

Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie

## SERIE RESEARCH MEMORANDA

### Financiële crisis en economische stagnatie in Zuidoost-Azië

Jan ter **Wengel**  
Hans Visser

Research Memorandum 1998-60

December 1998

**vrije Universiteit**     *amsterdam*



# Financiële crisis en economische stagnatie in Zuidoost-Azië

Jan ter Wengel

Hans Visser

Na de crisis in Azië zoekt men allerlei manieren om het flitskapitaal aan banden te leggen. De achterliggende gedachte is dat financiële crises veroorzaakt worden door speculanten à la George Soros en het kuddegedrag van beleggers. Onze mening is dat de crisis in Zuidoost-Azië net als de Latijns-Amerikaanse crisis van de jaren '80 grotendeels het gevolg was van het massaal terugtrekken van kortlopende leningen door de internationale banken. De crisis in Latijns Amerika leidde tot een decennium van economische teruggang en stagnatie als gevolg van de wijze waarop die crisis aangepakt werd, namelijk door schulden door te rollen en te herstructureren in plaats van ze te verminderen, te converteren (debt-equity-swaps) en definitief af te wikkelen. Om een langdurige crisis in Azië te voorkomen stellen wij een schuldconversie met een automatisch karakter voor waarbij de preferente positie van banken wordt opgeheven. De crediteurenbanken worden mede-eigenaars en kunnen over de toekomst van de technisch failliete bedrijven beslissen. De markt kan zijn werk weer doen. Dit mechanisme zou ook in de toekomst helpen om financiële crises te voorkomen door lange termijn kapitaalstromen te stimuleren en het korte termijn krediet van banken te ontmoedigen.

## Banken en crises in Latijns-Amerika en Azië

De crises van Latijns Amerika in de jaren 80 en in Zuidoost-Azië nu hebben grotendeels dezelfde oorzaak. De tekorten op de lopende rekening werden gedekt met kapitaal stromen. Plotseling hield de kapitaalinstroom op: de financiële rekening viel sterk terug of werd zelfs negatief en veroorzaakte de bekende crises. De financiële rekening is de somming van de rekeningen Directe investeringen, Effectentransacties en Overige financiële transacties. Ofschoon de laatste van deze rekeningen deposito's, leningen en handelskredieten omvat, noemen we deze rekening gemakshalve Bankleningen. Elk van de rekeningen heeft een debetzijde en een creditzijde, maar gemakshalve concentreren wij ons op de instroom van kapitaal, dus op de creditzijde.

In figuur 1 laten we het verloop van de Financiële rekening in Mexico in de jaren 80 zien. Voor het gemak gebruiken we Mexico als representatief voor heel Latijns Amerika. Figuur 1 maakt duidelijk dat de voornaamste oorzaak van de groei, de ombuiging en de val van de financiële rekening bij de Bankleningen te vinden is.

- De Directe investeringen en Effectentransacties rekeningen bleven stabiel, bovendien speelden ze toen nog geen grote rol.

Figuur 2 voor Thailand geeft aan dat de Directe investeringen en de Effectentransacties ook daar geen wilde vlucht vertoonden. De omslag van de



Financiële rekening tussen 1995 en 1997 is toe te schrijven aan de rekening Bankleningen. Hetzelfde geldt voor Korea in Figuur 3 waar de terugval in de Financiële rekening overeenkomt met de terugtrekking van de Bankleningen tussen 1996 en 1997. Hoewel de effectentransacties ook een dalende trend inzetten in 1996 was deze van geringe omvang vergeleken met de omslag van de Bankleningen. De Directe investeringen, het echte lange termijn kapitaal, bleven gewoon toenemen.

De Bankleningen blijken niet altijd de voornaamste oorzaak van de omslag van de financiële rekeningen te zijn. Bij voorbeeld in Indonesië en de Filipijnen was de omslag in de Effectentransacties belangrijker dan de daling in de Bankleningen. In Indonesië is dit toe te schrijven aan het feit dat Bankleningen al nihil waren als gevolg van de problemen met het bankwezen waaronder Indonesië leed aan het begin van de jaren '90.

Verder moeten we helaas vaststellen dat de ervaringen van Maleisië, Hong Kong en Taiwan niet in kaart zijn te brengen. De laatste betalingsbalansstatistieken van het IMF (*International Financial Statistics*, September 1998) voor Maleisië dateren uit 1995. Het IMF publiceert geen data voor Hong Kong of Taiwan. De data voor Singapore, die wel beschikbaar zijn, tonen weinig aan doordat Singapore een belangrijk financieel centrum is, waar de debetzijden van de drie bovengenoemde rekeningen niet gemakshalve weggelaten kunnen worden.

We concluderen dat een paniecreactie van de banken in de meeste 'zij het niet alle, gevallen verantwoordelijk is voor de financiële crisis in de Oost-Aziatische landen.

## **Financiële crisis en economische stagnatie**

Alhoewel sommigen, waaronder het IMF, beweren dat de financiële crisis in Zuidoost-Azië al opgelost is, lijkt de economische crisis nog lang niet over te zijn.' In Latijns America was de economische crisis van de jaren '80 van langdurige aard als gevolg van de handelwijze van het IMF. Het IMF richtte zijn beleid op twee doelen: vermijden van liftersgedrag onder de banken en verhinderen dat de door het IMF beschikbaar gestelde fondsen naar de banken doorgesluisd zouden worden.

De literatuur over de verschillende vormen van schuld stelt dat in situaties van onzekerheid ondernemingen bankschuld prefereren boven obligaties omdat in een financiële noodsituatie het gemakkelijker is om met de banken te onderhandelen. De ervaring van Mexico leert toch anders: op het internationale niveau kan het toch behoorlijk lastig zijn om met de banken tot een akkoord te komen. Dit tegengestelde resultaat is waarschijnlijk verklaarbaar uit de interventie van het IMF.

Tijdens de Latijns-Amerikaanse crisis hielp het IMF om het liftersgedrag onder de banken tegen te gaan door banken te dwingen hun leningen door te rollen en nieuwe leningen beschikbaar te stellen. Het IMF wilde zo verhinderen dat banken zich terugtrokken om andere banken de lasten van het doorrollen en het verstrekken van

---

<sup>1</sup> *The Economist* (October 17, 1998), pp. 93-94.

nieuwe kredieten te laten dragen. Deze ‘onvrijwillige leningen’, ook ‘concerted lending’ genoemd, hadden in feite twee doeleinden: ten eerste een verergering van de financiële crisis van het debiteurland voorkomen; ten tweede de solvabiliteit van de internationale banken beschermen. Ofschoon de maatregel succesvol was in het tegenhouden van de crisis en het beschermen van de solvabiliteit van de banken, had ze de consequentie dat ze de banken ervan afhield om onafhankelijk van elkaar met hun debiteuren te gaan onderhandelen over de afwikkeling van hun vorderingen,

De tweede zorg van het IMF tijdens de Latijns-Amerikaanse schulden crisis was dat het geld dat het fourneerde gebruikt zou worden om commerciële crediteuren te betalen. Om dat te voorkomen eiste het IMF van de betrokken landen dat zij tot overeenstemming zouden komen met de internationale banken. Dat leidde niet alleen tot een socialisatie van particuliere schuld in landen als Argentinië en Chili, maar nam ook weer elke prikkel bij de banken weg om te onderhandelen over de hoofdsom van hun vorderingen. Eichengreen en Portes stellen:

“... the Fund has been intimately if not always directly involved in debt negotiations. The banks typically require that countries reach an agreement with the Fund as a precondition for rescheduling. For its part, the Fund, before extending assistance, normally requires that countries come to terms with their commercial creditors to prevent the proceeds of the IMF loan from simply going to the debt service. With a Fund loan hanging in the balance, the creditors have added leverage in their efforts to extract favourable rescheduling terms.”<sup>2</sup>

De elkaar versterkende voorwaarden van het IMF maken het voor de afzonderlijke banken vrijwel onmogelijk om over de omvang van hun vorderingen te gaan onderhandelen.

In tegenstelling tot wat de eerder genoemde literatuur stelt, is de afwikkeling van schulden aan banken nu veel lastiger dan de regeling van financiële noodsituaties waarbij obligaties betrokken zijn. In de eerste plaats reageert de koers van obligaties op ratings die aan die obligaties gegeven worden en tevens op de landenratings. Er vindt dus een automatische herwaardering van de schuld plaats. In de tweede plaats ontstaat er als gevolg van de lange looptijd van de obligaties minder gauw een panieksituatie. Onderhandelingen met banken zouden op het eerste gezicht niet zo'n groot probleem vormen voor particuliere debiteuren, die maar met één of met enkele banken te maken hebben. Een financiële crisis gaat echter al gauw samen met een valutacrisis, en dan ligt de zaak anders doordat het een kwestie wordt van het verdelen van de beperkte beschikbare hoeveelheid vreemde valuta over een groot aantal crediteurenbanken.

## • Het verschil tussen Latijns-Amerika en Zuidoost-Azië

Met de constatering van de oorsprong van de financiële crisis houdt de gelijkenis tussen Latijns-Amerika en Zuidoost-Azië op. De schuld van de Latijns-Amerikaanse

---

<sup>2</sup> Eichengreen and Portes (1989), p.13

landen in de jaren '80 was grotendeels schuld van de overheid, in het bijzonder in Mexico, terwijl de debiteuren in Zuidoost-Azië zich in de particuliere sector bevinden.

De oplossing voor de Zuidoost-Aziatische crisis moet dus ook anders zijn dan die voor Latijns Amerika. In Latijns-Amerika duurde het zeven jaar voordat de noodzaak van schuldvermindering en definitieve afwikkeling van de schulden tot de beleidsmakers was doorgedrongen. In 1989 voorzag het Brady Plan in de ruil van bankvorderingen voor obligaties met een lagere nominale waarde.

Omdat het in Azië gaat over de schulden van particuliere ondernemingen kan een Brady Plan oplossing daar niet worden toegepast. Men zou moeilijk alle ondernemingen, ongeacht hun grootte, de aard van het bedrijf of hun financiële structuur dezelfde schuld vermindering kunnen geven.

Een mechanisme om de schuldproblemen van de particuliere bedrijven af te wikkelen is nodig omdat de grote devaluaties in veel Zuidoost-Aziatische landen tot een verdubbeling of verdrievoudiging van de schuld hebben geleid. De forse toename van de schulden heeft vele bedrijven in een toestand van 'debt overhang' gedreven. De gemakkelijkste, maar niet de enige manier om deze toestand uit te leggen is aan de hand van de 'schuld Laffer curve' van Krugman<sup>3</sup> in figuur 6. Als de schuld klein is, dan volgt de verwachte waarde de 45-graden lijn: de verwachte waarde en de nominale waarde zijn gelijk. Een 'debt overhang' ontstaat na punt A: de verwachte waarde van de schuld is kleiner dan haar nominale waarde. Bij het punt C gaat de verwachte waarde zelfs omlaag terwijl de nominale waarde toeneemt. De omvang van de schuld heeft een 'disincentive effect' en demotiveert de andere partijen, zoals het management, de aandeelhouders en de werknemers van de onderneming. Bij een schuld met een nominale waarde groter dan C is schuldvermindering in het belang van zowel crediteuren als debiteuren. Ook in het traject tussen A en C kan volgens Cline<sup>4</sup> schuldvermindering voordelig zijn voor beide partijen, indien de crediteuren uiteenlopende verwachtingen koesteren over de waarde van hun vorderingen.

In het verleden hebben vooraanstaande economen als Jeffrey Sachs een faillissement procedure voor ontwikkelingslanden voorgesteld, vergelijkbaar met de 'Chapter 11' procedure van de Verenigde Staten. Tegelijkertijd hebben Bebchuk<sup>5</sup> en Aghion, Hart en Moore<sup>6</sup> in de Verenigde Staten juist gepleit voor het afschaffen van de Chapter 11 procedure. Daarvoor in de plaats zou een automatisch systeem moeten komen dat marktconform is en de kosten en de duur van gerechtelijke procedures vermijdt. Een automatisch mechanisme zou de conflicten en de talrijke vertragingen waarmee 'management in control' en 'debtor in possession' gepaard gaan, voorkomen.

---

<sup>3</sup> Paul Krugman, "Market-Based Debt Reduction Schemes" in J. Frankel, M. Dooley en P. Wickman (reds.) *Analytical Issues of Debt*. Washington: International Monetary Fund, 1989.

<sup>4</sup> William R. Cline, *International Debt Reexamined*, Washington. Institute for International Economics. 1995.

<sup>5</sup> Lucian A. Bebchuck, "A New Approach to Corporate Reorganizations", *Harvard Law Review*, Vol. 101:1, 1987-88, pp. 775-804.

<sup>6</sup> Philippe Aghion, Oliver Hart en John Moore. *The Economics of Bankruptcy Reform*. NBER Working Paper Series No. 4097. June 1992.

Naar onze mening zou een schuldcoversiemechanisme zoals dat door Bebchuk en door Aghion e.a. is voorgesteld een geschikt middel zijn om de 'debt overhang' van de ondernemingen in Zuidoost-Azië te overwinnen en het economisch herstel weer op gang te brengen, mits men de wisselkoers van voor de devaluatie hanteert.

Met de nieuwe procedure zouden de schulden van een bedrijf in aandelen worden omgezet zodra een bedrijf in financiële problemen komt. De aandeelhouders beslissen vervolgens wat er met de onderneming moet gebeuren.

De formule voor schuldcoversie is nogal ingewikkeld. Een cijfervoorbeeld geeft wellicht meer inzicht. Stel dat er 100 crediteuren zijn die elk 1 won aan een bepaald bedrijf geleend hebben. De totale schuld is 100 won. Neem ook aan dat er 100 aandeelhouders zijn en dat de prijs van elk aandeel 1 won is.

Bij een faillissement zouden 100 nieuwe aandelen gecreëerd worden, ter vervanging van de bestaande aandelen. Elke bestaande aandeelhouder krijgt via de rechter een optie om een nieuw aandeel te kopen. Als de onderneming meer dan 100 won waard is, zal elke aandeelhouder zijn optie uitoefenen. Als alle 100 aandeelhouders dat doen, krijgt de rechter 100 won binnen en kunnen de crediteuren betaald worden.

Als de onderneming minder dan 100 won waard geacht wordt, oefenen de aandeelhouders hun opties niet uit. De crediteuren krijgen in dat geval de nieuwe aandelen en zij kunnen bepalen wat er met de onderneming moet gebeuren: liquideren, voortzetten onder nieuw management, fuseren met een ander bedrijf, etc. De oorspronkelijke aandeelhouders ontvangen in dit geval niets.

In de tussenliggende situatie waarin bijvoorbeeld slechts 20 van de 100 aandeelhouders menen dat het bedrijf meer dan 100 won waard is, ontvangt de rechter 20 won ontvangen. Daarmee worden de crediteuren met preferente vorderingen betaald. De anderen, en de preferente crediteuren voorzover hun vorderingen nog niet zijn voldaan, krijgen 80 aandelen en moeten samen met de 20 oude aandeelhouders uitmaken wat er met de ondernemingen moet gebeuren.

Bij zo'n automatisch schuldcoversieprogramma zouden in het geval van een valutacrisis de bankschulden van ondernemingen door een devaluatie of depreciatie zo groot kunnen worden dat een groot deel van het bedrijfsleven van een land in één klap het eigendom van buitenlandse banken wordt. Om dat tegen te gaan kan afgesproken worden de wisselkoers van vóór de devaluatie of depreciatie toe te passen. In het geval van fluctuerende wisselkoersen zou kunnen worden afgesproken om een gemiddelde te hanteren van wisselkoersen over een bepaalde periode voorafgaande aan het moment dat de schuldendienst niet meer betaald kon worden.

Het gebruik van de oude wisselkoers impliceert een opheffing van de preferente rechten van de banken. Hetzelfde resultaat zou verkregen worden met de wisselkoers die na de devaluatie of depreciatie vigeert als bankleningen een achtergestelde positie zouden krijgen tegenover obligaties. De preferente rechten van banken kunnen aangepast worden, aangezien ze het resultaat zijn van wetgeving en niet van onderliggende marktmechanismes.

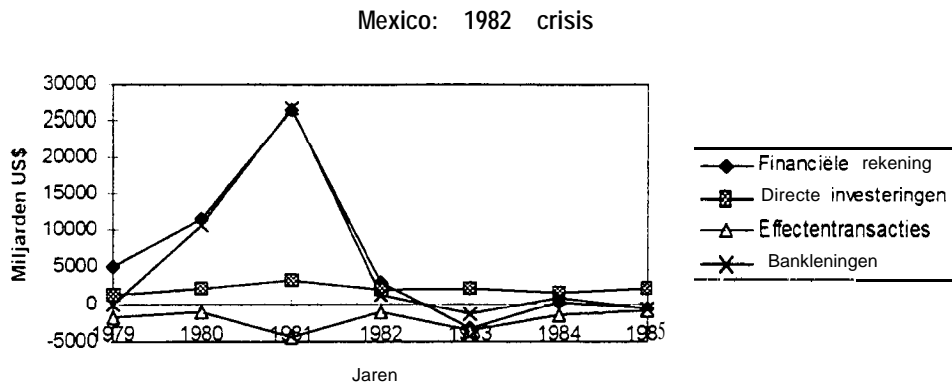
Een en ander houdt in dat de crisislanden de buitenlandse deelname in hun bedrijven toe moeten staan voor het schuldcoversiemechanisme in werking kan treden.

We zijn ons ervan bewust dat een aantal problemen van economische en ook juridische aard nader onderzoek vereist voordat een voorstel als hier beschreven uitvoerbaar is. Wij denken hier aan de zekerheden die banken gevraagd hebben voor het verstrekken van handelskrediet, zekerheden die niet zomaar van nul en gener waarde verklaard kunnen worden, en aan de reacties van banken en andere vermogensverstrekkers op wijzigingen in de preferentie-volgorde.

## **Conclusies**

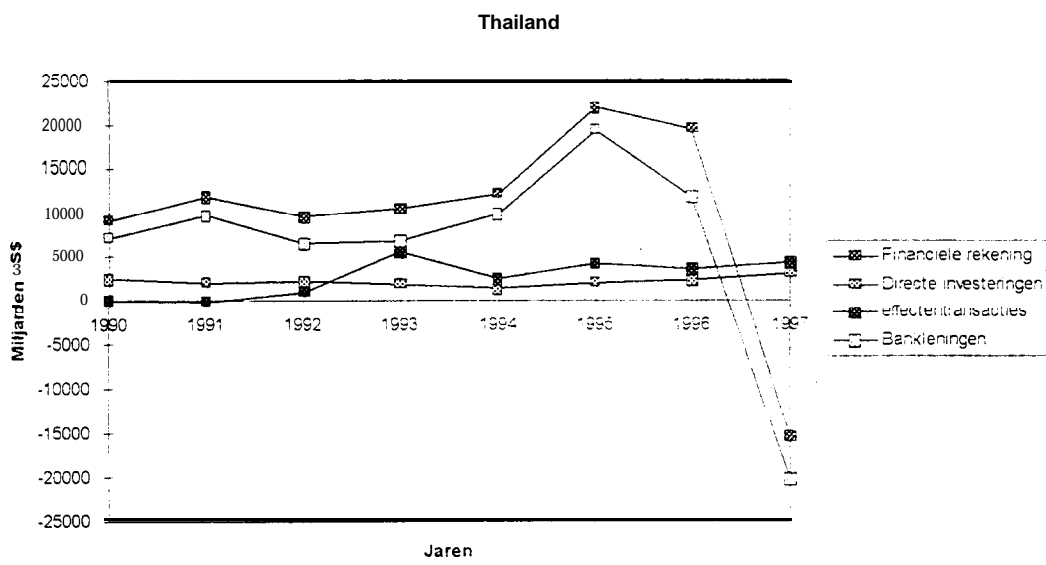
Door de financiële crisis in Zuidoost-Azië is de bedrijvigheid sterk onder druk gekomen. Een groot obstakel voor een economische herleving wordt gevormd door de 'debt overhang' waar ondernemingen onder gebukt gaan. Om dit probleem op korte termijn op te lossen lijkt het noodzakelijk dat het IMF stopt met zijn beleid van schulden doorrollen en zorgt voor een afwikkeling van de schuldenproblematiek via onderhandelingen tussen banken en hun debiteuren of met behulp van een mechanisme zoals hierboven geschetst.

Figuur 1



Bron: IMF International Financial Statistics, September 1998.

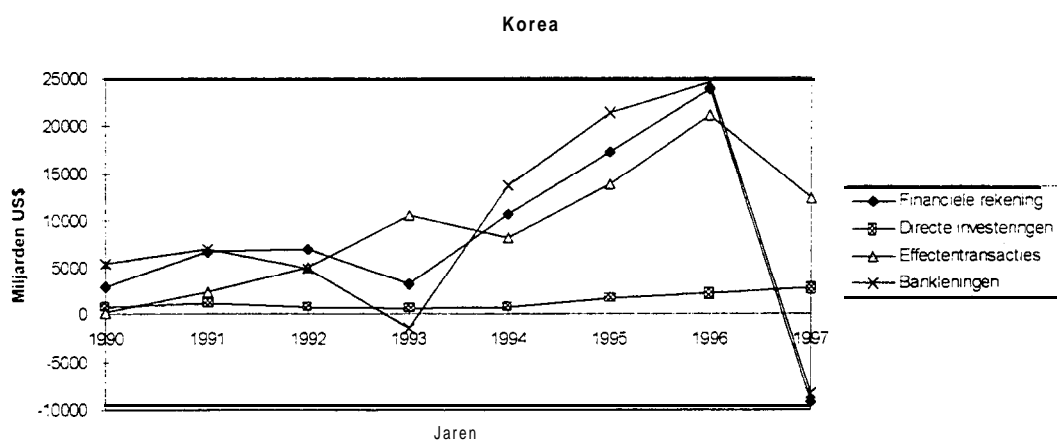
Figuur



Bron: IMF International Financial Statistics, September 1998.

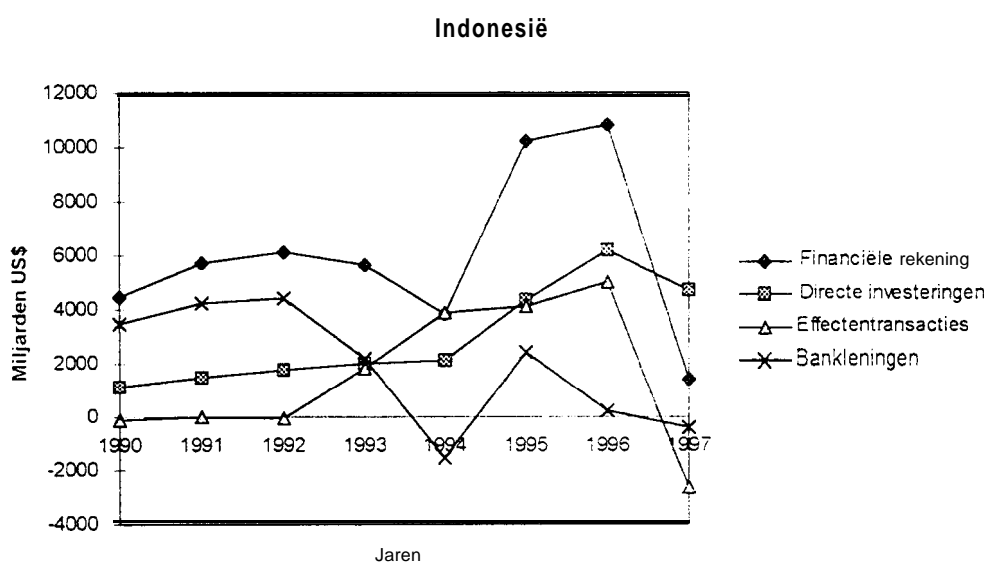


Figuur 3



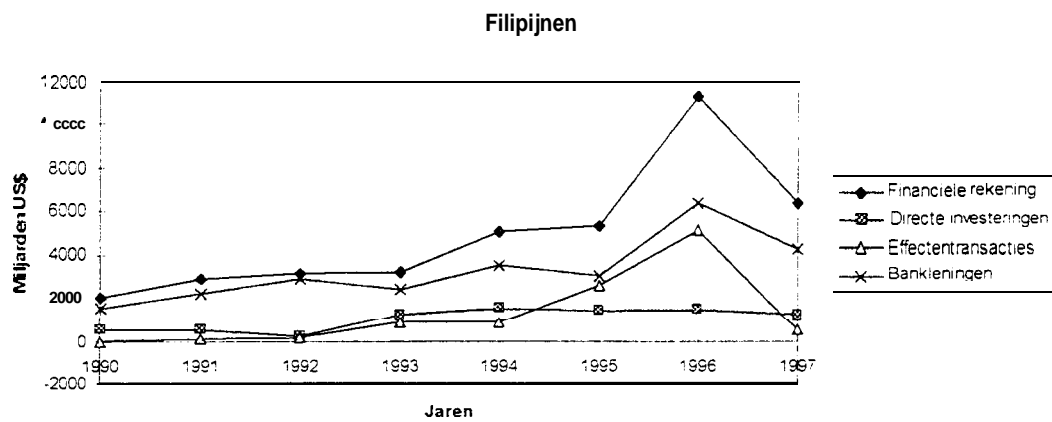
Bron: IMF International Financial Statistics, September 1998.

Figuur 4



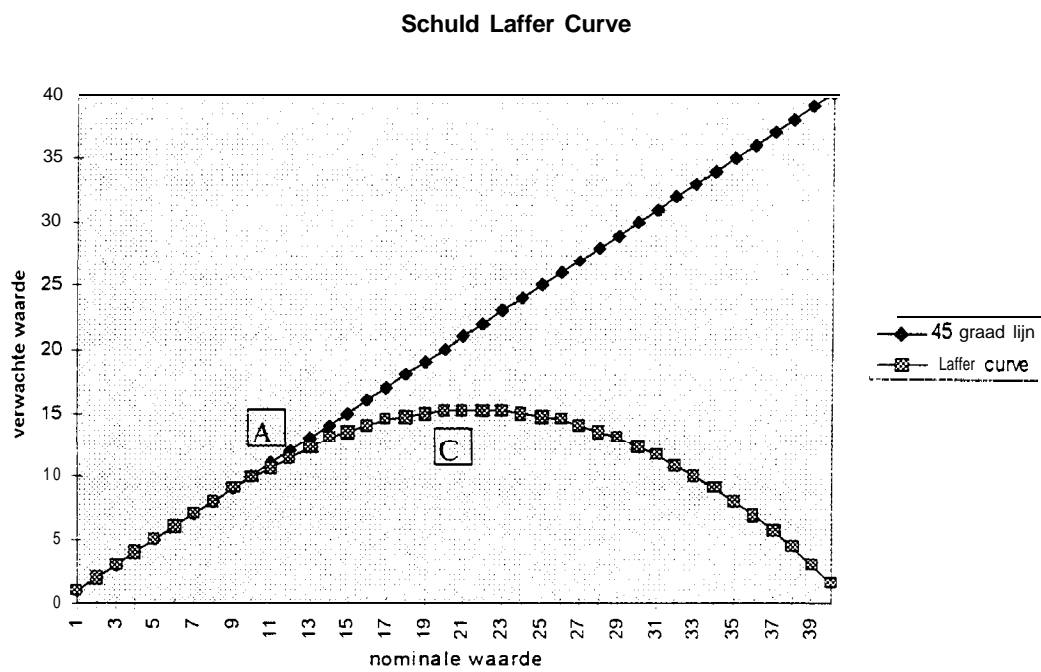
Bron: IMF International Financial Statistics, September 1998.

Figuur 5



Bron: *IMF International Financial Statistics*, September 1998.

Figuur 6



Dr. J. ter Wengel en prof. dr. H. Visser maken deel uit van het onderzoekinstituut ESI resp. de afdeling Algemene Economie binnen de Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie van de Vrije Universiteit te Amsterdam