

Een Azië-crisis in Oost-Europa?

De financiële crisis, die zich sinds 2007 over de wereld verspreidt, gaat ook aan Oost-Europa niet ongemerkt voorbij. In veel opzichten doet de situatie in Oost-Europa denken aan het begin van de Azië-crisis in 1997. In de afgelopen tien

jaar is de Oost-Europese economie sterk gegroeid, vooral door de instroom van buitenlandse kapitaal en de export. Dit is vergelijkbaar met de groeistrategie van de Aziatische tijgers. Tijdens de economische bloei-periode bouwden de Oost-Europese landen echter grote economische onevenwichtigheden op. Ook dat lijkt op de ontwikkelingen in de Aziatische landen in de jaren '90. Moet een grootschalige crisis worden verwacht zoals destijds in Azië? Ondanks veel overeenkomsten kunnen we ervan uit gaan dat het belang van de EU in Oost-Europa een groot verschil zal maken. Echter, of dit een nieuwe crisis kan voorkomen valt te bezien, want diverse landen zijn uiterst kwetsbaar.

Box 1: Thailand als trigger

In de jaren negentig bouwde Thailand grote externe tekorten en een hoge kortlopende buitenlandse schuld op. Veel bedrijven hadden zich door middel van buitenlandse leningen zwaar in de schulden gestoken om te participeren in de speculatieve zeepbel in onroerend goed. Ook de financiële sector had een zeer sterke kredietgroei doorgemaakt. Toen de situatie zich in 1997 tegen Thailand keerde, vroegen de financiële instellingen de regering om hulp. De combinatie van het ondersteunen van financiële instellingen en het verdedigen van de koppeling van de baht aan de dollar –onder vuur door een daling van de exportvraag– leidde tot uitputting van de deviezenvoorraad. Op 25 juni 1997 verklaarde de regering dat zij had 'ontdekt' dat men geen deviezenreserves meer had. Dit leidde tot een speculatieve aanval op de baht. Op 2 juli 1997 moest de regering besluiten de baht te laten zweven. Die beslissing was de laatste klap voor het vertrouwen van beleggers. Aangezien andere landen in de regio ook aanzienlijke onevenwichtigheden hadden opgebouwd, verspreidde het verlies aan vertrouwen onder beleggers zich snel. Aandelenmarkten daalden, munten kwamen onder druk, buitenlandse kapitaalstromen keerden zich om en diverse banken en grote conglomeraten gingen failliet. Thailand, Maleisië, Indonesië, de Filipijnen en Zuid-Korea waren de zwaarst getroffen landen.

Oorzaken van de Azië-crisis

Ondanks uitvoerig onderzoek is er geen brede overeenstemming over de exacte oorzaak van de Azië-crisis. Achteraf bleek echter wel dat landen met bepaalde macro-economische zwakheden zeer vatbaar waren voor de crisis. We herkennen de volgende belangrijke

onevenwichtigheden:

1. Grote tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans
2. Hoge buitenlandse schuld met valutarisico en veel kortlopende schuld
3. Omvangrijke instroom van buitenlands kapitaal met snelle kredietgroei aan de particuliere sector

Uiteraard hebben veel meer factoren een rol gespeeld in de aanloop naar de Azië-crisis. De genoemde factoren geven echter een goede indicatie voor wat Oost-Europa te wachten staat. Daarom vergelijken we de situatie in Azië tijdens de jaren '90 hier met die in Oost-Europa na 2000.

Omvangrijke tekorten op de lopende rekening

Veel analyses van de Azië-crisis richten zich op het tekort op de lopende rekening. Als een land meer importeert dan het exporteert, dan heeft het een tekort op de handelsbalans. Vaak leidt dat tot een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. De ervaring leert dat omvangrijke duurzame tekorten (meer dan 3% van het BBP) in toenemende mate moeilijk te financieren zijn.

Emerging markets monitor

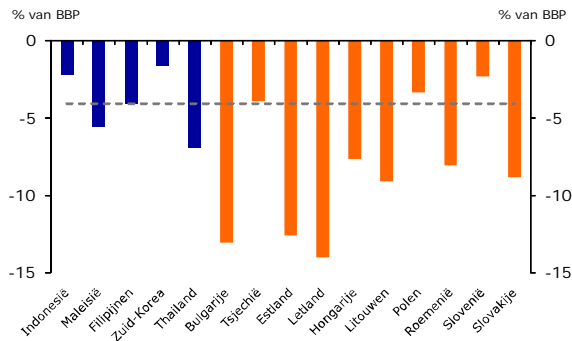
Het land loopt vooral grote risico's wanneer het tekort wordt gefinancierd met buitenlands kapitaal, zoals beleggingen of kortlopende schuld. Dergelijk kapitaal snel kan worden teruggetrokken. Grafiek 1 laat zien dat verschillende Oost-Europese landen zeer grote tekorten op de lopende rekening registreerden, duidelijk groter dan de Aziatische landen voorafgaand aan de Azië-crisis. Bulgarije, Estland en Letland hadden tekorten die zelfs twee keer zo groot waren als dat van Thailand, het land met de grootste tekorten in Azië.

Hoge buitenlandse schuld

Als landen hun externe tekorten moeten financieren met buitenlandse leningen, dan loopt de buitenlandse schuld op. Buitenlandse schulden kunnen vooral tot problemen leiden als een groot aandeel van de schuld kortlopend is (omdat het binnen een jaar moet worden doorgerold) of als er een serieuze valuta mismatch is in een land. Opnieuw blijkt Oost-Europa hogere niveaus te kennen dan Azië tien jaar geleden (grafiek 2). Bulgarije, de Baltische staten en Hongarije rijzen boven de rest uit en in Letland bereikte de buitenlandse schuld in 2008 zelfs een niveau van 138% van het BBP. In Letland daalde het aandeel van de kortlopende schuld van meer dan 60% in 2005 naar 45% in 2008, nog altijd hoog. Andere Oost-Europese landen bleven beneden 40%. Ter vergelijking, de kortlopende schuld van Zuid-Korea bereikte een hoogtepunt van 60% van de totale buitenlandse schuld in 1996, terwijl Thailand rond 45% uitkwam.

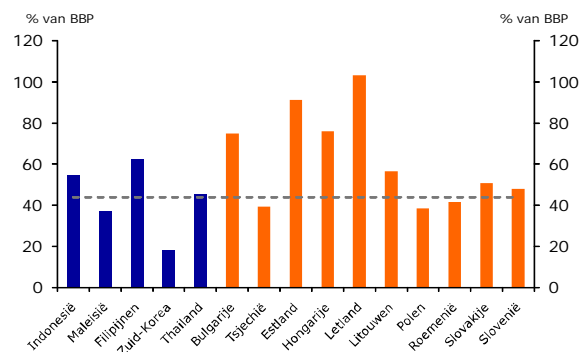
Een valutarisico of -mismatch ontstaat als veel banken en andere bedrijven financiering aantrekken in vreemde valuta, maar geld verdienen in lokale valuta. Dalende koersen van lokale valuta's in Azië joegen de betalingen op schuld (rente en aflossing) navenant op, doordat de aangegane leningen in dollars luiden. Dit veroorzaakte destijds veel faillissementen in de particuliere sector. Ook in Oost-Europa heeft de particuliere sector veel leningen afgesloten in euro en Zwitserse frank, mede geholpen door het feit dat veel lokale banken werden gekocht door West-Europese banken. Hoewel de schuld in buitenlandse valuta

Figuur 1: Groot tekort op de lopende rekening



Gestippelde lijn: gemiddelde van Aziatische landen
Azië: gem. 1990-1996; Oost-Europa: gem. 2001-2008
Bron: Economist Intelligence Unit

Figuur 2: Hoge buitenlandse schuld



Gestippelde lijn: gemiddelde van Aziatische landen
Azië: gem. 1990-1996; Oost-Europa: gem. 2001-2008
Bron: Economist Intelligence Unit

Emerging markets monitor

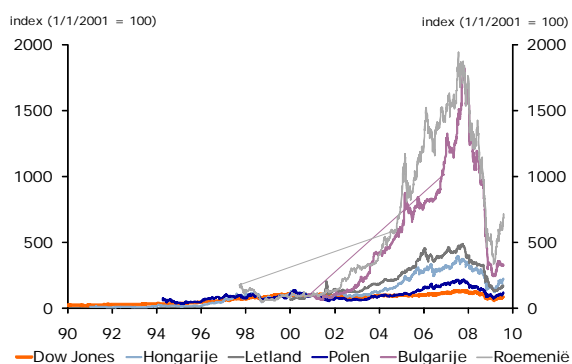
groot is, lijken de risico's in Oost-Europa toch geringer dan in Azië. De moederbanken in West-Europa zullen immers minder snel hun geld terugvorderen van hun dochters dan beleggers hun geld terugtrokken uit Azië.

Instroom van buitenlands kapitaal

De instroom van buitenlands kapitaal (buitenlandse investeringen (FDI) en beleggingen) is doorgaans positief voor opkomende economieën. Buitenlands kapitaal kan immers worden gebruikt om productiecapaciteit te vergroten en stimuleert kredietverlening aan de particuliere sector. In het geval van Azië kreeg het kapitaal als gevolg van overinvesteringen echter niet altijd een efficiënte bestemming. Bovendien leidden speculatieve beleggingen tot zeepbellen in onroerend goed en aandelenmarkten. In het algemeen is het risico op zeepbellen ook groter naarmate de kredietgroei sneller is.

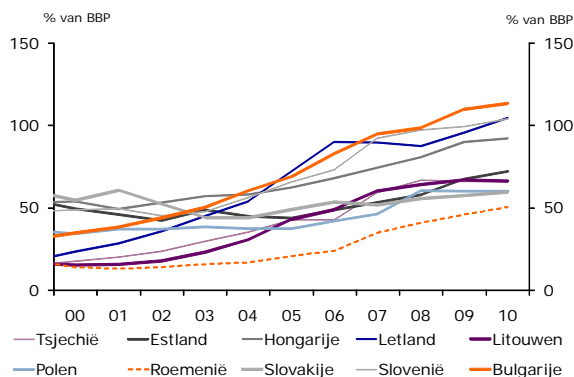
Om duidelijk te krijgen of Oost-Europa te maken heeft met een zeepbel op de aandelenmarkten, vergelijken we hier een aantal lokale indices met de Dow Jones index. De meeste Oost-Europese aandelenmarkten presteerden veel beter (grafiek 4), in tegenstelling tot de Aziatische beurzen in de jaren '90 die het niet beter deden dan de Dow Jones. Vooral in Roemenië en Bulgarije ging de aandelenmarkt door het dak, mede op basis van hooggespannen verwachtingen omtrent hun toetreding tot de EU. Deze zeepbellen zijn in 2007-08 echter al geknapt, waardoor verdere verliezen bij een crisis waarschijnlijk beperkt blijven. Na de Azië-crisis bleek dat snelle kredietgroei de kwetsbaarheid van landen had verhoogd, vooral doordat de kwaliteit van veel nieuwe leningen dubieus bleek. Sinds 2000 is de hoeveelheid krediet aan de private sector als percentage van het BBP in diverse landen in Oost-Europa verdubbeld (bijv. in Letland en Bulgarije, zie grafiek 5). Dit vertoont sterke gelijkenis met de ontwikkelingen in Azië, al is de kwaliteit van de leningen (op dit moment nog) moeilijk te beoordelen.

Figuur 3: Aandelenmarkten in Oost-Europa



Bron: EcoWin

Figuur 4: Kredietgroei



Bron: Economist Intelligence Unit

Emerging markets monitor

Verschillen tussen de regio's

Veel Oost-Europese landen kennen een grotere economische onbalans dan de Aziatische landen tien jaar geleden. Een devaluatie van de lat zou kunnen leiden

Box 2: Letland, het nieuwe Thailand?

De situatie van Letland vertoont grote overeenkomsten met Thailand in 1997. De regering van Letland verzet zich met hand en tand tegen een devaluatie van de nationale munt, de lat. Een devaluatie zou veel gezinnen en banken in de problemen brengen aangezien zij grote schulden in buitenlandse valuta hebben. Een internationaal steunpakket, gearrangeerd door de EU en het IMF in december 2008, bood de regering de mogelijkheid de lat te verdedigen. Door een speculatieve aanval in het voorjaar van 2009 leek een devaluatie echter toch dichtbij. Maar doordat de EU en het IMF in juli een versoepeling van de voorwaarden verbonden aan het steunpakket accepteerden, kwam de markt weer wat tot rust. Het blijft echter mogelijk dat het negatieve sentiment weer de kop opsteekt. Als de lat valt, zullen de effecten waarschijnlijk vergelijkbaar zijn met de Azië-crisis. De landen die vermoedelijk het meest zullen worden geraakt zijn de Baltische staten, Bulgarije, Roemenië en Hongarije aangezien deze landen de grootste onevenwichtigheden kennen. Uiteraard trekt de storm dan niet langs de andere landen zonder enige schade aan te richten.

tot een snel verlies aan vertrouwen onder investeerders (zie box 2). Maar een groot-schalige crisis in Oost-Europa is zeker niet onafwendbaar. Drie belangrijke verschillen werken in het voordeel van Oost-Europa. Ten eerste verwachten we dat het effect van besmetting geringer zal zijn doordat experts al maandenlang wijzen op de verschillen tussen landen. Ten tweede verwachten we dat de reactie van multilaterale instellingen zoals het IMF anders zal zijn dan tijdens de Azië-crisis. De lessen van de Azië-crisis kunnen nu wel eens heel waardevol blijken. Ten derde zijn de meeste kwetsbare landen lid van de EU. De EU en individuele buurlanden boden snel omvangrijke hulp toen de problemen zich in Oost-Europa begonnen te ontvouwen (bijv. aan Hongarije in november 2008 en Letland in december 2008). De onderlinge verwevenheid van de financiële sector en nauwe handelsbetrekkingen maken West-Europa heel kwets-

baar voor problemen in Oost-Europa. Dat impliceert dat West-Europa al het mogelijke zal doen om een Azië-crisis in Oost-Europa te voorkomen.

Conclusie

Als we Oost-Europa sinds 2000 vergelijken met Azië in de jaren '90, dan lijkt Oost-Europa er in menig opzicht slechter voor te staan. Bovendien kan een devaluatie van de lat, de munt van Letland, het startschot voor een bredere crisis zijn, zoals de val van de Thaise baht dat was in 1997. Om te concluderen dat Oost-Europa op weg is naar een Europese variant van de Azië-crisis gaat echter voorbij aan enkele belangrijke verschillen. De erkenning van verschillen tussen landen zou ertoe moeten bijdragen dat het besmettingseffect beperkter is. Ook verwachten we dat het IMF-ingrijpen nu effectiever zal zijn. Nog belangrijker: de reactie van de EU en buurlanden suggereert dat ze Oost-Europa niet zullen laten vallen. De (gedeelde) belangen van West-Europa zijn daarvoor gewoon te groot. Mocht de situatie onverwacht veranderen, blijft echter de vraag of de EU in staat is een beginnende crisis in Oost-Europa tot stilstand te dwingen. Toch verwachten we als gevolg van snelle en grootschalige hulp aan Oost-Europa en de langzaam verbeterde situatie in de wereldeconomie geen Azië-crisis meer in Oost-Europa.

Reintje Maasdam
R.Maasdam@rn.rabobank.nl