. In Financial Times, May 26, 1998

*) documenten opgevraagd via internet:
<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/Asia-homepage.html>