

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, høsten 2006

Utredning i finansiell økonomi

VALUTAKRISER I ET GLOBALT PERSPEKTIV

- en analyse av 90-tallets valutakriser
i Mexico, Sør-Korea, Russland og Brasil

av

Marius Rolid Hagen

Veileder: dr. oec. Stig Tenold

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

I. SAMMENDRAG

Utredningen drøfter 90-tallets valutakriser i Mexico, Sør-Korea, Russland og Brasil i et globalt perspektiv. Valutakrisene forsøkes kategorisert i henhold til en generasjonsmodell. Det teoretiske rammeverket består for øvrig av drøftelser rundt BNP, arbeidsledighet, monetær teori, offentlig og privat gjeldsdynamikk, aksjemarkedet, betalingsbalansen og asymmetrisk informasjon.

De fire nasjonene blir så analysert i henhold til det teoretiske rammeverket, først hver for seg og så i et sammenlignende kapittel hvor vi prøver å hente intuisjon ved å se de respektive krisene opp mot hverandre.

Utredningen konkluderer med at valutakrisene oppsto som et resultat av både interne og eksterne faktorer. Spesielt tettere integrering mot det globale kapitalmarkedet bød på store utfordringer i alle fire tilfellene, og spilte en viktig rolle for krisenes utspring og omfang.

I grove trekk konkluderes det med at krisene passer inn på følgende måte med hensyn på generasjonsmodellen:

- Mexico – andregenerasjons valutakrise (til dels tredjegerasjons valutakrise)
- Sør-Korea – tredjegerasjons valutakrise
- Russland – førstegerasjons valutakrise (til dels tredjegerasjons valutakrise)
- Brasil – førstegerasjons valutakrise (til dels andregenerasjons valutakrise)

II. INNHOLDSFORTEGNELSE

1. INNLEDNING.....	1
2. METODIKK OG KILDER.....	2
3. TEORI.....	3
3.1. Realøkonomisk utvikling.....	3
3.2. Pengepolitikk og nominelle størrelser.....	4
3.2.1. <i>Valutakurser</i>	4
3.2.2. <i>Inflasjon; tidsinkonsistens og seignorage</i>	6
3.3. Finanspolitikk og politiske forhold.....	8
3.4. Gjeldsutvikling.....	10
3.5. Aksjemarkedet.....	12
3.6. Betalingsbalansen.....	12
3.7. Finansinstitusjonene	15
3.8. Kategorisering av valutakriser.....	16
3.8.1. <i>Førstegenerasjonsmodeller</i>	17
3.8.2. <i>Andregenerasjonsmodeller</i>	17
3.8.3. <i>Tredjegerasjonsmodeller</i>	18
3.9. Oppsummering.....	19
4. MEXICO.....	22
4.1. Historisk bakgrunn.....	22
4.2. Realøkonomisk utvikling.....	25
4.3. Pengepolitikk og nominelle størrelser.....	28
4.4. Finanspolitikk og politiske forhold.....	32
4.5. Gjeldsutvikling.....	35
4.6. Aksjemarkedet.....	37
4.7. Betalingsbalansen.....	39
4.8. Finansinstitusjonene	43
4.9. Oppsummering.....	46
5. SØR-KOREA.....	48

5.1. Historisk bakgrunn.....	48
5.2. Realøkonomisk utvikling.....	50
5.3. Pengepolitikk og nominelle størrelser.....	53
5.4. Finanspolitikk og politiske forhold.....	56
5.5. Gjeldsutvikling.....	60
5.6. Aksjemarkedet.....	64
5.7. Betalingsbalansen.....	66
5.8. Finansinstitusjonene	72
5.9. Oppsummering.....	75
6. RUSSLAND.....	77
6.1. Historisk bakgrunn.....	77
6.2. Realøkonomisk utvikling.....	79
6.3. Pengepolitikk og nominelle størrelser.....	84
6.4. Finanspolitikk og politiske forhold.....	90
6.5. Gjeldsutvikling.....	94
6.6. Aksjemarkedet.....	97
6.7. Betalingsbalansen.....	99
6.8. Finansinstitusjonene	103
6.9. Oppsummering.....	104
7. BRASIL.....	106
7.1. Historisk bakgrunn.....	106
7.2. Realøkonomisk utvikling.....	107
7.3. Pengepolitikk og nominelle størrelser.....	111
7.4. Finanspolitikk og politiske forhold.....	115
7.5. Gjeldsutvikling.....	120
7.6. Aksjemarkedet.....	123
7.7. Betalingsbalansen.....	125
7.8. Finansinstitusjonene	129
7.9. Oppsummering.....	130
8. SAMMENLIGNING OG KATEGORISERING.....	132
8.1. Realøkonomisk utvikling.....	132

8.2. Pengepolitikk og nominelle størrelser.....	135
8.3. Finanspolitikk og politiske forhold.....	137
8.4. Gjeldsutvikling.....	138
8.5. Aksjemarkedet.....	140
8.6. Betalingsbalansen.....	142
8.7. Finansinstitusjonene	144
8.8. Oppsummering.....	146
9. KONKLUSJON.....	146
9.1. Mexico.....	147
9.2. Sør-Korea.....	148
9.3. Russland.....	149
9.4. Brasil.....	151
9.5. Avslutning.....	153
10. REFERANSER.....	154
10.1. Artikler og bøker.....	154
10.2. Databaser.....	161

III. FIGURER

4. MEXICO

Figur 1. Mexicos BNP-vekst <i>faste priser, 1989-1999</i>	26
Figur 2. Mexicos arbeidsledighet <i>prosent av total arbeidsstyrke, 1991-1999</i>	27
Figur 3. Mexicanske Peso pr. USD <i>kvartalsvise gjennomsnitt, Q4 89-Q4 99</i>	29
Figur 4. Mexicos konsumprisvekst <i>relativt til USA, 1989-1999</i>	31
Figur 5. Mexicos budsjettoverskudd <i>i % av BNP reviderte tall, 1990-1999</i>	33
Figur 6. Mexicos utenlandsgjeld <i>mrd USD, 1989-1999</i>	36
Figur 7. Mexicos aksjemarkedsutvikling <i>i lokal valuta, inflasjonsjustert, Q3 89-Q4 99</i>	38
Figur 8. Mexicos driftsbalanseutvikling <i>mrd USD, 1989-1999</i>	41
Figur 9. Mexicos sparing og investeringer <i>i % av BNP, 1989-1999</i>	42

5. SØR-KOREA

Figur 10. Sør-Koreas BNP-vekst <i>faste priser, 1992-2002</i>	50
Figur 11. Sør-Koreas arbeidsledighet <i>i % av total arbeidsstyrke, 1992-2002</i>	52
Figur 12. Sør-Koreanske Won pr USD <i>kvartalsvise gjennomsnitt, 3Q 92-3Q 02</i>	54
Figur 13. Sør-Koreas konsumprisvekst <i>relativt til USA, 1992-2002</i>	55
Figur 14. Sør-Koreas budsjettoverskudd <i>i % av BNP reviderte tall, 1992-2002</i>	57
Figur 15. Sør-Koreas utenlandsgjeld <i>mrd USD, 1992-2002</i>	63
Figur 16. Sør-Koreas aksjemarkedsutvikling <i>i lokal valuta, inflasjonsjustert, 3Q 92-3Q 02</i>	64
Figur 17. Sør-Koreas driftsbalanseutvikling <i>mrd USD, 1992-2002</i>	68
Figur 18. Sør-Koreas sparing og investeringer <i>i % av BNP, 1992-2002</i>	70

6. RUSSLAND

Figur 19. Russlands BNP-vekst <i>faste priser, 1993-2003</i>	80
Figur 20. Russlands arbeidsledighet <i>i % av total arbeidsstyrke, 1993-2003</i>	83
Figur 21. Russiske Rubel pr USD <i>kvartalsvise gjennomsnitt, 2Q 93-2Q 03</i>	86
Figur 22. Russlands konsumprisvekst <i>relativt til USA, 1996-2003</i>	87
Figur 23. Russiske budsjettoverskudd <i>i % av BNP reviderte tall, 1995-2003</i>	91
Figur 24. Russisk utenlandsgjeld <i>mrd USD, 1993-2003</i>	95
Figur 25. Russlands aksjemarkedsutvikling <i>i lokal valuta, inflasjonsjustert, Q2 95-Q2 03</i>	98
Figur 26. Russlands driftsbalanseutvikling <i>mrd USD, 1994-2003</i>	100

Figur 27. Russlands sparing og investeringer i % av BNP, 1994-2003.....	102
---	-----

7. BRASIL

Figur 28. Brasils NP-vekst <i>faste priser, 1994-2004</i>	109
Figur 29. Brasils arbeidsledighet i % av total arbeidsstyrke, 1994-2003.....	110
Figur 30. Brasilianske Real pr USD kvartalsvise gjennomsnitt, Q4 94-Q4 04.....	112
Figur 31. Brasils konsumprisvekst <i>relativt til USA, 1995-2004</i>	113
Figur 32. Brasils budsjettoverskudd i % av BNP reviderte tall, 1994-2004.....	116
Figur 33. Brasils utenlandsgjeld <i>mrd USD, 1994-2004</i>	121
Figur 34. Brasils aksjemarkedsutvikling i lokal valuta, <i>inflasjonsjustert, Q4 94-Q4 03</i>	124
Figur 35. Brasils driftsbalanseutvikling <i>mrd USD, 1994-2004</i>	126
Figur 36. Brasils sparing og investeringer i % av BNP, 1994-2004.....	127

8. SAMMENLIGNING OG KATEGORISERING

Figur 37. BNP-vekst <i>faste priser, T-5 – T+5</i>	133
Figur 38. Arbeidsledighet i % av total arbeidsstyrke, <i>T-5 – T+5</i>	134
Figur 39. Valutakursutvikling <i>respektive valutaer pr. USD, kvartalsvise tall, t-20 – t+20</i>	135
Figur 40. Inflasjonsforskjeller mot USA <i>målt ved konsumprisvekst, T-5 – T+5</i>	136
Figur 41. Budsjettoverskudd i % av BNP reviderte tall, <i>T-3 – T+5</i>	138
Figur 42. Samlet utenlandsgjeld <i>gjeld nominert i USD, indeksert, T-5=100, T-5 – T+5</i>	139
Figur 43. Kortsiktig utenlandsgjeld i % av samlet utenlandsgjeld <i>nominert i USD, T-4 – T+5</i>	139
Figur 44. Aksjemarkedsutvikling <i>indeksert (t0 = 100), 4Q 89 – 4Q 03</i>	141
Figur 45. Driftsbalanseoverskudd i % av BNP, <i>T-4 – T+5</i>	142
Figur 46. Investeringer i % av BNP, <i>T-5 – T+5</i>	143
Figur 47. Sparing i % av BNP, <i>T-4 – T+5</i>	144

1. INNLEDNING

Det siste tiåret før årtusenskiftet var preget av turbulens i flere av verdens finans- og valutamarkeder. Det startet med krisen i *Det Europeiske Monetære Samarbeid (EMS)* i 1992, og ved utgangen av 90-tallet hadde en eller flere nasjoner i nær sagt alle verdenshjørner gjennomgått større turbulens i finansmarkedet generelt og for valutakursen spesielt.

I denne oppgaven rettes fokus mot valutakrisene i Mexico, Sør-Korea, Russland og Brasil. Disse krisene er først og fremst valgt ut på bakgrunn av landenes økonomiske tyngde og geografiske spredning, men det faktum at alle nasjonene var i ferd med å knytte sine nasjonale finans- og varemarkeder tettere opp til de internasjonale markedene i årene rundt valutakrisene gjør utvalget spesielt interessant. Dette siste momentet vil ikke være gjenstand for en systematisk drøftelse i denne oppgaven, men som vi skal se i analysen av de respektive krisene høstet alle landene erfaringer som var og er nyttige for andre nasjoner som går gjennom den samme integrasjonsprosessen.

Opgaven har som ambisjon å svare på følgende spørsmål ved analysen av de utvalgte valutakrisene:

- *Hvilke årsaker la grunnlaget for valutakrisene?*
- *Hvilke drivkrefter førte til utbruddet av valutakrisene?*
- *Hvilke faktorer virket forsterkende på situasjonen når valutakrisene alt var i emning?*
- *Var valutakrisene første-, andre- eller tredjegerasjons valutakriser?*

Etter denne innledningen gis en kort innføring i metodikken og kildene som benyttes i utredningen. Deretter følger et teorikapittel som tar for seg det teoretiske rammeverket for oppgaven. Så presenteres ett kapittel om hver av de utvalgte krisene, hvor vi tar for oss opptakten, selve krisen og de første årene etter valutakrisen. Analysen avsluttes med et sammenlignende kapittel, der målet er å få ytterligere forståelse av krisene og deres natur ved å vurdere de opp mot hverandre. Til slutt i oppgaven presenteres en konklusjon som forsøker å gi et svar på problemstillingens fire punkter.

2. METODIKK OG KILDER

Da dette er en utredning i finansiell økonomi, vil analysen først og fremst basere seg på utviklingen i de respektive lands finansielle forhold. Realøkonomien behandles kun i korte trekk, men der det er behov for å gå noe dypere inn i realøkonomisk og teknologisk utvikling gjøres dette – forhåpentligvis i tilstrekkelig grad.

Analyseperioden strekker seg over fem år før og etter året valutakrisen brøt ut, såfremt det har latt seg gjøre å fremskaffe nødvendig datamateriale. På denne måten blir det mulig å trekke på landenes erfaringer både i forkant og etterkant for å danne et bilde av den mest betydningsfulle utviklingen.

Oppgavens fremgangsmåte er i høy grad kvalitativ, da det dannes et bilde av de respektive krisene ut i fra skjønnsmessige vurderinger av tilgjengelige kilder. Dette gjør at konklusjonene som trekkes fort blir mer subjektive enn i en stringent, kvantitativ analyse, der det anvendes statistiske metoder for å teste bestemte hypoteser. Oppgaven inneholder imidlertid også figurer som i hovedsak baserer seg på data fra anerkjente institusjoner som *Verdensbanken* og *Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)*. Slike rådata gjør det mulig – også for leseren – å danne et eget inntrykk av begivenhetene og dermed unngå påvirkning fra kilder som kanskje har en annen agenda enn å gi et objektivt bilde av hendelsene.

Samtidig kan heller ikke det makroøkonomiske datamaterialet brukes uten en viss varsomhet. Et bevis på dette er en oppstilling av verdens driftsbalanser som nåværende (2006) sentralbanksjef i USA, *Ben Bernanke*, presenterte i en tale tidlig i 2005. Som vi skal komme tilbake til er driftsbalansen en relativt troverdig balanse, da den består av landenes transaksjoner mot utlandet og således bør kunne kryssjekkes mot andre lands driftsbalanser. Allikevel viste denne oppstillingen at hele 40 % av de industrialiserte landenes netto driftsbalanseunderskudd ikke hadde noen motpost i netto overskudd i andre deler av verden, men fremkom som såkalte ”statistiske avvik” (Bernanke 2005).

Når internasjonale strømmer måles så upresist, er det klart at faren for upresise tall i nasjonale størrelser definitivt også er til stede. Spesielt for nasjoner av den typen som diskuteres i denne

oppgaven – det er grunn til å tro at modne økonomiske regioner som Vest-Europa, USA og Japan også har bedre rapporteringsmetoder og rutiner enn mindre utviklede økonomier – er det klart at faren for svake data er stor. Riktignok prøver de internasjonale institusjonene å gjøre best mulige estimater også utover det de får fra de respektive lands statistiske organer, men stadige revideringer og de iboende svakhetene som kom tydelig frem i forrige avsnitt viser at også disse tallene kan gi et skjevt bilde av virkeligheten.

Når det gjelder den kvalitative fremgangsmåten, har den også sine fortrinn i forhold til den kvantitative analysen. For det første unngår vi å henge oss opp i rigide krav til statistisk signifikans, og kan heller bruke tid på å studere faktorer som er vanskelig å kvantifisere men allikevel avgjørende å forstå for å danne seg et godt bilde av krisene. For det andre er en analyse av den typen som presenteres her såpass enkel i formen at den når ut til et bredere publikum enn hva tilfellet er for mer sofistikerte, økonometriske analyser.

3. TEORI

Formålet med dette kapitlet er å gi en kortfattet innføring i den mest sentrale begrepsbruken og de sammenhengene i internasjonal makroøkonomi som benyttes videre i oppgaven. Kapitlet er av den grunn strukturert på samme måte som drøftelsene av de ulike krisene.

3.1. Realøkonomisk utvikling

Bruttonasjonalproduktet (BNP eller Y) er den mest brukte indikatoren på realøkonomisk utvikling. BNP er et relativt enkelt og objektivt mål på økonomisk aktivitet da det måler aktiviteten ut i fra transaksjoner som gjøres i markedet. Hvis den samlede verdien av transaksjonene – pris multiplisert med volum – øker etter inflasjonsjustering vokser økonomien. BNP består av fire komponenter; *privat konsum (C)*, *offentlig konsum (G)*, *investeringer (I)* og eksportoverskuddet – *eksport (EX)* fratrukket *import (IM)*:

- $Y_t = C_t + G_t + I_t + (EX_t - IM_t)$

Hvis en komponent vokser raskere enn resten av økonomien, vil den naturlig nok utgjøre en høyere andel av BNP i etterfølgende periode. Vi sier da at denne komponenten er *ledende* for veksten eller reduksjonen i BNP. Hvis eksempelvis investeringenes andel av BNP øker i en

periode hvor BNP totalt sett vokser, sier vi at veksten er *investeringsledet*. Ved store utslag kan vi snakke om en *investeringsboom*.

Arbeidsledigheten er et godt supplement for måling av realøkonomisk utvikling. Ettersom vekst i BNP ofte er svært skjevt fordelt, er det viktig at vi også inkluderer et realøkonomisk mål som gir informasjon om utviklingen for det brede lag i befolkningen. Ved å studere ledigheten får vi en god indikasjon på hvorvidt en eventuell vekst i BNP er stor nok og favner vidt nok til at også svakere stilte samfunnsmedlemmer får ta del i oppgangen. Så lenge ikke noe annet uttrykkes eksplisitt, forutsetter altså oppgaven at et fall i ledighetsnivået indikerer økt sysselsetting og ikke bare mindre insentiver til å melde seg arbeidsledig.

3.2. Pengepolitikk og nominelle størrelser

3.2.1. Valutakurser

Hvis ikke annet fremgår av teksten, er uttrykket *valutakurs* ekvivalent med *nominell valutakurs* i denne oppgaven. Den nominelle valutakursen er prisen på en enhet utenlandsk valuta målt i hjemlig valuta. Hvis man må betale mer i lokal valuta for en enhet utenlandsk valuta, sier vi at valutakursen *svekker seg*. Hvis valutakursen er åpenlyst politisk bestemt og sentralbanken kunngjør at de lar valutakursen svekke seg i et visst forhold til en referansevaluta – veldig ofte i forhold til amerikanske dollar (USD) – skjer det en *devaluering*. Hvis markedskreftene virker relativt fritt uten direkte innblanding fra sentralbankene, sier vi at valutaen *depresierer*.

Endrer den nominelle valutakursen seg derimot slik at publikum må betale mindre i lokal valuta for en enhet utenlandsk valuta, har valutaen *styrket seg*. Skjer dette som følge av en endring i myndighetenes offisielle valutakurs har det forekommet en *revaluering*. Hvis ikke er det rette uttrykket *appresiering*.

Den nominelle valutakursen angir kun relativ pris på valutaer. Som konsumenter er vi imidlertid mest interessert i hvor mye varer og tjenester vi kan kjøpe for et lands valuta i forhold til et annet lands valuta. For at valutakursen skal gi oss noe informasjon om valutaens *kjøpekraft*, må vi justere for prisnivået i de respektive landene. Vi får da *realvalutakursen* (R):

- $R = (E \cdot P_f) / P_h$

der E er den nominelle valutakursen, P_f er prisnivået i utlandet og P_h er prisnivået hjemme målt ved et indeksert snitt av priser på ulike varer og tjenester. Holdes valutakursen fast samtidig som prisnivået stiger i hjemlandet relativt til utlandet sier vi at realvalutakursen *appresierer*. Det samme er tilfelle hvis prisnivået utvikler seg likt i begge land mens hjemlandets valuta styrker seg. Hjemlandets varer og tjenester blir i begge tilfeller dyrere i forhold til tilbudet fra utlandet, og alt annet like vil hjemlandets eksport synke og importen øke; handelsbalansen svekkes. Øker derimot prisnivået i utlandet relativt til hjemlandet samtidig som valutakursen ligger fast – realvalutakursen depresierer – blir utenlandske varer dyrere i forhold til hjemlandets varer. Alt annet like vil da eksporten øke og importen synke for hjemlandet, hvilket betyr en forbedring i handelsbalansen. Tilsvarende vil en svekkelse av valutakursen også gi en realdepresiering og bedre konkurranseevne for hjemlandets næringsliv.

Foregående avsnitt tok utgangspunkt i ”absolutt kjøpekraftsparitet” og baserer seg således på meget strenge forutsetninger. I realiteten holder ikke absolutt kjøpekraftsparitet, noe den årlige *Bic Mac-indeksen* i *The Economist* gir et godt eksempel på (The Economist 2006). Derimot er det vanlig å anta at *relativ kjøpekraftsparitet* holder over visse tidsrom, i alle fall ved større utslag i valutakursen eller prisnivået. Relativ kjøpekraftsparitet kan utledes fra absolutt kjøpekraftsparitet og gir følgende ligning (Levich 2001:118):

- $e \approx p_h - p_f$

De små bokstavene angir endringen over et gitt tidsrom i størrelsene fra forrige ligning. Altså er e endringen i den nominelle valutakursen, p_h er endringen i prisnivået hjemme og p_f er endringen i prisnivået i utlandet. Tegnet for tilnærmet likhet skyldes forøvrig at vi har sløyet et kryssprodukt mellom e og p_f , siden dette leddet uansett blir relativt lite og samtidig svekker intuisjonen i ligningen.

Samme logikken gjelder imidlertid ved relativ som ved absolutt kjøpekraftsparitet. Hvis eksempelvis prisnivået stiger i hjemlandet uten en tilsvarende økning i utlandet, må den nominelle valutakursen svekke seg for å opprettholde kjøpekraftspariteten slik den var. Hvis ikke dette skjer, får vi en realappresiering av hjemlandets valuta som svekker konkurranseevnen. Skjer dette over flere år – eksempelvis ved at styresmaktene prøver å holde en fast valutakurs på tross av mye høyere inflasjon enn hva tilfellet er hos handelspartnerne – kan det bygge seg opp så store ubalanser at når valutaregimet til slutt ikke

kan opprettholdes lenger, får vi en kraftig svekkelse av den nominelle valutakursen for å komme tilbake mot paritet.

3.2.2. *Inflasjon; tidsinkonsistens og seignorage*

Høy og varierende inflasjon svekker prismekanismen ettersom bedriftene i praksis ikke klarer å oppdatere prisene kontinuerlig. Dermed reflekterer ikke relative priser *de facto* relativ verdsettelse hos publikum. I tillegg svinger realrentene kraftig fordi bankene har samme problem som ikke-finansielle aktører. Resultatet er et meget vanskelig klima for konsumenter og investorer, så den økonomiske aktiviteten kommer ikke opp på det nivået man ville oppnådd med mer stabile rammer. Derfor er det i dag en generell aksept for at inflasjonen bør være lav og stabil.

Allikevel opplever mange land høy og ukontrollert inflasjon over kortere eller lengre tidsrom. Ofte stammer inflasjonsproblemene fra *tidsinkonsistens* i myndighetenes politikk, der styresmaktene først prøver å løse realøkonomiske problemer ved hjelp av ekspansiv penge- og finanspolitikk. Så lenge inflasjonen er høyere enn forventet inflasjon fungerer dette godt, men i takt med den høye inflasjonen endrer også publikums forventninger seg og alt den ekspansive økonomiske politikken fører til er økt inflasjon.

Poenget er at *etterspørselspolitikk* ikke kan endre det langsiktige produksjonsnivået. Hvis styresmaktene forsøker å føre produksjonen over sitt *likevektsnivå* – ledig kapasitet er akkurat tilstrekkelig til å gi smidige overføringer av arbeidskraft og andre ressurser mellom næringer – oppstår det et unødvendig stort press i økonomien. Da det ikke er nok ressurser i forhold til etterspørselen byr aktørene over hverandre for å skaffe seg de tilgjengelige ressursene, og resultatet er prisstigning uten nevneverdig økning i produksjonen. Arbeidere og konsumenter venner seg til en høyere prisvekst, og økonomien faller tilbake mot likevektsnivået samtidig som inflasjonen har bitt seg fast på et høyere nivå på grunn av forventninger om en høyere inflasjonstakt.

En annen årsak til høy inflasjon er *seignorage*. For å formalisere dette argumentet tar Blanchard (2000:448-450) utgangspunkt i en nasjon hvor staten har netto gjeld framfor netto formue. Hvis myndighetene da tar på seg utgifter og investeringer av høyere verdi enn de midlene som trekkes inn i form av skatter og avgifter, må myndighetene ta opp lån for å

finansiere underskuddet. Gitt at finansmarkedene ikke ønsker å kjøpe denne gjelden – eksempelvis av frykt for å tape penger ved at styresmaktene ikke opprettholder sine forpliktelser – må myndighetene vende seg til sentralbanken.

Denne praksisen, der myndighetene utsteder statsobligasjoner som kjøpes av sentralbanken – altså er styresmaktene både selger og kjøper; de tar opp gjeld hos seg selv – kalles for *seignorage*-finansiering; myndighetene *monetariserer* gjelden. Med andre ord finansieres det nominelle underskuddet av en økning i pengemengden (M):

- $\Delta M =$ nominell underskuddsfinansiering

Så dividerer vi med prisnivået for å få den reelle underskuddsfinansieringen.

- $\Delta M/P =$ reell underskuddsfinansiering

Med andre ord fungerer en slik underskuddsfinansiering kun så lenge veksten i pengemengden er større enn inflasjonen. Med tanke på at inflasjon over tid motsvares av vekst i pengemengden, er det klart at inflasjonen øker når myndighetene monetariserer gjelden. Altså kan det lett oppstå en ond sirkel, der monetarisering gir økt inflasjon, som igjen gir behov for mer monetarisering, og så videre.

Ved å manipulere uttrykket $\Delta M/P$ får vi ytterligere innsikt:

- $\Delta M/P = \Delta M/M * M/P$

Utrykkene $\Delta M/M$ er *pengemengdeveksten* og M/P er prisjustert pengebeholdning hos økonomiens aktører, eller *realpengemengden*. Hvis publikum ønsker å holde mindre penger i forhold til prisnivået, må altså pengemengdeveksten være enda høyere for å opprettholde finansieringen av det statlige underskuddet. Med tanke på at inflasjon representerer en kostnad ved å holde penger, vil økonomiske aktører redusere sin pengebeholdning ved høy inflasjon. Dermed må pengemengdeveksten øke ytterligere for å finansiere statens underskudd, hvilket gir ytterligere reduksjon i publikums tilbøyelighet til å holde penger. Dette gir en ond sirkel som kan ende i svært høy inflasjon, såkalt *hyperinflasjon*. Som vi skal se i de kommende drøftelsene var hyperinflasjon et problem både i Russland og Brasil ved inngangen til de periodene vi analyserer her.

For å unngå fristelsen til å føre en inflasjonsdrivende finanspolitikk kan styresmaktene inngå en avtale med befolkningen der de lover å stabilisere valutakursen mot en utenlandsk valuta eller valutakurv. En binding av valutakursen påvirker inflasjonen både direkte og indirekte.

Den direkte påvirkningen kommer via internasjonalt handlede varer. Prisene er da bestemt på verdensmarkedet, og prisendringene i hjemlandet vil være de samme som i landet valutaen er knyttet mot. Indirekte påvirkning får vi hvis publikum – fordi de føler at dette er en politikk myndighetene kan og vil holde fast ved – endrer sine inflasjonsforventninger for økonomien som helhet i retning av forventningene i referanselandet (Mishkin 2001a:508).

Den indirekte påvirkningen henger sammen med bortfallet av tidsinkonsistensproblematikken. For å forstå dette, ta som utgangspunkt at nasjonen tross sin binding av valutakursen fører en mer ekspansiv pengepolitikk enn referanselandet. Resultatet er høyere inflasjon og appresiering av realvalutakursen. Dette gir insentiver til større import og mindre eksport; driftsbalansen svekkes. Gitt at kapitalbalansen ikke endrer seg tilsvarende må myndighetene intervensjon i valutamarkedet ved å kjøpe hjemlig valuta for at betalingsbalansen skal klare seg til den faste valutakursen. Begrensede valutareserver gjør dette umulig i lengden og vil til slutt tvinge myndighetene til å devaluere. Ved hyppige eller store devalueringer mister finansmarkedene tilliten til myndighetenes fastkurspolitikk og den slutter å fungere i praksis. Med andre ord kan ikke myndighetene få en lav, stabil inflasjon uten å føre en forsvarlig finans- og pengepolitikk. Dette vet publikum som svarer med lave inflasjonsforventninger og således lav inflasjon så lenge de tror myndighetene ikke vil ofre de fordelene bindingen av valutakursen medfører.

I følge Blanchard (2000:411) har et fastkursregime også andre fordeler. Eksempelvis reduseres risikoen for multinasjonale bedrifter i land med stabil valutakurs seg i mellom. Ledelsen kan etablere sine produksjonsfasiliteter og fokusere på driftsmessige fortrinn uavhengig av landegrensler, ettersom bedriftene ikke behøver å bekymre seg for store fluktasjoner i valutakursene.

En annen fordel ligger i enklere sammenligning av priser for private og institusjonelle kjøpere. Økt konkurranse reduserer mulighetene til monopolprising og tjener således konsumentene samtidig som samlet velferd øker.

3.3. Finanspolitikk og politiske forhold

Vi forutsetter nå at myndighetene ikke monetariserer gjelden, men finansierer eventuelle underskudd i kapitalmarkedet. Myndighetenes resultat er gitt ved følgende ligning:

- $\text{Resultat} = r \cdot B_{t-1} + (T-G)$

Variabelen r angir realrenta, B_{t-1} er netto finansiell posisjon ved inngangen til perioden, G er offentlige utgifter og T er skatteinntekter fratrukket netto overføringer. $(T-G)$ kalles gjerne *primæroverskuddet*.

Videre kan vi anta at styresmaktene har netto gjeld ved inngangen av perioden, og har større utgifter enn netto skatteinntekter, altså et *primærunderskudd*. Det samlede underskuddet må finansieres ved å ta opp ny gjeld:

- $B_t - B_{t-1} = r \cdot B_{t-1} + (T-G)$
- $B_t = (1+r) \cdot B_{t-1} + (T-G)$

Ønsker myndighetene å stabilisere gjelden må altså primærunderskuddet snus til et primæroverskudd tilsvarende rentekostnadene ved allerede påløpt gjeld. Ved høye gjeldsnivåer må dermed primæroverskuddet være tilsvarende stort for å opprettholde et stabilt gjeldsnivå. På samme måte vil en økning i rentesatsen – eksempelvis som følge av høyere risikopremie på landets statsgjeld – måtte motsvares av et høyere primæroverskudd for at ikke gjelden skal øke.

I en økonomi preget av vekst er det imidlertid unødvendig strengt å skulle stabilisere gjelden absolutt sett. Med konstante skatterater vil jo skatteinntektene øke i takt med økonomiens vekst, så gitt at offentlige utgifter ikke øker i samme tempo blir det rom for større renteutgifter. En stabilisering av gjelden i prosent av BNP (B_t/Y_t) representerer dermed en ansvarlig økonomisk politikk.

Med utgangspunkt i ligningen for statens gjeld kan vi utlede følgende ligning for endringer i gjelden som andel av BNP (Blanchard 2000:523):

- $B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1} = (r-g) \cdot (B_{t-1}/Y_{t-1}) + (G_t - T_t)/Y_t$

Ved siden av Y_t – BNP ved tidspunkt t – er den eneste nye variabelen her g , som angir økonomiens vekstrate. Denne ligningen forteller oss at et land i perioder med høy vekst faktisk kan redusere gjelden i prosent av BNP selv med moderate primærunderskudd.

Gitt så at myndighetene fører en offentlig politikk som medfører en konstant statsgjeld i prosent av BNP. Så faller veksten i økonomien. Da må styresmaktene samtidig redusere sine kostnader og øke inntektene for å opprettholde den konstante gjeldsgraden. Ettersom

skatteinntektene vanligvis faller når veksten avtar, må myndighetene redusere sine kostnader enda mer enn hva fallet i veksten isolert sett medfører.

En kraftig reduksjon i myndighetenes utgifter kan være vanskelig å gjennomføre i praksis. For det første har offentlige budsjetter innebygde *automatiske stabilisatorer*, som derimot øker de offentlige utgiftene i en nedgangskonjunktur. En vanlig stabilisator er arbeidsledighetstrygd, som naturlig nok øker i omfang ved dårligere økonomiske tider gitt at dette medfører økt ledighet.

I tillegg er politikere valgt for relativt korte tidsrom, og hensynet til mulig gjenvalg av politikerens selv eller hans parti kan føre til kortsiktig finanspolitikk. Eksempelvis har det vist seg å være svært vanskelig å kutte offentlige utgifter – eller legge planer for slike kutt – i forkant av valg. I praksis kan det dermed være lett å falle for fristelsen til å opprettholde primærunderskudd eller kun små primæroverskudd også i perioder med lav vekst. Resultatet er økt gjeld i andel av BNP.

En høyere gjeldsgrad medfører større fare for konkurs, siden staten pådrar seg økte forpliktelser i form av renter og avdrag uten en tilsvarende økning i inntektene. Dermed øker risikopremien og med det rentene styresmaktene må betale på landets gjeld. Dette setter ytterligere press på forbedring i primærresultatet, og hvis ikke myndighetene tar de nødvendige grepene kan resultatet bli en ukontrollert gjeldsspiral og i ytterste konsekvens statlig konkurs.

3.4. Gjeldsutvikling

Gjeld og gjeldsdynamikkens rolle i finansielle kriser og valutakriser behøver ikke begrense seg til offentlig gjeldsutvikling, men kan også gjelde gjeldsutvikling for nasjonen samlet sett – altså både privat og offentlig sektor – eller deler av privat sektor. Problemet oppstår hvis gjeldseksponering skaper finansielle ubalanser i økonomien. Disse ubalansene kan deles inn i fire forskjellige grupper (se Allen m.fl. (2002:15-18) for utfyllende drøftelse):

1. Ubalanse i forfallstrukturen oppstår når investeringer gjøres langsiktig, mens egen finansiering har kort løpetid. Låntaker kan dermed risikere å være uten likvide midler når lånet skal betales tilbake, simpelthen fordi det ikke lar seg gjøre å realisere investeringen. Et

eksempel er investeringer i nisjepreget realkapital, som ikke har noen alternativ anvendelse og dermed bare kan generere likviditet gjennom løpende drift.

2. *Ubalanse i valutasammensetningen* kan oppstå når gjeld og eiendeler er notert i ulik valuta. Spesielt i uutviklede markeder er dette et problem da utlendinger sjelden tar sjansen på å låne ut i lokal valuta på grunn av historiske erfaringer med høy inflasjon og valutakriser. Finansinstitusjonene prøver gjerne å kvitte seg med denne risikoen ved å låne ut til innlendinger i samme utenlandske valuta som deres eget innlån. Skal landets samlede risiko reduseres, må imidlertid fordringer i utenlandsk valuta være på utlendinger, ikke andre innlendinger.

Gitt så at landet totalt sett har ubalanse i valutasammensetningen gjennom stor opplåning i utlandet som er benyttet til investeringer i hjemlandet. Hvis hjemlandets valuta svekker seg kraftig øker forpliktelsene målt i lokal valuta uten at eiendelene opplever den samme effekten.

3. *Ubalanse i kapitalstrukturen* forekommer når en sektor får alt for lav egenkapitalandel. Mens renter og avdrag på gjeld må betales til faste tidspunkter, har ikke egenkapitalinvestorer noe lovfestet krav om avkastning. Dermed vil en bedrift med stor egenkapitalandel være bedre rustet mot dårlige tider enn en konkurrent som i stor grad er gjeldsfinansiert.

4. *Insolvens* betyr at gjeldskravene overgår samlede verdier; virksomheten har negativ netto nåverdi. Risikoen for insolvens forsterkes av de tre foregående ubalansene. Eksempelvis vil ubalanse i valutasammensetningen i retning av gjeld nominert i utenlandsk valuta og eiendeler nominert i lokal valuta kunne gjøre en tidligere solvent bedrift insolvent. Det skjer ved en kraftig svekkelse av lokal valuta, som dermed øker forpliktelsene uten å endre verdien av eiendelene.

Begrepet insolvens er intuitivt dekkende for private bedrifter, men må utdypes når vi tenker på myndighetene eller nasjonen som helhet. Myndighetenes netto eiendel er deres evne til å skape primæroverskudd. Dermed er insolvens definert ved samlede, diskonterte primærunderskudd.

3.5. Aksjemarkedet

Selv om gjeldsutviklingen – både vekst i samlet gjeld og sammensetningen mellom kortsiktig og langsiktig gjeld – gir en god indikasjon på hvorvidt det er spekulative tendenser i økonomien, kommer dette fenomenet mye tydeligere frem ved å studere utviklingen i aksjemarkedet.

Det er også nyttig å sammenligne endringene i det lokale aksjemarkedet med endringer i andre markeder. Dette kan gi indikasjoner på om en kapitalflukt stammer fra begivenheter i utlandet eller om det er innenlandske hendelser som er årsaken. På denne måten kan vi avdekke hvorvidt en kapitalflukt kommer som en følge av *smitte* fra andre markeder eller om en pågående kapitalflukt som stammer fra innenlandske forhold forsterkes av begivenheter utenfor landets grenser.

Da aksjemarkedet måler nominelle størrelser, kan endringer i inflasjonstakten gi et galt inntrykk av markedets reelle verdsettelse. Derfor er utviklingen i aksjemarkedet inflasjonsjustert i denne oppgaven slik at endringer i prisnivået ikke skal kunne sammenblandes med fundamentale endringer i markedet.

3.6. Betalingsbalansen

Alle internasjonale transaksjoner registreres i nasjonens *betalingsbalanse* (Gärtner 2003:91-95 gir en god innføring i betalingsbalansens oppbygning og virkemåte). Siden enhver internasjonal transaksjon mellom nasjoner med forskjellig valuta krever kjøp eller salg av den andre nasjonens valuta, er betalingsbalansen samtidig et speilbilde av valutamarkedet. For å forstå utviklingen i valutamarkedet er det dermed viktig å ha kunnskap om hvilke drivere som styrer betalingsbalansen.

Betalingsbalansen deles normalt inn i tre; *driftsbalansen* (CA), *kapitalbalansen* (CP) og *myndighetenes utenlandsbalanse* (OR). Siden et valutakjøp naturlig nok motsvares av et valutasalg, må betalingsbalansen samlet sett alltid gå i null:

- $CA+CP+OR=0$

Driftsbalansen måler

- ✓ strømmen av varer og tjenester mellom nasjoner, altså import og eksport.
- ✓ netto overføringer fra utlandet, eksempelvis gaver eller utviklingshjelp
- ✓ kapitalinntekter på netto fordringer mot utlandet ved inngangen til perioden. Har nasjonen netto gjeld ved inngangen til perioden, blir kapitalkostnadene tilsvarende negative.

I denne oppgaven slås netto overføringer og netto kapitalinntekter/kapitalkostnader sammen til en post, *renter og overføringer*. Samtidig splittes handelsbalansen i *netto varehandel* og *netto tjenestehandel*.

Driftsbalansen kan også ses på som forskjellen mellom nasjonens sparing og investeringer. For å se dette tar vi utgangspunkt i en ligning for driftsbalansen som ekskluderer gaver og andre overføringer – overføringer utgjør vanligvis en såpass liten del av driftsbalansen at de kan ignoreres modellmessig:

- $CA = r \cdot B_{t-1} + (EX - IM)$

r er realrenten på landets netto finansielle posisjon ved inngangen til perioden, B_{t-1} . Så setter vi inn for eksportoverskuddet i henhold til den tidligere presenterte ligningen for BNP:

- $CA = r \cdot B_{t-1} + Y_t - G_t - C_t - I_t = S_t - I_t$

Ligningen over viser at den andel av *nasjonalinntekten* – renteinntekter og produksjonsverdien for perioden – som verken konsumeres av det offentlige eller av private konsumenter, enten investeres i realkapital eller gir et overskudd på driftsbalansen. I motsatt fall, hvis investeringene overgår sparingen S_t , reflekteres dette i et underskudd på driftsbalansen.

Kapitalbalansen angir netto investeringer fra utenlandske kapitaleiere, både private og institusjonelle. Investeringene kan gjøres i realkapital, gjeld- og egenkapitalinstrumenter eller som utlån nominert i utenlandsk valuta. Sammen med myndighetenes aktiviteter i valutamarkedet er kapitalbalansen det finansielle speilbildet av utviklingen i driftsbalansen.

Myndighetenes aktivitet i valutamarkedet summeres opp i *myndighetenes utenlandsbalanse*, som grovt sett angir netto kjøp eller salg av valuta fra sentralbanken. Dette kan enten skje ved direkte valutahandel eller ved kjøp og salg av utenlandske aktiva, gjerne statsobligasjoner. Hvis netto investeringer fra utlendinger er mindre enn et eventuelt driftsbalanseunderskudd må sentralbanken selge utenlandsk valuta for å dekke den negative valutaposisjonen. Da

sentralbanken har begrensede valutareserver er dette en politikk som ikke lar seg gjennomføre over lengre tid.

Dynamikken i betalingsbalansen er med andre ord et viktig instrument for å forklare valutakriser. Anta i denne sammenheng at myndighetene enten ikke vil eller ikke er i stand til å finansiere et underskudd på driftsbalansen. Da er nasjonen avhengig av å tiltrekke seg tilstrekkelige private investeringer for å finansiere driftsbalanseunderskuddet. Hvis det ikke lar seg gjøre må valutakursen, som systemets smøremiddel, svekkes. Dette vil, i henhold til dynamikken presentert tidligere i dette kapitlet, føre til økt eksport og mindre import. Til slutt har landets valuta svekket seg tilstrekkelig til at driftsbalansen igjen er på linje med netto kapitalinnstrømning og valutakursen vil stabilisere seg.

Siden samspeillet mellom driftsbalansen og valutakursen er så tett har mange forsøkt å avgrense hva som er en levelig driftsbalanseutvikling. Dornbusch (2001) har for eksempel hevdet at en vekst i driftsbalanseunderskuddet relativt til BNP på over 4 prosentpoeng i løpet av en periode på 2 til 3 år, bringer landet inn i faresonen hva valutakursens stabilitet angår.

Edwards (1998:12-14) presenterer en noe mer formalisert analyse, der han tar utgangspunkt i hvor stor andel netto finansielle eiendeler utlendinger ønsker å holde i forhold til et lands BNP og veksten i økonomien. Edwards ønsker å definere et opprettholdbart driftsbalanseunderskudd, og ekskluderer dermed myndighetenes intervensjon i valutamarkedet siden en slik praksis uansett bare fungerer på kort sikt hvis landet produserer kontinuerlige underskudd på driftsbalansen. Dermed må underskuddet finansieres av netto kapitalinnstrømning, og gitt at utlendinger ønsker å holde en fast andel k netto finansielle eiendeler i prosent av BNP, og økonomien vokser med g prosent årlig, kan landet ha et driftsbalanseunderskudd i prosent av BNP gitt ved:

- $CA/Y = g * k$

Selv om dette også er en relativt snever modell, forteller den oss i alle fall at økonomien tåler et større driftsbalanseunderskudd ved høy vekst enn ved en lavere veksttakt. Dette virker naturlig, da god vekst betyr gode forretningsmuligheter og større insentiver for kapitalinnstrømning. En reduksjon i k – eksempelvis som følge av frykt for en valutakrise – vil naturlig nok også redusere størrelsen på et opprettholdbart driftsbalanseunderskudd.

Obstfeld og Rogoff (1996:71-74) har på sin side utviklet en dynamisk modell som tar utgangspunkt i *permanentinntektshypotesen* for konsum. I permanentinntektshypotesen ligger det at konsumentene ønsker å fordele konsumet mest mulig likt over alle perioder. Med andre ord vil konsumet bare øke like mye som en eventuell inntektsøkning hvis denne er varig og kan forventes også i kommende perioder. En midlertidig inntektsøkning resulterer derimot bare i en liten økning i konsum, fordi inntektsøkningen fordeles på alle perioder i henhold til konsumentenes diskonteringsfaktor. Ved å bruke denne sammenhengen utleder Obstfeld og Rogoff følgende ligning for en liten, åpen økonomi:

$$\bullet \quad CA_t = (Y_t - Y^*) - (I_t - I^*) - (G_t - G^*)$$

Variablene Y^* , I^* og G^* er permanentverdiene til henholdsvis BNP, investeringer og offentlig konsum. Hvis landet har unormalt høy produksjonsverdi i en periode, unormalt lave investeringer eller unormalt lavt offentlig konsum bør det altså være overskudd på driftsbalansen. Dette faller naturlig, da landet bør spare til tider hvor produksjonen faller tilbake eller investeringer og utgifter øker. Tilsvarende vil eksempelvis oppdagelse av naturressurser gjøre det optimalt å investere unormalt mye med et påfølgende driftsbalanseunderskudd for å ta ut det nye produksjonspotensialet. Dette vil forhåpentligvis gi høyere produksjon i de årene naturressursene varer og dermed også et driftsbalanseoverskudd hvis landet fortsatt tilpasser seg optimalt. Altså brukes det internasjonale kapitalmarkedet til å glatte ut svingninger i produksjon og utgifter så dette ikke skal påvirke konsumbeslutningene.

3.7. Finansinstitusjonene

Finansinstitusjonene har som oppgave å kanalisere midler til personer og bedrifter med produktive investeringsprosjekter (Mishkin 2001b gir en god drøftelse av finansielle kriser). Siden låntaker nærmest pr definisjon kjenner bedre til prosjektets muligheter og egen vilje til å jobbe for at prosjektet skal bli vellykket, har vi *asymmetrisk informasjon* mellom låntaker og långiver. Denne kan tilskrives to kilder; ugunstig utvalg og moralsk hasard.

Ugunstig utvalg er en utfordring for finansinstitusjonene i beslutningsprosessen rundt kredittytelser. Problemet er at det i første rekke er investorer med meget risikofylte prosjekter som søker lånefinansiering, da et positivt utfall gir stor profitt til eierne mens en konkurs i hovedsak blir en byrde for långiver. Jo høyere rentene er, desto større er sannsynligheten for at prosjektet det søkes om lån til har høy risiko da suksess i så tilfelle gir såpass høy profitt at

prosjektet er lønnsomt for eierne på tross av de høye rentekostnadene. Finansinstitusjonene på sin side ønsker mer sikre prosjekter for å unngå tap. Samlet sett medfører dette at totale utlån ikke blir så høye som verken gründerne eller finansinstitusjonene ønsker ved perfekt informasjon.

Moralsk hasard viser til interessekonflikten mellom långiver og låntaker etter at finansiering er på plass og prosjektet skal iverksettes. Långiver ønsker selvfølgelig at låntaker skal disponere de utlånte midlene slik at avkastningen på prosjektet blir høyest mulig. Låntaker på sin side kan ha andre mål. Vi kan tenke oss at han ønsker å jobbe så lite som mulig eller gjøre investeringer som øker hans egen makt eller komfort, eksempelvis bygge et flott hovedkvarter. Da overvåking og styring er kostbart og ofte ikke tilstrekkelig fungerende, vil moralsk hasard i likhet med ugunstig utvalg føre til at finansinstitusjonene låner ut mindre enn de ville gjort ved perfekt informasjon.

Moralsk hasard må ikke nødvendigvis utøves av låntaker, men kan også gjelde långiver. Dette gjelder i situasjoner hvor långiver vet – eller i alle fall tror med stor sannsynlighet – at myndighetene eller internasjonale institusjoner vil steppe inn og redde finansinstitusjonene hvis låntager går konkurs. I så tilfelle bærer heller ikke långiver hele risikoen ved tap, og har dermed insentiver til å låne ut til mer risikable prosjekter enn han ellers ville gjort.

En *finanskrise* oppstår ved en forstyrrelse i finansmarkedene som forverrer problemene med ugunstig utvalg og moralsk hasard, så finansmarkedene ikke lenger kanalisere finansiering effektivt til de mest lønnsomme investeringsprosjektene. Resultatet kan bli en betydelig nedgang i landets økonomiske aktivitet.

3.8. Kategorisering av valutakriser

Litteraturen om valutakriser har utviklet seg etter hvert som nye situasjoner har oppstått. Felles for alle teoriene er at de tar utgangspunkt i en nasjon som stabiliserer valutakursen. Så oppstår det et angrep på valutaen som det respektive lands sentralbank ikke klarer å demme opp for ved å selge utenlandsk valuta – valutaeservene er for små – og til slutt må den stabile valutakursen oppgis. I følge Park og Lee (2001:4) er resultatet en *valutakrise* hvis valutaen svekker seg med minst 25 % fra ett kvartal til det neste, gitt at denne svekkelsen er 10 % større enn forrige kvartalsvise endring

Det er vanlig å dele dagens modellflora opp i tre *generasjonsmodeller* (Røisland & Stæhr 1998:78-81 gir en kortfattet innføring i de ulike modellene):

3.8.1. Førstegenerasjonsmodeller

Førstegenerasjonsmodellene har sitt utspring i en artikkel Paul Krugman (1979:311-325) skrev på slutten av 70-tallet. I denne modellen og i kommende modeller av samme type fører myndighetene en økonomisk politikk som ikke er konsistent med en fast valutakurs; i Krugmans artikkel finansierte styresmaktene sine underskudd ved *seignorage*. Den påfølgende høye inflasjonen gir realappresiering og dermed svekket konkurransevne for konkurranseutsatt næringsliv. Etter hvert er konkurransevnen så svekket at det oppstår et uholdbart underskudd på driftsbalansen, som sentralbanken prøver å dekke inn ved å selge utenlandsk valuta. Markedet ser at sentralbanken kommer til å gå tom for reserver, og innleder et angrep på valutaen som ender med at sentralbanken må oppgi fastkurssystemet.

Da bruk av *seignorage* i stor skala er et lite utbredt fenomen i dag, er det vanlig å justere noe på Krugmans opprinnelige modell. Dornbusch (2001:1) definerer eksempelvis denne typen kriser som *slow motion* kriser, altså et resultat av *varige ubalanser* i realøkonomien som til slutt gir en uunngåelig kollaps for fastkursregimet. For eksempel kan det være at finanspolitikken produserer kontinuerlige underskudd som må finansieres i kapitalmarkedet, og med jevne mellomrom er denne praksisen nødt til å bryte sammen fordi potensielle investorer er av den oppfatning at staten ikke tåler en større gjeldsbyrde. Investorene anser altså risikoen for konkurs som for stor, og tilbyr ikke lenger finansiering. Dermed må valutaen svekke seg for å bedre konkurransevnen slik at økonomien får en opptur, skattebasen øker og staten får større inntekter og et mindre underskudd som må finansieres. Som tidligere beskrevet vil også økt vekst gi en lavere gjeld i andel av BNP, noe som bedrer kredittverdigheten ytterligere sammen med reduserte underskudd. Dermed kan staten igjen få den finansieringen den trenger.

3.8.2. Andre generasjonsmodeller

Mens førstegenerasjonsmodellene fokuserer på de varige ubalansene, tar andre generasjonsmodellene for seg en mer tvetydig økonomisk situasjon (Obstfeld 1986 er et

godt utgangspunkt for en mer omfattende drøftelse av disse modellene). Den økonomiske utviklingen viser svakheter – eksempelvis en rimelig høy arbeidsledighet – som gir insentiver til devaluering, men samtidig er det ikke

Mer spesifikt bruker myndighetene valutakursen for å oppnå bestemte politiske mål og kan selv velge hvilke som skal følges. Eksempelvis vil myndighetene ønske å forsvare fastkursen for å opprettholde prisstabilitet og sikre fremtidig troverdighet. På den annen side har myndighetene incentiver til devaluering da dette styrker eksportindustrien og importkonkurrerende industri i hjemlandet og således virker positivt på arbeidsmarkedet. En devaluering vil altså ikke skje før kostnadene ved å opprettholde fastkursregimet er større enn fordelene ved devalueringen.

Det interessante med andregenerasjonsmodellene er at de tar hensyn til hvordan markedsaktørenes *oppfattning* av styresmaktenes holdninger kan utløse en devaluering selv når styresmaktene føler at kostnadene ved en devaluering er høyere enn nytten. Med andre ord ønsker myndighetene å opprettholde det gjeldende nivået på valutakursen, men så fører selve spekulasjonen mot regimet til at sentralbanken ikke lenger klarer å forsvare valutakursen. Svekkelsen – og den eventuelle valutakrisen hvis valutaen svekker seg tilstrekkelig til å oppfylle definisjonen fra Park & Lee – er da et resultat av *selvoppfyllende forventninger*.

I praksis er det vanskelig å avgjøre hvorvidt et angrep på valutaen og påfølgende devaluering skyldes selvoppfyllende forventninger eller ville funnet sted uavhengig av publikums forventninger. En grunn til dette er myndighetenes insentiv til å hevde at det var markedsaktørene som utløste krisen. Dermed kan de fraskrive seg ansvaret for devalueringen, selv om det i realiteten var fundamentale forhold – eksempelvis en uholdbar finanspolitikk – som utløste krisen.

3.8.3. Tredjegerasjonsmodeller

Mange av tredjegerasjonsmodellene faller inn under den såkalte *Balance Sheet Approach* (Allen m.fl. (2002) gir en innføring i disse modellene). Altså er ikke lenger strømmen som driftsbalansen eller offentlige budsjettunderskudd i fokus, men beholdningen av eiendeler og gjeld på et gitt tidspunkt og endringer i denne beholdningen.

Økonomien deles gjerne inn i tre sektorer i disse modellene; myndighetene (inklusive sentralbanken), den private finanssektoren og privat, ikke-finansiell sektor (husholdninger og bedrifter). De forskjellige sektorene har fordringer og gjeld seg i mellom og mot utenlandske debitorer og kreditorer. Med andre ord kan en sektor være svært gjeldstynget uten at dette fremkommer av aggregerte tall fordi en annen innenlands sektor har tilsvarende fordringer. Derfor er en sektormessig oppsplitting viktig ved en analyse av nasjonens gjeld og fordringer.

Analysen av den enkelte sektor skjer i henhold til ubalansene drøftet under delkapittelet om gjeldsutvikling, altså ubalanse i *forfallsstrukturen*, ubalanse i *valutasammensetningen*, ubalanse i *kapitalstrukturen* og *insolvens*.

Går vi enda et steg tilbake, og ser på hvordan slike ubalanser i enkelte sektorer får bygge seg opp, mente blant annet Krugman (1998) at det er viktig å bruke teori som i utgangspunktet anvendes for å forklare finanskriser. Spesielt *moralsk hasard* kan være et viktig element, eksempelvis fordi finansinstitusjonene bygger opp balanser som innehar en eller flere av de nevnte ubalansene fordi gevinsten blir høy hvis alt går bra. Oppstår det en konkurs, regner derimot eierne med at staten vil gå inn og dekke deres tap.

Blir ubalansene for store, kan et sjokk – redusert vekst, smitte fra utlandet, endrede forventninger, osv – utløse en kapitalflukt som lammer økonomien som følge av effekten kapitalflukten har på balansene i den eller de sektorene som er i ubalanse finansielt sett. Dette forsterker kapitalflukten siden investorene er redde for å tape sine verdier i de påfølgende konkursene, spesielt hvis de innser at styresmaktene ikke vil eller har evne til å oppfylle de garantiene markedet trodde var til stede. Til slutt innser sentralbanken at den ikke har store nok reserver til støttekjøp og valutaen slippes fri.

3.9. Oppsummering

Bruttonasjonalproduktet (BNP) er et konvensjonelt mål på realøkonomisk utvikling. Endringen i BNP og hvilke sektorer som leder an gir sammen med utviklingen i landets arbeidsledighet et godt realøkonomisk bakteppe for drøftelse av valutakriser.

Når det gjelder valutakurser er det viktig å skille mellom den nominelle valutakursen og realvalutakursen. Mens førstnevnte ikke gir annen informasjon enn prisen på utenlandsk

valuta målt i hjemlig valuta, er det endringer i realvalutakursen som er avgjørende for utviklingen på handelsbalansen. Prøver eksempelvis myndighetene å holde en fast nominell valutakurs samtidig som hjemlandets prisstigning er høyere enn i utlandet, får vi realappresiering som til slutt kan gi behov for en kraftig svekkelse av den nominelle valutakursen for å gjenopprette levelige konkurranseforhold.

Høy prisvekst relativt til utlandet kan skyldes tidsinkonsistens i pengepolitikken, der myndighetene prøver å presse produksjonen over et effektivt nivå gitt landets ressurser, med det resultat at det eneste som stiger er prisene på innsatsfaktorer og sluttprodukter. En annen årsak kan være myndighetenes bruk av *seignorage* – monetarisering av gjelden. Utstrakt bruk av *seignorage* kan føre til at publikum reduserer sin pengebeholdning relativt til prisnivået, noe som kan ende med hyperinflasjon.

For å redusere muligheten for særegen prisvekst velger mange umodne økonomier å binde valutakursen mot en mer stabil valuta. Dette gir en direkte effekt på inflasjonen ved at prisen på handlede varer nå er bestemt av verdensmarkedsprisene. En indirekte effekt oppstår også hvis publikum tror at myndighetene vil lykkes med sin fastkurspolitikk, siden hensynet til realvalutakursen gjør at landet ikke kan ha en særegent høy prisstigning hvis den nominelle valutakursen skal ligge fast. Dermed faller inflasjonsforventningene og således også inflasjonen siden publikum ikke godtar større prisendringer.

En valutakrise behøver imidlertid ikke å stamme fra inflasjonsmessige årsaker. En annen mulighet er store statlige underskudd som riktignok finansieres i markedet, men underskuddet i seg selv og lavere vekst i økonomien enn statens rentekostnader gir høyere gjeld i prosent av BNP som igjen gir høyere gjeldskostnader og mulighet for insolvens.

Insolvens kan også ramme andre deler av økonomien, det samme kan ubalanse i forfallsstrukturen, valutasammensetningen eller kapitalstrukturen. Felles for alle ubalansene er at de kan spille en viktig rolle i utviklingen av valutakriser ved å gi kortsiktige eller langsiktige betalingsproblemer.

Utviklingen i aksjemarkedet er viktig fordi den kan gi gode indikasjoner på hvorvidt valutakrisen har en sammenheng med utviklingen i andre land, eksempelvis ved at det hjemlige aksjemarkedet faller kraftig samtidig som det oppstår en kritisk situasjon i utlandet.

Betalingsbalansen består av alle transaksjoner i et lands valuta, og står dermed sentralt i enhver valutakrise. Ikke nødvendigvis som grunnleggende årsak, men som en transmisjonsmekanisme mellom andre ugunstige forhold og valutakursen. Betalingsbalansen deles opp i driftsbalansen, kapitalbalansen og myndighetenes utenlandsbalanse. Ved underskudd på driftsbalansen over lengre tid kan vi se på kapitalbalansen som den finansielle motposten til driftsbalansen – med myndighetenes utenlandsbalanse som et justerende element – siden myndighetene ikke har ubegrensede reserver til å betale for hjemlandets netto betalingsforpliktelse mot utlandet. Hjemlandet er derfor avhengig av en netto kapitalinnstrømning ved varige underskudd på driftsbalansen, ellers må valutaen til slutt devalueres for å gi en gunstigere realvalutakurs og således en forbedring i handelsbalansen.

Valutakriser forekommer gjerne i sammenheng med finansielle kriser. En finansiell krise oppstår ved en forstyrrelse i finansmarkedene som gjør problemene med ugunstig utvalg og moralsk hasard verre, så finansmarkedene ikke lenger kan kanalisere finansiering effektivt til de mest lønnsomme investeringsprosjektene. Dette gir redusert realøkonomisk aktivitet, og gjerne også kapitalflukt fra landet. Begge deler gir økt sannsynlighet for en valutakrise.

Det er vanlig å kategorisere valutakriser som første- andre- eller tredjegerasjons valutakriser. I førstegerasjons valutakriser er den grunnleggende årsaken varige ubalanser mellom den realøkonomiske utviklingen og fastkursregimet. Ofte er det kontinuerlige offentlige underskudd som står i sentrum, og til slutt får ikke landet lenger nødvendig kreditt og går mot konkurs. Dette fører til at myndighetene selv eller markedet svekker valutaen kraftig for å stimulere til en mer gunstig økonomisk utvikling og med det bedre offentlige budsjetter.

I andregerasjons valutakrisemodeller legges det vekt på motstridende insentiver for myndighetenes fastkurspolitikk. På den ene siden kan det være svak realøkonomisk utvikling som gjør det fornuftig å devaluere, men samtidig er ikke ubalansene så store at landets finansielle posisjon er truet. På den annen side er det insentiver til å opprettholde fastkursregimet ettersom en devaluering vil skape inflasjonspress direkte og samtidig svekke publikums forventninger til stabilitet i fremtidig prisutvikling. Valutakrisen oppstår når markedet begynner å tro at myndighetenes preferanser heller i retning av devaluering, og det er markedet oppfatning i seg selv som er avgjørende årsak for myndighetenes devaluering.

Mange av tredjegerasjonsmodellene tar utgangspunkt i den såkalte Balance Sheet Approach, som fokuserer på ubalanser i forfallsstrukturen, valutasammensetningen, kapitalstrukturen og insolvens. Oppstår det for store ubalanser av disse typene, knekker hele eller deler av økonomien midlertidig sammen. Det gir kapitalflukt og kraftig svekkelse av valutaen. Moralsk hasard spiller en viktig rolle i oppbygningen av disse ubalansene.

4. MEXICO

Etter at turbulensen rundt gjeldskrisene på 80-tallet roet seg, fulgte en periode med betydelig mindre interesse rundt utviklingen i *emerging markets*. Da den såkalte *Tequila-krisen* brøt ut i Mexico i årsskiftet 1994-1995, var det en påminnelse til alle om at utvikling og liberalisering i de nyindustrialiserte landene fortsatt kunne ryste grunnvollene i internasjonale finansmarkeder. Krisen i Mexico markerte altså startskuddet for en ny turbulent periode i verdens nyindustrialiserte nasjoner.

4.1. Historisk bakgrunn

Fra slutten av 30-tallet benyttet mexicanske myndigheter en *importsustituerende industrialiseringsstrategi (ISI-strategi)* som hovedprinsipp i utviklingen av mexicansk økonomi (Peters 2001:123-143). Bakgrunnen for en slik strategi er delvis merkantilistisk, da man ser på import som tapte arbeidsplasser ettersom produksjonen er gjort i utlandet. Ved å stå for produksjonen selv tilegnet mexicanske bedrifter seg nødvendig kunnskap og bidro til videreutvikling av økonomien samtidig som presset på handelsbalansen og driftsbalansen skulle avta.

Praksis viste en sterk økonomisk vekst; BNP pr capita steg i gjennomsnitt med 3,3 % pr år i perioden 1940-81 (Peters 2001:143). Driftsbalansen fikk derimot en stadig mørkere rødfarge. Dette skjedde imidlertid i takt med økte oljepriser, som i følge drøftelsen i teorikapittelet skal øke driftsbalanseunderskuddene for et oljerikt land da det er optimalt å investere for å høste inntektene i fremtiden. Mens eksempelvis Norge mestret denne dynamikken meget godt fra 70-tallet og utover, tok optimismen overhånd i Mexico og ledet landet inn i en gjelds- og valutakrise i 1982 (Blaine 1998:48).

Da oljeprisene stupte i 1986 innså myndighetene at den økonomiske politikken hadde behov for en omfattende revitalisering (Peters 2001:125). Landet trengte andre eksportartikler enn olje for å finansiere sine forpliktelser til utlandet og den importen landet ikke hadde ressurser til å produsere selv.

Sent i 1987 inngikk dermed de viktigste fagforeningene, myndighetene og næringslivet den første av en rekke omfattende avtaler og rammeverk for mexicansk økonomi. Disse avtalene, *Pacto Económico*s, ville i følge styresmaktene gi større åpenhet i økonomien og eksportledet vekst (Peters 2001:126).

I følge Peters (2001:126-127) sto fem punkter sentralt i den nye økonomiske politikken:

1. *Nøytralitet i næringspolitikken* for mer rettferdig konkurranse om ressursene og store besparelser for myndighetene gjennom fjerning av eksisterende subsidier.
2. *Stram pengepolitikk* fra sentralbanken for å holde offentlige budsjetter i sjakk, kontrollere inflasjon og oppmuntre til kapitalinnstrømning.
3. *Binding av valutakursen* mot USD
4. *Privatisering* av bankene myndighetene tok over etter krisen i 1982 og statlige bedrifter.
5. *Autorisasjon* av noen få fagforeninger som forhandlet med myndighetene og bedriftene.

I tillegg til de interne reformene gjorde mexicanske myndigheter grep mot utlandet, blant annet ved å intensivere pågående gjeldsforhandlinger. Gjennom hele 80-tallet arbeidet styresmaktene med reduksjon av utenlandsgjelden, og på tross av enkelte mindre avtaler var det først i 1989 – ved den såkalte *Brady planen* – at det virkelige gjennombruddet kom (Blaine 1998:50). Store summer av hovedstolene falt bort, samtidig som Mexico fikk bedre rentebetingelser. Samlet sett falt nåverdien av utenlandsgjelden med 5 milliarder USD i 1989, etterfulgt av hele 15 milliarder i løpet av de første månedene i 1990. I sum representerte dette en samlet reduksjon på 20 % av gjelden Mexico hadde til utlandet ved begynnelsen av 1989 (Vilatela, 1990:F13). Som et bevis på den internasjonale anerkjennelsen av mexicanernes arbeid med å rette opp egne ubalanser stilte IMF, Verdensbanken og japanske myndigheter til sammen 6 milliarder USD til rådighet for å avhjelpe nedbetaling av gjeld og utestående renter (Blaine 1998:50).

Myndighetene la også vekt på fortgang i handelsliberaliseringen. For en økonomi som siktet mot eksportledet vekst var det særdeles viktig å få etablert gode kanaler ut mot det internasjonale markedet. Et viktig gjennombrudd var deltagelse i det internasjonale handelssamarbeidet som foregikk gjennom *General Agreement on Tariffs and Trade (GATT)*, noe som ga tariffreduksjoner og bedre markedsadgang (Blaine 1998:50).

Et annet gjennombrudd var etableringen av et frihandelsområde med USA. Dette var en prosess som startet allerede i etterkant av gjeldskrisen i 1982, og var minst like mye et ønske fra USA som fra mexicansk side. Washingtons menn fryktet i etterkant av gjeldskrisen en strøm av illegale immigranter fra Mexico, og med Stolper-Samuelsons *faktorprisutjevningsteorem* – handel i varer og tjenester kan ha samme effekt på faktoravlønningen som faktormobilitet – som teoretisk grunnlag startet nedbyggingen av handelsbarrierene mot Mexico (Palma 2005:944). USAs myndigheter håpet altså at økt økonomisk samkvem med Mexico ville gjøre det mulig for mexicanerne å oppnå høyere faktoravlønning gjennom utnyttelse av sine komparative fortrinn, hvilket ville dempe strømmen av immigranter fra Mexico til USA.

Det Nord-amerikanske frihandelsområdet ble altså en *de facto* realitet lenge før den formelle realiseringen av *North American Free Trade Agreement (NAFTA)* i 1994. Et godt eksempel i så måte var gjennomsnittlige tollsatser på mexicanske varer i USA. Disse var på bare 4 % allerede i 1992, hvilket betydde at handelsbarrierene mellom USA og Mexico var lavere enn landene hadde forpliktet seg til gjennom *GATT* i god tid før *NAFTA* trådte i kraft (Nasar 1992:D2).

Mexicanske myndigheter gjennomførte også endringer som gjorde det lettere og mer attraktivt for utenlandske investorer å tre inn i det mexicanske markedet, enten industrielt eller finansielt (Palma 2005:944). Faktisk var begrensningene på kapitalflyt minimale allerede sent i 1989 (Edwards 1998:10). Hensikten var mest sannsynlig å trekke på utenlandsk kunnskap innen eksempelvis produksjon, markedsføring og finansieringsløsninger. I tillegg ble det lettere å reise kapital til større investeringer i det man kom nærmere det internasjonale finansmarkedet.

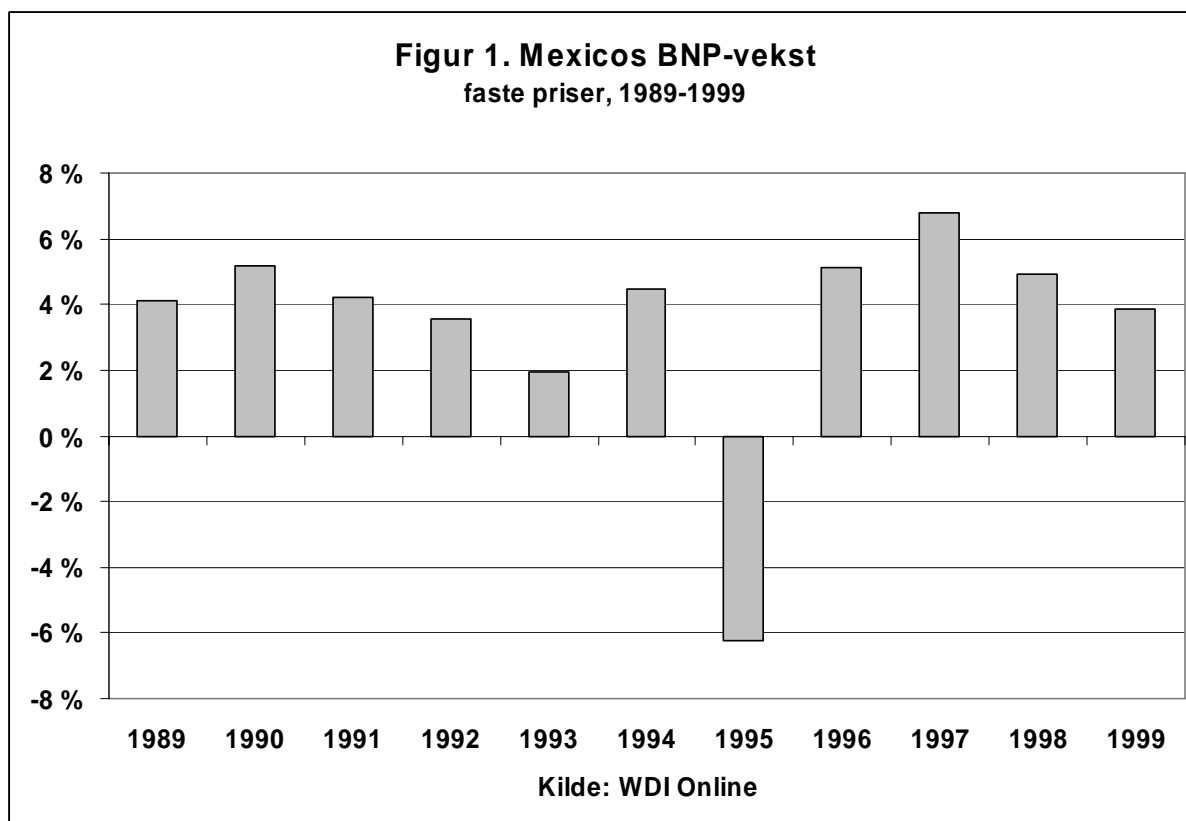
Tiden som problembarn så ut til å være over for Mexico ved inngangen til 90-tallet. Verdensopinionens syn på landet illustreres best med et sitat fra *The New York Times*

(Vilatela 1990:F13): *"Mexico is facing the last years of the century with great expectations and optimism. (...), Mexico has the chance to develop and to play a major role in the world economy (...). Mexico will not pass up this opportunity."*

4.2. Realøkonomisk utvikling

De viktigste årsakene til den store optimismen rundt Mexicos fremtid var politisk basert. Selv om det dominerende politiske partiet *Det Institusjonelle Revolusjonære Parti (PRI)* vant valget i 1988 på mistenkelig vis (Starr 1999:40), hadde de endelig satt i gang prosesser for å få fart på utviklingen av Mexico. Strukturelle reformer og ikke minst åpningen av markedet gjennom inntredenen i *GATT*-samarbeidet og oppbygningen mot *NAFTA* gjorde at store strømmer utenlandsk kapital nå fant veien til Mexico. Eksempelvis vektet utenlandske investorer seg kraftig opp i mexicanske verdipapirer, med det resultat at netto porteføljeinvesteringer i landet var tolv ganger så store i 1991 som de hadde vært i 1989 (WDI Online).

Selv om veksten ikke var overdrevent høy på begynnelsen av 90-tallet, var den relativt sterk og tilsynelatende robust. Som vi ser i figur 1 opplevde Mexico en gjennomsnittlig, årlig vekst i BNP på rundt 3-4 % i årene 1989-1994.



Splitter vi opp veksten, var ikke bildet fullt så positivt hvis vi tenker på evnen til å opprettholde veksttaket over tid. Med så mye kapital på vei inn i landet ville det nemlig vært naturlig om veksten var investeringsdrevet. Det var ikke tilfellet. Mens investeringer utgjorde rundt 22,5 % av BNP i 1988, falt denne andelen til under 22 % i 1994 (WDI Online). Altså vokste investeringene tregere enn BNP generelt og ledet ikke an i den økonomiske veksten.

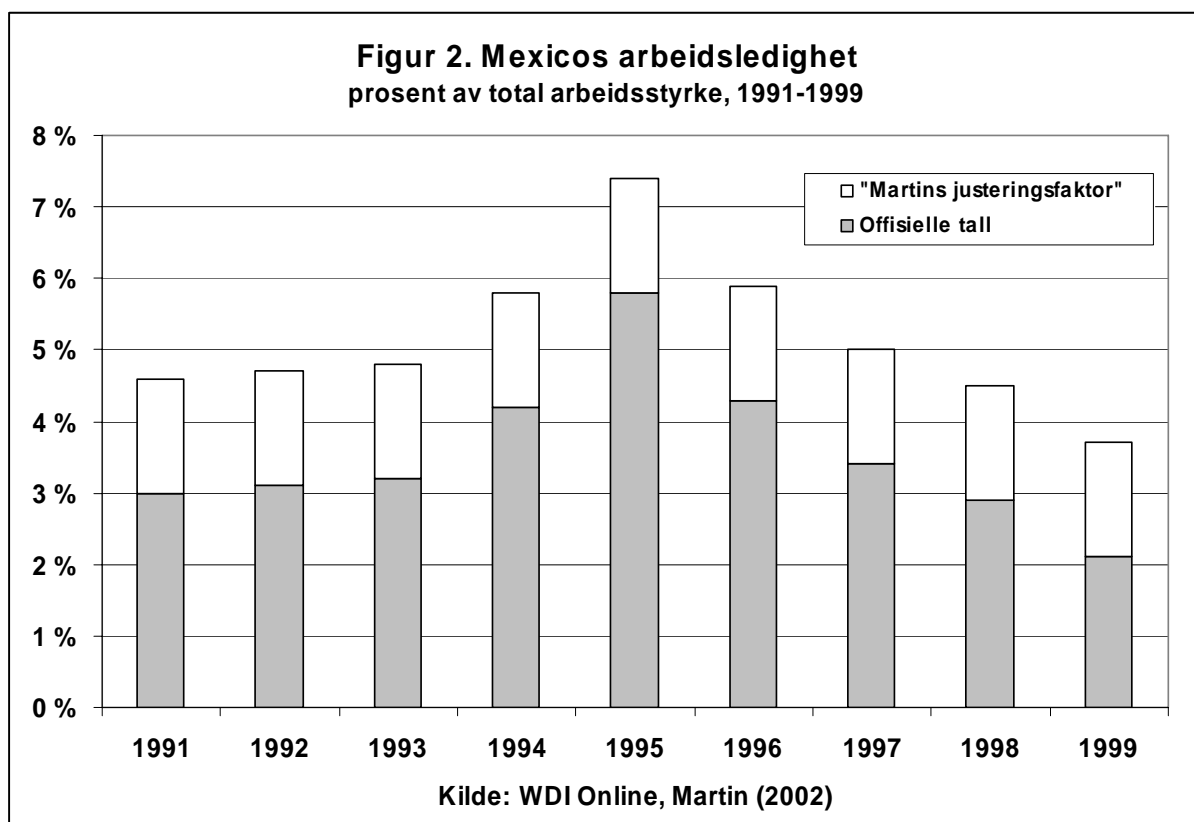
Det gjorde derimot konsumet. Samlet konsum økte sin andel av BNP fra ca. 76 % i 1988 til nesten 83 % i 1994 (WDI Online). De første årene var det private konsumenter som stod for mesteparten av veksten, mens det i 1993 og 1994 var myndighetene som ledet an. Med andre ord var veksten i Mexico på begynnelsen av 90-tallet konsumdrevet. En konsumdrevet vekst er ikke i seg selv negativt, men når det skjer i en periode med stor kapitalinnstrømning betyr det at forbruksveksten finansieres med lånte midler. Disse må på et eller annet tidspunkt betales tilbake, og tregheter i konsumentenes tilpasning ved en eventuell kapitalflukt kan fort gi en finansiell krise.

Valutakrisen sent i 1994 og den realøkonomiske krisen året etter hadde imidlertid også mange andre aspekter som vi kommer tilbake til. Her nøyer vi oss med å konstatere at både

investeringer og konsum ledet an i den kraftige kontraksjonen i 1995, mens en sterk forbedring i handelsbalansen dempet noe av fallet.

Årene som fulgte bar preg av ny vekst i mexicansk økonomi. Nå kom endelig investeringsboomen, og investeringenes andel av BNP økte fra 20 % i 1995 til over 23,5 % i 1999 (WDI Online). Altså var veksten i disse årene i alle fall delvis investeringsdrevet.

Snur vi oss til det mexicanske arbeidsmarkedet, ser vi at rapporterte arbeidsmarkedstall viste et gjennomgående lavt ledighetsnivå. Ifølge Martin (2000:4-5) var ikke disse tallene sammenlignbare med vestlige ledighetstall av to grunner. For det første inkluderte de ikke permitterte eller personer som skulle starte i ny jobb innen 30 dager. For det andre regnet mexicanske myndigheter personer som jobbet ulønnet under 15 timer i uken for små familiebedrifter som en del av arbeidsstyrken, en statistikkføring vestlige land ikke praktiserer. Gjennom sitt arbeid fant Martin at det mexicanske ledighetsnivået måtte justeres opp med 1,6 % i gjennomsnitt på 90-tallet for å være mer sammenlignbare med ledighetstall i Europa og USA. Denne justeringen fremkommer i figuren under.



Fremdeles er tallene relativt lave for perioden som helhet. Martin (2000) pekte i den sammenheng på at Mexico ikke hadde noen form for arbeidsledighetstrygd, ergo var det små insentiver til å melde seg arbeidsledig. Det kan være en viktig årsak til de relativt lave tallene også etter justeringer.

Uansett ser vi at ledigheten økte med ett prosentpoeng i 1994 og nådde en klar topp i året som fulgte. Martin (2000) mente ledighetsøkningen måtte ses i sammenheng med at dårligere økonomiske tider også gir en stor overføring fra formelle jobber til arbeid for mindre familiebedrifter, gjerne ulønnet. Effekten er kraftig fall i reallønnen, noe Martin påsto var tilfelle i Mexico i 1995. Resultatet var at mexicanske reallønninger holdt seg godt under nivået før krisen til slutten av 90-tallet.

Den oppadgående trenden i ledigheten før krisen kan tyde på at veksten på begynnelsen av 90-tallet ikke kom det brede lag i folket til gode. I tiden etter den realøkonomiske krisen i 1995 klarte imidlertid mexicanerne å presse ledigheten stadig lenger ned, og i 1999 var den offisielle arbeidsledigheten lavere enn ved inngangen til 90-tallet.

4.3. Pengepolitikk og nominelle størrelser

Som tidligere nevnt var bindingen av mexicanske *Peso* mot USD en viktig del av *Pacto*. I følge Meigs (1997) skulle ikke den faste valutakursen bare dempe inflasjonspresset, men også fungere som et lett observerbart mål på hvorvidt sentralbanken – *Banco de México* – holdt sin del av de omfattende avtalene på slutten av 80-tallet. Dermed var valutapolitikken til en viss grad prestisjepreget, hvilket gjorde det vanskelig for sentralbanken å devaluere hvis økonomiske forhold tilsa det.

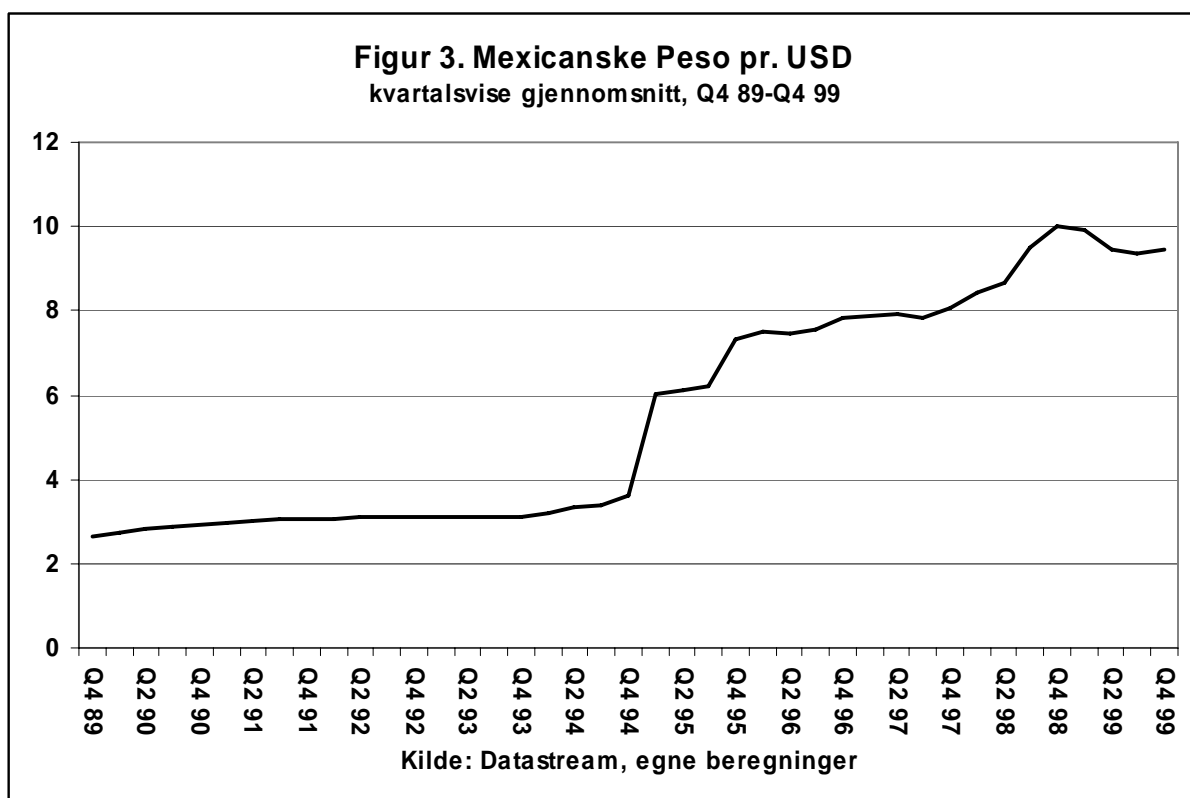
Banco de México satte i verk sitt fastkursregime 1. mars 1988 (Meigs 1997). Ut året holdt sentralbanken et fast kurs, før valutaen fikk lov til å svekke seg gradvis i tiden som fulgte. Denne strategien lot valutakursen rette opp noe av inflasjonsskjevhetene mot USA og således dempe presset på realvalutakursen.

I slutten av 1991 la sentralbanken om fastkurspolitikken (Meigs 1997). *Banco de México* innførte i stedet for en offisiell valutakurs et ”bånd” valutaen kunne svinge innenfor. På denne måten eliminerte sentralbanken noe av de mest kortsiktige kapitalplasseringene som

spekulerte i små avvik fra den offisielle valutakursen. Valutabåndet fikk et ”gulv” på 3,0512 *Peso* pr USD, mens det opprinnelige ”tak

et” var 3,0864 *Peso* pr USD. Deretter skulle taket øke med 0,0002 *Peso* per dag, en veksttakt sentralbanken opprettholdt til 20. oktober 1992. Fra denne datoen måtte man ut med 0,0004 *Peso* ekstra per dag for å kjøpe en USD. Som vi kommer tilbake til representerte selv den nye reguleringen av båndene bare en årlig depresiering på rundt 5 %, hvilket var mye lavere enn inflasjonsforskjellene slik de fremkommer i figur 4.

Banco de México prøvde med andre ord en delvis tilpasning av valutakurspolitikken til de rådende inflasjonsforskjellene, men klarte ikke å gjøre kapitalmarkedet fornøyd. En storstilt kapitalflukt i 1994 førte til at sentralbanken måtte devaluere 20. desember samme år. Markedet mente imidlertid at devalueringen ikke var tilfredsstillende, så de to neste dagene måtte *Banco de México* ifølge Blaine (1998:1) bruke til sammen fire milliarder USD på å forsvare den nye valutakursen. Dermed hadde ikke sentralbanken noe annet valg enn å legge om til flytende kurs fra 22. desember og se valutaen stupe i verdi. Svekkelsen av *Peso* fortsatte i årene fremover, med det resultat at publikum og investorer sent i 1999 måtte ut med over tre ganger så mange *Peso* pr. USD som ved begynnelsen av 1994, jamfør figur 3.



Går vi tilbake til inflasjonen var denne i stor grad et resultat av de store kapitalinnstrømningene på begynnelsen av 90-tallet. I perioden desember 1989 til desember 1993 utstedte sentralbanken 61,7 milliarder *Peso* for å stagge meget investeringsvillige utlendinger (Meigs 1997). Samtidig klarte myndighetene og sentralbanken bare å trekke inn 36,7 milliarder *Peso* gjennom utstedelse av statsobligasjoner. Dermed økte monetær base med 25 milliarder *Peso* som følge av kapitalinnstrømning i perioden, hvilket måtte få konsekvenser for inflasjonen. Monetarisismens grunnlegger *Milton Friedman* hevdet at ”inflation is always and everywhere a monetary phenomenon”, altså stammer inflasjon fra en større vekst i pengemengden enn realøkonomiske behov. Denne sammenhengen har vist seg svært vanskelig å motbevise, også i Mexicos tilfelle.

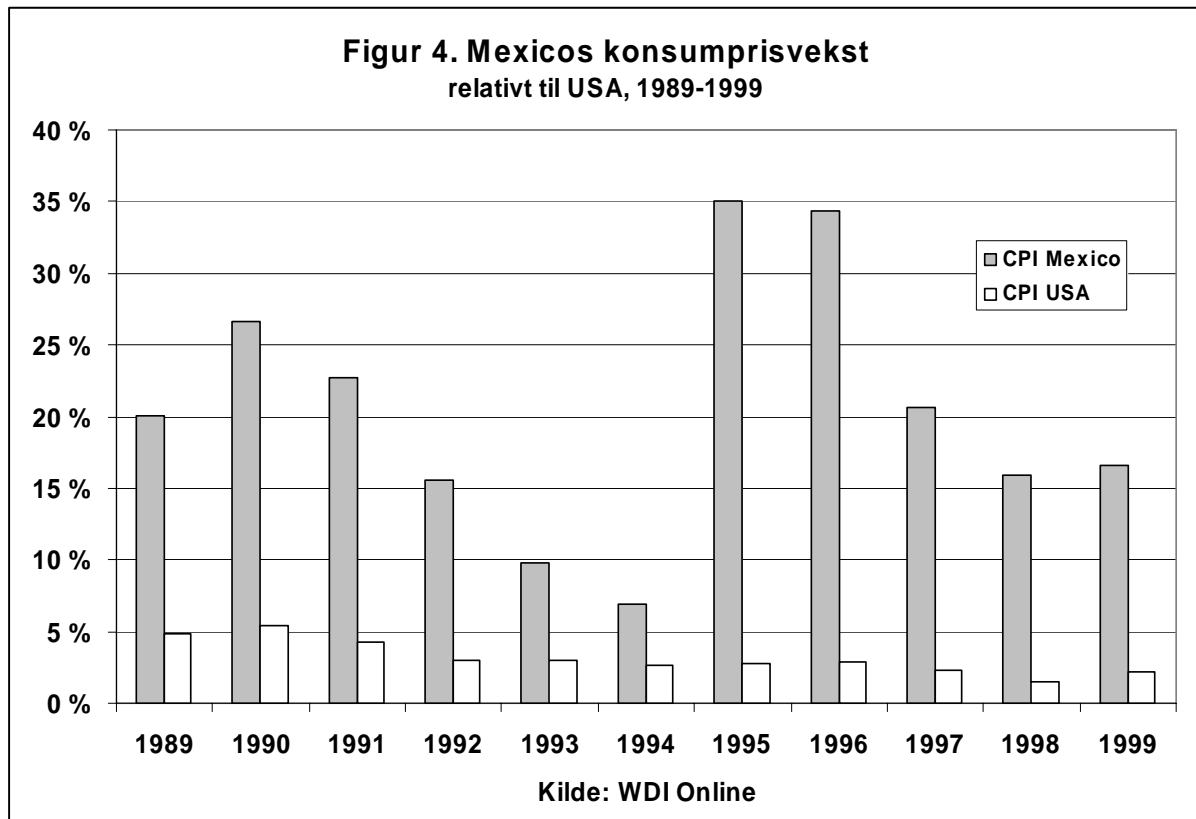
Grunnen til at steriliseringspolitikken ikke fungerte tilfredsstillende var de høye rentene staten måtte gi på sine obligasjoner for å trekke inn nok likviditet. Dermed fremsto mexicanske obligasjoner som meget attraktive også for investorer som enda ikke var eksponert mot Mexico, så kapitalinnstrømningen økte ytterligere (Meigs 1997). Det ga behov for enda høyere renter ettersom mer likviditet måtte trekkes inn for å unngå inflasjonspress, hvilket igjen ga større kapitalinnstrømning. De tette båndene til det internasjonale finansmarkedet førte altså til at *Banco de México* ikke klarte å sterilisere i så stor grad som ønsket. Jo hardere de forsøkte, desto større ble problemet.

I følge Kildegard (1997:957) førte steriliseringspolitikken til realrenter på over 20 % fram til sent i 1990 og over 10 % til midten av 1994. Under slike omstendigheter ville ytterligere sterilisering – ved hjelp av enda høyere realrenter – påført både offentlige og private institusjoner uholdbare rentekostnader. Ikke minst ble bankene hardt rammet av de høye realrentene, og tålte ikke et høyere rentenivå.

Omslag i kapitalstrømmene våren 1994 snudde situasjonen på hodet for *Banco de México*. Hvis sentralbanken lot vekslingen fra *Peso* til USD gå upåaktet hen ville innenlandsk kreditt skrumpe inn og rentenivået øke kraftig. Alternativet var å sterilisere ved å øke innenlandsk kreditt, med fare for å sette fart i inflasjonen igjen. Meigs (1997) mente hensynet til bankene gjorde at *Banco de México* valgte det siste alternativet, igjen på bekostning av inflasjonen.

Selv om inflasjonsutviklingen gikk i riktig retning hele perioden, førte de nevnte problemene med internasjonale kapitalstrømmer og sårbarhet i banksystemet til at *Banco de México* ikke

klarte å få inflasjonen ned på nivå med USAs inflasjon. Dermed steg konsumprisene i Mexico med 187 % i perioden februar 1988 til november 1994, mens økningen hos naboen i nord var på kun 29 % i samme tidsrom (Meigs 1997). Legger vi til at pesoen deprimerte med kun 53 % i løpet av disse årene, sitter vi igjen med en kraftig realappresiering. Figur 4 viser inflasjonsforskjellene mellom USA og Mexico gjennom den analyserte perioden slik tallene fremkommer hos WDI Online.



Tiden etter valutakrisen viste at Mexico ikke klarte å få inflasjonen ned mot nivåene fra 1994. Mye av årsaken til dette, spesielt for 1995 og 1996 hvor valutaen svekket seg kraftig, kan ha vært dyrere import målt i mexicanske *Peso*. En generell årsak for hele perioden etter valutakrisen kan ha vært ekspansiv pengepolitikk for å holde rentenivået nede slik at bankene skulle ha mulighet til å komme på fote igjen.

Uansett årsak var den høye inflasjonen i årene etter krisen en klar og tydelig kostnad ved devalueringen og frislippet av valutaen, og rettferdiggjør noe av frykten mexicanske og senere også andre lands politikere følte for en devaluering.

4.4. Finanspolitikk og politiske forhold

Den svake økonomiske utviklingen på 80-tallet ga gjenlyd i politikken. Etter flere tiår med sammenhengende regjeringsmakt gjorde *Det Institusjonelle Revolusjonære Parti (PRI)* sitt dårligste valg noensinne i 1988 da ”bare” 50,4 % av velgerne ga sin støtte til *Carlos Salinas* som ny president (Starr 1999:38-40). I tillegg ble valgresultatets troverdighet svekket av et uforklarlig computersammenbrudd som forsinket offentliggjøringen av resultatene med en uke. På dette tidspunktet var *Det Statlige Valginstitutt* – ansvarshavende for kontroll av valget og stemmetelling – underlagt offentlig styring. Dermed økte mistankene om valgfusk. Resultatet var opposisjonsledede protester og offentlig debatt rundt legitimiteten til Salinas’ nye regjering.

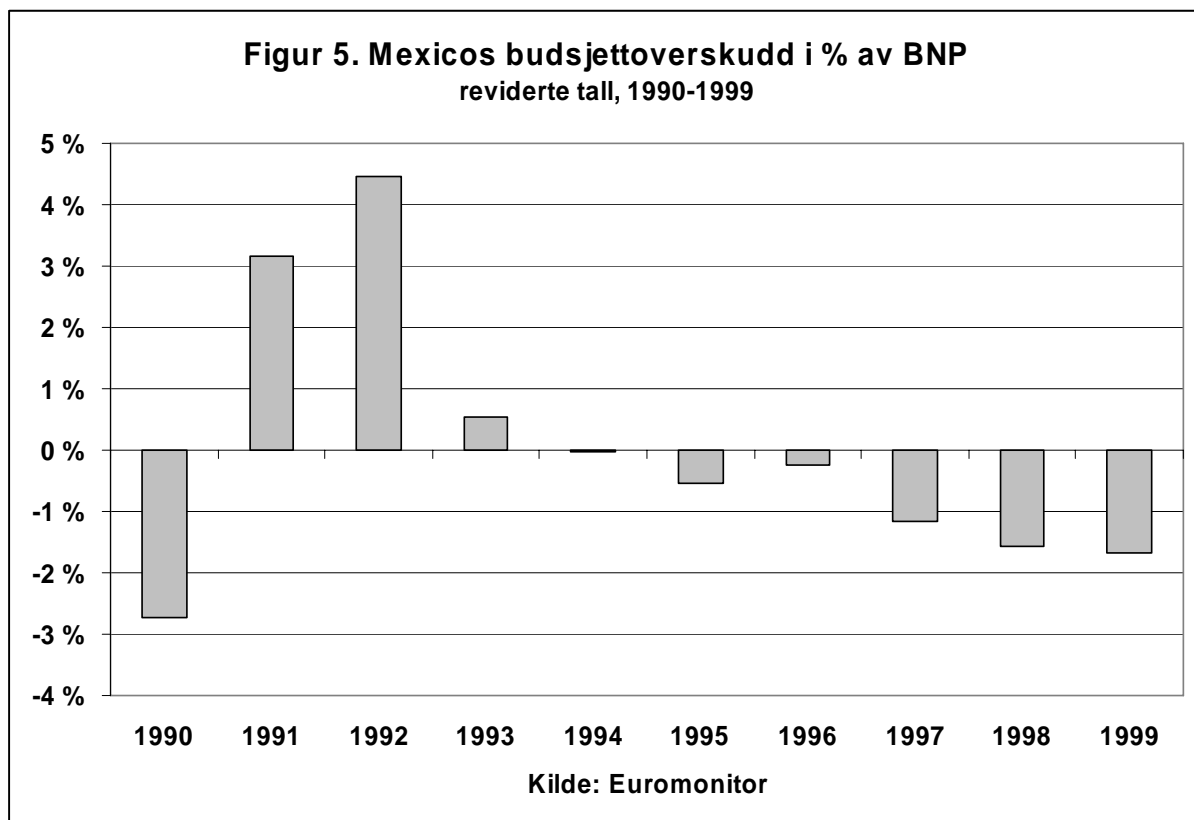
Salinas kunne med andre ord ønsket seg en annen inngang til sin presidentperiode, særlig med tanke på de mange omdiskuterte endringene videre implementering av *Pacto* ville medføre. Det var derfor viktig å starte arbeidet med å bygge opp igjen tilliten til *PRI* så fort som mulig. Salinas innledet diskusjoner rundt valgsystemet og gjennomførte også mindre reformer på området (Starr 1999:39). Videre var han den første presidenten under *PRI*-regimet som anerkjente velgernes bifall til opposisjonens guvernørkandidater da *National Action Party (PAN)* vant guvernørvalget i delstaten *Baja California* (The New York Times 21.8.94)

Starr (1999) sådde tvil rundt hvorvidt Salinas egentlig ønsket å demokratisere Mexico. Mer sannsynlig var målet å skape et bilde av velfungerende demokrati utad samtidig som regjeringen knyttet sterkere bånd til *PAN*. Det siste var nødvendig fordi valget i 1988 frarøvet *PRI* deres 2/3 flertall i Kongressen, hvilket var nødvendig for å få gjennomført de konstitusjonelle endringene man trengte for å fullføre implementeringen av *Pacto*. I valget til Kongressens underhus i 1991 viste velgerne at de trodde på Salinas’ demokratiseringslinje ved å gi *PRI* 61,5 % av stemmene.

Valgresultatet i 1991 var også et resultat av god vekst i mexicansk økonomi. Når veksten så falt tilbake i 1992 og videre til kun 2 % i 1993 falt også *PRI*s popularitet kraftig. Partiet endret delvis strategi under Salinas og profilerte seg i stadig større grad mot forretningsmenn og middelklassen. Disse velgergruppene likte naturlig nok den fallende veksten svært dårlig.

Med det kommende presidentvalget i 1994 i bakhodet endret dermed myndighetene linje i den økonomiske politikken. Det svulmende driftsbalanseunderskuddet fikk mindre prioritet, og i oktober samme år lanserte myndighetene en rekke ekspansive tiltak for å få veksten på fote igjen (DePalma 1993a:D1). Inflasjonen var i alle fall kommet under kontroll selv om kostnadene – da spesielt driftsbalanseunderskuddene – var relativt store, og reduksjonen i utenlandsgjelden var betraktelig. Nå kommuniserte Salinas at tiden var inne for å ”høste fruktene” av mexicanernes kollektive innsats. Lønnsøkninger, høyere avskrivningsrater og skattelette for private og bedrifter var noen av de tyngste tiltakene i pakken som hadde en estimert pris på 6 milliarder USD. Selv om flere kritiserte Salinas for å føre sin økonomiske politikk i henhold til valgcyklen på godt, gammelt mexicansk vis, trodde i alle fall *PRI* at dette var det som skulle til for å vinne valget også i 1994.

Endringen i den økonomiske politikken lar seg lett identifisere i nedenstående figur, hvor vi ser at de store offentlige overskuddene var historie allerede i 1993 som følge av ekspansiv finanspolitikk på slutten av året. Siste rest forsvant i 1994, og som vi ser i figur 5 ga de påfølgende årene vedvarende underskudd for den mexicanske staten.



Inngangen til 1994 kunne ikke vært verre for myndighetene. I delstaten *Chiapas* lengst sør i landet rullet tungt bevæpnede geriljagrupper inn i flere større byer første nyttårsdag og erklærte krig mot myndighetene (Golden 1994a:A2). Deretter fulgte en okkupasjonsbølge i samme stat der fattige bønder tok kontroll over store landområder. Rebellene tvang myndighetene til forhandlingsbordet, og ga dermed andre svake grupper mexicanere tro på at også deres stemme kunne bli hørt.

Ikke før kruttrøyken hadde lagt seg i *Chiapas* smalt det i *Baja California*. *PRI*s kandidat til det kommende presidentvalget, *Luis Colosio*, ble skutt og drept under en appell til velgerne 23. mars (Golden 1994b). Mens myndighetenes offisielle forklaring var at en mentalt forstyrret person hadde utført drapet uten tilknytning til formelle eller uformelle grupperinger, rettet majoriteten av mexicanerne – deriblant flere regjeringsmedlemmer – blikket mot konservative fraksjoner av *PRI* som følte seg truet av løftene om ytterligere demokratisering og en jevnere inntektsfordeling. Når så velgerne gikk til urnene i august samme år var drapssaken ennå ikke oppklart, hvilket svekket *PRI*s troverdighet ytterligere.

Den nye presidentkandidaten, *Ernesto Zedillo*, var i følge *New York Times* (Golden 1994b) betraktet som en kjedelig teknokrat med minimale evner som politisk agitator. Valget av *Zedillo* ble heller sett på som et svar på krav fra de konservative kreftene i *PRI* om å velge en kandidat som passet dem og deres personlige prestisje bedre. Velgerne tok da heller ikke særlig godt i mot *Zedillo*, og målinger foretatt våren 1994 viste lite tilfredsstillende tall for styresmaktene.

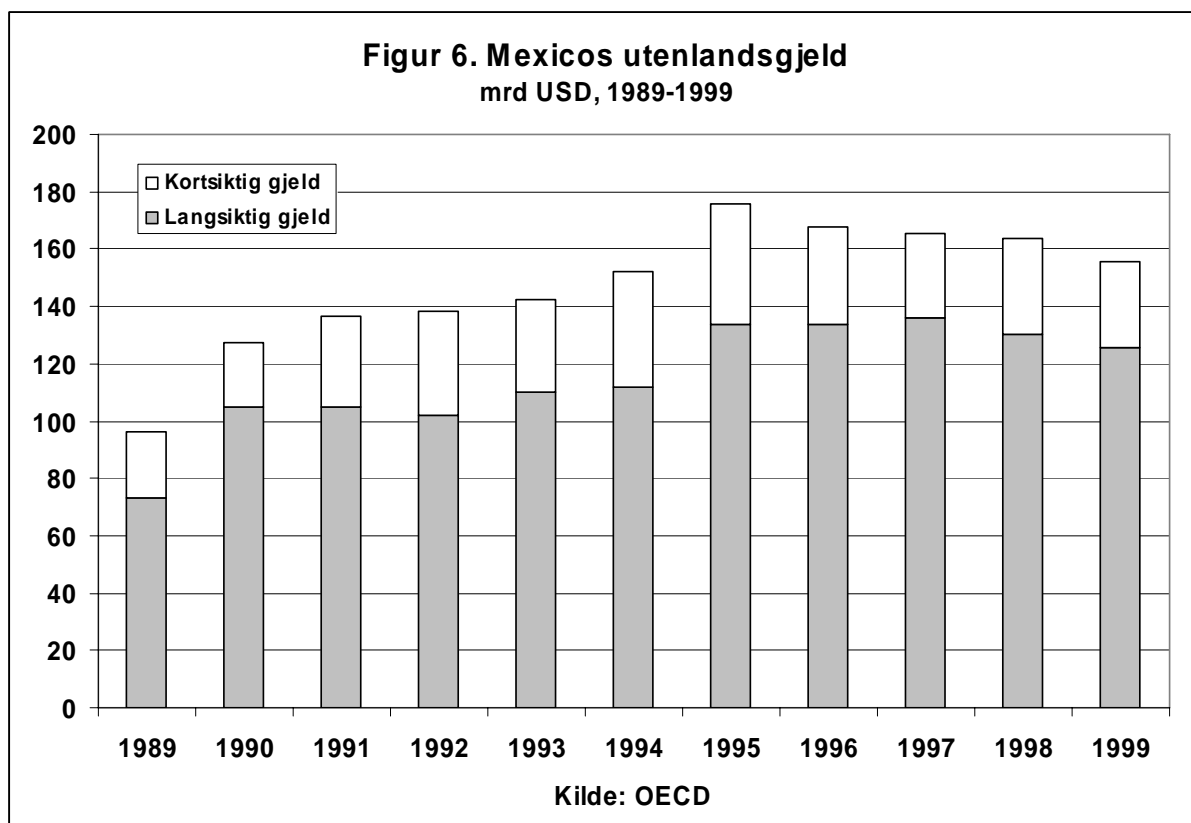
På tross av vedtakene gjort i oktober året før viste økonomien fremdeles svak vekst. Den prestisjen *PRI* alt hadde lagt i å få fart på veksten gjorde at de ikke hadde råd til å mislykkes; noe måtte gjøres. I stedet for å justere i henhold til fallende interesse fra utenlandske investorer pøste dermed myndighetene ut penger og brukte betydelig mer i løpet av første halvår enn de allerede ekspansive budsjettene tilsa. Samtidig gikk myndighetene over til en stadig større bruk av *Tesobonos*, dollar-indekserte statsobligasjoner, fremfor tradisjonelle statsobligasjoner. Dermed tok myndighetene over devalueringsrisikoen som var ansett som en meget viktig årsak til det høye rentenivået. Resultatet var en stabilisering av de finansielle strømmene og rentefall, akkurat som myndighetene håpet på.

Da annualisert BNP-vekst i andre kvartal 1994 viste seg å være på hele 4,5 % i forhold til andre kvartal 1993, kunne Zedillo puste lettet ut. Dette var de harde fakta han trengte for å bevise at økonomien var i fremgang, og i august samme år vant Zedillo presidentvalget med klar margin.

Prisen var som nevnt økte ubalanser i økonomien. Dette var Salinas og hans menn selvfølgelig klar over, men de kunne ikke justere ned aktiviteten nå selv om Zedillos seier alt var i boks. For det første visste de at det mexicanske banksystemet var så sårbart at en devaluering eller økte renter kunne sette i gang en finansiell krise. For det andre var mange av velgerne vunnet nettopp på økonomisk fremgang, og til sist ønsket ikke regjeringen å gi opposisjonen grunnlag for nye protester mot *PRI*'s regime. Mistanken om fusk ved valget i 1988 lå fortsatt friskt i minne hos det mexicanske folket, så redusert vekst kunne være den gnisten opposisjonen trengte for å hisse opp befolkningen og skape negativ stemning også i etterkant av valget i 1994. Dermed fortsatte året med en ekspansiv finans- og pengepolitikk helt til internasjonale investorer endret de politiske rammebetingelsene radikalt i slutten av desember.

4.5. Gjeldsutvikling

Den økte kapitalinnstrømmingen på begynnelsen av 90-tallet fremkommer også i utviklingen i Mexicos utenlandsgjeld, slik tallene fra OECD i figuren under viser. Særdeles viktig for denne utviklingen var den tidligere nevnte *Brady-planen*, som økte utenlandske kreditorens lånevillighet til mexicanerne i brytningen mellom 80- og 90-tallet (Blaine 1998:35). Fra 1989 til 1994 økte samlet utenlandsk gjeld notert i USD med 58 %. Veksten i kortsiktig gjeld – gjeld utstedt for en periode kortere enn et år – var imidlertid på 73 % i samme periode, altså skjedde det en viss endring i gjeldskomposisjonen i retning av mer kortsiktig gjeld. Dermed økte sårbarheten for endringer i utlendingers oppfatning av Mexico som investeringsobjekt, ettersom et negativt sjokk ville gjøre det vanskelig å få fornyet den kortsiktige låneporteføljen.



Figuren gir imidlertid et lite korrekt bilde av valutarisikoene frem mot krisen. Dette skyldes at den ikke inkluderer de såkalte *Tesobonos*, statssertifikater utstedt i *Peso* men indeksert mot USD slik at en eventuell devaluering ikke ville redusere sertifikatenes verdi målt i USD. Den økte bruken av *Tesobonos* var et svar på devalueringsforventningene som var i ferd med å bygge seg opp etter urolighetene våren 1994. Ved å kjøpe *Tesobonos* fremfor de ordinære *Cetes* – som ikke var indeksert mot USD – unngikk investorene valutarisikoene og forlangte dermed en lavere risikopremie. Edwards (1998:21) viste for eksempel en graf med spread mellom *Tesobonos* og *Cetes* på 8-10 % fra april 1994 til desember samme år. Dermed kunne myndighetene fornye gjeld uten å sende det innenlandske rentenivået til ekstreme høyder.

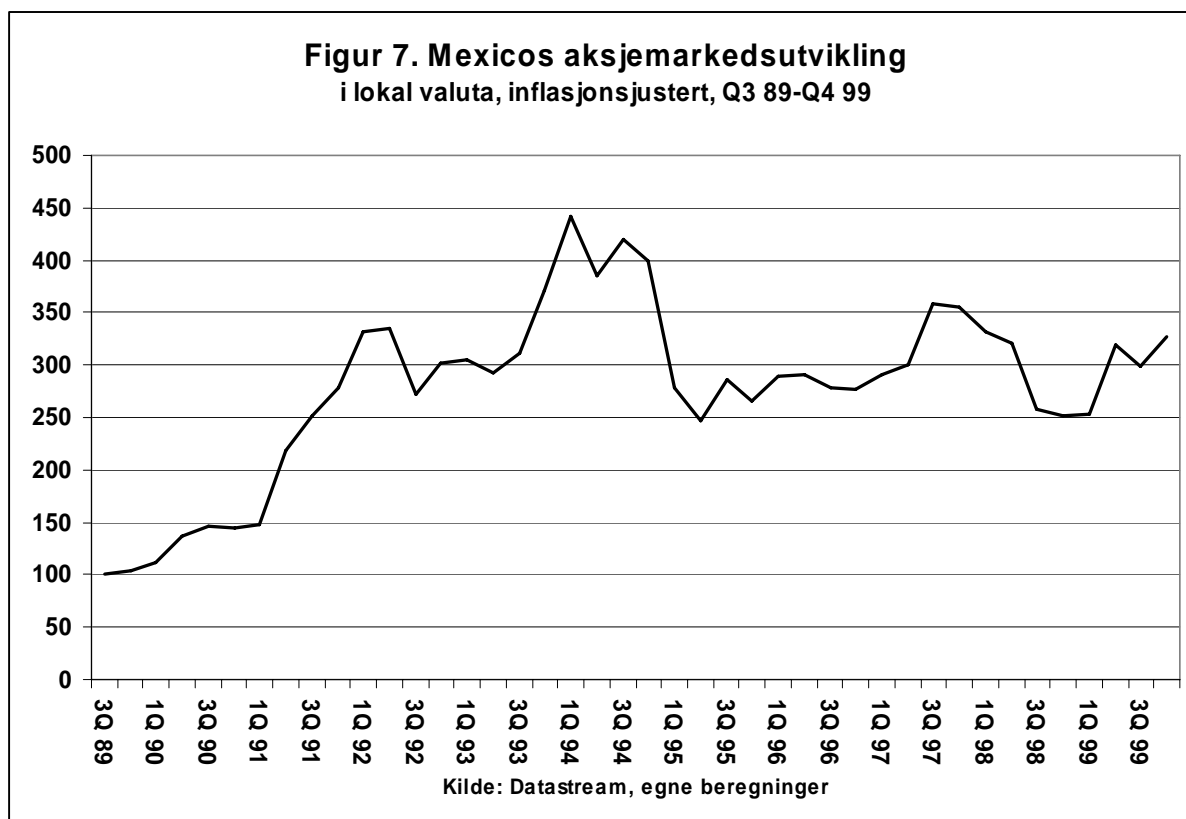
Tesobonos utgjorde dermed en stadig større andel av myndighetenes utestående gjeld utover i 1994, og nådde ca 60 % av samlet offentlig gjeld i november (Kildegard 1997:955), altså rundt 18 milliarder USD beregnet ved gjennomsnittlig valutakurs for 3. kvartal 1994 på 3,39 *Peso* pr USD. Offisielle valutareserver var på sin side 12,5 milliarder USD på samme tidspunkt (Edwards 1998:23).

Tar vi hensyn til *Tesobonos* i ovenstående graf må altså kortsiktig gjeld nominert i utenlandsk valuta i 1994 økes med nærmere 50 %. Da har vi med en gang et litt klarere bilde av ubalansene som bygget seg opp i Mexico i løpet av kriseåret, og hvor sårbar økonomien etter hvert ble for sviktende tillit i finansmarkedene.

Økningen i langsiktig gjeld fra 1994 til 1995 skyldes i hovedsak støttepakken Mexico mottok fra USA og IMF tidlig i 1995 for å skape ro i finansmarkedene (Sachs m.fl. 1995:24). Samlet beløp var rundt 52 mrd USD, og pakken var den største IMF hadde satt i verk noen sinne for å redde et kriserammet land. I følge Vásquez (2002:545) var det konvensjonelle synet etter valutakrisen at støtten fra USA og IMF var en sentral faktor bak stabiliseringen av situasjonen i Mexico.

4.6. Aksjemarkedet

Utviklingen i aksjemarkedet bekrefter de poengene vi tidligere har kommet med om kapitalinnstrømning til Mexico på begynnelsen av 90-tallet. Selv etter inflasjonsjustering mer enn tredoblet markedsverdiene seg fra 1. kvartal 1990 til 1. kvartal 1992, og strekker vi tidsperspektivet enda to år var fasiten en firedobling fra 1990 til 1994. Som vi ser i figur 7 kom de store verdiøkningene i 1991 og slutten av 1993.



Den tradisjonelle forklaringen på markedsboomen tidlig på 90-tallet var åpningen av kapitalmarkedene og *NAFTA* som selve symbolet på Mexicos fremtidige velstand (Kildegard 1997:956). Som et bevis på viktigheten av *NAFTA* kan det nevnes at forhandlingene rundt avtalen kom i gang i februar 1991 (Blaine 1998:33), et tidspunkt som passer meget bra med den eksplosive markedsutviklingen gjennom akkurat dette året.

Cameron og Aggrawal (1996:976) påsto at så mye som 80 % av kapitalstrømmene til Mexico før 1994 gikk til porteføljeinvesteringer, og med tanke på hvor mye kapital som fløt over grensen til Mexico i denne perioden – nærmere 70 milliarder USD i privat kapital fra midten av 1990 til midten av 1994 (Kildegard 1997:956) – er det klart at utslagene i aksjemarkedet måtte bli store.

Edwards (1998:4) mente utviklingen i det mexicanske aksjemarkedet frem mot krisen representerte en typisk boble. Selv om Mexico realøkonomisk sett ikke oppnådde mirakler på begynnelsen av 90-tallet, var de fleste analytikere sikre på at den store oppgangen lå og ventet rett rundt hjørnet. Beviset lå i utviklingen i finansmarkedene, som dessverre selv var et resultat av de positive analysene. Dermed kom det mexicanske aksjemarkedet inn i en

oppadgående spiral som varte til de politiske problemene avløste optimismen rundt NAFTA som et nytt makroøkonomisk sjokk. Det hjalp heller ikke på at *Federal Reserve* – den amerikanske sentralbanken – startet en serie renteøkninger i februar 1994 som akkumulert sett hadde hevet rentenivået med 2,5 prosentpoeng frem til september samme år (Salvatore 1998:7). Selv om Edwards (1998:17) peker på at mexicanske renter ikke økte særlig som følge av de amerikanske renteendringene, er det trolig at økt avkastning i USA fikk mange dollar hjem igjen.

Uansett motiver viste fallet i aksjemarkedet på nærmere 40 % i løpet av de første månedene av 1995 at mange hadde mistet troen på det ”mexicanske mirakelet”. Samtidig er det viktig å påpeke at selv på bunn hadde investorer som gikk inn på begynnelsen av 1990 mer enn fordoblet pengene sine. Med andre ord falt ikke økonomien – i alle fall ikke i investorenes øyne – fullstendig sammen etter krisen. Den videre utviklingen var imidlertid preget av sidelengs bevegelse, en indikasjon på at markedet nå endelig fokuserte på fundamentale verdier, noe enkelte analytikere påsto var tilfelle allerede på slutten av 1993 (DePalma 1993b:F15).

Det var altså først og fremst innenlandske forhold – kombinert med forventninger om innenlandsk utvikling – som var avgjørende for utviklingen i det mexicanske aksjemarkedet i tiden før og etter valutakrisen. I den grad vi kan snakke om smitte fra andre markeder, må det ha vært økte renter i USA som i løpet av 1994 økte alternativ avkastning for investorene.

4.7. Betalingsbalansen

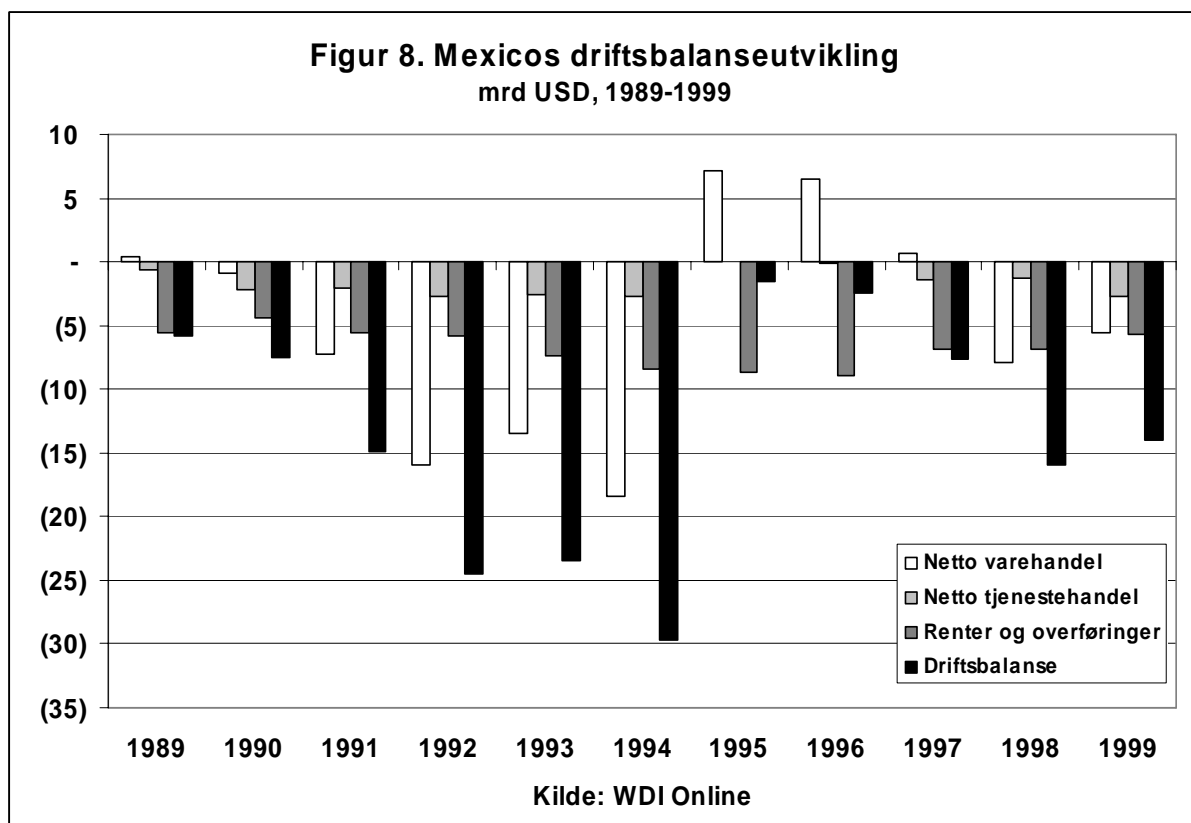
Overvurderingen av pesoen kom godt til syne i den mexicanske driftsbalanseutviklingen før krisen. Fra et beskjedent underskudd på 2,6 % av BNP i 1989 vokste gapet seg gradvis større og nådde 7,0 % i 1994, et nivå blant annet Blaine (1998:11) mente ikke var opprettholdbart over lengre tid. Han trakk frem at utlendinger på det meste var i besittelse av mexicanske verdipapirer tilsvarende 50 % av mexicansk BNP. Med en økonomisk vekst på 4 % – nivået Mexico holdt på begynnelsen av 90-tallet – kunne da utenlandske verdipapirinvesteringer finansiere et driftsbalanseunderskudd på 2 %, gitt at investorene ønsket en konstant beholdning relativt til BNP. Blaine benyttet her sammenhengen $CA/Y=g*k$ som ble presentert i teorikapittelet.

Legger vi til netto FDI, som i den nevnte perioden utgjorde rundt 1-1,5 % av BNP, så et langsiktig driftsbalanseunderskudd på rundt 3,5 % ut til å være riktig for Mexico. Fra et teoretisk ståsted var altså driftsbalanseunderskuddet i 1994 altfor stort.

En skulle tro at en så dramatisk svekkelse av driftsbalansen over et såpass kort tidsrom burde utløst spekulasjonsangrep mot valutaen på et tidligere tidspunkt enn i slutten av 1994. Det var da også mindre angrep mot *Peso*, blant annet i november 1993 (DePalma 1993b:F15), men lysten på mexicanske verdipapirer var tydeligvis for stor. Samtidig bygget sentralbanken opp store valutareserver gjennom kapitalinnstrømmingen, så ved utgangen av 1993 hadde *Banco de México* utenlandsk valuta tilsvarende 6,3 % av BNP (WDI Online). Det er naturlig å anta at veksten i valutareservene var en årsak til at spekulasjonsangrepene ikke satte inn for fullt på et tidligere tidspunkt; *Banco de México* så ut til å kunne kvele et eventuelt angrep ved å selge noe av valutareservene sine og etterlate spekulantene som de eneste taperne.

Vi må imidlertid ikke glemme den prekære gjeldssituasjonen, med en kraftig økning i kortsiktig gjeld nominert i USD eller indeksert mot USD i form av *Tesobonos*. Slår vi sammen det store driftsbalanseunderskuddet og mengden kortsiktig gjeld myndighetene hadde tatt over valutarisikoen på, var veksten i valutareservene langt fra stor nok i tilfelle investorene vendte landet ryggen.

Som vi ser av figur 8 besto driftsbalanseunderskuddet i 1989 hovedsakelig av renter og overføringer, mens utviklingen i varehandelen var den viktigste årsaken til den gradvise svekkelsen av driftsbalansen.

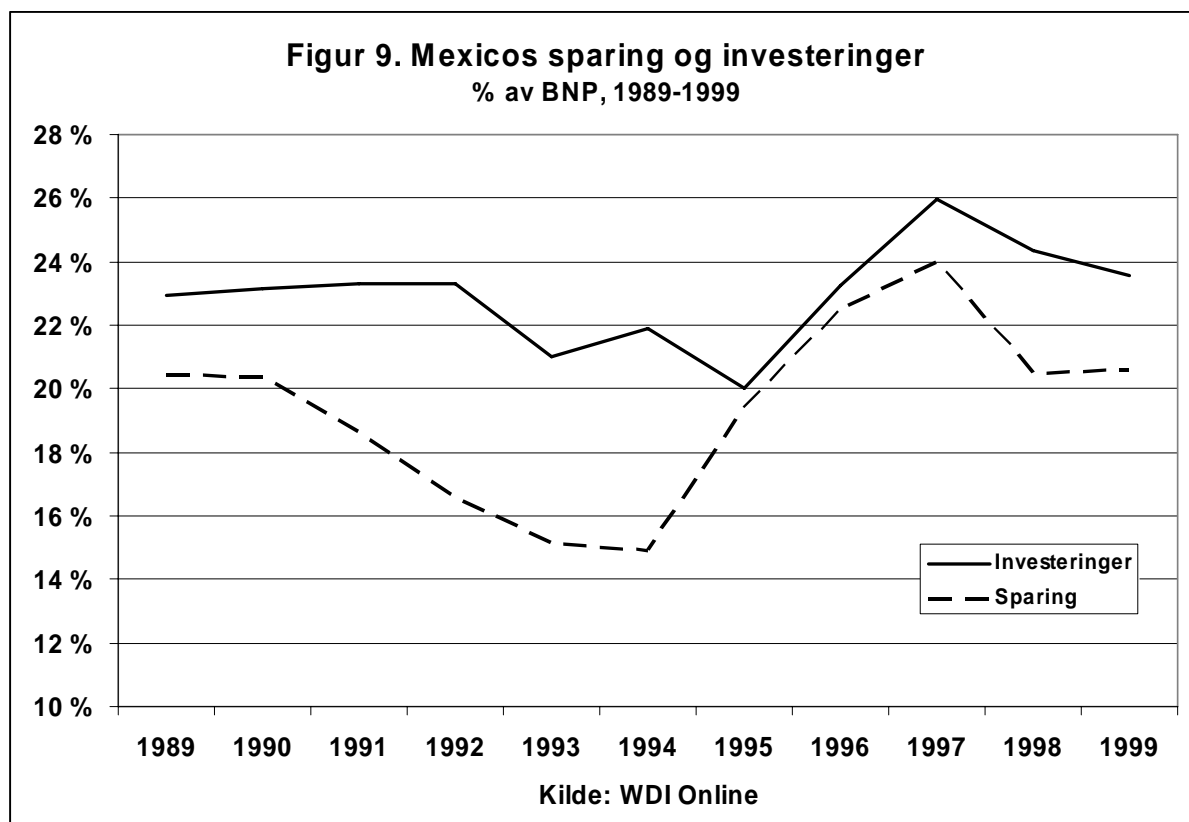


Bildet var imidlertid ikke entydig negativt tidlig på 90-tallet. Faktisk doblet vareeksporten seg fra 1989 til 1994 i følge tall fra *WDI Online*. Altså ga den strategiske omleggingen mot eksportledet vekst resultater, og valutakursen var tydeligvis ikke et u håndterbart problem for eksportindustrien. Svekkelsen i netto varehandel var derimot et resultat av meget sterk importvekst. I tillegg kjøpte mexicanerne stadig flere tjenester fra utlandet i forhold til hva de solgte. Med andre ord var det kombinasjonen av høy importvekst i varehandelen og en svekket tjenestebalanse som ga de store driftsbalanseunderskuddene i forkant av valutakrisen.

En viktig årsak til importveksten var selvfølgelig den kontinuerlige realappresieringen av pesoen. Mexicanske varer og tjenester fremsto som stadig dyrere sammenlignet med utlandet, så en økende andel av publikum valgte å gjøre sine innkjøp utenfra. I tillegg førte nettovæksten i FDI med seg et økende behov for import av maskiner, inventar og ikke minst innsatsfaktorer (Blaine 1998:43).

Salvatore (1998:10) hevdet Mexicos motiv for å holde en sterk valuta var ønsket om å trekke til seg utenlandske investeringer for å utvikle nasjonen. Lyktes myndighetene med denne

politikken, burde vi finne en økende investeringsrate frem mot midten av 90-tallet. Ser vi av figur 9 var investeringsraten derimot fallende og ikke stigende i årene frem mot krisen.



Mexico gikk inn i analyseperioden med en sparerate på over 20 % av BNP (WDI Online). I det valutakrisen var et faktum hadde den falt til under 15 %. I samme periode falt investeringene fra nesten 23 % til under 22 % av BNP. Med andre ord brukte mexicanerne den nyvunne tilgangen til internasjonale kapitalmarkeder til å finansiere en forbruksboom, ikke øke investeringene; jamfør kapittel 4.2. Det største problemet med dette er at landet ikke bygget opp kapasitet til å eksportere seg mot en bedret driftsbalanse i årene fremover, gitt at økte investeringer gir høyere produksjon og således et større grunnlag for eksport. I stedet kjøpte mexicanerne varer og tjenester for lånte penger uten å ta hensyn til at disse midlene på et eller annet tidspunkt måtte betales tilbake.

Analysen av den mexicanske driftsbalanseutviklingen gir i alle fall to interessante poenger. For det første viste eksporten en god utvikling frem mot krisen, altså var ikke valutakursen så overvurdert som det kunne se ut til ved første øyekast. Dette leder oss over på det andre poenget, hvor det kan være instruktivt å trekke paralleller til de siste årenes situasjon i USA

(Bernanke 2005). Asiatiske sentralbanker og store oljeeksportører som Russland og Saudi-Arabia har de siste årene plassert store summer i USA. I følge USAs sentralbanksjef *Ben Bernanke* har den amerikanske handelsbalansen og således også driftsbalansen svekket seg for å rydde plass til disse midlene. Samtidig har innenlandsk sparing falt, siden utlendingene sparer for amerikanske konsumenter. Med andre ord har driftsbalanseunderskuddene og fallet i spareraten – ifølge Bernanke – vært en respons på stor kapitalinnstrømning og ikke omvendt.

Den informasjonen som har fremkommet tidligere i dette kapittelet tilsier at utviklingen i Mexico i forkant av valutakrisen i 1994 skjedde etter noenlunde de samme mekanismene som den seneste utviklingen i USA. Altså var det kapitalen som presset seg inn, og da det ikke var investeringsprosjekter mange nok og store nok til å absorbere både innenlandsk og utenlandsk sparing svarte mexicanske konsumenter med å redusere sin sparing og dermed også øke konsumet. Da presset fra utlandet ikke lenger var så stort etter valutakrisen, økte den innenlandske sparingen og endte analyseperioden rundt sitt gamle nivå.

4.8. Finansinstitusjonene

Nasjonaliseringen av store deler av finanssektoren etter gjeldskrisen i 1982 ga i følge Torre (2000) stabile rammevilkår for bankene. Myndighetene bestemte utlånsrentene, og absorberte mesteparten av tilgjengelige ressurser for å dekke egne underskudd. De midlene som faktisk fant veien til privat sektor måtte også fordeles etter myndighetenes ønsker. Med andre ord var banksystemet i hovedsak en eksekutør for statlig politikk.

Gjennom liberaliseringsprosessene på slutten av 80-tallet endret situasjonen seg radikalt. Store deler av banksystemet kom tilbake på private hender – myndighetene solgte 18 bankinstitusjoner i 1991 og 1992 (Torre 2000) – og utenlandske banker fikk opprette filialer, hvilket ga et nytt og bedre rammeverk for bankvirksomhet. Videre fjernet styresmaktene bestemmelsene for kredittallokeringen til privat sektor og lot bankene selv bestemme sine utlånsrenter.

Kombinert med den massive kapitalinnstrømningen fra utlandet ga dereguleringen store endringer i Mexicos finansielle økonomi. Eksempelvis økte *M3* – en bred pengemengde som blant annet inkluderer bundne innskudd – fra 17 % av BNP i 1989 til 30 % i 1994 (Torre 2000), blant annet som følge av boomen i finansmarkedet og ikke minst en kraftig

kreditt ekspansjon. Mens bankenes utlån i 1988 utgjorde 14 % av BNP, lånte bankene ut summer tilsvarende 45 % av BNP i 1994, hvorav mesteparten gikk til privat sektor.

I en situasjon med kraftig kreditt ekspansjon på få år er det utrolig viktig at bankene har gode folk og rutiner til å gjøre tilstrekkelige risikovurderinger av potensielle låntakere, jfr. diskusjonen av ugunstig utvalg i teorikapittelet. Ifølge Heath (1999) var ikke dette tilfelle i Mexico. Bankene var vant til at myndighetene bestemte hvor kreditten skulle gå, og hadde således ikke gode rutiner eller kompetanse på kontroll av kredittverdighet og prosjektanalyse.

I tillegg førte privatiseringsprosessen til at mange av bankene fikk eiere uten erfaring med bankdrift. Derimot var mange av de nye eiergrupperingene ifølge Heath (1999:16) godt forankret i landets børsmeglermiljø, og ny lovgivning gjorde det mulig å samordne disse aktivitetene under samme overordnede selskap. Heath hevdet dette førte til en mer kortsiktig tankegang i bankene, der målet var rask profitt fremfor langsiktig relasjonsbygging.

Selv om Heath kanskje la i overkant mye av skylden over på ”de onde kapitalistene”, hadde han i alle fall rett i det eksisterte mye slett mexicansk bankhåndverk i årene før krisen. Resultatet var en kraftig økning i andelen ubetjente lån også før valutakrisen forsterket problemet (Torre 2000).

Reguleringen var imidlertid ikke tilfredsstillende, og som for arbeidsmarkedstillene hadde mexicanerne sine egne regler også for rapportering av ubetjente lån. Faktisk skulle bankene bare oppgi som ubetjent gjeld den delen av misligholdt gjeld som ikke var betjent som avtalt, altså ikke hele lånesummen. Dermed ga offentlig statistikk en klar undervurdering av bankenes ikke-betjente låneportefølje, og sammenligninger mot utlandet ble umulige siden det er internasjonal praksis å inkludere hele lånesummen som ikke betjent hvis en låntager ikke overholder sine forpliktelser.

Ifølge Heath (1999:16) resulterte den mexicanske rapporteringsstandard i at landets banker rapporterte en gjennomsnittlig andel ubetjent gjeld på rundt 20 % av samlede utlån i 1995. Hvis rapporteringen derimot hadde skjedd etter amerikansk standard, ville andelen ubetjente utlån kommet nærmere 50 % av totale utlån. Til sammenligning hevdet Cypher (1996:453) at en andel ikke-betjente lån i prosent av total låneportefølje på over 4 % regnes som en svak

situasjon etter internasjonale standarder. Med andre ord var det mexicanske bankvesenet i svært dårlig forfatning i etterkant av krisen.

Den kortsiktige tankegangen i Mexicos bankvesen kom også til syne i rentene potensielle låntagere møtte. Bankene holdt nemlig et meget høyt rentenivå frem mot krisen, og tjente store summer så lenge utlånstapene holdt seg lave. Cypher (1996:456) presenterte en graf som viste at kommersielle bankers avkastning lå jevnt over 10 % høyere enn tilsvarende avkastning i USA. Imidlertid øker høyere lånekostnader både problemene med ugunstig utvalg og moralsk hasard og var nok en viktig årsak til ubalansene i bankvesenet som gjorde det totalt lammet da valutakrisen inntraff.

Den prekære situasjonen førte til at myndighetene reverserte prosessene fra slutten av 80-tallet. Faktisk tok styresmaktene i løpet av 1995 tilbake eierskapet over 9 av de 18 bankene som kom på private hender på begynnelsen av 90-tallet (Cypher 1996:457). I tillegg sosialiserte staten bankenes tap ved å betale tilbake alle tapte innskudd slik at ingen privatpersoner fikk direkte tap som følge av krisen. Dermed ble tapene fordelt på alle mexicanere gjennom myndighetenes tap, en strategi mange innlendinger og utlendinger var svært skeptisk til. Forskjellene i Mexico var store nok fra før, og med den skjeve fordelingen som eksisterte i banksystemet var det åpenbart de rikeste delene av befolkningen som tjente på myndighetenes politikk.

Selv om staten la mye penger og ressurser i å få bankvesenet på fote igjen, gikk prosessen tregt og markedet opplevde en kraftig *credit crunch* som ifølge Heath (1999:14) sto meget sentralt i BNP-fallet i 1995. I årene som fulgte økte solvensen i bankvesenet betraktelig, men en fortsatt høy andel ikke-betjente lån og defensiv regulering for å forhindre en ny krise gjorde sitt til at det mexicanske bankvesenet fikk dårlige karakterer av IMF for utviklingen i etterkant av krisen. Bankkrisen i 1995 ble dermed hengende igjen som en hemmende faktor for den økonomiske veksten i Mexico frem mot årtusenskiftet.

En viktig årsak til at Mexico klarte å komme såpass sterkt tilbake etter 1995 på tross av det raserte banksystemet var i følge Heath (1999:17) en jevn strøm av kapital fra utlandet og manglende respekt for privat eiendomsrett. Når det gjelder kapitalstrømmene fra utenlandske investorer gikk disse både til direkte investeringer og i form av kreditt til de store, eksportrettede mexicanske bedriftene. Små- og mellomstore bedrifter fant derimot veien ut av

gjeldsproblemene ved å slutte å betjene sine forpliktelser, selv når de hadde likvide midler til rådighet. Det samme gjaldt gjeldstyngede privatpersoner. Grunnen til at de kunne komme helskinnet fra en slik praksis, var ifølge Heath at det mexicanske lovverket var så ufullstendig at bankene hadde svake hjemler til å legge beslag på eiendeler og således tvinge frem en løsning.

4.9. Oppsummering

Mexicanernes omlegging av den økonomiske politikken og utviklingen av et tettere bånd til USA og Canada gjorde Mexico til et meget attraktivt investeringsområde ved inngangen til 90-tallet. Dermed strømmet store mengder kapital inn i landet for å ta del i den forventede oppturen.

Realøkonomien presterte imidlertid ikke i henhold til forventningene. Riktignok var veksten god, men den var avtakende og drevet av økt konsum. Med andre ord gikk ikke utenlandsk kapital til oppbygging av Mexicos økonomi, men finansierte i stedet en konsumboom. Den sterke konsumveksten ga et stadig voksende driftsbalanseunderskudd som nådde 7 % av BNP i 1994.

Samtidig slet den mexicanske sentralbanken med å sterilisere den inflatoriske effekten av økt innenlandsk pengemengde som følge av kapitalinnstrømmingen. Hensynet til et allerede hardt presset bankvesen gjorde at rentenivået ikke kunne settes så høyt som ønsket, med det resultat at pengemengden økte og inflasjonsforskjellene mot USA besto.

I valgkampen før Kongressvalget i 1991 og presidentvalget i 1994 henvendte regjeringspartiet *PRI* seg spesielt til middelklassen og forretningsdrivende. Hensynet til disse velgergruppene – og partiets generelle rykte etter flere tvilsomme episoder, eksempelvis rundt presidentvalget i 1988 – gjorde at styresmaktene ofret budsjettoverskuddene og iverksatte en rekke tiltak for å få fart på økonomien da veksten avtok på begynnelsen av 90-tallet. Resultatet var økt vekst, men høyere arbeidsledighet viser at veksten ikke kom det brede lag i befolkningen til gode. Folkets misnøye med styresmaktene kom til uttrykk gjennom store opprør tidlig i 1994, og drapets av *PRI*s nye presidentkandidat omtrent på samme tid vitnet om stor ustabilitet i Mexicos politiske situasjon.

Disse hendelsene svekket det internasjonale kapitalmarkedets tiltro til det ”mexicanske mirakelet” betraktelig. Med de store driftsbalanseunderskuddene som krevde kontinuerlig netto kapitalinnstrømning var det frykt for at kapitalflukten ville gi et uholdbart press på *Peso*, hvilket ledet til ytterligere kapitalutstrømning av frykt for å ikke komme ut før *Banco de México* ble nødt til å slippe valutaen fri. Sentralbanken på sin side måtte nå føre en ekspansiv pengepolitikk for at ikke det innenlandske rentenivået skulle skyte i været ettersom utlendingene trakk likviditet ut av det mexicanske pengemarkedet. Dermed ga *Banco de México* ny næring til inflasjonen, hvilket ga ytterligere press på fastkurssystemet.

Myndighetene forsøkte å roe ned markedet ved å utstede *Tesobonos*, statssertifikater nominert i *Peso* men indeksert mot USD. Dermed tok staten over valutarisikoen, og kapitalutstrømningen falt tilbake. *Tesobonos* ble imidlertid en alt for stor suksess, og utgjorde sent i 1994 rundt 60 % av samlet offentlig gjeld.

Med andre ord var situasjonen før valutakrisen sent i 1994 preget av store insentiver både for og i mot en devaluering. På den ene siden gikk økonomien langt fra så bra som mexicanerne og utlendingene håpet, og arbeidsledigheten viste en oppadgående trend. Samtidig var driftsbalanseunderskuddet så stort at det representerte en trussel mot stabiliteten i mexicansk økonomi. I tillegg klarte ikke sentralbanken å kvele inflasjonsforskjellene mot USA, og de små, trinnvise devalueringene sentralbanken la opp til klarte i alle fall ikke å reversere de ubalansene som hadde bygget seg opp gjennom flere år med store inflasjonsforskjeller. Alt dette talte for en større devaluering.

På den annen side var det minst like mange argumenter for å beholde valutakursen og det eksisterende regimet. En sterk *Peso* opprettholdt mexicanernes kjøpekraft og reallønn, så en devaluering ville kanskje gi enda større uroligheter enn hva som allerede var tilfelle. Fastkursregimet var også av stor symbolsk verdi, og dets opprettholdelse var et bevis på at myndighetene hadde lyktes med omleggingen av den økonomiske politikken. Videre hadde styresmaktene nå så stor andel av gjelden sin indeksert mot USD at en kraftig devaluering kunne føre landet inn i en ny gjeldskrise. På toppen av dette kom frykten for at en eventuell devaluering skulle rasere banksystemet fullstendig.

Når det gjelder det mexicanske bankvesenet hadde nemlig en ubetenksom privatiseringsprosess gitt eiere med lite kunnskap om bærekraftig bankdrift. Dette gjorde at de

fokuserte på kortsiktig profitt ved å sette et høyt rentenivå, med det resultat at problemene med ugunstig utvalg og moralsk hasard ble større enn de egentlig burde vært og resulterte til slutt i store tap for bankvesenet.

Devalueringen og kapitalflukten ga en kraftig renteøkning for mexicanske statsobligasjoner, siden kjøperne nærmest hadde forduftet. Med en så høy alternativ avkastning måtte også det generelle rentenivået opp, hvilket forsterket bankkrisen betraktelig. Et lammet bankvesen og mangel på interesse fra utlandet gjorde det svært vanskelig å få finansiering etter krisen, noe som må ta en stor del av ansvaret for den realøkonomiske nedturen i 1995. Mange hevdet imidlertid at støttepakken Mexico mottok fra USA og IMF tidlig i 1995 var med på å dempe den realøkonomiske kontraksjonen.

I 1996 var investeringslysten igjen tilbake hos både utlendinger og innlendinger. En økning i investeringsnivået – mye takket være høyere FDI – ga investeringsdrevet vekst. Et permanent inflasjonsgap mot USA og offentlige underskudd førte imidlertid til at *Peso* falt videre, men fallet i ledigheten må sies å være et bevis på at Mexico var på rett spor ved inngangen til det nye årtusenet. Bankvesenet var imidlertid fortsatt hemmende for utviklingen, men god tilgang på utenlandsk kapital og ignorering av gamle, misligholdte lån dempet de realøkonomiske konsekvensene.

5. SØR-KOREA

Mens krisen i Mexico inneholdt velkjente faktorer som ustabile politiske forhold og store sosiale forskjeller, var Asia-krisen – hvor Sør-Korea spilte en sentral rolle – av et ukjent format for internasjonale investorer. De involverte landene hadde jevnt over en meget høy veksttakt, lav arbeidsledighet og bærekraftig finanspolitikk. Dermed kom bråstoppen i 1997 og 1998 som en stor overraskelse for de fleste, og Asia-krisen skulle også vise seg å ha betydelig større smiteeffekt på andre land og regioner enn tilfellet var for krisen i Mexico.

5.1 Historisk bakgrunn

Etter Korea-krigen på begynnelsen av 50-tallet var Sør-Koreas økonomi i svært dårlig forfatning. Eksempelvis var investeringenes andel av BNP ved inngangen til 60-tallet så lav som 10 %, hvorav mesteparten var utenlandske støtteprosjekter (Noland 2005:4,59).

I 1961 kom et nytt militærregime til makten og gjennomførte vidtrekkende reformer som ifølge Noland (2005:5) fikk fart i industrialiseringsprosessen. Spare- og investeringsratene økte i raskt tempo og nådde 30 % av BNP i løpet av 70-tallet (Noland 2005:59).

Selv om reformene gjorde økonomien mer markedsorientert, beholdt myndighetene den overordnede kontrollen (Noland 2005:5). Ingen bedrifter fikk etablere seg eller gå inn i en ny bransje uten lisens fra styresmaktene. I tillegg sto myndighetene for tungtveiende investeringer som mange bedrifter ønsket å delta i.

Myndighetene holdt seg imidlertid ikke bare til regulatorrollen, men deltok også aktivt i industrialiseringsprosessen. Blant virkemidlene var direkte finansiering av utvalgte bedrifter og prosjekter, enten fra statlige finansinstitusjoner eller fra private banker som måtte kanalisere kapitalen dit militærregimet ønsket. Finansieringen skjedde ofte til negative realrenter, altså fikk investeringene en negativ kapitalkostnad i reelle termer. Dette økte selvfølgelig investeringsnivået, men også faren for at bedriftene tok for stor risiko og foretok lite produktive investeringer. Altså var det større sannsynlighet for feilallokering av landets kapitalreserver under et slikt system enn når finansmarkedene får fungere fritt.

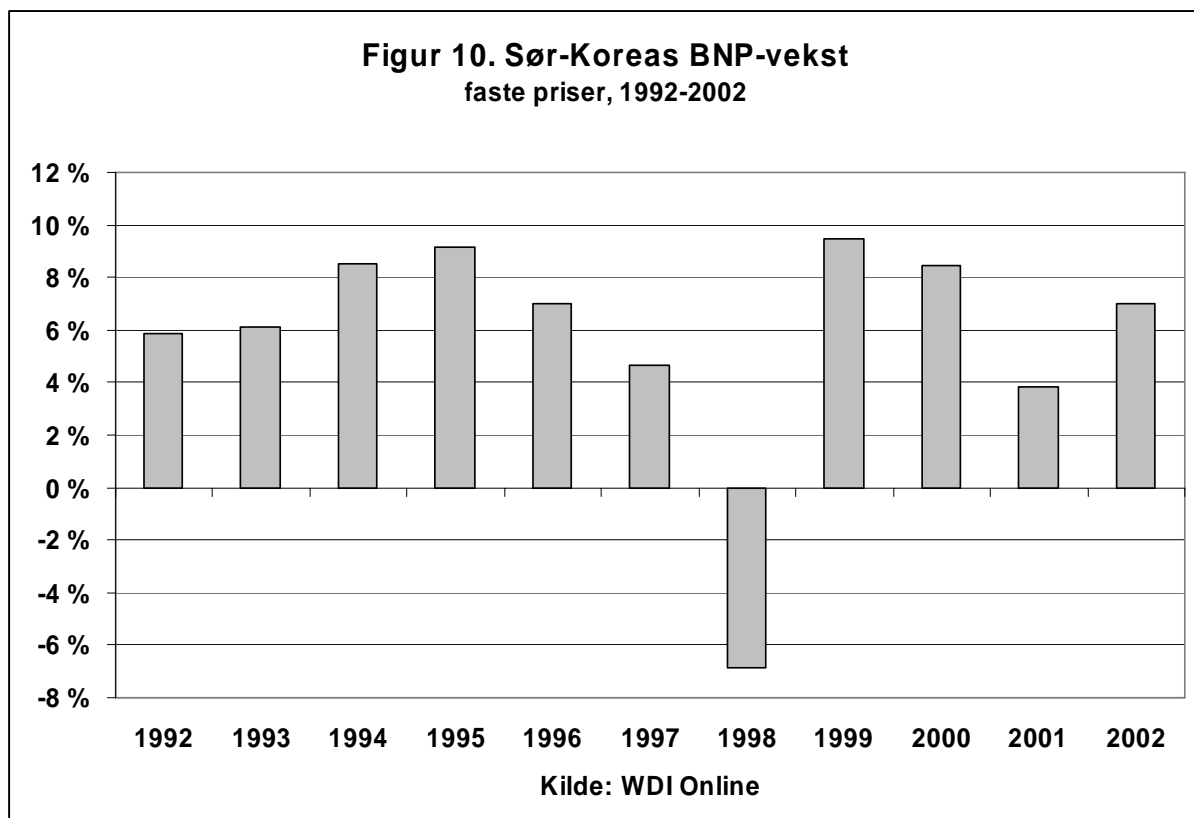
I denne konteksten var det ekstra lønnsomt å organisere virksomhet av forskjellig art under en felles organisasjon, siden kontakter knyttet under en politisk behandling kunne brukes direkte for å oppnå fordeler ved neste kontraktstildeling eller lisensutstedelse. Dette er en av grunnene til fremveksten av de velkjente sørkoreanske industri- og finanskonglomeratene, gjerne kalt *chaebolene*. I 1995 sto de 30 største konglomeratene for 15 % av landets BNP (Kim 2003:2), og andelen av landets eksport var enda større.

Etter tiår med autoritært styre innførte sørkoreanerne et tilsynelatende demokratisk flerpartisystem i 1988 (Datamonitor 2005:11-13). Omtrent på denne tiden forsto tydeligvis også myndighetene at den sørkoreanske økonomien trengte nye impulser for å vokse videre, for nå fulgte en serie økonomiske reformer. Overgangen til en mer markedsorientert økonomi skulle imidlertid vise seg mer humpete enn reformatorene trodde.

5.2. Realøkonomisk utvikling

90-tallet begynte der 80-tallet slapp for Sør-Koreas del med årlige vekstrater for bruttonasjonalproduktet på over 5 % (Noland 2005:59). I 1992 og 1993 var det konsumentene som drev veksten, da privat konsum økte sin andel av BNP fra litt over 51 % i 1991 til over 52 % i 1993 (WDI Online). Større vekst i eksporten enn importen disse årene var også en viktig driver for den økonomiske veksten, mens offentlig konsum og investering vokste noe svakere.

Fra 1994 til 1996 skjøt veksten ytterligere fart, og BNP vokste i disse årene med 7-9 % (WDI Online), som vist i figuren under. Investeringene økte sin andel av BNP fra under 36 % til nesten 39 % i løpet av disse årene. Med andre ord opplevde Sør-Korea en investeringsboom i årene før valutakrisen. Samtidig stagnerte eksporten mens importen økte, noe som resulterte i et handelsunderskudd på nesten 4 % av BNP i 1996 (WDI Online).



I 1997 falt veksten tilbake, og valuta- og finanskrisen dette året var startskuddet for ekstremt dårlig økonomisk utvikling i 1998. Faktisk var resesjonen i 1998 den verste kontraksjonen i

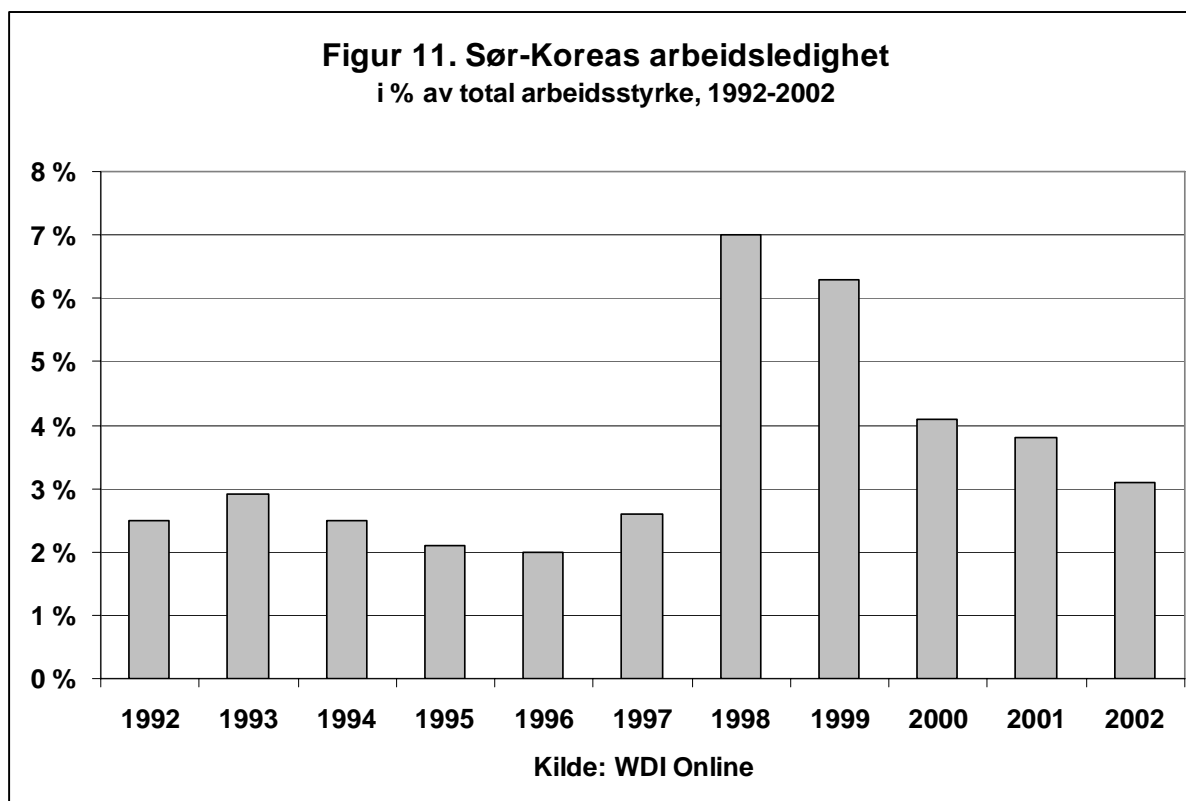
sørkoreansk økonomi siden industrialiseringsprosessen kom i gang på 60-tallet (Noland 2005:57). Den reduserte veksten i 1997 og kontraksjonen året etter var helt klart investeringsdrevet, da investeringenes andel av BNP falt fra nesten 39 % i 1996 til 25 % i 1998 (WDI Online).

Allerede her får vi en indikasjon på at noe var galt med Sør-Koreas investeringsnivå i forkant av krisen. Selv om investeringene gjerne leder an i realøkonomiske kriser, må fallet i dette tilfellet sies å være ganske ekstraordinært. Eksempelvis falt investeringenes andel av BNP med under 2 prosentpoeng i forbindelse med krisen i Mexico (WDI Online).

Gjenhentingene var i hovedsak drevet av økt privat konsum og delvis reversering av fallet i investeringene. Privat konsum utgjorde nesten 57 % av BNP i 2002, mot litt over 49 % i 1998. Investeringene gikk fra 25 % av BNP i 1998 til 29 % i 2002. Eksportoverskuddet, som økte kraftig i 1998 og var en viktig årsak til at fallet i BNP ikke ble større, falt gradvis tilbake i perioden 1999-2002.

Det sørkoreanske arbeidsmarkedet viste meget varierende utvikling i analyseperioden. I årene 1992 til 1997 lå ledigheten på mellom 2 % og 3 % av arbeidsstyrken, altså et meget lavt nivå. Årsaken til dette kan vi delvis finne i Sør-Koreas bedriftskultur. I følge Bae og Rowley (2002:77) var humankapital svært anerkjent som en viktig produksjonsfaktor i Sør-Korea, og *livstidskontrakter* var vanlig helt fra industrialiseringen av landet kom i gang på 60-tallet. Det samme var avlønning basert på ansiennitet.

Under slike omstendigheter har arbeidstaker små insentiver til å bytte jobb ofte, og arbeidsgiver er mer eller mindre forpliktet til å beholde arbeidstakerne selv i perioder med overkapasitet. I kombinasjon med den høye veksten i perioden ga dette et lavt ledighetsnivå, som i takt med den spesielt høye veksten midt på 90-tallet falt til 2 % av total arbeidsstyrke i 1996 (WDI Online).



Som vi skal komme tilbake til siden, gikk så mange som syv av de 30 største *chaebolene* konkurs i løpet av 1997 (Kim 2001:55). Med tanke på deres store andel av BNP, er det klart at disse konkursene ga en stor effekt på arbeidsmarkedet. For det første var den direkte virkningen stor ved at bedriftene selv måtte si opp mange arbeidere. For det andre kjøpte *chaebolene* og deres ansatte en stor andel av Sør-Koreas vare- og tjenesteproduksjon. Når de falt bort som kunder, måtte mest sannsynlig også andre mindre bedrifter redusere arbeidsstokken.

Fra toppen i 1998 på 7 % ledige falt arbeidsledigheten gradvis tilbake etter hvert som de økonomiske forholdene normaliserte seg. Allikevel var ledigheten så sent som i 2002 høyere enn den hadde vært på 90-tallet før krisen, hvilket viser at de realøkonomiske konsekvensene av valuta- og finanskrisen i 1997 var større enn hva som fremkommer bare ved å se på BNP-tallene for perioden.

En samlet vurdering av den realøkonomiske utviklingen i Sør-Korea fra begynnelsen av 90-tallet og inn i det nye årtusenet viser en gjennomgående høy vekst. Den viktigste driveren i årene før krisen var investeringene, men under resesjonen i 1998 kollapset disse fullstendig. Handelsbalansen var også viktig før og under krisen, da et handelsunderskudd dempet veksten

i forkant av krisen og dempet fallet i 1998. I årene etter 1998 var det i hovedsak en delvis reversering av fallet i investeringene og sterk vekst i privat konsum som drev BNP-veksten.

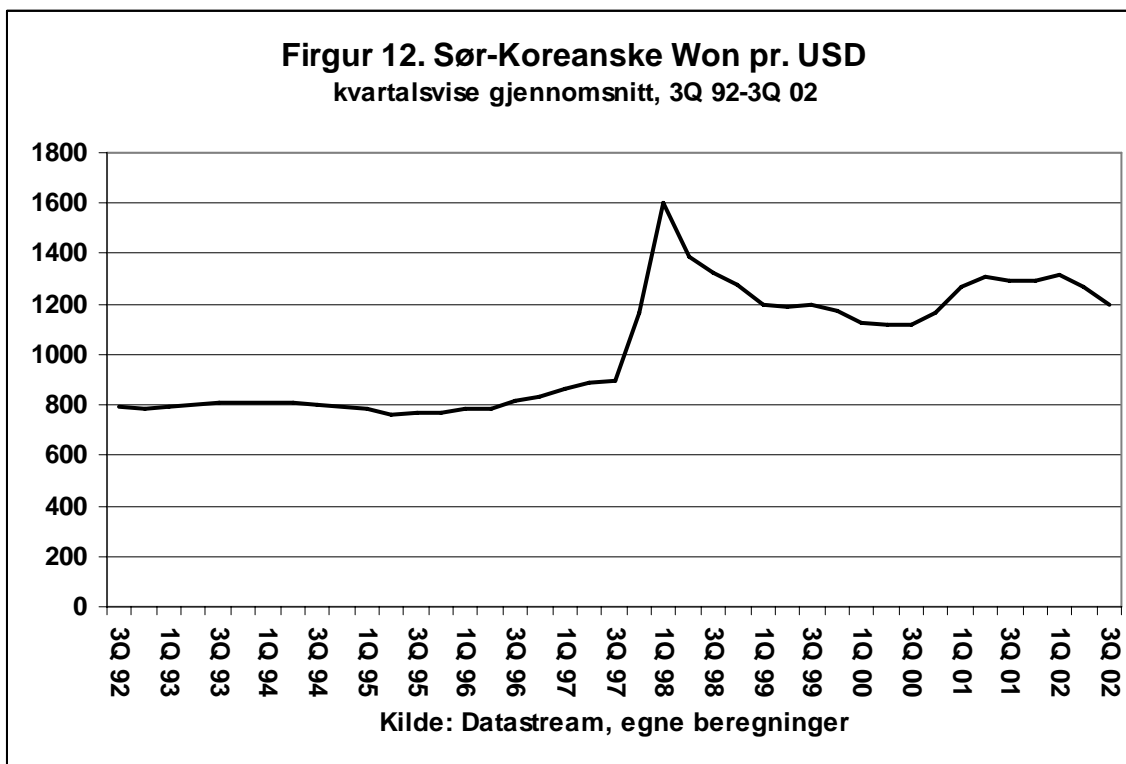
Analysen av arbeidsmarkedet viser først og fremst at de realøkonomiske konsekvensene av finans- og valutakrisen i 1997 var større enn utviklingen i BNP gir inntrykk av. Ledigheten bet seg fast på et høyere nivå, og først i 2002 var arbeidsledigheten i Sør-Korea på vei ned mot nivået før krisen.

5.3. Pengepolitikk og nominelle størrelser

I følge Noland (2005:12) hevdet sørkoreanerne at de holdt en fast valutakurs ”mot en nærmere spesifisert valutakurv” på 80-tallet, justert for en såkalt ”politisk justeringsfaktor”. Problemet var – i tillegg til den vage politiske justeringsfaktoren – at ingen andre enn sørkoreanerne selv visste hvilke vekter de ulike valutaene hadde i denne kurven, noe som blant annet fikk IMF til å klassifisere valutaregimet som ”styrt flyt” fremfor ”fastkurs”.

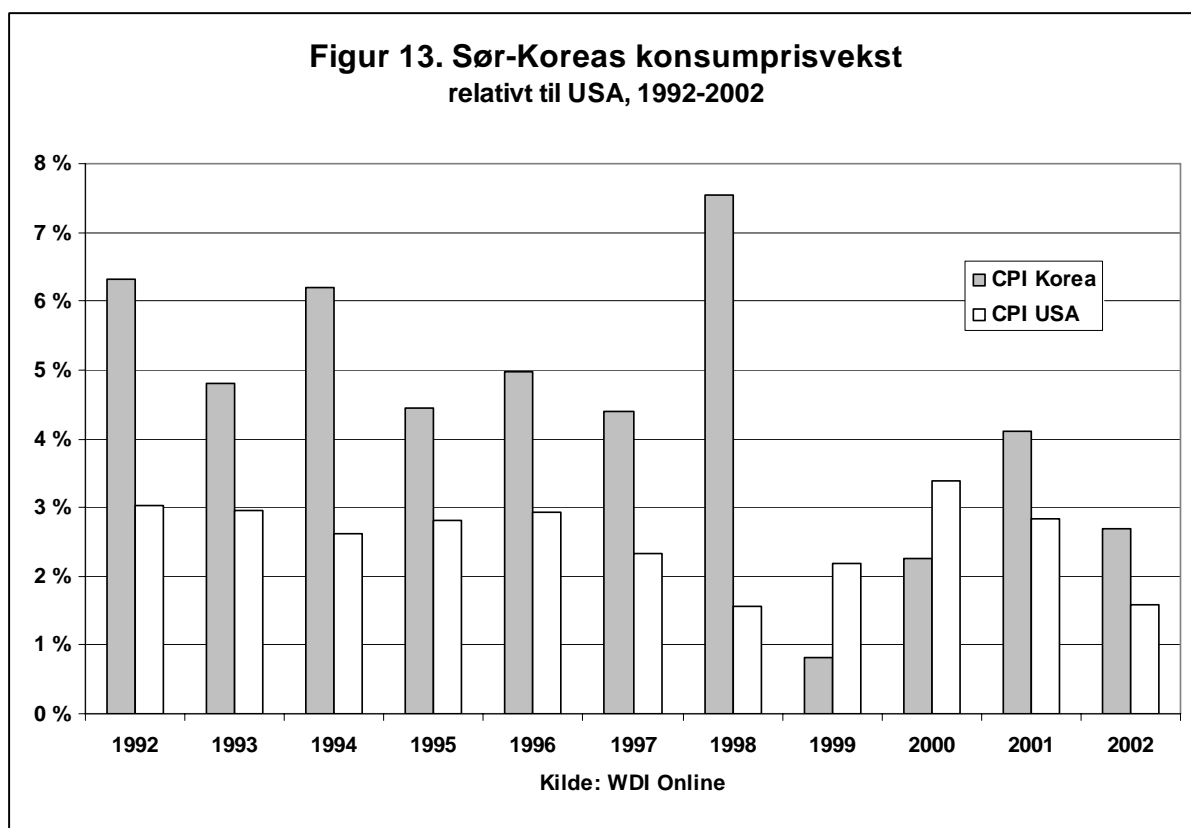
I 1990 introduserte myndighetene et nytt valutaregime (Noland 2005:49). Valutakursen skulle nå bestemmes på bakgrunn av tilbud og etterspørsel etter sørkoreanske *Won* målt mot amerikanske dollar, med bestemte grenser for daglige fluktuasjoner. Midtkursen justerte sentralbanken hver dag basert på gjennomsnittlig valutakurs fra foregående handelsdag. De opprinnelige båndene var på +/- 0,4 %, men årlige oppjusteringer førte til at man tillot daglige fluktuasjoner på +/- 2,25 % i 1995. Dette nivået holdt sentralbanken til den endret båndets bredde til +/- 10 % høsten 1997 like før kursen på *Won* forsvant ut av myndighetenes kontroll.

Ikke alle var like overbevist om at Sør-Korea nå opererte med flytende valutakurs. Blant annet ga det amerikanske finansdepartementet landet den lite gjeve merkelappen ”kursmanipulator” like etter overgangen til det nye valutaregimet (Noland 2005:13). Ser vi på valutakursutviklingen fra inngangen til analyseperioden og frem til slutten av 1994 er det vanskelig å påstå at amerikanerne manglet fullstendig perspektiv ved sin betegnelse av Sør-Koreas forhold til valutakursen. Selv om figuren under viser kvartalsvise gjennomsnitt, ligger valutakursen såpass tett rundt 800 *Won* pr USD at det var lett å trekke den konklusjonen at sørkoreanerne aktivt stabiliserte valutakursen.



Som vi ser av figuren styrket *Won* seg i forhold til amerikanske dollar i 1995, og forble under 800 *Won* pr USD til sent i 1996. Samtidig fortsatte den kinesiske *Yuan* å falle i verdi mot USD, og samlet sett deprimerte den kinesiske valutaen fra under 5 *Yuan* pr USD i 1990 til over 8 *Yuan* pr USD våren 1997 (Tenold 2002:29). I tillegg svekket også japanske *Yen* seg mot USD fra rundt 80 *Yen* pr USD våren 1995 til ca. 125 *Yen* pr USD to år senere. Med tanke på at USA, Japan og Kina kjøpte rundt 40 % av landets eksport og forsynte Sør-Korea med nesten 50 % av deres import på midten av 90-tallet, ga appresiering mot alle de tre landenes valuta en betydelig svekkelse av sørkoreanske eksport- og importkonkurrerende bedrifters konkurransevne (EIU 1997:32).

Chang (1998:1558) pekte på tre mulige årsaker til styrking av valutakursen i tiden før krisen. For det første hadde det internasjonale fokuset på pengepolitikk snudd de siste årene fra en eksplisitt valutakurspolitikk mot inflasjonsmål hvor valutakursen kun er en av mange kanaler. En sterk valuta gjør importen billigere og legger således også press på importkonkurrerende bransjer og reduserer etterspørselen etter andre varer og tjenester i økonomien. Redusert etterspørsel betyr vanligvis redusert inflasjonspress. Med tanke på at Sør-Korea hadde betydelig høyere inflasjon enn USA, kan sentralbanken ha ønsket en sterkere valuta for å redusere inflasjonen mot det amerikanske nivået.



Den andre grunnen til å holde en sterk valutakurs var oppbygging av utenlandsgjeld i sørkoreanske bedrifter, siden en sterkere kurs reduserte bedriftenes gjeldbyrde målt i lokal valuta og ikke minst gjeldskostnadene.

Til sist var det, som i så mange andre tilfeller, stor prestisje knyttet til valutakursen. I Sør-Koreas tilfelle var det ikke valutakursen i seg selv, men det faktum at BNP pr capita kom over 10 000 USD i løpet av 1995, mye på grunn av en sterkere valuta. I følge Chang (1998:1558) var dette en historisk milepæl styresmaktene la mye prestisje og symbolikk i.

Når det gjelder rentenivået, var det relativt høyt i årene før krisen. I følge Min (1999:178) var realrentene i Sør-Korea faktisk dobbelt så høye som nivået i andre større land. En viktig årsak til dette var de samme steriliseringsproblemene som Mexico opplevde. Stor kapitalinnstrømning økte innenlandsk pengemengde uforholdsmessig mye, og for å bøte på dette måtte styresmaktene utstede statspapirer med gunstig avkastning. Dermed økte alternativ avkastning og tvang pengemarkedsrentene opp slik at enda flere utlendinger ville plassere i Sør-Korea, og problemet vokste seg større. Samtidig ble tydeligvis tilbudet av statlig

subsidiert finansiering utilstrekkelig i forhold til etterspørsel, noe som også bidro til at sørkoreanske bedrifters i stadig større grad benyttet seg av usubsidiert finansiering.

I andre kvartal 1997 begynte differansen i avkastning mellom sørkoreanske og amerikanske statsobligasjoner å stige (Noland 2005:29). Med andre ord mente investorene risikoen var økende ved plasseringer i Sør-Korea, og kapital strømmet nå ut av landet i høyt tempo.

Sentralbanken brukte milliarder av dollar på å forsvare valutaen, men 16. desember 1997 måtte de gi etter for presset og frikoble *Won* fra USD (Noland 2005:49). Deretter fulgte en periode hvor *won* svekket seg kraftig, med det resultat at gjennomsnittlig valutakurs i første kvartal 1998 var på over 1600 *Won* pr USD (Datastream). Altså var ikke den sørkoreanske valutaen langt fra en halvering av verdien på kun få uker.

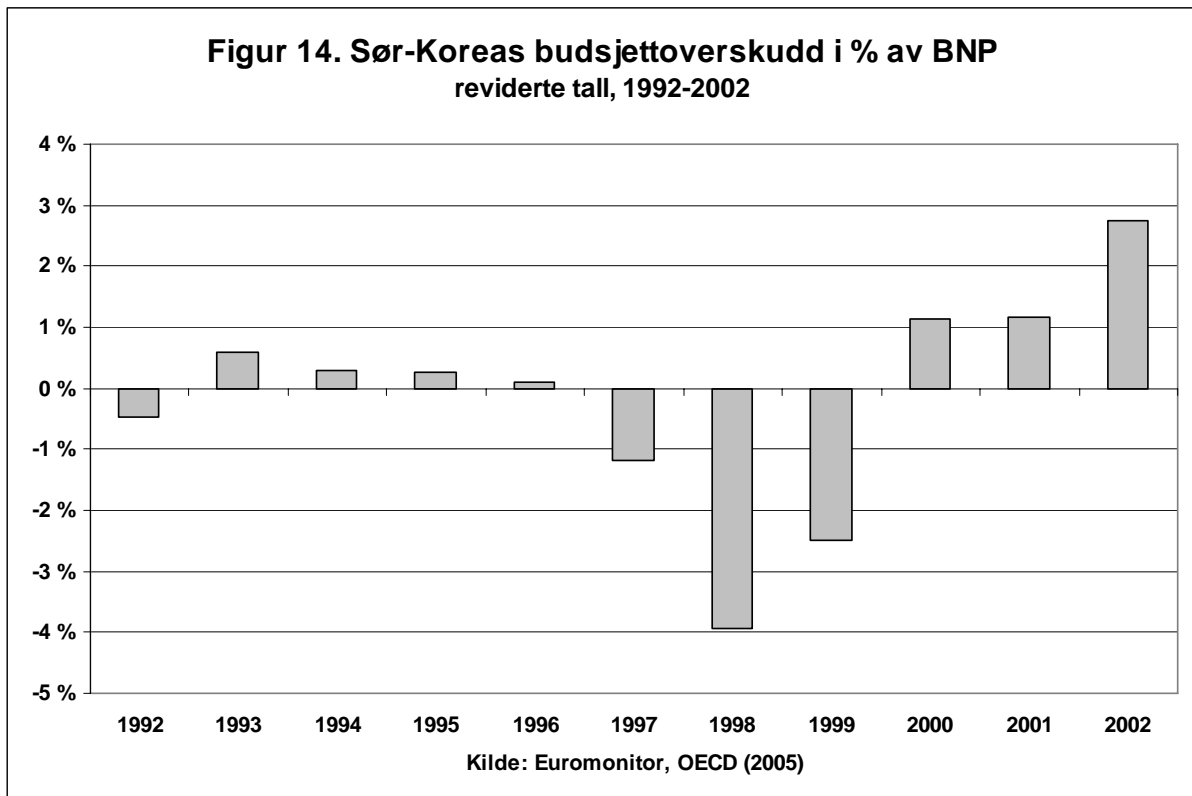
Den videre valutautviklingen i *Won* skiller seg imidlertid klart fra utviklingen i Mexico etter deres valutakrise. Sentralbanken selv (Sør-Koreas sentralbank 2003:93) mente de høye rentene den satte i samarbeid med IMF – markedsrentene steg i følge sentralbanken til 30-40% p.a. den første tiden etter krisen – var en viktig faktor bak stabiliseringen av kapitalstrømmene og delvis reversering av valutakursens tidligere utvikling. I tillegg mottok landet i løpet av 1998 de resterende beløpene av den internasjonale støttepakken vedtatt sent i 1997 på 57 mrd USD, og sentralbanken økte sine reserver ytterligere ved utstedelse av en egen ”stabiliseringsobligasjon” på 4 mrd USD. Med andre ord mente Sør-Koreas sentralbank at krisen i 1997 var en typisk likviditetskrise som forsvant når det igjen var nok likviditet tilgjengelig til å tilfredsstille internasjonale investorer.

Valutakursutviklingen gir sentralbanken rett i at de største utslagene kom på grunn av likviditetsproblemer og spekulasjonsangrep. Vi ser imidlertid at kursen mot USD etablerte seg rundt 1200 *Won* pr USD i årene etter krisen, altså en svekkelse på rundt 30 % fra nivået før krisen. Dette tyder på at det også var fundamentale ubalanser i valutakursen som rettferdiggjorde spekulasjonsangrepet.

5.4. Finanspolitikk og politiske forhold

Sør-Koreas finanspolitikk før krisen var så absolutt ingen utløsende faktor for det som skjedde i 1997. I følge OECD (1998:42) avsto landet fra å bruke skattebetalernes penger til

makroøkonomisk etterspørselsstyring og omfordeling av inntekt. Med det siste menes eksempelvis høye skatter som kanaliseres til mindre velstående deler av publikum gjennom direkte overføringer eller generell økning i velferdstilbudet. Offentlig konsum utgjorde rundt 12 % av BNP gjennom hele analyseperioden (WDI Online), hvilket er godt under vanlige nivåer i land på samme nivå som Sør-Korea inntektsmessig. Som figuren under viser var sørkoreanerne også dyktige til å balansere offentlige budsjetter før krisen i 1997, og leverte heller små overskudd enn underskudd.



(note: tall for 1998-2002 gjelder sentrale myndigheter fra OECD Survey (2005) da tilgjengelige databaser ikke innehar tall for staten totalt sett)

Som nevnt vedtok IMF en støttepakke på 57 mrd USD til Sør-Korea sent i 1997. Denne forutsatte blant annet minimal bruk av finanspolitikk for å komme ut av krisen (OECD 1998:37). Argumentene gikk på at landet ikke måtte pådra seg finansøkonomiske problemer som følge av redusert vekst og kostnadene knyttet til den kommende restruktureringen av bankvesenet. Allikevel endte året med underskudd, mye på grunn av fallende skatteinntekter fra bedriftene (OECD 1998:42). Reduksjon i planlagte utgifter gjorde imidlertid sitt til at underskuddet ikke ble større enn 1,2 % av BNP.

I tråd med IMF's krav lanserte Sør-Korea opprinnelig et stramt budsjett for 1998 (OECD 1999:63-67). I tillegg kom myndighetene med supplerende skatteøkninger i mars 1998. Fallet i skatteinntekten som følge av resesjonen hadde imidlertid mye større effekt enn skatteøkningene, og førte til reduksjon i totale skatteinntekter. Etter hvert som krisen viste seg å ha større realøkonomiske effekter enn opprinnelig antatt, snudde myndighetene og la om til mer ekspansiv finanspolitikk (OECD 1999:67).

Flere oppjusteringer av budsjettunderskuddet endte med at styresmaktene i september hadde vedtatt supplerende budsjetter som til sammen førte målet på sentrale myndigheters underskudd opp i 5 % av BNP. Store deler av underskuddet gjaldt økt støtte til finansielle institusjoner og små- og mellomstore bedrifter for å hjelpe til med restrukturering av deres finansielle situasjon. I tillegg vedtok styresmaktene å bruke 1 % av BNP på økte overføringer til de arbeidsledige og utvidelse av det sosiale sikkerhetsnettet. Som vi ser av figuren over ble underskuddet noe mindre enn ventet, men et underskudd på 3,9 % av BNP innebar et klart brudd med den finanspolitiske linjen landet hadde ført tidligere.

Også for 1999 budsjetterte styresmaktene med et underskudd på 5 % av BNP (OECD 2000:62). Disse estimatene innebar imidlertid en antatt økonomisk vekst på 2 %, fortsatt høy arbeidsledighet og høye renter. En kraftig realøkonomisk gjenoppbygging og lavere rentenivå gjorde imidlertid de opprinnelige anslagene til skamme og budsjettunderskuddet falt tilbake til 2,5 % av BNP (WDI Online).

Fra og med 2000 var Sør-Koreas sentrale budsjetter tilbake i positivt terreng. Analysefirmaet Datamonitor (2005:20) fremhevet økt skattebase og finanspolitisk disiplin som de viktigste årsakene til snuoperasjonen. OECD (2003:60) trakk frem effekten av de automatiske stabilisatorene. Eksempelvis fungerte støtten til de arbeidsledige som en automatisk stabilisator ved å øke statens utgifter i nedgangskonjunkturen for så å redusere utgiftene da økonomien snudde opp og ledigheten falt. Dette kalles automatisk stabilisering fordi etterspørselen opprettholdes i en periode hvor den naturlig nok er lav, samtidig som denne effekten forsvinner når økonomien klarer seg godt på egenhånd.

I tillegg var store deler av utgiftsøkningene i forbindelse med krisen engangsutgifter i form av restruktureringskostnader. Når den viktigste delen av denne prosessen var gjennomført, falt naturlig nok også denne typen utgifter tilbake og bidro til forbedringer i budsjettbalansen.

Med andre ord er det lite å si på Sør-Koreas finanspolitikk før, under og etter krisen. Spesielt ekspansiviteten under krisen later til å ha vært en viktig årsak til at krisen ikke ble enda dypere. Eksempelvis ga økte overføringer til arbeidsledige en mykere nedgang i etterspørselen enn hva som ellers ville vært tilfelle, med den konsekvens at krisens innvirkning på bedrifter med innenlandsk fokus ikke ble unødvendig stort. Spørsmålet er heller om ikke IMF skulle vært mindre opptatt av offentlige underskudd i Sør-Korea i den første fasen av krisen, slik at styresmaktene kunne stabilisert økonomien ytterligere uten å komme på kant med IMF.

Frikjenningen av finanspolitikken som bidragsyter til krisen betyr ikke dermed at politikerne går fri. Som nevnt i innledningen var det tette bånd mellom *chaebolene* og politikerne. Da det første konglomeratet – *Hanbo Steel* – gikk konkurs i begynnelsen av 1997 førte konkursen med seg en rekke arrestasjoner av fremstående politikere anklaget for korrupsjon (Noland 2005:29). Arrestasjonene gikk så langt inn i den politiske makteliten at også president *Kim Young Sam* sin sønn og politiske støttespiller *Kim Hyun Chol* ble arrestert. Rystet av konkurser og korrupsjonsskandaler mistet dermed Kim Young Sam presidentembetet til *Kim Dae Jung* i desember 1997 (Datamonitor 2005:13). Regimeskiftet var imidlertid irrelevant for korrupsjonsnivået, noe som ble bekreftet da også to av den nye presidentens sønner etter hvert ble arrestert på bakgrunn av korrupsjonsanklager. Dette viser hvor vanskelig det var å endre kulturen blant politikere og bedriftsledere i Sør-Korea, og i mangel på bedre alternativer for velgerne fikk president Dae Jungs parti holde på makten ved valget av ny president i 2002 (Datamonitor 2005:13).

Selv om finanspolitikken var nærmest eksemplarisk, kan altså ikke det samme sies om politikernes opptreden. Med tanke på den store makten sentrale politikere hadde over næringslivet gjennom sin utstedelse av lisenser og styrt finansiering, er det klart at styresmaktene spilte en svært viktig rolle i feilallokeringen av kapital. Det var de bedriftslederne som var villig til å putte mest penger i politikernes lommer som fikk foreta ønskede investeringer, ikke nødvendigvis de med best forutsetninger for å lykkes. Da investeringskollapsen var den viktigste driveren til den realøkonomiske nedturen i forbindelse med finans- og valutakrisen i 1997, er det klart at mye kapital gikk til lite produktive formål. Med andre ord kan vi trygt si at politikerne spilte en viktig rolle i oppbyggingen av ubalansene før krisen.

5.5. Gjeldsutvikling

Styresmaktenes ønske om å bruke finansmarkedene som næringspolitisk virkemiddel gjorde det nødvendig å isolere Sør-Koreas fra det internasjonale kapitalmarkedet. Hvis ikke kunne bedriftene gå utenom de statlig kontrollerte finansinstitusjonene i jakt på kapital. Ved inngangen til 90-tallet var det dermed slik at all form for finansiering utenom myndighetenes tilbud var forbudt så lenge det ikke var gitt spesifikt tillatelse til å avvike fra dette (Noland 2005:8). Styresmaktene gjorde også sitt for å gjøre det vanskelig å omsette statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet, og future- og obligasjonsmarkeder eksisterte ikke. Til sist var det fra 1990 restriksjoner på børsnotering, hvilket førte til at det ved krisens utspring i 1997 var 360 selskaper som ventet på å notering ved børsen. Med tanke på at det kun var 775 selskaper notert på samme tidspunkt er dette et særdeles høyt tall relativt sett.

Noland (2005:10) trakk frem en rekke konsekvenser ved denne politikken. For det første innebar styresmaktenes politikk hva Noland kaller ”*Survival of the fittest*”, der de autoriserte bankene ga lån basert på størrelse, ikke investeringenes økonomiske potensial. Dermed ble det et overordnet mål for bedriftene å vokse seg store uten å ta særlig hensyn til profitten siden den uansett ikke lot til å være kritisk for videre eksistens.

For det andre ble høy gjeldsgrad en del av det sørkoreanske næringslivets natur ettersom eksempelvis børsnotering og med det tilgang til egenkapital var pålagt så sterke begrensninger. Allerede i 1992, før utenlandsk lånekapital for alvor krysset de sørkoreanske grensene, hadde landets industribedrifter i gjennomsnitt en gjeld på over tre ganger egenkapitalen (Kim 2003:6).

En siste implikasjon av styresmaktenes finansieringspolitikk var de sterke insentivene til krysseierskap siden bedriftene på den måten kunne overføre kapital seg i mellom i henhold til beholdning og behov.

Over tid bygget det seg opp et sterkt ønske fra Sør-Koreas bedrifter om å få tilgang til de internasjonale finansmarkedene. Noland (2005:14-15) pekte på at spesielt eksportbedriftene følte at deres høye gjeldskostnader og manglende tilgang til vanlige finansielle instrumenter som obligasjoner hemmet konkurranseevnen i internasjonale markeder.

President Kim Young Sam på sin side ønsket sterkt et medlemskap i OECD, i følge Noland mest av symbolske årsaker. For å bli tatt opp i verdens ”rikmannsklubb” måtte landet åpnes finansielt. Samtidig presset amerikanske myndigheter på for å gi sine finansielle institusjoner muligheten til å etablere seg i det sørkoreanske kapitalmarkedet.

Som svar på de ulike interessentenes ønsker åpnet styresmaktene i 1993 for kortsiktige lån i utenlandsk valuta for å finansiere import av kapitalgoder (Noland 2005:26). Med relativt høye renter hjemme i forhold til sammenlignbare land og restriksjoner på opptak av langsiktig gjeld i utlandet begynte sørkoreanske bedrifter å akkumulere kortsiktig utenlandsgjeld.

Året etter fikk Sør-Koreas banker fritt ta opp lån i utenlandsk valuta (Noland 2005:26). Sentralbanken gjorde imidlertid sitt for å begrense mer langsiktige lån, ifølge Noland av frykt for økt utenlandsk kontroll over landets næringsliv. Ved å ha en langsiktig posisjon i selskapene ville tross alt utenlandske kreditorer innta rollen som langsiktige interessenter, hvilket gjerne gir større innflytelse i selskapets strategiske beslutninger da man kan true med å trekke ut kapitalen hvis selskapet går i en annen retning enn ønskelig. I tillegg kan direkte innflytelse økes ved konvertering av gjeld til egenkapital, et problem sentralbanken i følge Noland bekymret seg for.

Av samme årsaker var det også store begrensninger på direkte investeringer (FDI) i Sør-Korea (Noland 2005:40). Dermed hadde utenlandske investorer uvanlig store insentiver til å eksponere seg mot Sør-Korea i form av utlån, siden de ikke fikk gå inn i egenkapitalmarkedet slik de kanskje egentlig ønsket.

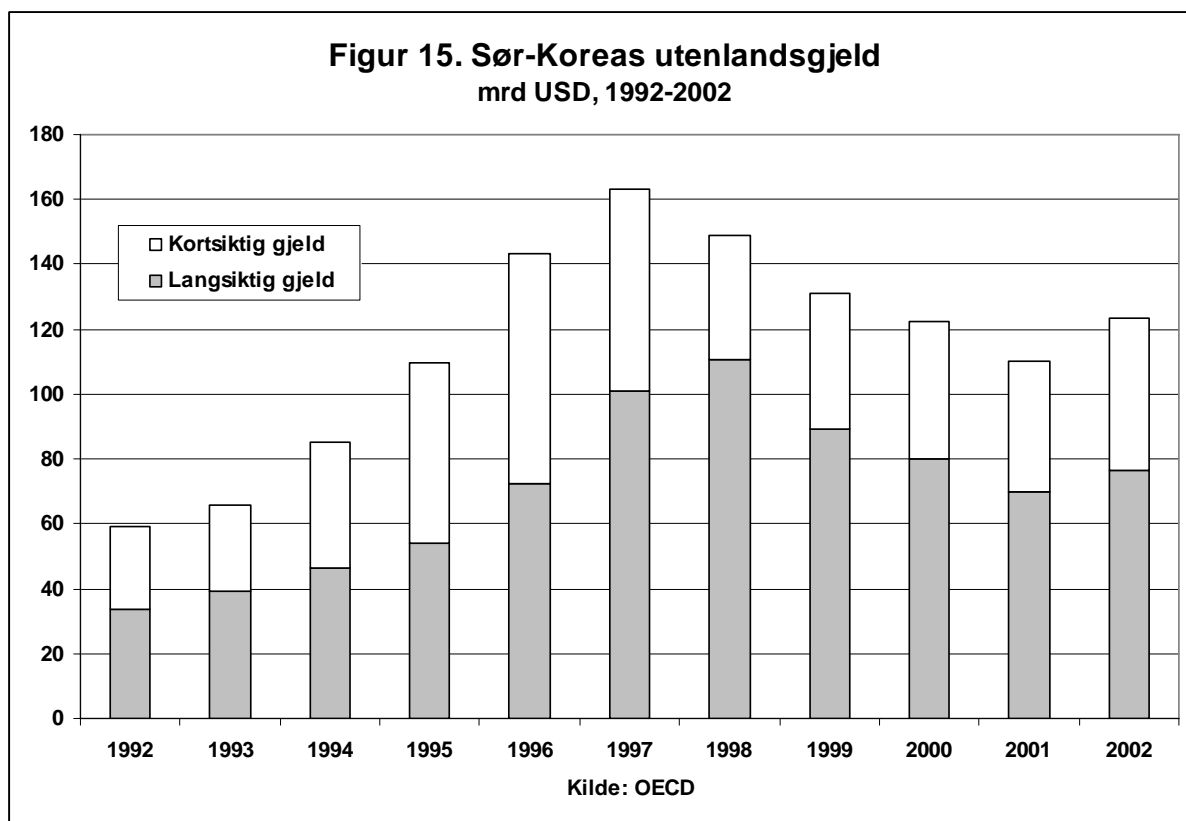
I tillegg til den nasjonale liberaliseringen førte også det internasjonale Basel-regelverket til økt bruk av kortsiktig utenlandsgjeld som finansieringskilde. Bestemmelsen av mest interesse i denne sammenhengen angår de risikovektede kapitalkravene ved utlån. Ifølge Basel-overenskomsten skulle nemlig kortsiktige lån til banker utenfor OECD vektet med bare 20 % i forhold til vektningen av langsiktige lån ved utregning av kapitalkravet (Noland 2005:27). Da lån til *bedrifter* uansett løpetid skulle vektet likt med *langsiktige* lån til bankene, ga denne bestemmelsen klare insentiver til korte utlån til koreanske banker. Som vi skal komme tilbake til var en økende andel av bankene knyttet direkte opp mot chaebolene, så kortsiktig utenlandsgjeld til banksektoren gikk rett inn i bedriftenes låneportefølje. Siden Sør-Korea ikke ble medlem av OECD før oktober 1996 er det klart at svakhetene ved Basel-

overenskomsten kan ha vært en viktig årsak til oppbyggingen av kortsiktig utenlandsgjeld frem mot krisen.

Min (1999:177) hevdet at sørkoreanske bedrifter ikke nøyter særlig stor anerkjennelse i internasjonale kapitalmarkeder tidlig på 90-tallet. Det ga i så fall ytterligere insentiver til lån med kort løpetid. Kortsiktige eksponering reduserer tross alt risikoen for å bli involvert i en eventuell konkurs ettersom kreditor kan nekte å fornye lånene hvis han ser tegn til at selskapet kan havne i et økonomisk uforløp. Dermed kan det være lønnsomt i forventning å låne ut til låntagere banken ikke har tro på i et lengre perspektiv hvis betalingen for risiko er tilfredsstillende. I Sør-Koreas tilfelle var det imidlertid ikke behov for en stor risikopremie da myndighetene ifølge Kim (2001:52) ga mer eller mindre eksplisitte garantier på vegne av bankvesenet.

Som vi har sett tidligere tydet også utviklingen i valutamarkedet på at myndighetene sto som garantist også for valutakursens stabilitet. Dermed regnet mest sannsynlig sørkoreanske bedrifter valutarisikoen som minimal. Internasjonale kredittgivere, som tross alt hadde noe mer kunnskap om tidligere kollapser i andre valutaregimer, tok nok ikke like lett på denne risikoen. I henhold til udekket renteparitet – differansen mellom innenlandske og utenlandske renter er tilnærmet lik forventet depresiering – betydde dette at kredittgiverne priset inn en viss svekkelse av *Won*, hvilket gir en lavere internasjonal rente enn det innenlandske rentenivået i Sør-Korea. Bedriftene derimot, så på differansen mellom dagens valutakurs og fremtidig valutakurs som nærmest fraværende. Gitt disse forutsetningene var utenlandsk finansiering unaturlig billig ut i fra bedriftenes vurdering av fremtiden, og de økte av den grunn gjeldsopptaket i utlandet.

Som vist i figuren under ga liberaliseringen av kredittmarkedet og de ulike insentivene til å låne i utlandet en økning i utenlandsgjelden på hele 143 % fra 1992 til utgangen av 1996. Samtidig førte forskjellig regulering og skjevheter i insentivene til at andelen kortsiktig gjeld steg fra 43 % til 50 % av total utenlandsgjeld i samme periode.



Sett i forhold til BNP var imidlertid ikke utenlandsgjelden skremmende. Den kom fra et veldig lavt nivå – gjeld til utlandet utgjorde 18 % av BNP i 1992 (WDI Online) – og nådde ikke mer enn litt over 30 % av BNP i 1997 (WDI Online). Til sammenligning mener Verdensbanken at en gjeldsgrad på under 48 % innebærer lav risiko (Chang m.fl. 1998:738).

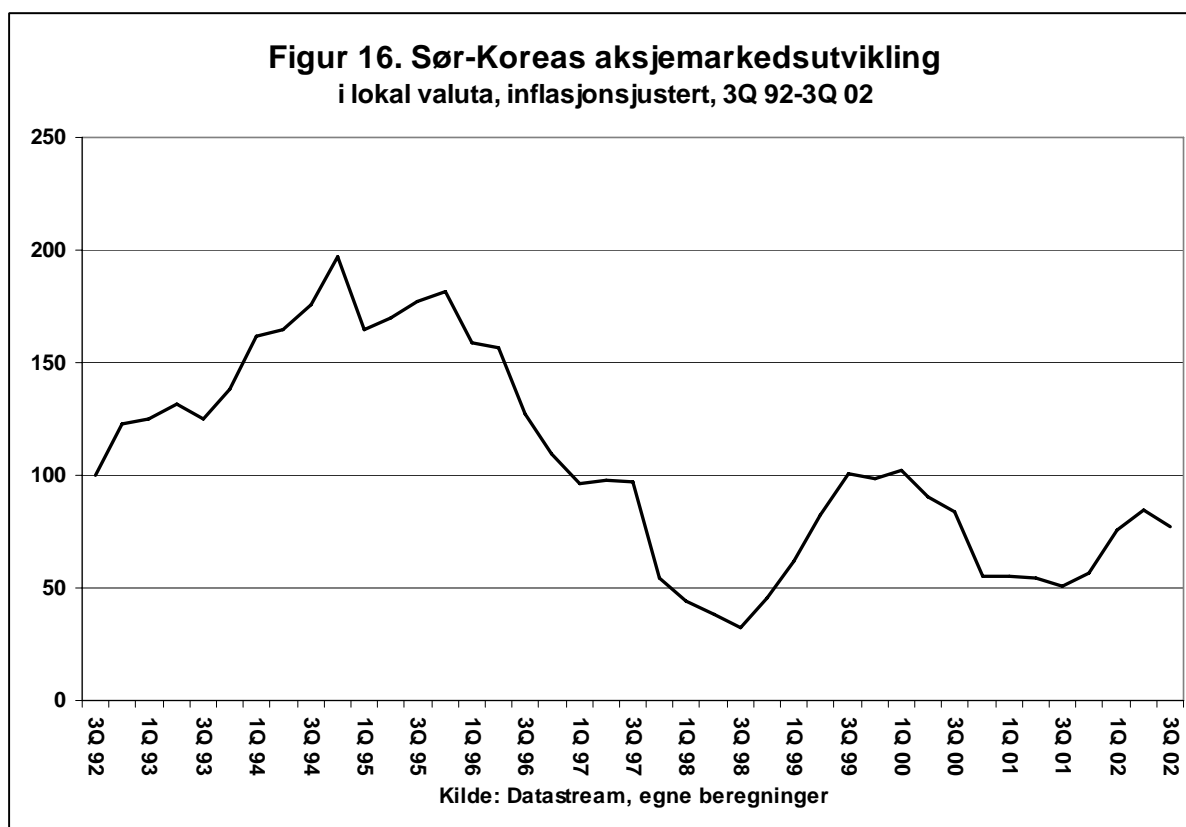
Gjeldsakkumulasjonen var imidlertid uheldig av to andre grunner. For det første innebar den økte andelen kortsiktig gjeld større ubalanse i forfallstrukturen. Mer kortsiktig gjeld gjorde som tidligere nevnt risikoen for kapitalflukt større, da investorene ikke forpliktet seg til å bidra langsiktig med finansiering.

For det andre oppsto det en klar ubalanse i valutasammensetningen hos bedriftene. Mens gjeld nominert i USD økte, viser de høye og voksende investeringsratene i årene før finans- og valutakrisen at i alle fall en stor andel av de lånte midlene gikk til investeringer i hjemlandet. Dermed ville en svekkelse av *Won* ikke gi større utslag på eiendelene målt i hjemlig valuta, mens verdien av finansieringssiden ville øke betraktelig ved en kraftig depresiering. Dette ville gi økte renter og avdrag målt i *Won*, og i tillegg svekke balansen så gjelden i verste fall overgikk eiendelene i verdi med det resultat at bedriftene ble insolvente.

I de kommende årene falt gjeldsnivået tilbake, og selv etter flere år med ny økonomisk oppgang utgjorde gjelden til utlandet bare 22,5 % av BNP i 2002 (WDI Online). Dette bekrefter inntrykket av at spekulative motiver og feil oppfatning av valutarisiko bidro til gjeldsoppbyggingen i Sør-Korea på midten av 90-tallet.

5.6. Aksjemarkedet

Som et ledd i liberaliseringen av landets finansielle markeder åpnet Sør-Korea i 1992 for at utlendinger kunne kjøpe aksjer direkte i landets aksjeselskaper (Noland 2005:42). Selv om ingen utenlandsk enkeltinvestor fikk eie mer enn 3 % av et selskap, og den totale utenlandske eierandelen ikke fikk komme over 10 %, representerte dette den endelige åpningen av aksjemarkedet i Sør Korea. Effekten på aksjekursene kom umiddelbart, og bidro til at aksjeverdiene nesten doblet seg fra midten av 1992 til toppen ble nådd sent i 1994.



Yoon og Miller (2004:234) mente utlendingene generelt sett så på sørkoreanske aksjer som undervurderte, særlig med tanke på den gode økonomiske utviklingen i landet. Dermed gikk

en stor del av de rundt 48 mrd USD i porteføljeinvesteringer som kom til Sør-Korea i perioden 1991-1996 inn i aksjemarkedet og bidro til den sterke oppgangsperioden.

Etter hvert sprakk glansbildet av Sør-Koreas aksjemarked, mye på grunn av manglende inntjening. Han Kim (i Kim 2001:52) hevdet at kun 27 % av Sør-Koreas børsnoterte selskaper skapte verdier for aksjonærene i perioden 1992-96. De resterende – altså nesten tre fjerdedeler av alle børsnoterte selskaper – satt igjen med et samlet tap for perioden totalt sett.

Ifølge Tenold (2002:23-25) var oppgang i aksjemarkedene et generelt fenomen i Sørøst-Asia på begynnelsen av 90-tallet. Dette indikerer at internasjonale investorer vektet seg opp i regionen generelt, og til en viss grad vurderte de ulike landene som deler av et større investeringsområde. Dermed ville negative impulser fra et land fort gi seg utslag i redusert optimisme rundt fremtiden til andre land i regionen.

Frykt for at Hong Kong måtte gi opp sin fastkurs mot USD sendte landets aksjeverdier kraftig ned høsten 1997 (Barboza 1997:D25). Selv om den økonomiske situasjonen i Hong Kong ikke var den samme som eksempelvis den i Sør-Korea, spredte frykten for devaluering seg også til det sørkoreanske aksjemarkedet, muligens på grunn av tett sammenkobling av finansmarkedene i Sørøst-Asia.

Figuren over viser imidlertid at fallet i Sør-Koreas aksjemarked startet lenge før høsten 1997. Altså var det også realøkonomiske faktorer som drev nedgangen. Investorene så den manglende inntjeningen og reduserte sin eksponering mot Sør-Korea før *chaebolene* gikk konkurs og før smitteeffekten satte inn. Smitten fra andre asiatiske markeder bidro selvfølgelig til å forsterke fallet, men var ikke en utløsende faktor.

Aksjemarkedet opplevde i likhet med valutakursen en reversering av den første utviklingen i årene etter krisen, men etablerte seg på et mye lavere nivå enn tidligere. Dette viser at markedet var høyere priset enn fortjent på midten av 90-tallet, og gir nok en indikasjon på at mye av kapitalen som strømmet inn i Sør-Korea før finans- og valutakrisen var spekulativ kapital. Når det positive momentet forsvant, fulgte denne kapitalen etter i en nærmest panikkartet flukt.

5.7. Betalingsbalansen

Etter et lite overskudd i 1993 svekket den sørkoreanske driftsbalansen seg suksessivt de neste årene og underskuddet nådde 4,2 % av BNP i 1996. Economist Intelligence Unit (EIU 1997:30), et anerkjent analysebyrå, mente imidlertid at underskuddet ikke var bekymringsverdig i det hele tatt, men et resultat av store investeringer som ville bedre eksportmulighetene betraktelig i fremtiden. Samme kilde kritiserte faktisk sørkoreanske myndigheter for å fokusere på handelsunderskuddet. Sør-Korea burde heller oppfordre til import for å bevare gode relasjoner med sine viktigste handelspartnere.

Som den videre utviklingen viste, fokuserte nok EIU i overkant mye på produksjonssiden uten å nevne finansieringssiden. Som tidligere beskrevet var langsiktig eksponering i form av aksjekjøp, langsiktig gjeld eller FDI enten forbudt eller sterkt regulert, slik at driftsbalanseunderskuddene i hovedsak ble finansiert med kortsiktig, mer spekulativ kapital.

Dermed gikk Sør-Korea glipp av kunnskapseffekten som gjerne er et viktig argument for vedvarende driftsbalanseunderskudd, siden kapitaleierne ikke inngikk langsiktige forpliktelser som gir større Eiermessige insentiver til å engasjere seg i driften. Hvis eksponeringen eksempelvis er i form av kortsiktig gjeld, er det uinteressant å hjelpe bedriften med å ta grep som bedrer lønnsomheten på lang sikt, da gjelden er tilbakebetalt lenge før de eventuelle driftsmessige tiltakene ville gitt effekt. Derimot var insentivene store til å påvirke bedriftene i retning av kortsiktige løsninger som ga god likviditet på kort sikt fremfor høy lønnsomhet på lang sikt, slik at risikoen ved kortsiktige utlån ble minst mulig.

De økende underskuddene hang blant annet sammen med Sør-Koreas tradisjonelle import av industrielle råvarer, energi og deler til kapitalvarer og andre industriprodukter (EIU 1997:30-31). Når så et økt lønnsnivå ga voksende etterspørsel etter denne typen varer utover på 90-tallet, steg importetterspørselen ytterligere.

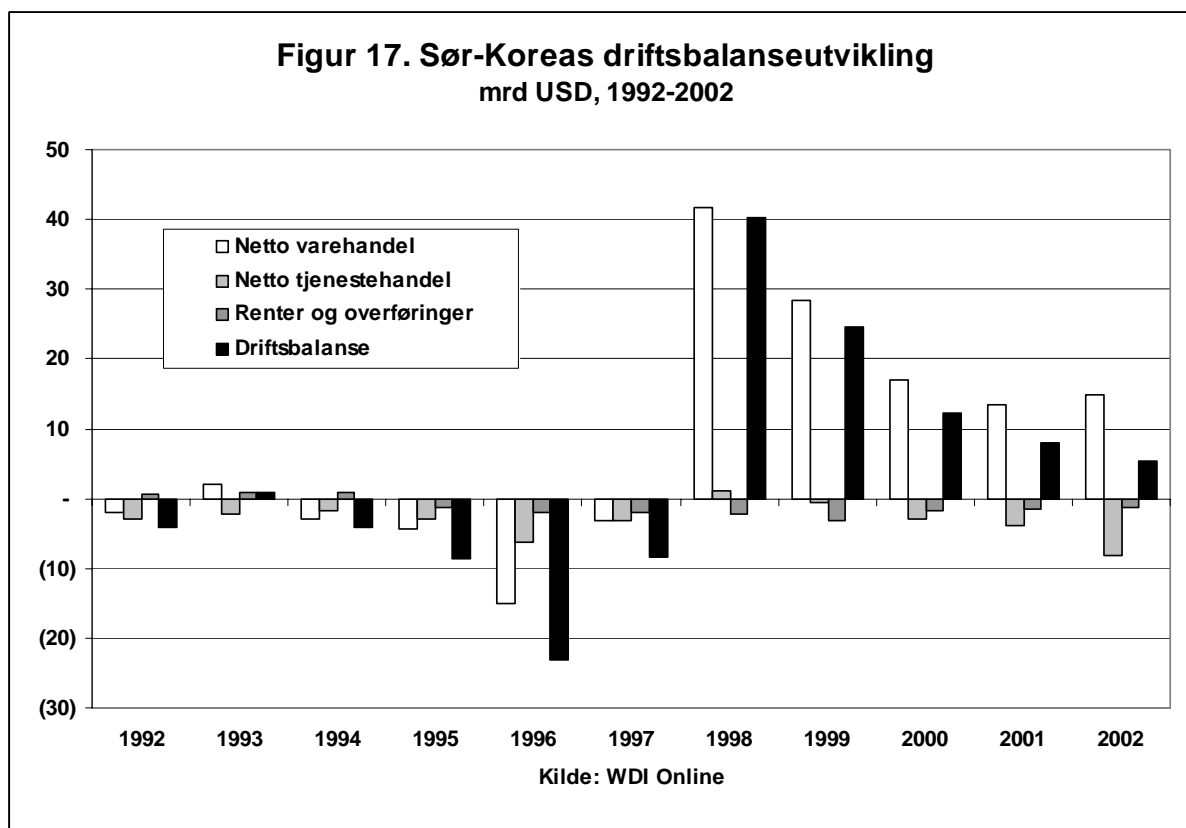
Eksportindustrien på sin side slet med fallende relative priser. De siste årenes investeringsboom – ikke bare i Sør-Korea – var i ferd med å gi overkapasitet for viktige sørkoreanske eksportvarer som halvledere, biler, stål og kjemikalier (OECD 1998:26). Blant annet falt prisen på halvledere – som på daværende tidspunkt utgjorde over 15 % av Sør-Koreas eksport – med hele 80 % i 1995. Dette var ingen enkelthendelse, men en del av en

lengre trend som på få år hadde ført prisen på eksempelvis minnebrikker fra nesten 50 USD til rundt 5 USD (Chang 1998:1558).

I tillegg til disse underliggende drivkreftene, representerte den tidligere kommenterte valutakursutviklingen et problem for handelsutviklingen (Tenold 2002:22). En sterkere *Won* mot USD i 1995 var selvfølgelig et problem, men verre var den relative utviklingen mot japanske *Yen* og kinesiske *Yuan*. Den sterke veksten i Sør-Korea hadde etter hvert ført landet opp på et høyt teknologisk nivå, mye på grunn av myndighetenes aktive industripolitikk. Dermed var avanserte japanske bedrifter en stadig større konkurrent for sørkoreanerne. Når så *Yen* depresierte kraftig mot USD fra tidlig i 1995 til våren 1997, ble Sør-Koreas eksport relativt dyrere i forhold til japansk produksjon. Mange konsumenter, både i de respektive landene og verden generelt, skiftet da fra sørkoreanske varer til japanske.

Samtidig hadde Sør-Korea fortsatt en stor andel arbeidsintensiv produksjon. På dette feltet kom Kina stadig sterkere, og når *Yuan* depresierte sterkt mot USD på 90-tallet falt den sørkoreanske konkurransevnen også for denne type produkter.

Den samlede effekten av økt konkurranse fra Japan og Kina som følge av valutakursendringer kalte Tenold (2002:22) for en *knipetangsmanøver*, der en svekket japansk *Yen* presset på fra ”toppen” av produksjonshierarkiet, mens depresieringen av kinesiske *Yuan* mot USD – og dermed også mot *Won* – ga dårligere konkurransevilkår for ”laverestående”, arbeidsintensiv produksjon. Valutakursutviklingen var trolig en viktig bidragsyter til den svake handelsbalanseutviklingen før krisen i 1997 slik den fremkommer i figur 17.



Selv om driftsbalansen svekket seg i årene før kriseåret 1997, skal vi være forsiktige med å legge for stor vekt på Sør-Koreas driftsbalanseunderskudd som årsak til krisen. Før valutaen kollapset i slutten av 1997 var nemlig underskuddet redusert til 12,5 mrd USD (Chang 1998:1558), altså så det ut til at Sør-Korea ikke trengte en kraftig depresiering for å få bukt med handels- og driftsbalanseunderskuddet. Dette inntrykket bekreftes av utviklingen på handelsbalansen etter krisen, hvor den kraftige depresieringen nok var en viktig bidragsyter til et handelsoverskudd og driftsbalanseoverskudd på over 40 mrd USD i 1998. Når valutaen så styrket seg i de kommende årene falt også overskuddene tilbake, men etablerte seg i positivt terreng. Det kan tyde på *Won* var for sterk i årene før krisen, men ikke så mye i ubalanse som valutakursutviklingen i årsskiftet 1997-98 ga inntrykk av.

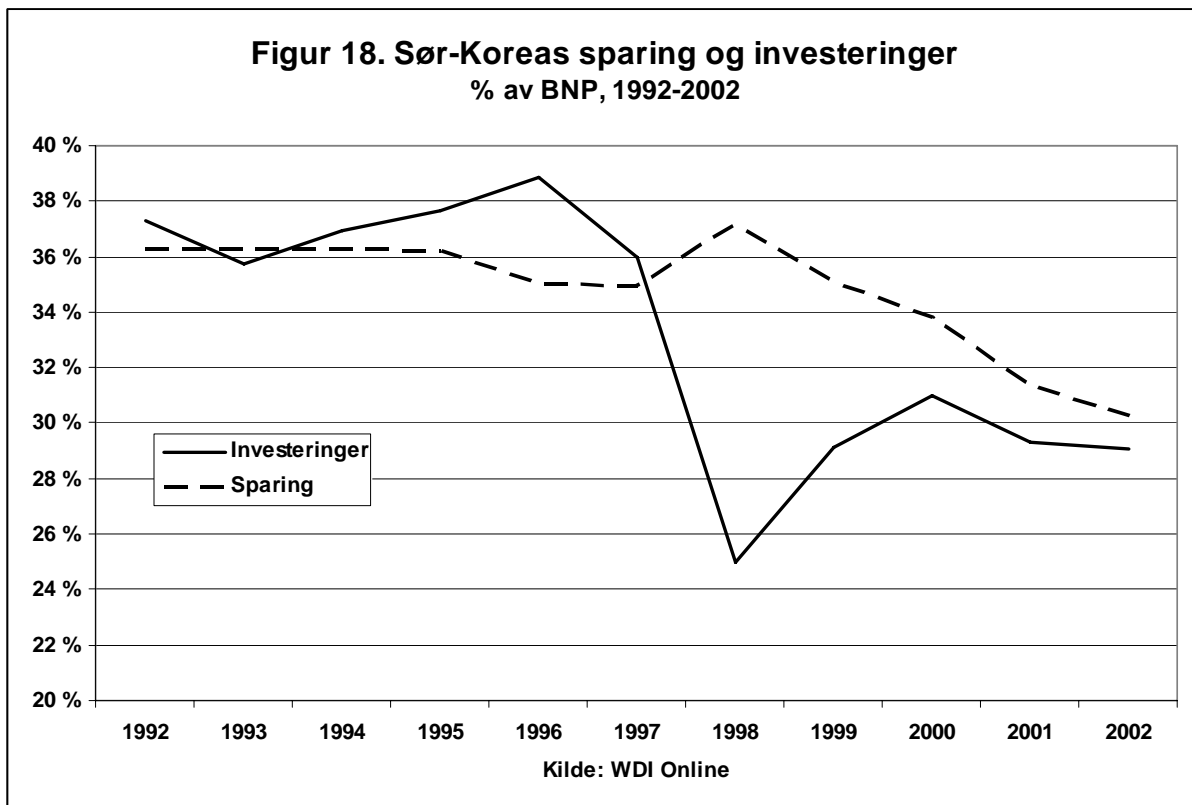
På den annen side vil en valutakrise nesten alltid avspeiles i betalingsbalansen, og dette var også tilfelle i Sør-Korea. Selv om underskuddet på driftsbalansen falt i tiden før krisen, var det fremdeles relativt stort og måtte finansieres ved netto kapitalinnstrømning. Med myndighetenes negative holdning til langsiktig utenlandsk kapital var finansieringen i hovedsak kortsiktig. Da krisen i det sørkoreanske næringslivet åpenbarte seg, samtidig som det spredte seg en generell tvil om fastkursregimene i Sørøst-Asia, stoppet denne

kapitalinnstrømningen raskt opp. Dermed oppsto det et vakuum som måtte fylles, og etter hvert som myndighetene tapte reserver ble vakuemet bare større ettersom sentralbanken da i tillegg måtte kjempe mot spekulantene som solgte *Won* utelukkende for å tjene på en eventuell devaluering. I denne situasjonen hadde ikke den sørkoreanske sentralbanken noe valg og ble til slutt tvunget til å devaluere. Selv om driftsbalanseunderskuddene ikke var utløsende for krisen, hadde de altså en forsterkende effekt i spillet rundt den sørkoreanske valutaen.

Snur vi om på driftsbalansen og studerer den i form av sparing og investeringer, ser vi at sparingen holdt seg relativt stabil på begynnelsen av 90-tallet. Deretter kom et lite fall i forkant av krisen i 1997 – mest sannsynlig på grunn av økt optimisme og økt import – før den realøkonomiske krisen året etter naturlig nok kom sammen med en økning i sparingen av frykt for fortsatt dårlige tider.

I årene som fulgte falt sparingen relativt kraftig – fra over 37 % av BNP i 1998 til litt over 30 % i 2002 (WDI Online) – uten at det behøver å ligge noe større dramatik i dette. Sparenivået var ekstremt høyt på 90-tallet, og langt over vestlig nivå. Eksempelvis hadde Tyskland sparerater rundt 22 % av BNP på 90-tallet, mens USA lå rundt 17 % av BNP (WDI Online). Når økonomien modnes, og stabilitet i stadig større grad preger institusjonelle forhold, kan det være fornuftig å spare mindre og heller bruke mer i dag for å øke velstandsnivået.

I tillegg førte åpningen av finansmarkedene til at sparingen ikke trengte å være tilnærmet lik investeringene, siden sistnevnte nå kunne finansieres i internasjonale finansmarkeder. Som kommentert tidligere og vist i figur 18 falt imidlertid investeringene kraftig tilbake fra 1996 og utover, så selv ved imperfekte kapitalmarkeder var det ikke behov for å opprettholde en høy sparing med tanke på finansiering av investeringene.



Noland (2005:3) hevdet at fallet i de sørkoreanske investeringsratene var bekymringsverdig. Han mente dette i første rekke reflekterte problematikken knyttet til å endre bedriftskulturen i takt med den mer markedsbaserte konteksten som vokste frem. Manglende omstillingsevne kombinert med økt grad av risikoaversjon etter krisen gjorde at sørkoreanske bedrifter møtte unødvendig hard motstand i sin søken etter ekstern finansiering. Dermed klarte ikke investeringsratene å hente seg inn igjen.

I den grad Noland er tolket riktig i denne oppgaven, var hans synspunkt noe snevert. Det samme gjelder de tidligere nevnte utsagnene fra Economist Intelligence Unit (EIU 1997:30), som hevdet at de store handelsunderskuddene på 90-tallet var et resultat av økte investeringer som ville gi økt produksjon og reversering av handelsbalansen på et senere tidspunkt.

Hvis høye investeringsrater skal være et tegn på økt produksjon og velstand, må kapitalen allokeres effektivt, altså komme fornuftige og lønnsomme investeringsprosjekter til gode. Som vi alt har sett var det spekulative tendenser i både gjelds- og aksjemarkedsutvikling i Sør-Korea i disse årene, og legger vi til korrupsjon og feil kriterier for lisenstildeling er det tydelig at investeringene i Sør-Korea ikke alltid var like produktive. Selv om noen gode

prosjekter sikkert ikke fikk finansiering i etterkant av krisen som følge av *credit crunch* – bankene har ikke finansiell evne til å bære særlig risiko og er også alt for redde for å ta risikofylte prosjekter – var det mest sannsynlig en større mengde dårlige prosjekter som ble luket bort.

Empiri fra andre land støtter dette argumentet. I 2002 var investeringsratene i Tyskland, USA og Japan henholdsvis 17 %, 18 % og 24 % av BNP (WDI Online). Når Sør-Korea nå etter hvert nærmet seg disse landene utviklingsmessig, var det ingen grunn til å tro at akkurat Sør-Korea hadde så ekstremt mange bedre investeringsmuligheter enn andre land. Kombinasjonen av at landet fortsatt hadde et stykke igjen til de modne landene, men samtidig var mye lenger utviklingsmessig enn andre land i Sørøst-Asia, tyder på at et nivå for investeringene rundt 30 % av BNP var et fundamentalt sett mer korrekt nivå enn 37 %.

Analysen av Sør-Koreas betalingsbalanse viser at både fundamentale og mer temporære årsaker ga et voksende handels- og driftsbalanseunderskudd før krisen i 1997. Overkapasitet, prisfall og endringer i relative valutakurser reduserte eksportinntektene, mens en voksende økonomi med mer krevende konsumenter kombinert med billigere import relativt til innenlandsk produksjon ga kontinuerlig vekst i importen.

Styresmaktenes ulike regulering av forskjellige former for kapitalinnstrømning førte til at kortsiktig, spekulativ kapital dekket inn underskuddene på driftsbalansen. Dermed ble kapitalflukten mye sterkere når den først kom, fordi en høy andel utenlandske midler investert i Sør-Korea var meget likvide og kunne trekkes ut raskt. Da det sørkoreanske næringslivet begynte å vise sine svakheter i form av redusert inntjening og etter hvert store konkurser, forsvant disse midlene i høyt tempo og la et uholdbart press på *Won* som til slutt tvang sentralbanken til å frikoble valutaen.

Utenlandsk kapital hadde også presset opp et allerede svært høyt investeringsnivå, med det resultat at den realøkonomiske kontraksjonen ble ekstra kraftig når den endelig kom.

Utviklingen i årene som kom viste at den kraftig depresieringen i årsskiftet 1997-98 var alt for kraftig ut i fra fundamentale forhold, hvilket bekrefter at panikk, smitte fra andre markeder og selvoppfyllende forventninger drev kapitalflukten.

5.8. Finansinstitusjonene

Sør-Koreas banksystem spilte som nevnt en viktig rolle i myndighetenes industrialiseringspolitikk. Blant annet var bankene pålagt å gi gunstig finansiering under markedsrente til bedrifter i utvalgte sektorer som investerte i tråd med myndighetenes ønsker (Kim 2001). Dette var en politikk som i stor grad ble opprettholdt også etter den utstrakte privatiseringen av koreanske banker midt på 80-tallet, særlig fordi ingen investor i prinsippet fikk eie mer enn 4 % av en enkelt bank. Dermed var bankene uten dominerende aktører på eiersiden som kunne gi klare og entydige retningslinjer for driften og engasjere seg aktivt i overvåking av bankenes virksomhet. Resultatet var at bankenes ledelse i praksis kun måtte forholde seg til myndighetene som regulerende instans for driften.

De sterke båndene mellom myndighetene og bankvesenet førte også til eksplisitte og implisitte garantier fra det offentlige om å steppe inn ved likviditetskriser og insolvens (Kim 2001). Var bankene uheldig med utlånene forventet altså markedet at myndighetene ville gå inn og dekke tapene. Dermed var insentivene store til å ta unødvendig høy risiko siden bankene ville oppleve høy profitt hvis alt gikk bra samtidig som muligheten for tap var redusert av myndighetenes garantier.

Et siste problem i Sør-Koreas finanssektor var manglende kompetanse (Kim 2001). Medarbeidere hadde ikke faglig tyngde til å gjennomføre grundige risikoanalyser, prosedyrene for kredittgivning var ikke standardiserte og bankvesenet manglet systematisk internkontroll. Dermed bestemte toppledelsen hoveddelen av utlånene, og i stedet for risikoanalyse brukte bankene i stor grad størrelsen på bedriftene som kriterium for lengde og omfang for lånene man ga. En viktig implikasjon av denne utlånspolitikken var at en stor del av bankenes utlån endte opp hos de store *chaebolene*.

Chaebolenes store betydning for sørkoreansk økonomi gjorde at mange etter hvert så på dem som for store til å gå overende (Datamonitor 2005:19). Hvis et *chaebol* fikk finansielle problemer, regnet man med at myndighetene gikk inn og løste problemene. Dette var tross alt tilfellet på 70- og 80-tallet, da myndighetene tro til med finansiell støtte hvis et *chaebol* fikk finansielle problemer (Min 1999:179) Mulige tiltak ville være å tilby gunstig refinansiering eller økt låneramme.

Ifølge Noland (2005:16) var imidlertid *chaebolene* ikke bare passive brukere av et dårlig system, de opprettet i tillegg egne handelsbanker på midten av 90-tallet. Senere etterforskning viste at lisenstildelingen var preget av korrupsjon og svarte penger, og faktisk var 3 av 15 banker lisensiert i 1996 insolvente allerede når de fikk godkjenningen. Disse handelsbankene sto for en stor del av opplåningen i sine respektive konglomerater gjennom investeringsboomen frem mot krisen. Ikke bare bidro dette til ytterligere feilallokering av ressurser i eierbedriftene, men handelsbankene presset også ned markedsandelen og profittmarginene til de tradisjonelle kommersielle bankene. Dermed ble også de sistnevnte finansinstitusjonene ekstra sårbare for eksogene sjokk.

Samtidig la kapitalinnstrømningen fra utlandet ytterligere press på både nye og gamle finansinstitusjoner ved å gi et høyere rentenivå i Sør-Korea enn andre sammenlignbare land (Min 1999:178). Sterk vekst i innenlandsk pengemengde som følge av netto kapitalinnstrømning fra utlandet tvang staten til å sterilisere, og tatt i betraktning det høye tempoet på kapitalinnstrømningen måtte avkastningen på statens obligasjoner settes høyt for å trekke inn tilstrekkelig kapital. Dermed steg også det generelle rentenivået som følge av høyere alternativ avkastning, og med det også rentekostnadene for finansinstitusjonenes kunder. Dette ga økt sannsynlighet for utlånstap, da mange låntagere kanskje ikke klarte å betale de høye rentekostnadene.

Som tidligere beskrevet kom en stor andel av kapitalinnstrømningen i form av utlån fra utenlandske institusjoner. Denne økte konkurransen fra utlandet måtte nødvendigvis legge press på marginene i de sørkoreanske finansinstitusjonene, og således føre til svekkede resultater.

Utover på 90-tallet kom problemene til syne i *chaebolene* og næringslivet generelt. Trass i store investeringer klarte ikke bedriftene å øke profitten. OECD (1998:23) hevdet problemene kom av at mange *chaebol* på slutten av 80-tallet hadde skiftet fokus mot ”populære” kapitalintensive bransjer hvor de manglet komparative fortrinn i forhold til etablerte, utenlandske bedrifter. I tillegg skjedde mange av skiftene simultant, slik at *chaebolene* førte en knallhard konkurranse mot hverandre for å bygge opp markedsandeler i hjemmemarkedet og ute. Dermed falt profittmarginene kraftig.

Påstanden om at *chaebolene* gikk inn i industrier hvor de manglet komparative fortrinn finner lite støtte i rapporterte handelstall. Eksempelvis utgjorde halvledere og lignende komponenter over 13 % av Sør-Koreas eksport i 1997 (EIU 1997:32), noe som viser at i alle fall deler av den nye kapitalintensive produksjonen lyktes.

Noland (2005:2) mente at problemene kom når sørkoreanerne ikke lenger kunne utvikle sin teknologiske industri gjennom imitasjon av eksisterende teknologi. Overgangen til en mer innovativ bedriftskultur med fokus på kvalitetsforbedringer fremfor kostnadsreducerende produksjonsprosesser er vanskelig, og var ifølge Noland en viktig faktor bak problemene Sør-Koreas næringsliv gjennomgikk på slutten av 90-tallet. I tillegg kom de tidligere nevnte valutaforholdene som gjorde livet ekstra surt for Sør-Koreas næringsliv.

Da *Hanbo Steel* ikke lenger klarte å betjene sin gjeld på 6 mrd USD i januar 1997 var det den første konkursen i et sørkoreansk industrikonglomerat på et tiår (OECD 1998:23). Troen på at en større gjeldskrise var i emning begynte å bre seg, og innen utgangen av 1997 var som tidligere nevnt så mange som syv av Sør-Koreas 30 største *chaebol* slått konkurs (Kim 2001:55). Dermed falt bankenes verdier på eiendelssiden. Kollapsen i valutakursen økte på sin side forpliktelsene kraftig også for bankene, som således kom i en alvorlig skvis og fikk store problemer med å overleve.

Problemene i finanssektoren ga myndighetene få valg. Gikk de ikke inn og tok over store deler av finansinstitusjonene eller gjorde det lettere for utlendinger å gjøre det samme, kom Sør-Korea til å oppleve en enda sterkere økonomisk kontraksjon de nærmeste årene som følge av reduserte finansieringsmuligheter. Sørkoreanske styresmakter valgte en delt løsning, så i 2000 hadde staten eierrettighetene til 37 % av det sørkoreanske bankvesenet mens utlendingene sto for 31 % (Datamonitor 2005:19). Til sammenligning var utenlandsk eierskap nærmest fraværende i 1996 samtidig som myndighetene sto oppført med eiendeler i banksektoren lik 16 % av samlede verdier.

For perioden 1997-99 som helhet kom tapene i det sørkoreanske bankvesenet opp i over 15,5 mrd USD (Kim 2001:53). Samtidig regnet man med at de totale kostnadene knyttet til en revitalisering av finanssektoren ville komme opp i 128 mrd USD, og ved utgangen av 1998 hadde myndighetene brukt 60 mrd USD på overtagelse av ikke-betjente lån. Med andre ord

resulterte finanskrisen i store finansielle kostnader i tillegg til kredittskvisen som helt klart bidro til den realøkonomiske kontraksjonen i 1998.

Den analyserte perioden innebar altså store endringer i det sørkoreanske finansmarkedet. De statlig tilknyttede – og meget svakt driftede – bankene fikk konkurranse fra ineffektive og allerede insolvente handelsbanker, og sammen sto de dårlig rustet til å møte konkurransen fra utlandet. Da de store konglomeratene fikk problemer i sine markeder hadde det stor innvirkning på både solvensen og likviditeten i finansinstitusjonene generelt og hos handelsbankene spesielt, ettersom disse gjerne var en del av konglomeratene. Resultatet var en storstilt finanskrise som det kostet myndighetene mange milliarder USD å rydde opp i.

5.9. Oppsummering

Sør-Korea åpnet 90-tallet med en meget høy veksttakt, og en investeringsboom førte BNP-veksten opp mot rundt 8 % årlig i perioden 1994-1996. Alt var imidlertid ikke som det skulle i sørkoreansk økonomi, og særlig myndighetenes direkte innblanding i næringslivet gjennom sin rigide lisenspolitikk hadde ført til et høyt korrupsjonsnivå og dårlig allokering av kapital. I tillegg foretok styresmaktene en svært skjev åpning mot internasjonale kapitalmarkeder som førte til rask oppbygging av kortsiktig utenlandsgjeld og spekulativ kapitalinnstrømning til blant annet aksjemarkedet.

Med andre ord bygget det seg opp en rekke ubalanser i sørkoreansk økonomi før krisen i 1997. For det første var det en skjevhet i *kapitalstrukturen* i næringslivet. Dette var en direkte konsekvens av styresmaktene motvillighet mot fri børsnotering og finansiering fra andre kilder enn deres utvalgte banker. Dermed måtte bedriftene enten låne hos de statlig autoriserte bankene, eller bygge opp store konglomerater hvor enhetene lånte av hverandre for å ”glatte ut” varierende finansieringsbehov over tid. Da myndighetene også i åpningen av kapitalmarkedene mot utlandet var skeptisk til egenkapital, økte gjeldsgraden ytterligere.

Skjevheter i nasjonal og internasjonal regulering førte også til at svært mye av utenlandsgjelden var kortsiktig. Dette ga ubalanse i *forfallsstrukturen*, da bedriftene brukte mye av den friske kapitalen til å investere i produksjonskapasitet. *Valutasammensetningen* kom også i ubalanse ettersom gjelden var notert i USD mens eiendelene fortsatt var notert i

Won så lenge investeringene skjedde i hjemlandet. De høye og økende investeringene i Sør-Korea i årene før krisen bekrefter at veldig mye kapital ble investert i hjemlandet.

I tillegg var det åpenbare elementer av *moralsk hasard* i Sør-Korea i forkant av finans- og valutakrisen. Som tidligere nevnt trodde mange at *chaebolene* var for store til at myndighetene ville la dem gå konkurs, og det virker som om ledelsen i de fleste *chaebolene* trodde det samme. Dermed kunne de ta høy risiko i sine investeringsbeslutninger, da fortjenesten ville bli høy hvis de lyktes mens myndighetene ville sosialisere tapene hvis prosjektene slo feil. Samtidig ga sentralbankens implisitte garantier for valutakursutviklingen store insentiver til å ta opp gjeld i utlandet som følge av rentedifferansene.

Da de mange feilslåtte investeringene – gjerne som følge av at de som var villige til å putte mest penger i politikernes lommer og ikke de dyktigste fikk lisenser – kom til syne gjennom redusert inntjening, begynte skepsisen til det sørkoreanske næringslivet å bre seg blant investorene. De trakk dermed penger ut av landet i høyt tempo, og sentralbanken var ikke i stand til å intervensjonere nok til å unngå at *Won* svekket seg mot USD. Dermed falt det gjeldsfinansierte korthuset sammen. Høy gjeld notert i USD kombinert med eiendeler notert i *Won* ga en fordreining av bankenes og bedriftenes balanser i retning av redusert verdi på eiendelssiden og økt verdi av gjeldssiden. Investorene så dette, og da de i tillegg begynte å så tvil rundt regionens valutaregimer generelt økte kapitalutstrømningen ytterligere. Sentralbanken måtte la valutakursen svekke seg, flere banker og *chaebol* gikk konkurs og til slutt hadde ikke den sørkoreanske sentralbanken valutareserver til å intervensjonere i stor nok grad og måtte slippe valutakursen fri.

Årene som fulgte bekreftet at det hadde vært spekulative tendenser involvert i krisen i 1997, da både aksjemarkedet og gjeldsnivået falt tilbake og etablerte seg på langt lavere nivåer enn i forkant av krisen. Det samme gjorde investeringene, uten at det behøver å bety svakere fremtidsutsikter. Derimot er det grunn til å tro at andelen lønnsomme og produktive investeringer heller steg i årene etter krisen.

De realøkonomiske konsekvensene viste seg også å være relativt store, særlig med tanke på at arbeidsledigheten bet seg fast på et høyere nivå enn tidligere. Den lave ledigheten før krisen kombinert med et høyt og relativt jevnt fordelt inntektsnivå viser at Sør-Korea ikke hadde samme insentiver til å slippe valutaen fri som eksempelvis Mexico. For handelsbalansen så

det derimot ut til å være en nødvendighet, men den snarlige reverseringen av store deler av svekkelsen for Won i forbindelse med krisen viste bedriftene klarte seg godt med en mye mindre depresiering enn den som kom i månedene etter krisen.

Med andre ord forsterket finanskrisen og valutakrisen hverandre, og det er vanskelig å avgjøre hvilken av krisene som utløste den andre. Sikkert er det i alle fall at sørkoreanske myndigheters reguleringer og dårlig forretningsdrift i *chaebolene* sto sentralt, og at smitte fra andre land i Sørøst-Asia hadde en forsterkende effekt både på finans- og valutakrisen.

6. Russland

Utbruddet av en så omfattende krise i veldrevne nasjoner i Sørøst-Asia førte til at investorer verden over finkjemmet porteføljene sine på jakt etter andre potensielle tapsbomber. Ingen kandidat var mer åpenbar enn Russland, som sto foran enorme utfordringer ved overgangen fra kommunisme til markedsøkonomi. Dermed oppsto det et lite koordinert kappløp for å redde mest mulig før kollapsen kom, med det resultat at russiske styresmakter slo seg selv konkurs i august 1998 og lot valutaen flyte fritt.

6.1. Historisk bakgrunn

Den Russiske Bjørnen falt inn under bolsjevikenes Sovjetunion under første verdenskrig. Helt frem til oppløsningen på begynnelsen av 90-tallet var Sovjetunionen i praksis underlagt *Kommunistpartiet*, som utøvet et autoritært styresett med høy sentraliseringsgrad. Dette gjaldt også den økonomiske politikken. Styresmaktene benyttet rigide femårsplaner for å styre utviklingen, med produksjonsmål for alle deler av økonomien.

Sovjetunionens ideologiske oppbygning ga en mer innadvendt industrialisering enn de andre landene denne oppgaven tar for seg. Ifølge Irina Dolinskaya (2002) var den sovjetiske industrialiseringsprosessen preget av sentralstyrt faktorbruk der økning i volum bidro mer til veksten enn kvalitetsforbedringer. Høyere deltakelse i arbeidslivet, flere arbeidstimer pr. arbeider og svært høye offentlige investeringsrater ga sterk vekst og en tilsynelatende

vellykket industrialisering. Faktisk hadde Sovjetunionen i følge Dolinskaya en av verdens høyeste investeringsrater på 60-, 70- og 80-tallet.

Etter som årene gikk falt imidlertid vekstratene, noe Easterly og Fisher (1994:1) mente skyldtes avtakende avkastning på kapitalinvesteringene. Det nevnte fokuset på økt kvantitet fremfor kvalitet i produksjonsfaktorene resulterte i manglende innovasjon og dermed mindre potensial for produktivitetsvekst. I tillegg prioriterte ikke Kommunistpartiet vedlikehold i stor nok grad, slik at realkapitalen forfalt raskere enn i Vesten. Effekten av få teknologiske nyvinninger og dårlig ivaretagelse av de eksisterende kapitalelementene var tydeligvis så sterk at kraftig økning i investeringsvolumet til slutt ikke var nok til å opprettholde veksten.

Da *Mikhail Gorbatsjov* tok over som leder av Kommunistpartiet i 1985, endret det politiske klimaet seg. Gorbatsjov var klar over svakhetene ved den sovjetiske økonomiske modellen, og ønsket å inkorporere noen av de viktigste prinsippene fra markedsøkonomien. Dermed lanserte han en rekke reformer for å revitalisere den sovjetiske økonomien under slagordet *Perestroika*, på norsk *restrukturering*. Gorbatsjov ønsket blant annet mindre statlig kontroll over bedriftene, slik at de heller kunne styres etter bedriftsøkonomiske mål som profitt og resultatmarginer. Myndighetene skulle ikke lenger ha produksjonsmål for den enkelte bedrift, men måle økonomisk fremgang slik vestlige land gjorde det, eksempelvis ved ledighetsrater og BNP-vekst.

Av ulike årsaker klarte imidlertid ikke Gorbatsjov å holde Sovjetunionen samlet. Dermed ble Russland på ny en selvstendig stat, og i juni 1991 vant *Boris Jeltsin* frem som landets første valgte president. Jeltsin ønsket å videreføre Gorbatsjovs reformarbeid, men veien til en moderne nasjon var lang.

Vi må nemlig ikke glemme at Russland – også i forhold til de andre landene denne oppgaven tar for seg – sto foran ekstreme utfordringer på begynnelsen av 90-tallet. Privat eiendomsrett, en fundamental forutsetning for markedsøkonomiens virkemåte, var nærmest fraværende i praksis. For å verne om sine verdier var det viktigere for russiske forretningsmenn å ha profesjonelle, voldelige gjenger i bakhånd enn det korruperte rettsvesenet (The Economist 2004a).

I tillegg var Russland nærmest for en bytteøkonomi å regne. Bankvesenet var svært dårlig utviklet og ute av stand til å tilby nødvendig kreditt til utvikling av næringslivet. En konsekvens av dette var at russerne hadde en mye lavere andel små bedrifter enn andre land. Selv i 2004, etter sterk vekst på dette området de siste ti årene, utgjorde små bedrifter kun 12 % av BNP i Russland (The Economist 2004b). Tilsvarende tall for mer modne land lå på 30-70 % av BNP. Dette skader dynamikken i den økonomiske utviklingen, ettersom gamle bedrifter ikke får konkurranse fra nye ideer og således får drive videre selv om andre kunne foretatt produksjonen på en bedre måte.

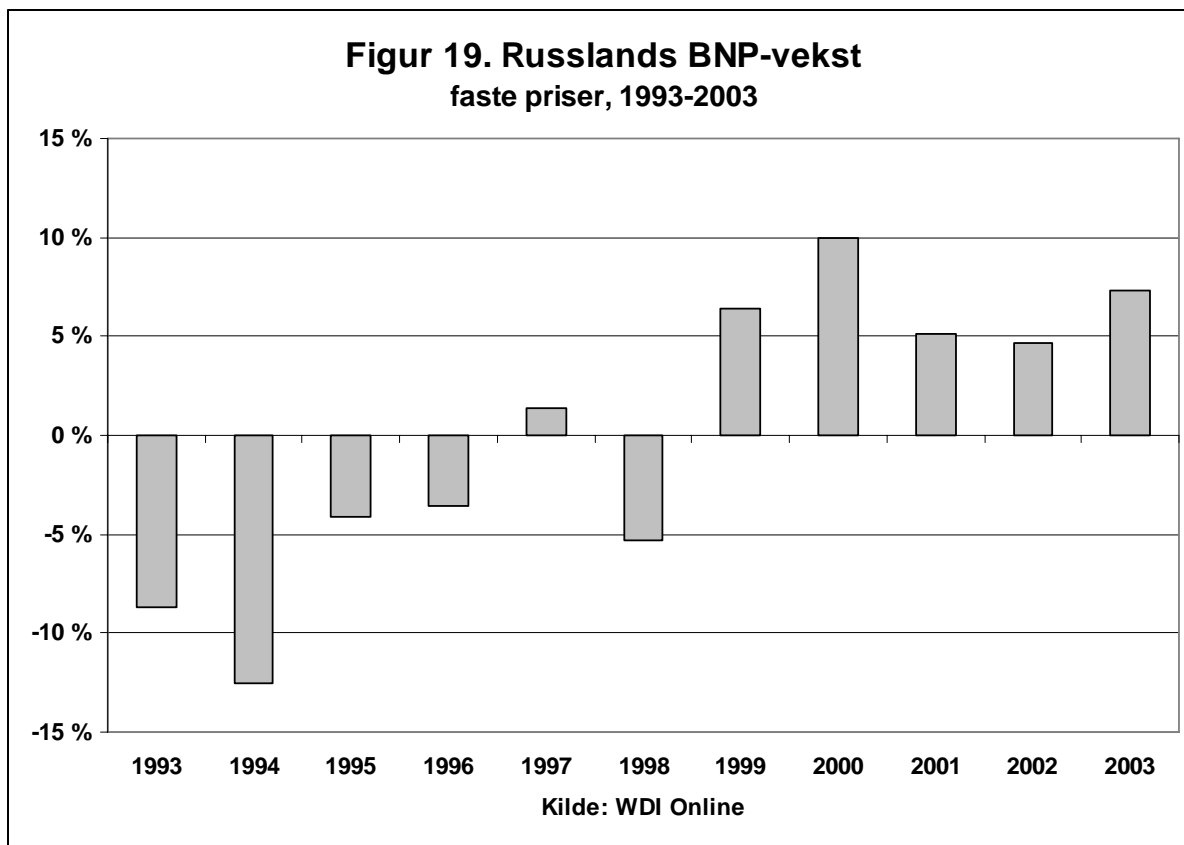
Det næringslivet som eksisterte var konsentrert rundt store statlige fabrikker, gjerne lokalisert på avsidesliggende steder langt fra relevante markeder (The Economist 2004c). Fabrikkene opererte uavhengig av hverandre, og delte knapt på kunnskap og erfaringer. I tillegg var de fleste overdimensjonerte og utdaterte.

I denne konteksten skulle altså Boris Jeltsin og senere *Vladimir Putin* prøve å skape et bedre Russland. Det som kom var vel ikke annet enn forventet, med store omstillingsproblemer og en gjelds- og valutakrise i 1998. Som vi skal se bidro imidlertid høye oljepriser til en langt bedre økonomisk utvikling i etterkant av krisen enn hva russerne egentlig fortjente tatt i betraktning den meget svake strukturen i økonomien. I tillegg forsinket de høye oljeinntektene reformarbeidet ytterligere.

6.2. Realøkonomisk utvikling

I etterkant av Sovjetunionens oppløsning var det forventet at Russlands økonomi ville fortsette å krympe slik den hadde gjort siden 1989 (Illarionov 1997:1). Derfor var fallene i BNP på nesten 9 % i 1993, hele 12,6 % i 1994 og 4,1 % i 1995 ikke spesielt overraskende.

Myndigheter og internasjonale organisasjoner trodde imidlertid trenden nå var i ferd med å snu, men ble skuffet med nedslående tall for både BNP og industriproduksjon også i 1996 (Illarionov 1997:1). Som vi ser i figur 19 falt BNP med over 3 % dette året.



Irina Dolinskaya (2002) trakk linjer tilbake til Sovjetunionens industrialiseringsstrategi for å forklare den svake økonomiske utviklingen i analyseperiodens første år, siden disse årene representerte en forlengelse av den nedadgående trenden siden slutten av 80-tallet. Sett i lys av klassisk vekstteori var den sovjetiske industrialiseringen basert på økt faktortilgang, der økonomien vokser så lenge faktortilgangen øker. Samtidig foregikk det ikke nok innovasjon og nyskaping til å opprettholde produksjonen per arbeider når kapitalen ble tilført flere arbeidere. Dermed falt marginalavkastningen og økonomien stagnerte. I tillegg falt standarden på realkapitalen, og således også konkurranseevnen. Dette var først og fremst et resultat av manglende vedlikehold og feilinvesteringer, men også andre nasjoners teknologiske fremskritt. Høyere produktivitet hos konkurrerende nasjoner gjorde nemlig også den velfungerende russiske realkapitalen mindre produktiv relativt sett, siden innovasjonsgraden var svært lav i Russland.

Da økonomien kom inn i en overgangsfase fra det gamle statsstyrte regimet til markedsbaserte produksjonsforhold, intensiverte overgangen det tidligere systemets iboende problemer. For det første svekket markedsbaserte reformer de gamle statseide bedriftene som baserte seg på rigide og utdaterte relasjoner mellom hverandre og mot sluttmarkedet. Når disse relasjonene

forbys eller svekkes på andre måter gjennom reformarbeid tar det tid før kulturen i bedriftene og markedet endrer seg i tilstrekkelig grad til at økonomien kan fungere godt igjen. Mer eksakt dreier det seg her om informasjonsasymmetri og evne eller vilje til å inngå kontrakter under markedsbaserte forhold.

For det andre tar det tid før det vokser frem en såpass stor privat sektor at overflødig arbeidskraft og kapital fra statsbedrifter som direkte eller indirekte avvikles som følge av reformarbeidet kan absorberes av privat sektor. Vi har tidligere vært inne på den svake eiendomsretten som reduserte insentivene til oppbygging av ny virksomhet. Dermed gikk oppbyggingen av privat sektor enda tregere enn den burde gjort.

For det tredje kan det være behov for omfattende opplæring og kapitalutskiftning. For en stor andel russiske arbeidere og kapitalelementer var kostnaden ved opplæring og oppgradering større enn de potensielle gevinstene, altså var de ikke lønnsomme å investere i (Dolinskaya 2002). Dette svekket den økonomiske utviklingen ytterligere.

I den grad vi tør å stole på BNP-tall for Russland, støttes teoriene over av tall fra WDI Online. For det første falt samlede investeringers andel av BNP fra nesten 35 % av BNP i 1992 til nærmere 24 % av BNP i 1996. Som tidligere nevnt falt BNP kraftig i samme periode. Vi kan med andre ord kalle den økonomiske kontraksjonen på begynnelsen av 90-tallet investeringsdrevet.

I 1997 så det virkelig ut til å løse for Russlands økonomi. Inflasjonen var på vei ned mot levelige nivåer og endte under 15 % for året som helhet (WDI Online). BNP steg også marginalt, ledet av økt konsum fra både myndigheter og privat sektor. Selv om investeringene fortsatt viste svak utvikling, så fallet ut til å stabilisere seg. Særlig viktig i så måte var gjenvalget av Boris Jeltsin i 1996. Dette ga en viss grad av politisk kontinuitet og stabilitet, og dermed også en bedre kontekst for langsiktige investeringer (Illarianov 1997:6).

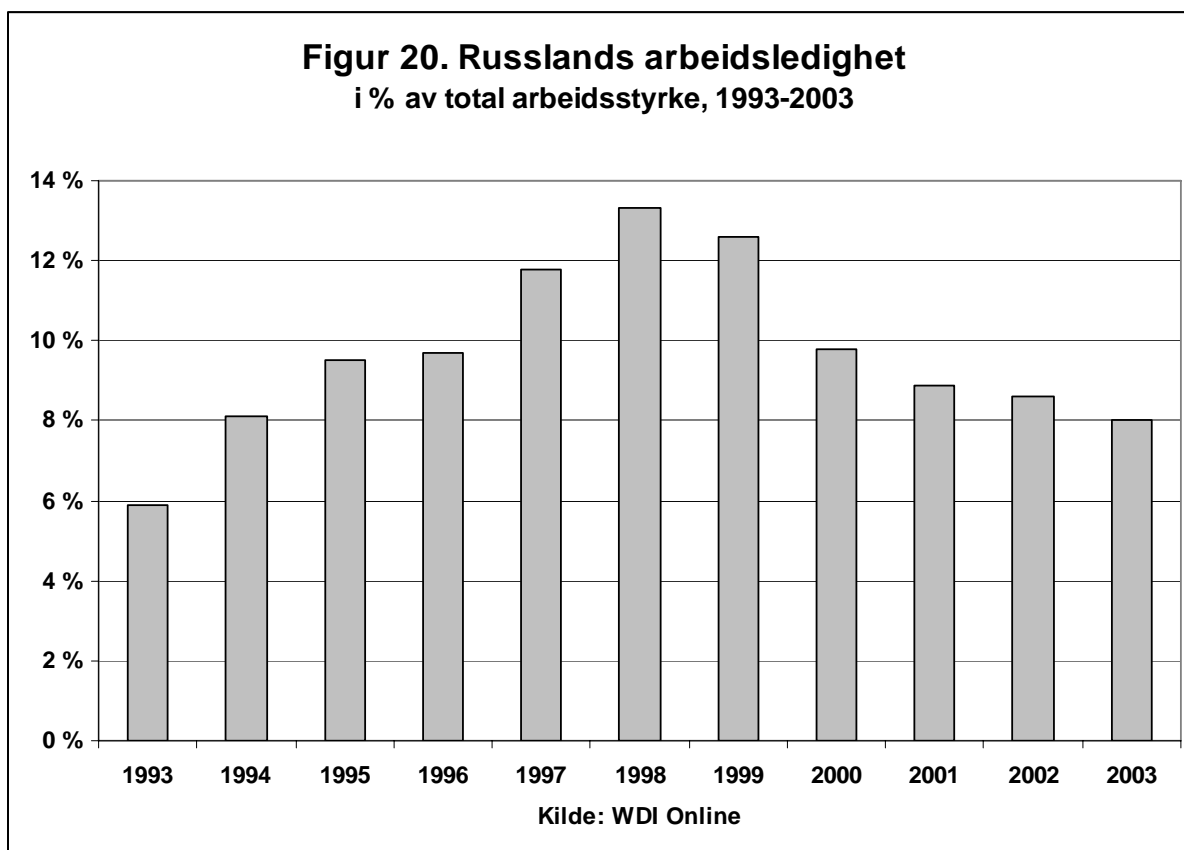
Året som kom ble dessverre et nytt sorgens år for Russlands økonomi. Tvil rundt myndighetenes evne til å betjene gjelden sin ga på ny en kraftig økning i realrentene. Dette reduserte myndighetenes manøvreringsevne betraktelig, og offentlig konsum ledet da også an i BNP-fallet og reduserte sin andel av BNP fra 21 % til 18,7 %.

Sent i 1998 snudde det imidlertid på nytt for russisk økonomi. I følge Hanson (2003:366) spilte den kraftige devalueringen av rubelen en svært viktig rolle, og da særlig for importkonkurrerende industri. Matforedling, tekstilproduksjon og ingeniørvirksomhet var typiske næringer som nå klarte å være konkurransedyktige stilt opp mot utenlandske konkurrenter. Videre trakk Hanson frem at disse og andre næringers oppblomstring var med på å tette noe av inntektsgapet mellom relativt fattige regioner og de regionene med storbyer eller store forekomster av naturressurser.

Utviklingen i oljeprisen var også av stor betydning. Hanson (2003:373) viste til studier som konkluderte med at rundt 24 % av Russlands BNP i 2000 var et resultat av oljevirkosomhet dersom man inkluderte verdiskapningen i transport og distribusjon av olje. Derfor er det ikke overraskende å se hvor godt den russiske veksten korrelerer med utviklingen i oljeprisen. Eksempelvis steg gjennomsnittsprisen på råolje av typen *Brent* fra rundt 13 USD/fat i 1998 til 18 USD/fat i 1999 (Datastream). Prisveksten fortsatte til nesten 29 USD/fat i 2000, for så å falle noe tilbake i 2001 og 2001 før den igjen steg til nesten 29 USD/fat i 2003. Denne prisutviklingen stemte svært godt med BNP-utviklingen, jamfør figur 19.

Hanson (2003:374) pekte imidlertid også på de vedvarende svake institusjonelle forholdene i Russland og deres dempende innvirkning på veksten. Ved slutten av analyseperioden hadde landet fortsatt et svakt bankvesen, uklare eiendomsrettigheter og varierende grad av statlig intervensjon som hjalp enkelte bedrifter men skadet andre, uten at det lå noen helhetlig plan til grunn. Dette kan være en grunn til at investeringene, som ledet an veksten i 2000 og 2001 stagnerte på et nivå rundt 18 % av BNP i de neste årene. Hanson (2003:367) minnet imidlertid om at reinvestering av profitt mistet skattemessige fordeler fra og med 2002, noe som kan ha påvirket rapporteringsgraden slik at investeringene faktisk ledet an også i de neste årene. Dette svekker imidlertid ikke argumentet om svake institusjoner, da en stor skjult økonomi er med på å undergrave økonomiens vekst gjennom reduserte skatteinntekter, reguleringsmuligheter og kontroll.

Arbeidsmarkedet var i analyseperioden nærmest et speilbilde av utviklingen i produksjonsverdien. Fra et lavt nivå på 5,2 % i 1992 steg den offisielle ledigheten gradvis til toppen ble nådd i 1998, hvor over 13 % av arbeidsstyrken gikk uten arbeid (WDI Online). Deretter snudde utviklingen, og ledigheten falt ned til 8 % av total arbeidsstyrke i 2003 (UN Statistics Division).



Økt ledighet frem mot valutakrisen stemmer godt overens med de fremsatte hypotesene for den svake BNP-utviklingen. Statlige, ineffektive bedrifter med et høyt antall ansatte og lav produktivitet tapte i konkurransen mot moderne bedrifter med høyere kapitalintensitet. Dermed steg ledigheten. Vi har også nevnt investeringenes ledende rolle i BNP-fallet, noe som ga ytterligere økning i arbeidsledigheten siden lavere investeringer i realkapital betyr færre nye arbeidsplasser.

Veksten i tiden etter valutakrisen var som tidligere nevnt preget av høy aktivitet i arbeidsintensiv industri. At mye av veksten kom i sektorer med relativt mange arbeidere pr. kapitalenhet kan være en viktig forklaringsfaktor bak det gradvise fallet i arbeidsledighetsraten fra over 13 % i 1998 til rundt 8 % i 2003.

Dette delkapittelet viser at russisk økonomi i tiden etter kommuniststyrets endelikt var preget av store strukturelle problemer. Verken infrastrukturen eller kulturen i næringslivet var klar til å omfavne kapitalismen, med de konsekvenser det fikk for den realøkonomiske utviklingen.

Ser vi situasjonen i forhold til valutakrisen, er det åpenbart at russerne ikke hadde råd til å holde en sterk valuta. Derimot trengte russerne en svekkelse av valutaen, slik at endrede relative priser mot utlandet kunne styrke eksporten og importkonkurrerende industri og således kompensere for den innenlandske nedturen. Kontinuerlige fall i produksjonsverdien og økende ledighet var altså med på å gjøre det fastkurssystemet som skisseres i neste delkapittel umulig å opprettholde.

6.3. Pengepolitikk og nominelle størrelser

I kjølvannet av Sovjetunionens kollaps dannet Russland og de øvrige republikkene et enhetlig valutaområde med *Rubel* som gjeldende valutaenhet (Baliño, Hoelscher og Worder 1997:12-32 gir en god innføring i Russlands pengepolitikk i perioden 1991-1994). Det viktigste argumentet bak vedtaket var å unngå større prisvariasjoner på de store varestrømmene som naturlig nok gikk mellom de gamle forbundsfellene. Kun den nylig etablerte russiske sentralbanken (*CBR*) hadde rett til å utstede penger, men hver republikks sentralbank skulle sette egne reservekrav og holde innskudd av fastsatte reserver for de bankene som hørte hjemme i den respektive republikk.

For å få et slikt system til å fungere må det etableres klare regler for regulering av reservekravene. Dessverre kom slike felles retningslinjer aldri på plass, og pengepolitikken ble en hemske for økonomien ved å skape minst like mye ustabilitet som stabilitet. Ifølge Baliño, Hoelscher og Worder (1997) bidro pengepolitikken til den svake økonomiske utviklingen den korte tiden systemet varte.

På grunn av problemene knyttet til valutaunionen valgte CBR i midten av 1993 å avslutte samarbeidet med de andre statene og avskaffe den gamle *Rubel*. I stedet innførte sentralbanken en ny russisk *Rubel* og tok full kontroll over egen pengepolitikk.

Selv om de pengepolitiske grepene fjernet koordineringsproblemene beskrevet i forrige avsnitt, gjensto flere utfordringer for russisk pengepolitikk. For det første sto CBR fortsatt for direkte finansiering av russiske myndigheters budsjettunderskudd. Med de pågående økonomiske reformene ble dette behovet heller større enn mindre – for eksempel økte statlige underskudd med over 80 % fra første til andre halvdel av 1993. For det andre ga den underutviklede finanssektoren lite muligheter for å føre en indirekte pengepolitikk av typen vi

kjenner i modne økonomier. Som om ikke det var nok, annonserte Jeltsin etter sin seier i presidentvalget i 1994 at pengepolitikken i hovedsak skulle stimulere produksjonen. Mer eksplisitt betydde dette å opprettholde finansieringen av offentlige underskudd. Inflasjonen skulle derimot bekjempes med ”ikke-monetære tiltak”. Hva som lå i det siste begrepet tok han seg ikke tid til å utdype, men gjeninnføring av priskontroller var et åpenbart alternativ.

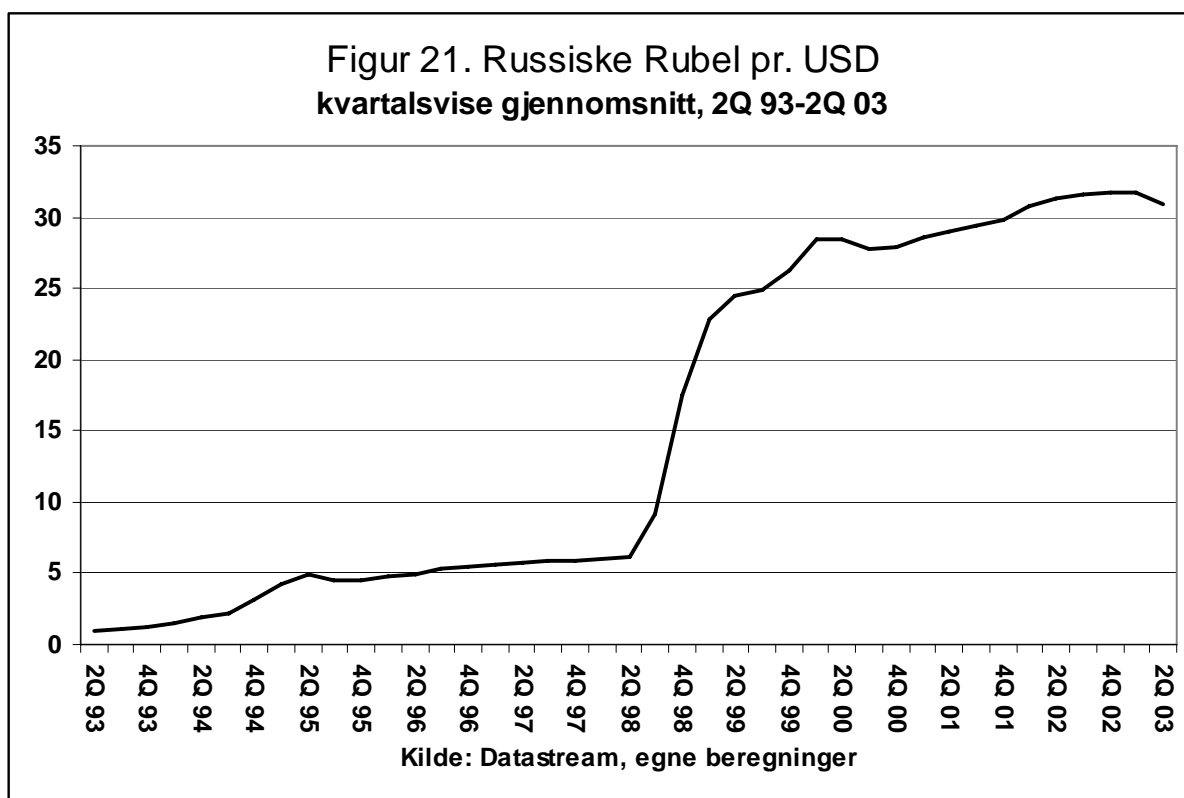
Ettersom den nyvalgte presidenten gjorde det praktisk umulig for CBR å redusere sin kreditt til myndighetene, måtte sentralbanken finne andre metoder for å redusere kreditteksponeringen. Et viktig grep var oppjustering av den såkalte *refinansieringsrenten* slik at den lå over Russlands interbankrenter. Refinansieringsrenten var rentesatsen på lån til utvalgte deler av økonomien etter myndighetenes preferanser, en av de mange løse trådene fra Sovjet-tiden. Som et resultat av oppjusteringen forsvant det direkte kredittmarkedet nærmest fullstendig innen utgangen av 1994, siden finansiering i det private bankmarkedet nå fremsto som billigere enn statlig finansiering. Samtidig styrket dette interbankmarkedet ved å øke transaksjonsvolumet, noe som ga grunnlag for overgang til mer indirekte pengepolitiske instrumenter siden de private bankene fikk økt betydning for et bredt spekter av økonomiske aktører. Dermed ville eksempelvis endring i reservekravene gi større effekt på den økonomiske aktiviteten enn tidligere.

Trass i de nevnte forbedringene var CBR ute av stand til å føre en god pengepolitikk basert på hjemlige instrumenter i årene før krisen. Endring av reservekravene hadde som nevnt fått større innvirkning på økonomien, men lav og varierende fortjeneste i finanssektoren gjorde at sentralbanken gradvis reduserte reserverkravene selv om inflasjonen holdt seg høy for ikke å bidra til konkurser i bankvesenet. Den svake finanssektoren gjorde også at sentralbanken ikke kunne bruke renteinstrumentet for å regulere pengemengden, da renteøkninger også ville øke sannsynligheten for konkurser blant finansinstitusjonene. Dermed måtte russerne ty til stabilisering av valutakursen for å forsøke å kontrollere inflasjonen.

Den første tiden etter valutaunionens sammenbrudd prøvde CBR å unngå store fluktasjoner i valutakursen uten å ha et definert kursmål for sin *Rubel* målt mot andre valutaer. Det viktigste instrumentet for denne valutastabiliseringen var direkte kjøp og salg av *Rubel* i valutamarkedet. Etter en valutakrise sent i 1994 – dette var en klassisk førstegenerasjons valutakrise forårsaket av de motstridende ønskene om stabil valutakurs og monetarisering av myndighetenes gjeld – tok myndighetene nye grep for å oppnå en konsistent økonomisk

politikk og makroøkonomisk stabilitet. Budsjettet for 1995 var preget av store kostnadsreduksjoner og endring i finansieringsordningen. Blant annet byttet myndighetene ut direktefinansiering fra CBR og gikk over til statspapirer som de solgte i kapitalmarkedet. Samtidig annonserte styresmaktene at daglige svingninger i valutakursen mot amerikanske dollar ikke skulle være større enn 10 %.

Målet om daglige svingninger på ”bare” 10 % mot USD var selvfølgelig uholdbart, og sentralbanken var bekymret for hvordan svingningene i valutakursen også preget volatiliteten i inflasjonen. CBR ønsket en mer stabil valutakurs, og innførte i midten av 1995 et valutabånd med midtkurs lik 4,6 *Rubel* pr USD og symmetriske tak og gulv 6,5 % fra midtkursen. Etter en mindre revidering av midtkursen senere samme år, vedtok sentralbanken tidlig i 1996 å innføre et regime hvor midtkursen og det symmetriske taket og gulvet skulle svekke seg med 1,5 % i måneden. Som vi ser i figur 21 var dette regimet gjeldende til valutakrisen i 1998.



Selv om valutakrisen i 1994 og den månedlige svekkelsen CBR innførte i 1996 bidro til å svekke *Rubelen* betraktelig, var det langt fra nok til å unngå realappresiering. I følge tall presentert av Desai (2000:51) appresierte derimot den russiske realvalutakursen med rundt 80 % fra tidlig i 1993 til midten av 1996 som følge av svært høy inflasjon.

Inflasjonen var nemlig ekstrem i disse årene, og var på hele 875 % i 1993 (WDI Online). Året etter, det første for Russland som selvstendig monetært område, falt inflasjonen til litt over 300 % (WDI Online). Selv om inflasjonen utviklet seg i riktig retning var den fortsatt på nesten 200 % i 1995 før den falt til 48 % i 1996. Sett opp mot disse nivåene var inflasjonen i USA ignorerbar, så den nominelle valutakursen måtte svekket seg nesten tilsvarende inflasjonen for å unngå realappresiering.



Som vi ser i figur 22, var imidlertid sentralbanken i ferd med å kvele Russlands destruktive inflasjon. Med en prisvekst på under 15 % var de månedlige svekkelsene av valutakursen nok til å opprettholde en tilnærmet konstant realvalutakurs i 1997 (figur i Desai 2000:51).

Den nyvunne stabiliteten i prisvekst og realvalutakurs var dessverre ikke nok for russiske og utenlandske investorer som i oktober 1997 begynte å selge seg ut av Russland i høyt tempo. Selv om nedsalget avtok etter relativt kort tid, tok det seg opp igjen i begynnelsen av 1998 og fortsatte til sentralbanken lot valutaen flyte fritt i september samme år (Kharas, Pinto &

Ulatov 2001:3). Til sammen brukte sentralbanken 30 mrd USD på å forsvare valutakursen i denne perioden.

Kharas, Pinto og Ulatov (2001:2) nevnte to viktige grunner til at russerne ikke devaluerte frivillig. For det første kom inflasjonen under 10 % for første gang tidlig i 1998. I en tid preget av store utfordringer og enda flere skuffelser for myndighetene, var ensifret inflasjon av stor symbolsk betydning som bevis på at styresmaktens politikk var vellykket. For det andre observerte russerne hvor ille det gikk i enkelte asiatiske land, eksempelvis Indonesia, etter at disse måtte gi opp sine fastkurssystemer. Valutaene deres falt i hva som så ut som en nesten bunnløs spiral, den høye inflasjonen kom tilbake og økonomien snudde fra vekst til reduksjon.

I tillegg hadde myndighetene en relativt stor utenlandsgjeld som ved en devaluering ville bli enda verre å betjene. Derfor ønsket russiske styresmakter å holde på valutaregimet inntil de planlagte reformene hadde gitt tilfredsstillende økonomiske resultater, slik at økonomien kunne stå bedre rustet ved en devaluering.

Den 17. august 1998 meddelte imidlertid den russiske sentralbanken at den utvidet valutabåndets øvre grense til 9,5 *Rubel* pr USD. Altså tillot CBR valutakursen å svekke seg med rundt 30 % i forhold til gjeldende valutakurs (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:1). Dessverre ville ikke sentralbanken kalle justeringen for en devaluering, men fastholdt i stedet at dette kun var en utvidelse av båndet for valutakursen. Finansmarkedet tok ikke godt i mot denne tåkeleggingen, da åpenhet og god kommunikasjon er essensielt for markedets virkemåte. Det er derfor meget sannsynlig at denne oppførselen i seg selv bidro til å sette fart i angrepene mot russernes *Rubel*.

Noen dager senere, nærmere bestemt 2. september 1998, innså sentralbanken at den heller ikke kunne opprettholde de nye båndene da den siden 17. august hadde tapt nesten 3 mrd USD på å forsvare de nye grensene (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:11). Dermed slapp sentralbanken valutakursen fri, og etter få dager var prisen på en amerikansk dollar kommet opp i 21 *Rubel*, altså en meget kraftig svekkelse for den russiske valutaen som lå rundt 6 *Rubel* pr. USD kort tid i forkant.

Utviklingen i valutakursen etter svekkelsen i slutten av 1998 og begynnelsen av 1999 viser at det var fundamentale årsaker til depresieringen. På tross av ny økonomisk vekst kom ikke valutakursen ned igjen, hvilket reflekterte de strukturelle problemene som enda ikke var løst ved analyseperiodens slutt.

Ifølge Fedortsov og Iakovlev (2004:32-33) lot ikke den russiske sentralbanken valutaen flyte fritt etter krisen. Valutakursen var fortsatt et meget viktig politisk styringsmål, og kunne dermed ikke overlates til markedet alene. Mens vestlige sentralbanker kun styrte valutakursen indirekte gjennom sin rentesetting, var den russiske sentralbanken daglig inne direkte i valutamarkedet for å holde kursen på *Rubel* stabil i forhold til utvalgte nøkkelvalutaer. På den ene siden var det viktig at valutaen var svak nok til å gjøre russiske bedrifter konkurransedyktige, mens det på den annen side var det nødvendig å holde en tilstrekkelig sterk og stabil *Rubel* slik at valutakursutviklingen ikke skremte vekk utenlandsk kapital. Denne delikate balansegangen prøvde altså CBR å styre ved kjøp og salg av *Rubel* i valutamarkedet.

Dette delkapittelet gir et nytt eksempel på hvor lang vei Russland hadde å gå før landet kunne regnes som en markedsøkonomi etter Sovjetunionens sammenbrudd. Samtidig gir det muligheten til å trekke på teorien om *hyperinflasjon* fra teorikapitlet. Styresmaktene var vant til å dekke underskuddene sine ved å trykke nye penger, en holdning Jeltsin bekreftet med sin tale etter seieren i presidentvalget i 1994. Dette skapte et sterkt inflasjonspress, og det er allment kjent at russerne holdt minimalt med *Rubel*. Derimot vekslet de i så stor grad som mulig pengene sine til amerikanske dollar eller kjøpte eiendom eller varer. Ettersom publikums realpengebeholdning falt, måtte sentralbanken trykke stadig mer penger for å opprettholde *seignorage*-inntektene. Dermed oppsto det hyperinflasjonen på begynnelsen av 90-tallet.

Når myndighetene så gikk over til å finansiere underskuddene i markedet fra 1995, falt inflasjonen betraktelig. Allikevel kom ikke inflasjonen under 10 % pa. før tidlig i 1998. Dette skyldes nok i stor grad forventningene blant økonomiens aktører om fortsatt høy inflasjon basert på tidligere års erfaringer.

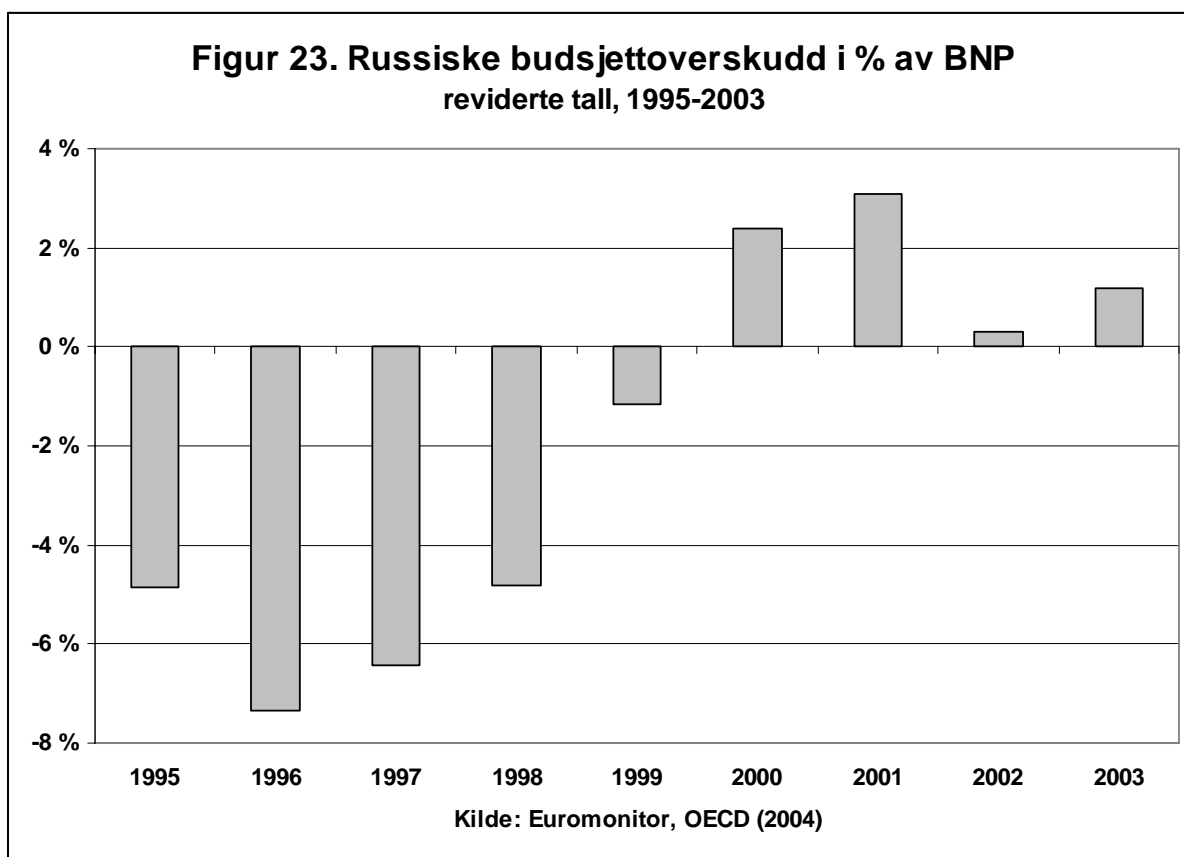
6.4. Finanspolitikk og politiske forhold

Den nevnte overgangen fra monetarisering av myndighetenes underskudd til utstedelse av statspapirer i 1995 ga en kraftig økning i russiske realrenter. Som vi skal komme tilbake til var den russiske staten alt svært gjeldstynget, hvilket gjorde at investorene krevde en høy premie for den store risikoen de tok ved å investere i russiske statspapirer (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:18). Dette forplantet seg til pengemarkedet på grunn av høyere alternativ avkastning, og ga sterk vekst i realrentene også der.

De høye realrentene og realappresieringen diskutert i forrige delkapittel ga store problemer for russiske bedrifter. For å hjelpe på problemene lot myndighetene være å kreve inn forfalte skatter. Så ille ble situasjonen at ubetalte, forfalte skatter og avgifter utgjorde 40 % av BNP i 1998, mot 15 % fire år tidligere (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:13). Problemet var at denne strategien ga enda større statlige underskudd, og således en ytterligere forverring av den russiske statens finansielle situasjon.

I tillegg utviklet den russiske økonomien seg stadig nærmere en gammeldags bytteøkonomi. Som eksempel kan det nevnes at andelen innbetalinger i form av penger på innenlandske salg utgjorde kun 12-13 % av samlede inntekter for statlige gass- og elektrisitetsmonopoler (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:13). Øvrige oppgjør ble gjort i form av bytte mot andre varer og tjenester. Dette forstyrret åpenbart prismekanismen, og resulterte også i implisitte subsidier for innenlandske bedrifter som fikk meget gunstige byttevilkår.

De implisitte subsidiene ga lavere inntjening i statsmonopolene som igjen slo ut i lavere skatteinntekter for den russiske staten. Dette kroniske bortfallet av inntekter resulterte i statlige underskudd som kom opp i 7,4 % av BNP i 1996, som vist i figur 23. Deretter falt underskuddet noe tilbake frem mot krisen. Finansieringsbehovet holdt seg likevel på et høyt nivå, og russerne var avhengig av kontinuerlig finansiering fra innenlandske og utenlandske investorer.



Misnøye fra IMF og avtagende tro på russisk økonomi fra publikum generelt tvang myndighetene til å formulere en skattemessig handlingsplan i november 1997 (Kharas, Pinto, Ulatov 2001:7). I første rekke skulle handlingsplanen gjøre noe med problemene knyttet til skatteinnkreving, men det skulle også innføres en strammere kostnadskontroll. Parlamentet, som også så nødvendigheten av finanspolitiske reformer, godkjente handlingsplanen etter kun små justeringer.

Klimaet rundt den russiske økonomien hadde imidlertid endret seg drastisk mellom formuleringen av handlingsplanen og den endelige godkjenningen i begynnelsen av 1998. Investorer begynte for alvor å bekymre seg for Russlands finansielle situasjon, og tvilte på om myndighetene ville være i stand til å gjennomføre de annonserte tiltakene på en tilfredsstillende måte (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:8). Særlig nå, når den realøkonomiske krisen utfoldet seg for fullt i asiatiske økonomier – som tross alt hadde et velfungerende privat næringsliv og en sunn makroøkonomisk politikk – var det mange som stilte spørsmål ved hva som gjorde at Russland ikke fortjente samme skjebne. Investorenes frykt resulterte i handling i januar 1998 da den russiske valutaen på ny ble utsatt for spekulasjonsangrep.

Situasjonen tvang Boris Jeltsin til å ta grep. Han erklærte mange utestående skatter for ettergitte, lovet å bedre minoritetsaksjonærers rettigheter og skape et godt klima for FDI (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:8). I tillegg oversendte regjeringen en skattereform til parlamentet som ga færre, men mer effektive skatter (Chiodo & Owyang 2002:12). Parlamentet vedtok også denne reformen, men fjernet noen viktige elementer som ville gitt økte skatteinntekter til staten.

De økonomiske problemene kunne uansett ikke forsvinne umiddelbart, og den anstrengte situasjonen skapte gnisninger også innad i Kreml. Tydelig misfornøyd med innsatsen, og uten tro på at regjeringsmedlemmene ville oppnå tilstrekkelig tillit nasjonalt og internasjonalt, avsatte Boris Jeltsin hele regjeringen 23. mars 1998 (Chiodo & Owyang 2002:12). Hvorvidt landets beste kom foran personlige interesser ved denne avgjørelsen kom sterkt i tvil når presidenten ga statsministerposten til *Viktor Kirienko*, en 35-åring med lite politisk erfaring (Chiodo & Owyang 2002:12). Det politiske kaoset nådde sitt klimaks da Jeltsin måtte true med å oppløse hele parlamentet før de folkevalgte godkjente Kirienko som ny statsminister først i tredje avstemning i april samme år. Med andre ord var den politiske situasjonen i Russland alt annet enn stabil våren 1998, hvilket reduserte investorenes tillit til landets økonomiske fremtidsutsikter ytterligere.

Det endelige nådestøtet for investorenes tillit til russiske myndigheter var i følge Chiodo og Owyang (2002:12-13) fire hendelser i løpet av mai 1998. Den første var en rutinemessig oppdatering fra sentralbanksjefen til regjeringen, hvor han advarte mot en gjeldskrise i løpet av de neste tre årene. Uheldigvis var det journalister i salen, og disse vinklet saken på en måte som fikk det til å virke som om sentralbanken vurderte en kraftig devaluering av rubelen.

En lignende informasjonsvridning skjedde ikke lenge etter under en pressekonferanse hvor Viktor Kirienko egentlig fortalte om det pågående reformarbeidet og hvordan det ville få Russland på fote igjen. Hva journalistene fanget opp var at skatteinntektene nå var 26 % lavere enn nødvendig, og at Kirienko kalte den russiske staten for ”ganske fattig på nåværende tidspunkt”.

De to siste hendelsene Chiodo og Owyang refererte til var for det første et offisielt besøk fra en av topplederne i det amerikanske finansdepartementet, *Lawrence Summers*. En uerfaren sekretær mente imidlertid at hans tittel ikke var prominent nok til å fortjene et møte med

Kirienko, en avgjørelse som møtte liten forståelse i USA. Den andre var mislykkede samtaler med IMF, der pengefondet ikke var fornøyd med progresjonen i de offentlige tiltakene og forlot landet uten å komme til enighet med russerne om den videre fremdriftsplanen.

Bekymret for den økonomiske situasjonen og forholdet til USA – som var svært viktig for å motta fortsatt finansiering tatt i betraktning deres sterke posisjon blant annet i IMF – var investorene nå gått lei russiske myndigheters dårlige evne til å fatte gode beslutninger, og solgte russiske verdipapirer – både statlige og private – i stor skala. For å unngå kollaps i rubelen offentliggjorde IMF 13. juli at de i samarbeid med Verdensbanken og japanske myndigheter ville tilby Russland en økonomisk pakke på 22,6 mrd USD (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:9)

Pakken bygget på to fundamentale forutsetninger (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:5). For det første måtte russerne gjennomføre de annonserte reformene nærmest i detalj for å gi tydelige signaler om forbedringer i Russlands finansielle og strukturelle situasjon. I tillegg ville en fullstendig gjennomføring vise at det var tilstrekkelig politisk vilje til å få Russland på rett kjøl. For det andre måtte myndighetene oppføre seg på en slik måte at det lokale og internasjonale kapitalmarkedet fortsatte å finansiere lånebehovene inntil reformarbeidet ga tilstrekkelig realøkonomisk effekt. Med andre ord var det internasjonale samfunn lei russernes politiske sirkus og så behovet for å instruere direkte for å få bukt med landets svake ledelse.

Dessverre skulle det vise seg at IMF kom for sent med sin støttepakke, og få uker senere kom den tidligere nevnte devalueringen og overgangen til en tilsynelatende flytende valutakurs.

Den økonomiske oppturen i etterkant av krisen ga en kraftig oppsving i myndighetenes inntekter. Særlig viktig i så måte var økningen i oljeprisen som førte til større inntekter fra energisektoren. Samtidig ga selvpålagte utgiftsbegrensninger et fall i sentrale myndigheters utgifter sett i forhold til BNP, fra 20 % i 1997 til 15 % i 2000 (Datamonitor 2004b:14). Til sammen resulterte dette i offentlige overskudd fra 2000 til 2003, jfr. figur.

Vi ser altså at russisk finanspolitikk var uholdbar i årene før krisen. De store underskuddene, delvis forårsaket av lav skatteinntang, førte til en kontinuerlig finansieringsbehov. Dermed måtte russiske myndigheter gi meget høy avkastning på sine statspapirer for å trekke til seg nok kapital. Sammen med høy og varierende inflasjon ga dette svært høye realrenter, som

igjen svekket resultatene til russiske bedrifter. For å bøte på disse problemene ga myndighetene ytterligere skattelettelser, hvilket forsterket de finansielle problemene.

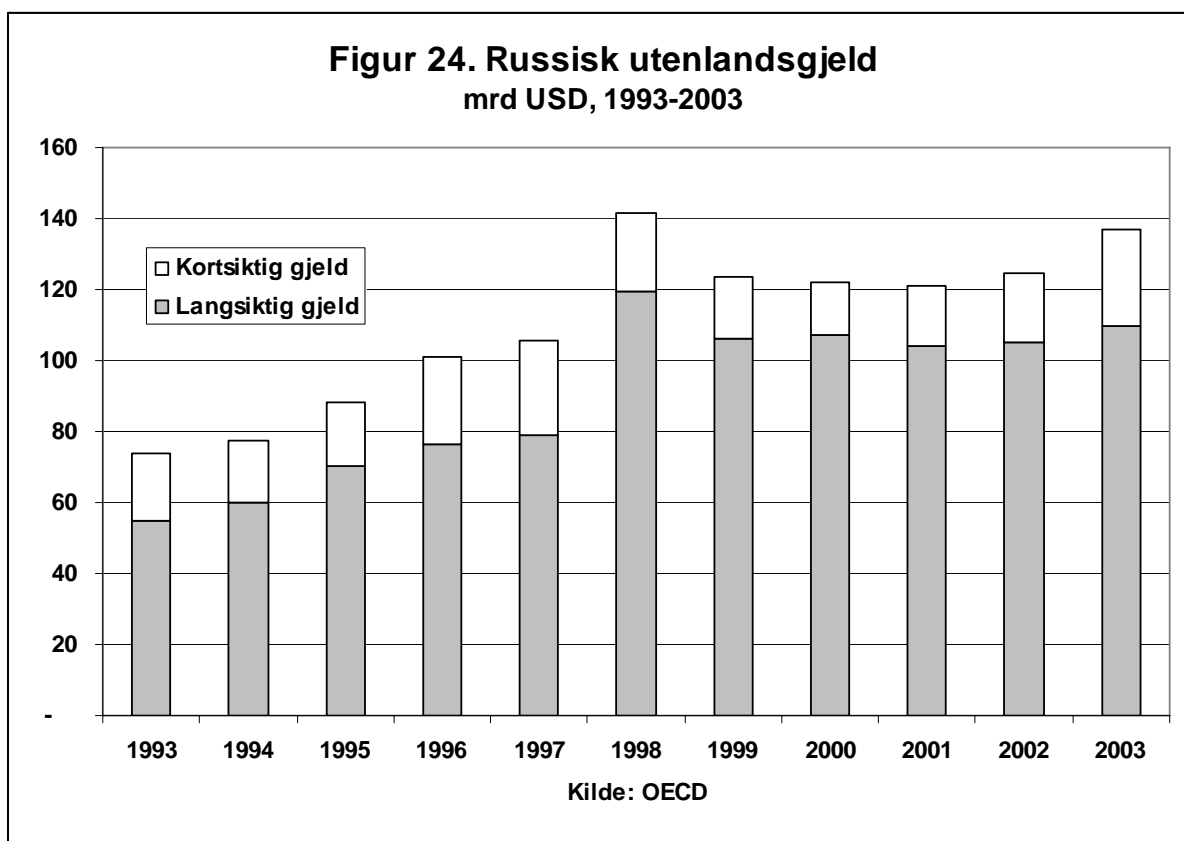
I tillegg beveget Russland seg stadig nærmere en rendyrket bytteøkonomi i årene før krisen. Dette gjorde det enda vanskeligere for staten å få inn tilstrekkelige skatter, både fordi bedriftene lettere kunne gjøre opp ”svart”, og fordi dårlige bytteavtaler ga et lavere skattemessig grunnlag.

6.5. Gjeldsutvikling

Russisk gjeld til utlandet var alt annet enn skremmende i 1993 og utgjorde bare 17 % av BNP. Tatt i betraktning det kontinuerlige finansieringsbehovet til russiske myndigheter, måtte imidlertid gjelden øke. Den påfølgende veksten frem til 1997 var høy, men ikke avskrekkende; total gjeld til utlandet målt i USD var ca. 40 % høyere i 1997 enn den var i 1993.

Den viktigste grunnen til at veksten i utenlandsgjelden ikke var større, var myndighetenes bruk av *Rubel*-noterte, kortsiktige statsobligasjoner – kalt GKO – som sin viktigste finansieringskilde frem til 1997 (Kharas, Pinto og Ulatov, 2001:15). Dermed utgjorde utenlandsgjelden ikke mer enn 26 % av BNP i slutten av 1997, på tross av fallet i BNP fra 1993 til 1997.

Som vi ser i figur 24 var det en proporsjonal vekst i kortsiktig og langsiktig gjeld, med det resultat av kortsiktig gjeld utgjorde rundt 25 % av total utenlandsgjeld i både 1993 og 1997. I kriseåret 1998 falt andelen kortsiktig gjeld tilbake til 15 % av total gjeld til utlandet, en andel som siden klatret kun forsiktig oppover til den var kommet opp i nesten 20 % i 2003. Med andre ord var verken kraftig vekst eller ugunstig utvikling i gjeldsstrukturen for gjeld nominert i utenlandsk valuta en av forklaringsfaktorene bak krisen i Russland.



Om utenlandsgjelden ser ut til å være av liten betydning for å forklare valutakrisen i 1998, gjaldt ikke det myndighetenes samlede gjeld. Alt i 1995 utgjorde statlig gjeld 50 % av BNP, og i løpet av de neste to årene steg samlet statsgjeld med nesten 30 % målt i USD – Kharas, Pinto og Ulatov har målt gjeldsveksten i USD som følge av Russlands høye inflasjon, men som tidligere beskrevet var mesteparten av gjeldsoptaket notert i russiske *Rubel* – som følge av offentlige underskudd og finansiering av statlige investeringsprosjekter (Kharas, Pinto & Ulatov 2001:14). Med tanke på realøkonomiens kontraksjon i samme periode, ga dette en sterk økning i statsgjeld målt mot BNP i faste priser.

Den svake utviklingen i økonomien kombinert med voksende finansieringsbehov svekket investorenes tro på at russiske myndigheter ville klare å betjene gjelden sin. Dermed falt etterspørselen etter russiske statspapirer, og andelen auksjonerte statssertifikater falt mot 40 % av ønsket nivå i begynnelsen av 1998, selv om realrentene steg (Kharas, Pinto & Ulatov 2001:16).

Med store summer kortsiktige statssertifikater til forfall hver uke – totalt verdt rundt 33 mrd USD i løpet av de syv siste månedene av 1998 (Kharas, Pinto & Ulatov 2001:24) – var det

klart at noe måtte gjøres. Svaret kom i form av den tidligere nevnte internasjonale støttepakken annonsert 13. juli, som sammen med en storstilt *swap* – bytteavtale – fra kortsiktige statssertifikater (GKO) til langsiktig gjeld nominert i USD (*Eurobonds*) skulle hjelpe Russland med å utsette gjeldsnedbetalingen til økonomien var i robust vekst (Kharas, Pinto & Ulatov 2001:35). Bytteavtalen var organisert slik at alle eiere av statssertifikater med forfall innen ett år frem i tid kunne delta, med unntak av sentralbanken og den statseide *Sberbank*. Videre ville konverteringen skje til en premie – maksimalt 9,4 % – over gjeldende markedspris for statssertifikater med forfall de nærmeste syv ukene.

På tross av at tilbudet isolert sett var meget godt, ble det kun tegnet Eurobonds for 6,4 mrd USD, hvorav 0,5 mrd USD ikke var en del av bytteavtalen fra GKO (Kharas, Pinto & Ulatov 2001:2, 36-38). I tillegg måtte myndighetene gi ytterligere rabatt, hvilket medførte at bytteavtalen kun dekket inn 15 % av den kortsiktige gjelden med forfall innen midten av 1999. Med andre ord valgte flesteparten av kreditorene å beholde statssertifikatene – gitt at ingen konkurs oppsto ga de jo en avkastning på ca. 50 % pa. – og satset på at de kom seg ut før en eventuell devaluering.

Kharas, Pinto og Ulatov (2001:34-37) pekte på to sentrale grunner til at en så stor andel av investorene trodde de ville rekke å selge seg ut av russiske statspapirer før en eventuell konkurs. For det første hadde russerne fått tilsagn på 22,6 mrd USD i støttepakken annonsert 13. juli. Disse skulle brukes til å forsvare den russiske valutaen, altså økte muligheten for at russiske myndigheter hadde tilstrekkelig med dollar når investorene ville selge russiske *Rubel* ved forfall av statssertifikatene.

For det andre hadde de store bankene i Moskva store forpliktelser i USD. I tro på at myndighetene ville klare å holde valutakursen oppe hadde de inngått forwardkontrakter med utenlandske investorer i GKO-markedet om salg av USD i september, oktober og november 1998. Hvor store summer dette dreide seg om var usikkert, men det var konsensus om at beløpene var så store at en devaluering ville føre med seg en omfattende bankkrise. Bankene eide tross alt ikke de store summene USD de hadde lovet å selge på de ovenstående tidspunktene, og var nødt til å kjøpe de på samme tidspunkt som de fikk russiske *Rubel* fra utlendingene i bytte for de amerikanske dollarene. Dermed ville en kraftig devaluering før bankene hadde dekket sine valutaposisjoner gitt en meget høy kostnad ved kjøp av de nødvendige USD og mest sannsynlig også flere konkurser.

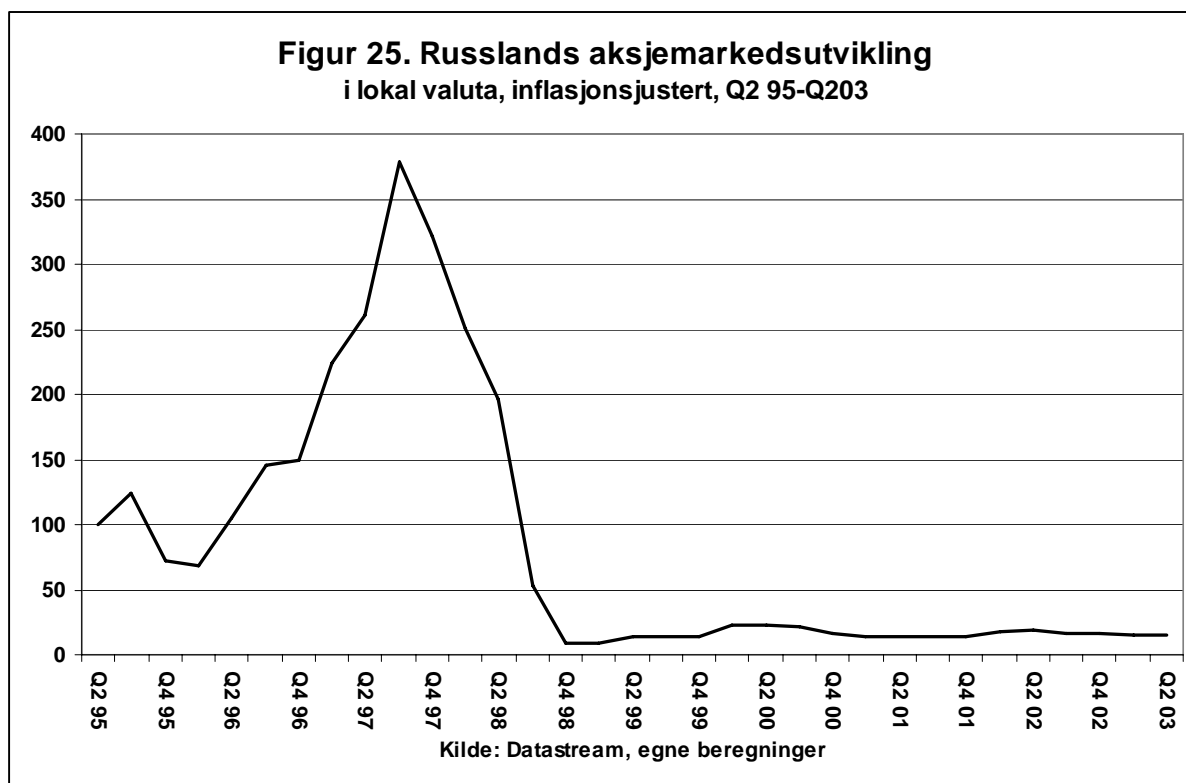
De internasjonale finansmarkedenes avslag på russernes frieri om forlenging av kortsiktig gjeld ga i realiteten russiske myndigheter to valg. Enten kunne de slå seg selv konkurs, eller få sentralbanken til å trykke penger for å finansiere den kortsiktige gjelden. Hyperinflasjonen som herjet i første del av 90-tallet satt godt i minnet, så det siste alternativet var uaktuelt. Myndighetene valgte dermed konkurs, og annonserte den 17. august 1998 at de ville ”restrukturere” innenlandsk gjeld med forfall i løpet av 1999 (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:1). Denne ”restruktureringen” viste seg senere å gi investorene ca 5 % av sine krav basert på pålydende verdi av statssertifikatene (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:43).

Forhandlinger i årene som fulgte ga også kraftige reduksjoner i statsgjeld nominert i USD (Kharas, Pinto og Ulatov 2001:2-3). Som en slags takk for hjelpen betjente imidlertid russerne den resterende gjelden på en utmerket måte, og lå i mange tilfeller foran skjema for nedbetaling (Fedortsov og Iakovlev 2004:38). Eksempelvis betalte styresmaktene tilbake lånet gitt av IMF i forbindelse med krisen allerede i slutten av 2001.

6.6. Aksjemarkedet

Den tidligere kommenterte valutakrisen sent i 1994 gjorde sitt til at det russiske aksjemarkedet falt kraftig tilbake i 1995 hvis vi justerer for inflasjon. Deretter fulgte en solid investeringsbølge som resulterte i at aksjemarkedet nesten femdoblet seg fra inngangen til 1996 til 3. kvartal 1997.

Fra slutten av 1997 falt imidlertid markedet enda kraftigere tilbake, og fullførte dermed en eksepsjonell ”boom-bust” utvikling i forkant av valutakrisen i 1998. Fra toppen sent i 1997 falt markedet til en brøkdel av sin tidligere verdi, og endringer frem til analyseperiodens slutt synes nesten ikke i figur 25 på grunn av den store volatiliteten fra 1995 til 1998.



Buchs (1999:689) trakk frem tre grunner til oppgangsperioden. For det første hadde sentralbanken tilsynelatende lyktes i å stabilisere valutakursen, og inflasjonen var på vei nedover. Altså viste russerne evne og vilje til å gjøre noe med ustabiliteten i økonomien, et signal som ga grunnlag for økt investeringsvilje.

For det andre var den politiske usikkerheten redusert etter at Boris Jeltsin vant valget i 1996 foran kommunistene, som sikkert ikke hadde vært like villige til å videreføre reformarbeidet.

Buchs siste poeng angående aksjemarkedet var oppjusteringer av russiske fremtidsutsikter fra blant annet *Standard & Poors* og *Moody's* omtrent på samme tid.

Buchs trakk også frem at det nok ikke var helt tilfeldig at det russiske aksjemarkedet snudde akkurat høsten 1997. Dette var tilfellet også i en rekke andre markeder i etterkant av de kraftige fallene i Hong Kong og senere andre land i Sørøst-Asia, deriblant Sør-Korea.

For å få et visst perspektiv på den russiske aksjemarkedsutviklingen før valutakrisen i 1998 er det viktig å huske på hvor lite utviklet dette markedet var, både institusjonsmessig og likviditetsmessig. Da utenlandske investorer følte russisk økonomi var på rett vei etter

overgangen fra kommunistenes styre, strømmet store summer inn i markedet. I et ”tynt” marked, hvor innstrømningen var meget stor relativt til opprinnelig markedsverdi og omsetning, måtte nødvendigvis prisene stige kraftig. Av samme grunn ble nedturen enda kraftigere og brattere da ”alle” ville ut av det russiske markedet omtrent samtidig.

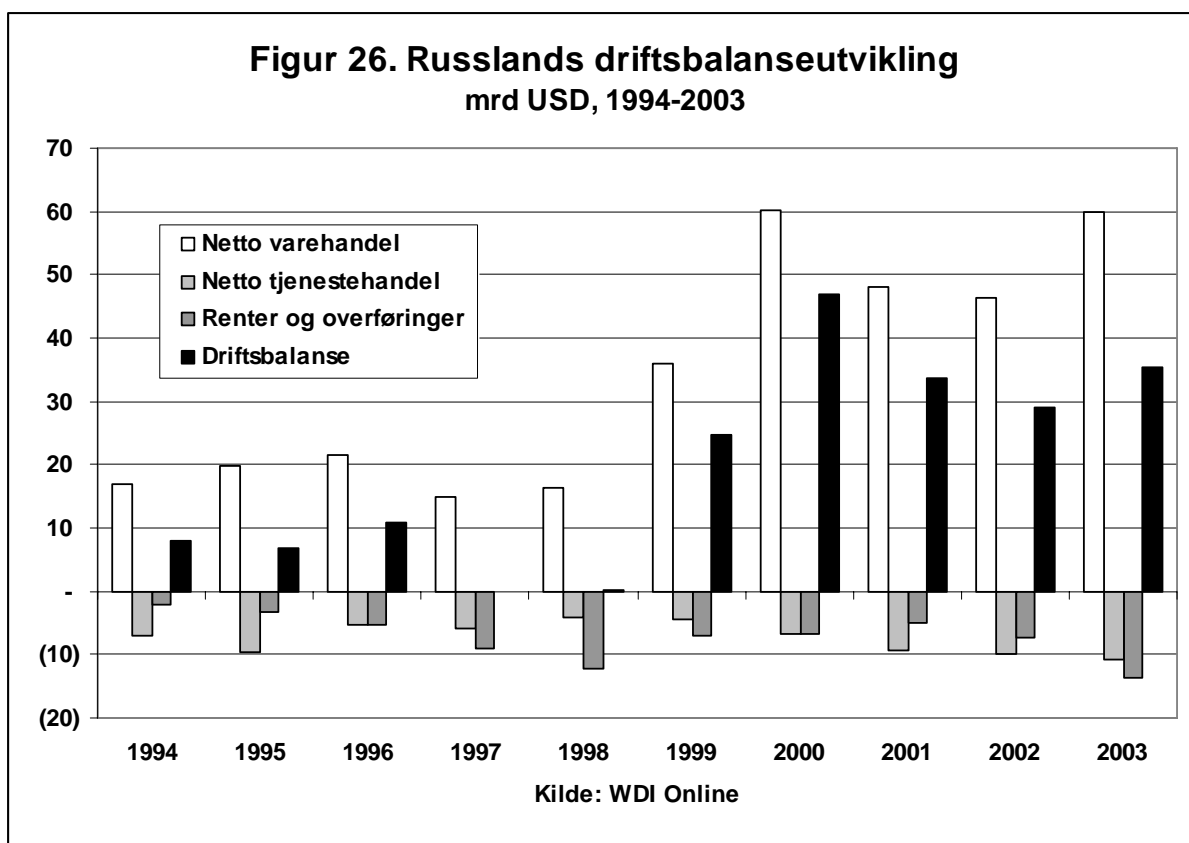
Det at markedet begynte å falle tilbake såpass lenge før gjeldskrisen og omtrent samtidig med utenlandske markeder tyder på at smitte fra utlandet var med på å innlede kapitalutstrømningen fra Russland.

6.7. Betalingsbalansen

Mens Russland fremdeles var en del av Sovjetunionen, var de andre sovjetstatene landets viktigste handelspartnere. Mer presist kjøpte forbundsfellene 70 % av Russlands eksport, mens russerne kjøpte ca. 47 % av sin import hos unionens andre medlemmer (EIU 1997b:37-38). Etter Sovjetunionens sammenbrudd falt imidlertid denne andelen kraftig, men de gamle Sovjetstatene, spesielt Ukraina, forble viktige handelspartnere.

Eksporten var i hele analyseperioden dominert av energi og andre råvarer, som i 1994 utgjorde nesten 44 % av landets samlede eksport (EIU 1997b:37). På importsiden var maskiner og supplerende utstyr dominerende, og i 1994 utgjorde denne importen over 37 % av samlet import. Selv med underskudd i tjenestehandelen førte eksport av råvarer og lave rentekostnader til overskudd på den russiske driftsbalansen ved inngangen til analyseperioden.

Situasjonen var imidlertid i ferd med å forandre seg. Spesielt de statlige gjeldsopptakene førte til en kontinuerlig forverring av rentebalansen, og etter hvert falt også prisene på noen av Russlands viktigste eksportvarer. Fall i metall- og oljepriser i første halvdel av 1998 førte i følge Alexashenko (i Desai 2000:50) til et handelsbalanseoverskudd på kun 2,4 mrd USD, mens overskuddet på tilsvarende tidspunkt foregående år lå rundt 10 mrd USD. Sammen med de høye rentekostnadene førte dette til et underskudd på driftsbalansen halvveis i 1998 på rundt 5 mrd USD, eller ca. 1,5 % av BNP (WDI Online). Som vist i figur 26 førte imidlertid devalueringen og den videre svekkelsen av rubelen til at driftsbalansen klarte å hente seg inn til et marginalt overskudd for 1998 samlet sett.



Med andre ord kan ikke driftsbalansen renavaskes helt i forbindelse med krisen som oppsto. Underskuddet i forkant av valutakrisen var imidlertid relativt lite, men samtidig var det ingen som i forkant av krisen kunne forvente de prisøkningene på energivarer som kom i årene etter valutakrisen. Et varig underskudd på driftsbalansen ville ført til et ytterligere finansieringsbehov for russerne og dermed større insentiver til å devaluere for å generere overskudd igjen. Det er derfor trolig at den svekkede driftsbalansen bidro til kapitalflukten som til slutt senket rubelen.

Tiden etter valutakrisen ga store driftsbalanseoverskudd. Fedortsov og Iakovlev (2004:34-38) delte innhenting etter valutakrisen i tre faser, hvor den første gikk fra den kraftige depresieringen høsten 1998 til slutten av 1999. I denne perioden vokste importkonkurrerende industri betraktelig, noe som naturlig nok reduserte importveksten. Samtidig steg eksporten kraftig, mye på grunn av valutasvekkelsen. Sterkt subsidiert energi – som ofte er en viktig innsatsfaktor – fra statlige energiselskaper og moderate reallønnsøkninger var også viktige bidragsyttere til eksportveksten gjennom å holde produksjonskostnadene nede og således øke russiske produkters konkurransedyktighet i utenlandske markeder. Faktisk steg handelsoverskuddet fra litt over 2 % av BNP i 1997 til over 17 % av BNP i 1999 (WDI

Online). Altså var den umiddelbare gjenhenting etter valutakrisen i stor grad drevet av bedringer i handelsbalansen.

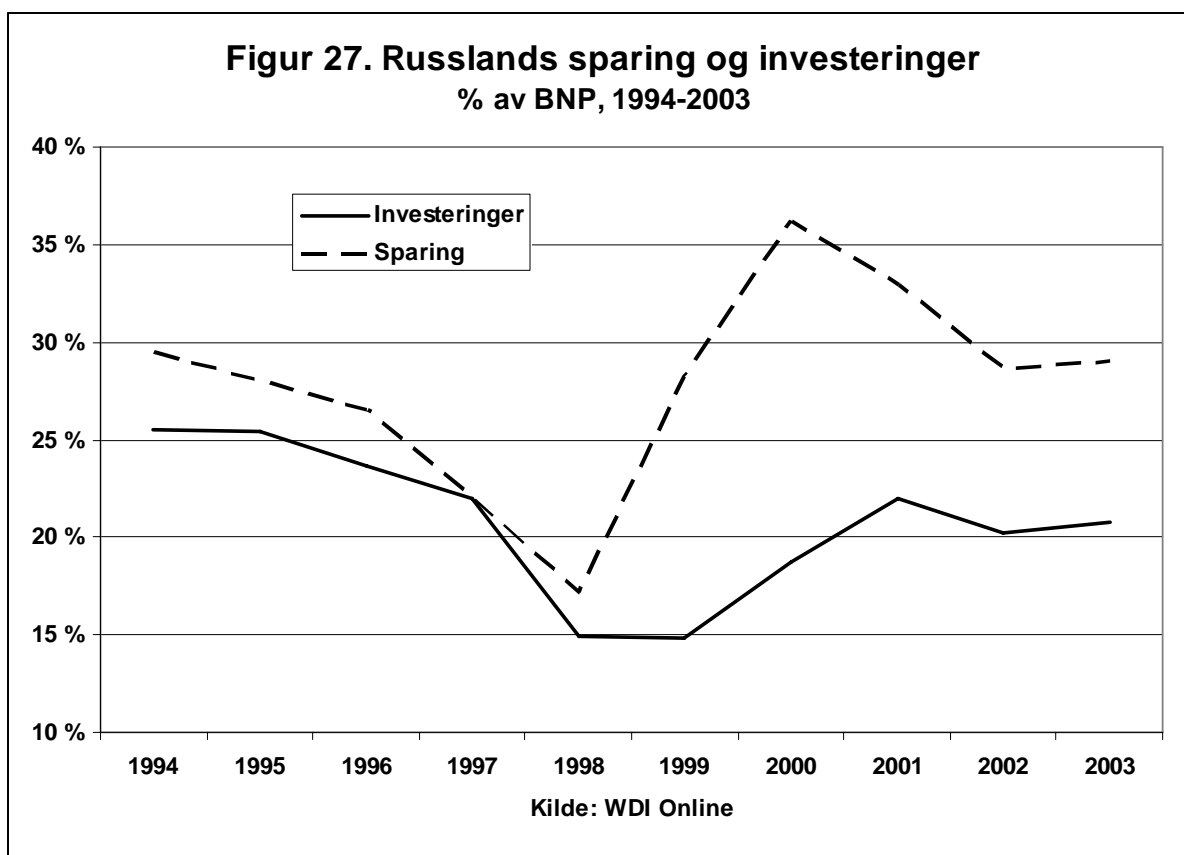
Den andre fasen Fedortsov og Iakovlev skisserte gikk fra starten av 2000 til midten av 2001. Det var da særlig økte priser på olje og andre viktige eksportprodukter som dro handelsoverskuddet videre. Råoljeprisen steg som tidligere kommentert til et gjennomsnitt på 29 USD/fat i 2000 mot en gjennomsnittlig pris på 18 USD/fat i 1999.

Den tredje fasen fra midten av 2001 bar preg av at russernes reallønninger nådde nivået før krisen i slutten av 2001. Samtidig økte etterspørselen etter mer sofistikerte artikler som russisk industri ikke hadde teknologi til å produsere. Til sammen ga dette økt importetterspørsel som kombinert med fallende oljepris reduserte det russiske handelsoverskuddet i 2001 og 2002. Ny oppgang for oljeprisen var mest sannsynlig en viktig årsak til nye økninger i handels- og driftsbalanseoverskuddene i 2003.

Snur vi om og ser på kildene til driftsbalanseutviklingen i et sparing- og investeringsperspektiv, varierte både sparing og investeringer mye før og etter krisen i 1998. Fra en samlet sparerate på nærmere 30 % av BNP i 1994 falt sparingen til litt over 17 % av BNP i 1998. Deretter kom en sterk gjenhenting til over 35 % av BNP i 2000 før sparingen på ny falt tilbake og endte analyseperioden omtrent på samme nivå som den begynte.

Ifølge Stroutchenevski (2002:33) var det spesielt fallet i husholdningenes sparing som forårsaket utviklingen i forkant av krisen. Mens husholdningene sparte midler tilsvarende 7-8 % av BNP i 1996, falt sparingen deres til i underkant av 2 % av BNP i 1998. Deretter snudde spareratene også for husholdningene, men i 2000 var de fortsatt bare halvparten av nivået fra 1996. Dette skyldtes i første rekke fallet i reallønningene som følge av valutakollapsen.

Mens husholdningenes reduserte sparing var årsaken til fallet i Russlands sparerate i forkant av krisen, hevdet Stroutchenevski at snuoperasjonen i offentlige budsjetter var den viktigste kilden til veksten i samlet sparing fra krisen og frem til 2000. Fra et ubetydelig nivå i 1998 steg offentlig sparing til 4 % av BNP i 1999 og nesten 10 % av BNP i 2000. Årene som fulgte ga en noe lavere sparing, men allikevel et sparenivå langt over investeringsnivået.



Som tidligere kommentert ledet investeringsfallet an i den økonomiske kontraksjonen frem til krisen. Mens den umiddelbare gjenhenting ikke var investeringsdrevet endret dette seg i 2000 og 2001. Tilbakeslaget i 2002 og kun en moderat økning relativt til BNP i 2003 kan – som vi har vært inne på tidligere – skyldes manglende rapportering.

Konklusjonene vi kan trekke av forholdet mellom sparing og investeringer er ikke spesielt oppløftende. For det første benyttet russerne utenlandsk kapitalinnstrømning midt på 90-tallet til å redusere sparingen fremfor å øke investeringene. Når så sparingen skjøt i været etter valutakrisen kom ikke investeringene etter. Staten og oljeselskapene benyttet altså ikke *petrodollarene* til investeringer for fremtiden, men lot de heller dekke hull i driftsbudsjettene eller gi store overskudd til selskapenes eiere, *oligarkene*. Ifølge Stroutchenevski (2002:34) klarte ikke russiske myndigheter å bedre de institusjonelle forholdene, slik at netto innstrømning av FDI forble neglisjerbar. Det var altså nok sparing i Russland, men investeringene kom fra et lavt nivå og endte analyseperioden enda lavere. Dette er et klart tegn på de strukturelle problemene som gjensto i Russland ved analyseperiodens slutt.

6.8. Finansinstitusjonene

Ser vi bort fra den statlige *Sberbank*, var Russlands finanssystem i årene rundt krisen dominert av de store bankene i Moskva. Disse skilte seg ifølge Kharas, Pinto og Ulatov (2001:32-35) fra vestlige banker på tre viktige punkter. For det første hadde de lite tilknytning til privat sektor. For det andre var de knyttet opp mot store statlige selskaper med så store finansieringsbehov at bankene arbeidet meget tett for å sy sammen felles løsninger. Til slutt var gunstige vilkår som tilretteleggere for den russiske statens obligasjonsauksjoner den viktigste inntjeningsfaktoren. Med andre ord var de store bankene i Moskva lite tilpasset markedsøkonomien, og overlevde på ”subsidiert profitt” fra staten.

Store renteforskjeller mellom russiske statssertifikater og internasjonale finansinstrumenter førte til at Moskva-bankene lånte store summer i utlandet på midten av 90-tallet for å investere i russiske statssertifikater (Kharas, Pinto og Ulatov 2000:32-35). Når så nedgangen i de asiatiske finansmarkedene smettet over på Russland i slutten av 1997 begynte verdien av bankenes statssertifikater å falle. Dette presset bankene til å selge deler av sine beholdninger for å opprettholde pantemarginene fastsatt av de utenlandske långiverne. Dette ga frykt for en nedadgående spiral for bankenes verdier, konkurser og finanskriser. I tillegg kom de tidligere nevnte forwardkontraktene mange av bankene i Moskva hadde tegnet med utenlandske investorer.

I følge OECD (2000b:73) var det nettopp fallende priser på statssertifikater som felte de russiske bankene, og etter den kraftige valutasvekkelsen sto store deler av det russiske banksystemet igjen som illikvid og insolvent. Faktisk falt kapitalen i russiske banker – eksklusive *Sberbank* – med 80 % fra august 1998 til mai året etter.

Det som skjedde så viste hvor liten kontroll russiske myndigheter hadde over bankvesenet. På tross av insolvens og *de facto* konkurs, fortsatte mange av bankene sin virksomhet som om alt var i skjønneste orden (OECD 2000b:73). De lot bare være å betjene store deler av sin utestående gjeld, og brydde seg hovedsakelig om å betjene gjelden de hadde til hverandre eller til sine eiere. Samtidig fortsatte de med tradisjonell bankvirksomhet og ga tilsagn om ny kreditt til gamle og nye kunder. Når vi i tillegg tar hensyn til den svake tilknytningen disse storbankene hadde til privat sektor, er det klart at krisen ikke etterlot seg noen større kredittskvis som svekket den videre veksten.

Frem til 2001 brukte myndighetene relativt lite på overtagelse og utbetaling av russiske bankers forpliktelser – samlede utbetalinger var på rundt 2 % av BNP i denne perioden (Kharas, Pinto & Ulatov 2000:34). En viktig grunn til at styresmaktene ikke gikk sterkere inn i den direkte opprydningen etter krisen var at rundt 75 % av publikums sparing lå i *Sberbank*. Dermed var insentivene små for å bruke store summer på å betale ut de kommersielle bankene ettersom mesteparten ville ende i lommene til utenlandske investorer.

Støtten til de kommersielle bankene skjedde heller indirekte gjennom intervensjon i valutamarkedet, og rundt den 15. i månedene september, oktober og november i 1998 styrket den russiske valutaen seg betraktelig (Kharas, Pinto & Ulatov 2000:35). Dette sammenfalt ”tilfeldigvis” med forfallsdatoene for forwardkontraktene bankene i Moskva hadde inngått med utenlandske investorer, og førte til at bankene måtte betale mye mindre i russiske *Rubel* for å kjøpe de amerikanske dollarene de skyldte utlendingene.

Bankene var altså en viktig kilde til krisen i Russland, og da spesielt de store bankene i Moskva og deres gambling i statssertifikat- og forwardmarkedet. Denne atferden gjorde det ekstra vanskelig for myndighetene å ta nødvendige grep med hensyn til valutakursen før det var for sent. I etterkant av krisen gikk flere banker konkurs, men langt fra alle de insolvente finansinstitusjonene ble fratatt lisensen til å drive videre. Først i 2003 kom det på plass større reformer for å restrukturere den russiske finanssektoren (OECD 2004:68).

6.9. Oppsummering

Russerne manglet både infrastruktur og ikke minst en god og dynamisk bedriftskultur da de forsøkte å omfavne markedsøkonomien på begynnelsen av 90-tallet. Dermed ble de neste årene langt fra smertefrie, og den realøkonomiske utviklingen var meget svak i årene før valutakrisen i 1998.

Et av de største problemene var det uholdbare forholdet mellom ønsket om stabil valutakurs og monetarisering av statens store underskudd. I perioden frem til og med 1995, da russerne finansierte offentlige underskudd ved pengetrykking i sentralbanken, var resultatet hyperinflasjon. En valutakrise i 1994 svekket den nominelle valutakursen betraktelig, men ikke nok til å unngå realappresiering på rundt 80 % fra tidlig i 1993 til midten av 1996. I tiden

frem mot valutakrisen førte trinnvise, små svekkelser av den nominelle valutakursen og avtakende inflasjon til en stabil realvalutakurs, men ubalansene fra perioden 1993-1996 gjorde ikke sentralbanken noe med. En så sterk ubalanse i en svak økonomisk situasjon måtte på et eller annet tidspunkt rettes opp slik at veksten kunne komme tilbake i russisk økonomi.

Også tiden etter 1996 ga fortsatt store offentlige underskudd, mye på grunn av direkte og indirekte ettergivelse av skatter og fall i skattebasen. Samtidig viste investorene stadig mindre vilje til å finansiere statens underskudd, og da Asia-krisen oppsto trakk de seg ut av både aksjemarkedet og russiske statspapirer i høyt tempo. Da finansmarkedet heller ikke viste vilje til å konvertere kortsiktig gjeld til langsiktig gjeld – samtidig som oljeprisen var i fritt fall og satte press på Russlands driftsbalanse – så russiske myndigheter ingen annen utvei enn å påberope seg en *de facto* konkurs og devaluere kraftig. Presset fra markedskreftene førte imidlertid til at sentralbanken til slutt måtte slippe valutaen fri, eller i alle fall gå over til ”styrt flyt” fra trinnvis svekkelse av valutakursen i det som må kalles et ”styrt fastkurs”-regime.

Utenlandske investorer hadde sikret seg mot valutarisiko ved å tegne kontrakter med russiske banker om salg av rubler til avtalte valutakurser som ga en svært høy sikker avkastning gitt at bankene var i stand til å betjene sine forpliktelser. Dermed hadde den enkelte investor ikke insentiver til å delta i den nevnte konverteringen fra kortsiktig til langsiktig gjeld. Skulle bankene gå overende, hadde jo russiske myndigheter fått tilsagn om store summer fra internasjonale kredittinstitusjoner som ville gå til investorene for å dekke deres tap. De russiske bankene spilte også høyt, og satset på at forwardkontraktene ville gi dem fortjeneste ved at myndighetene ikke devaluerte før bankene hadde dekket sine posisjoner.

Svak kontroll med bankvesenet førte til at det ikke oppsto noen umiddelbar kredittskvis etter gjelds- og valutakrisen, rett og slett fordi myndighetene ikke maktet å hindre bankene i å fortsette sin virksomhet selv ved insolvens. Enda viktigere for den økonomiske utviklingen i årene som kom var høye råvarepriser, som fylte hullene i statens budsjetter og ga en tilsynelatende sterk økonomisk gjenhenting. Et fortsatt lavt investeringsnivå virket imidlertid hemmende på veksten, og var et tydelig signal på utfordringene russisk økonomi sto overfor ved analyseperiodens slutt.

7. Brasil

Likhetstrekkene mellom Brasil og USA er mange – begge dominerer sin halvdel av Amerika, begge har holdt seg samlet som en nasjon etter frigjøringen fra sine respektive kolonimakter, osv – og brasilianere flest liker tanken på at landet deres en gang også vil ha økonomiske likhetstrekk med giganten i nord. På midten av 90-tallet hadde imidlertid Brasil flere økonomiske likhetstrekk med en annen gigant, nemlig Russland. Også i Brasil slet myndighetene med statlige underskudd og store sosiale forskjeller, så da den ”Russiske Bjørnen” kollapset finansielt i 1998 var det med på å fremprovosere en valutakrise i Brasil i begynnelsen av 1999.

7.1. Historisk bakgrunn

I etterkant av ”Den Store Depresjonen” på 30-tallet var store deler av brasiliansk næringsliv i svært dårlig forfatning. For å sikre nasjonalt eierskap og legge grunnlaget for en ny vekstperiode la myndighetene om til en mer aktiv næringspolitikk (Britannica Online). Et element i den nye strategien var mer utbredt statlig eierskap, gjerne i samarbeid med brasilianske, private eiere. I tillegg la styresmaktene opp til en videre industrialisering gjennom *imports substitusjon*, der forbud mot import av enkelte industriprodukter eller høye tollmurer skulle stimulere til oppbygging av egen produksjon innen bransjer hvor landet sto svakt fra før.

Selv om myndighetenes økonomiske politikk møtte mye kritikk for å være mer politisk enn økonomisk korrekt, var resultatene gode. Faktisk opplevde Brasil en av de høyeste vekststratene blant kapitalistiske land på 1900-tallet, og på 50-, 60- og 70-tallet var den årlige veksten i BNP på hele 6-8 % (Sweetwood 2002:54).

Tilgjengelig materiale tyder på at veksten fra 1950 til slutten av 70-tallet var investeringsdrevet. Ekspempelvis nevner *Britannica Online* at styresmaktene satte i gang moderne skipsbygging, flyproduksjon og ikke minst petrokjemisk virksomhet med etableringen av det statlige oljeselskapet *Petrobras* som det største prosjektet. Trotter (2004:179) trekker på sin side frem utviklingen av bilproduksjon og stålindustri i tillegg til store investeringer i infrastruktur.

De høye vekstratene bød imidlertid på strukturelle utfordringer. Brasil var rikt på muligheter, men fattig på kapital. Derfor måtte store deler av investeringene finansieres av utlendinger. Særlig amerikanske, europeiske og japanske banker bygget etter hvert opp meget store fordringer mot Brasil. Spesielt den brasilianske staten skyldte etter hvert store summer til utlandet, siden styresmaktene sto for store deler av investeringene (Trotter 2004:179).

Da oljeprissjokket i 1979 – og den påfølgende resesjonen i blant annet USA – svekket utsiktene for videre vekst i Brasil, begynte investorene å rette blikket mot den høye statsgjelden. En stadig større andel av landets gjeldsopptak gikk til å finansiere renter på gammel gjeld, og det spredte seg tvil om Brasils evne til å vokse ut av gjeldsproblemene. Dermed skjøt rentenivået i været og renteutgiftene steg betraktelig, slik at den brasilianske staten kom inn i en ond sirkel som gradvis forringet landets kredittverdighet.

I 1982 suspenderte utenlandske banker nye utlån til Brasil, med det resultat at myndighetene ikke lenger fikk finansiert underskuddene sine utenlands. Da det ennå ikke var store nok – eller godtroende nok – kapitaleiere i Brasil til å kjøpe gjeld av staten, måtte underskuddene finansieres ved *seignorage*. Den uunngåelige konsekvensen var stigende inflasjon og fallende vekst, noe som preget de neste ti årene (Pereira 1990:503-504).

De svake økonomiske tidene gjorde etter hvert brasilianerne vant til uttrykkene ”redningspakke” og ”kriseplan” fra myndighetene. Blant de iverksatte tiltakene var frysing av detaljhandelspriser og blokkering av privatpersoners bankkontoer (Averburg 2002:927). Ingen av styresmaktens grep så ut til å virke, så publikum reagerte med en viss skepsis da finansminister Fernando Cardoso la frem *Plano Real* i 1994 (Desai 2003:163).

7.2. Realøkonomisk utvikling

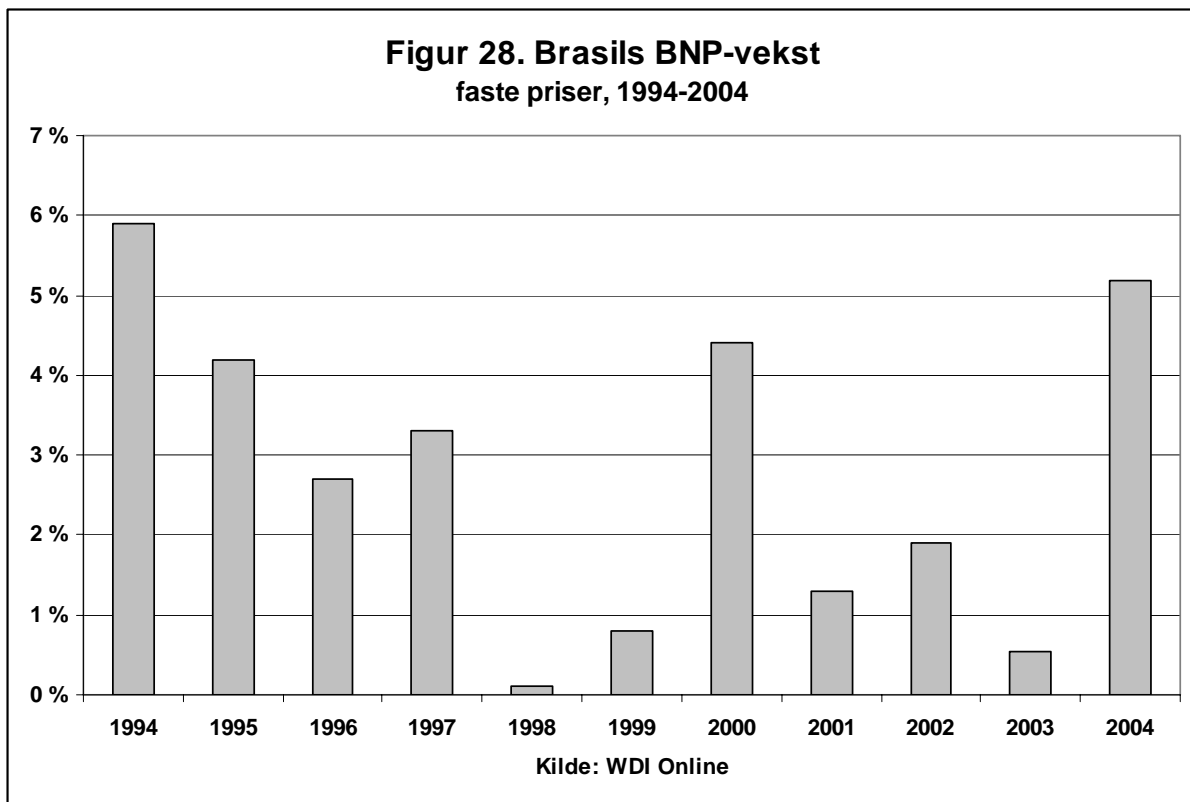
Om publikum generelt sett var skeptiske til den nye reformen, tyder tall fra WDI Online på at investorene var mer optimistiske. Mens investeringer utgjorde drøye 20 % av BNP i 1993, var andelen økt til over 22 % i 1995 samtidig som økonomien generelt også viste positiv utvikling (WDI Online). Med andre ord opplevde Brasil en investeringsdrevet vekst den første tiden etter innføringen av *Plano Real*.

En viktig driver for investeringene og således også veksten i perioden etter *Plano Real* var lån og direkte investeringer fra utlandet. I følge Averburg (2002:931) økte netto FDI fra rundt 1 mrd USD i året på begynnelsen av 90-tallet til 5 mrd USD i 1995.

Investeringlysten falt imidlertid raskt tilbake, og i 1996 utgjorde investeringene under 21 % av BNP (WDI Online). På den annen side vokste konsumet sterkt, og økte sin andel av BNP fra nesten 60 % i 1995 til nærmere 63 % i 1997 (WDI Online). Altså tok konsumet over der investeringene slapp som ledende for den brasilianske veksten.

Gjeldskrisen fra 80-tallet gjorde at brasilianske myndigheter fortsatt hadde en stor gjeld og høye renteutgifter også ved inngangen til 90-tallet. Riktignok ledet offentlig konsum an i veksten fram til 1995, men så fulgte to år hvor myndighetenes utgifter vokste svakere enn økonomien generelt. Dermed falt offentlig konsum fra 19,6 % av BNP i 1995 til 18,2 % i 1997 (WDI Online).

I 1998 var imidlertid vekst i det offentlige konsumet avgjørende for at Brasil ikke endte opp med resesjon dette året, ettersom veksten samlet sett var tilnærmet null og offentlig konsum økte til 19,2 % av BNP (WDI Online). Den svake veksten og ny ekspansivitet i offentlige budsjetter – som allerede lå på smertegrensen hva underskudd angår – førte sammen med andre faktorer til en valutakrise tidlig i 1999, hvor den brasilianske valutaens verdi nesten halverte seg i løpet av få uker.

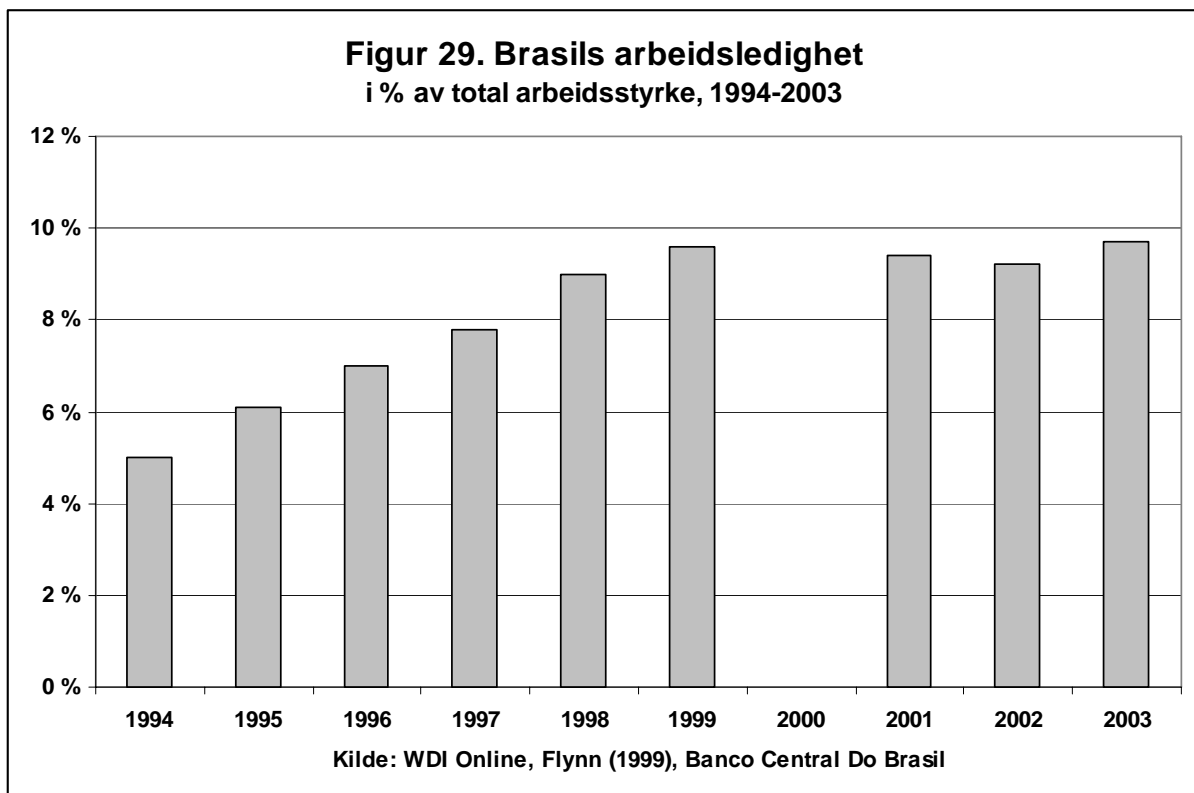


Som vi ser av figuren over snudde den negative utviklingen i Brasils realøkonomiske utvikling etter valutakrisen. Sterkere vekst i eksporten enn i importen reduserte handelsunderskuddet fra 2,6 % av BNP i 1998 til rundt 1,5 % av BNP i 2000 (WDI Online). Med andre ord klarte ikke valutakrisen å svekke Brasils valuta nok til å gi overskudd på handelsbalansen. Det skjedde først i 2002, etter nærmest kontinuerlig svekkelse av valutaen også i årene etter valutakrisen.

Ved siden av bedringen av handelsbalansen var også investeringene i realkapital førende for veksten i 1999 og 2000, og steg fra 19,6 % av BNP i 1998 til nesten 22 % i 2000 (WDI Online). Altså opplevde Brasil investeringsdrevet vekst etter valutakrisen.

Fra årtusenskiftet og ut analyseperioden var det i hovedsak kraftig vekst i eksporten som drev BNP-veksten. Resultatet var at handelsunderskuddet på 1,5 % av BNP i 2000 ble snudd til et overskudd på 5,5 % av BNP i 2004 (WDI Online). Svingninger i verdensmarkedets etterspørsel ble dermed avgjørende for utviklingen i Brasils økonomi, og var eksempelvis en sterk bidragsyter til den meget sterke oppturen i 2004.

Utviklingen i arbeidsmarkedet gjennom analyseperioden sto ikke i stil til den positive veksten i økonomien samlet sett. Det startet imidlertid bra, med et fall i ledighetsnivået fra 6,2 % i 1993 til 5,0 % i 1994 (Flynn 1999:291). Mest sannsynlig var næringslivets optimisme rundt *Plano Real* – tidligere dokumentert ved den høye investeringstakten – viktig for den initielle utviklingen. Veien videre gikk dessverre i feil retning; bare i Sao Paulo mistet 180 000 industriarbeidere jobben i 1995 (Morais, Filho & Coelho 1999:12). Innen valutakrisen slo ut i full blomst hadde arbeidsledigheten vokst til over 9 % av arbeidsstyrken, et nivå det skulle vise seg vanskelig å komme ned fra.



(Nb: verken tilgjengelige databaser eller andre kilder brukt i dette arbeidet oppgir ledighetstall for 2000 og 2004)

Salmon (2001) hevdet at Brasil, i kraft av å være Latin-Amerikas økonomiske lokomotiv, til enhver tid er gjenstand for migrasjon fra andre nasjoner i regionen. En skulle tro optimismen rundt innføring av *Plano Real* ga økt immigrasjon, men tilgjengelig datamateriale tyder ikke på det. Tall fra *Euromonitor* viser derimot en relativt stabil netto emigrasjon fra Brasil på rundt 30 000 personer i året for analyseperioden som helhet. Når det gjelder den organiske befolkningsveksten har denne ifølge *The Economist* (2003) vært sterkt fallende siden 60-tallet. Med andre ord er det lite som tyder på uvanlig vekst i arbeidsstyrken i analyseperioden.

Altså må den økte ledigheten skyldes tilpasningsproblemer i næringslivet til den nye økonomiske konteksten. Veksten var tydeligvis enda skjevare fordelt enn før, og bedriftene klarte ikke skape nok arbeidsplasser til å holde ledigheten nede.

Slår vi sammen inntrykkene fra utviklingen i BNP og arbeidsmarkedet er det tydelig at krisen i 1999 oppsto i en kontekst av realøkonomiske problemer. Selv om økonomien viste en relativt god vekst i forkant av valutakrisen, økte ledigheten.

7.3. Pengepolitikk og nominelle størrelser

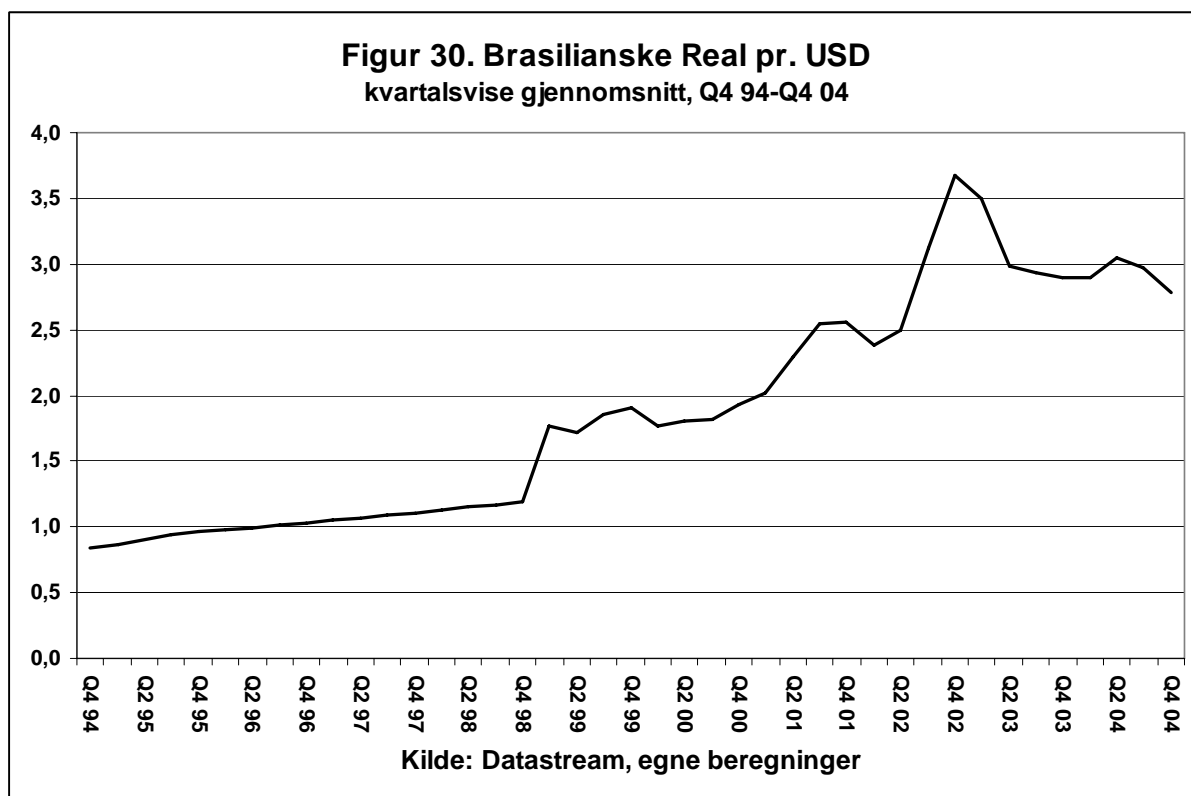
Den mest synlige delen av *Plano Real* var et nytt valutasystem, innført i juli 1994 (Averburg 2002:928). Her hentet brasilianerne inspirasjon fra sine naboer i sør, Argentina, og deres *Cavallo-plan* (Cinquetti 2000:156). Argentinerne innførte i 1991 et *seddelfond* hvor sentralbanken var en passiv aktør som kun vekslet amerikanske dollar og *Peso* i et 1:1 forhold. Altså fraskrev Argentina seg muligheten til å føre en aktiv pengepolitikk. Et viktig argument bak Cavallo-planen var at den argentinske økonomien allerede var på et *de facto* dollarsystem, da en langvarig hyperinflasjon hadde ødelagt tilliten til den lokale valutaen fullstendig.

I Brasil hadde derimot banksystemet fortsatt store beholdninger i lokal valuta, altså hadde publikum fortsatt tillit til Brasils valutasystem. I en slik situasjon virket det fornuftig å bevare en lokal valuta, men samtidig gi den en fast referanse til en mer stabil valuta for å få ned inflasjonen. Dermed sanerte sentralbanken – *Banco Central Do Brasil* – den gamle valutaen, *Cruzeiro*, og erstattet den med en ny, *Real* (Averburg 2002:929). Den nye valutaen fikk en formell øvre grense på 1 *Real* pr USD, mens fluktuasjoner på nedsiden, altså en styrking av *Real*, skulle skje fritt etter markedets prising justert for eventuelle politiske beslutninger (Cinquetti 2000:157).

Spenningen var stor da sentralbanken skulle sette sine første kurser for den nye valutaen, og mange var overrasket når sentralbanken la seg på 0,94 *Real* pr USD (Cinquetti, 2000:156-160). Umiddelbart fulgte en periode med spekulasjon mot sentralbanken, men store valutaeserver gjorde at *Banco Central Do Brasil* stod i mot. Spekulantene tapte store summer i spillet mot sentralbanken, og ga etter hvert opp og spekulerte heller på en sterkere *Real*.

Dermed appresierte valutaen, og midt i september kostet 1 USD bare 0,86 *Real* (Cinquetti, 2000:160). Da trakk sentralbanken seg ut av valutamarkedet, og skulle fra nå av styre valutakursen ved justeringer av det kortsiktige rentenivået.

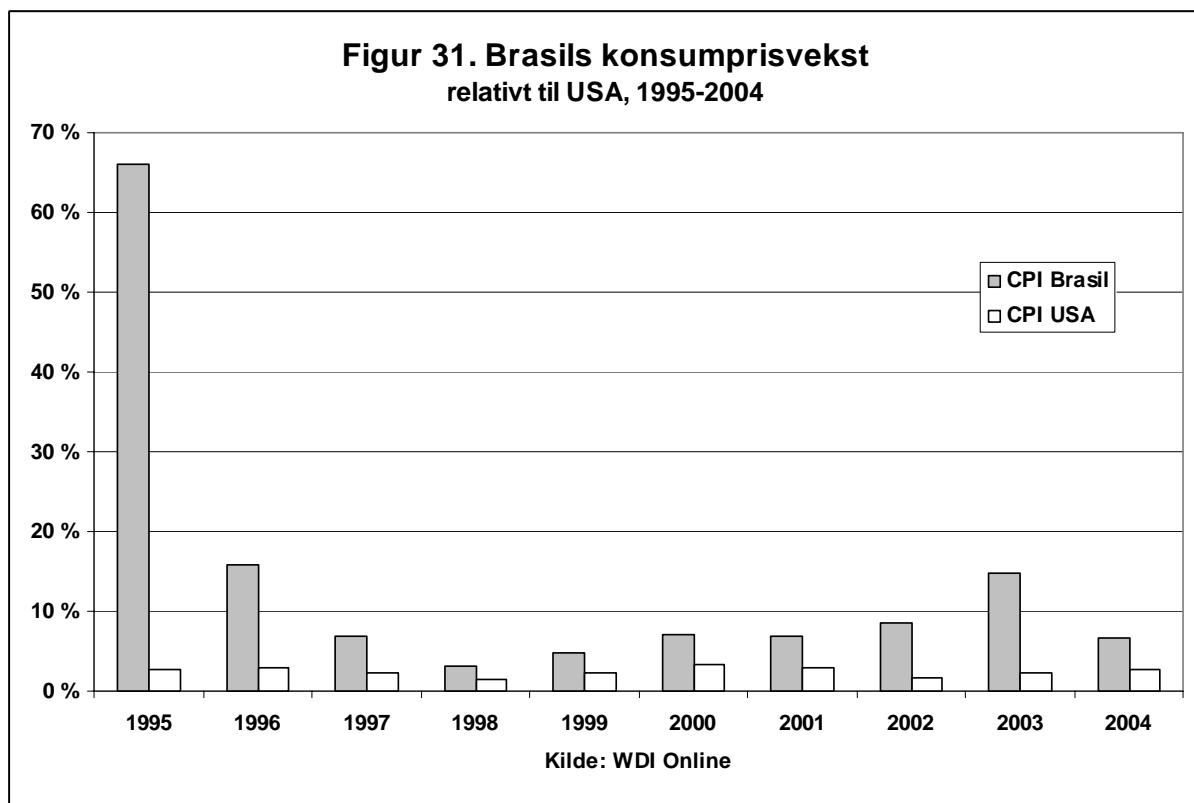
Da krisen i Mexico åpenbarte seg i slutten av 1994, begynte finansielle investorer å trekke seg ut av Brasil i frykt for at valutaregimet skulle kollapse. For å snu strømmene så den brasilianske sentralbanken seg nødt til å introdusere en stigende ”korridor” hvor valutakursen skulle svekke seg gradvis (Cinquetti 2000:157). Sentralbanken definerte dermed et ”gulv” kursen ikke kunne falle igjennom, og et ”tak” valutakursen ikke fikk lov til å bryte. I følge Cinquetti (2000:157) var det opprinnelige ”taket” for den brasilianske valutaen 0,90 *Real* pr USD, mens ”gulvet” ble fastsatt til 0,86 *Real* pr. USD. Disse grensene ble så gradvis revidert oppover, slik at *Real* fikk svekke seg mot USD og således rette opp noe av inflasjonsforskjellene vi snart kommer tilbake til. Denne politikken ble fulgt helt til krisens utbrudd i 1999 og resulterte i en årlig depresiering på 7,5 % (Flynn 1999:292). Figur 30 viser den kontinuerlige svekkelsen frem mot krisen.



Dessverre var nivået valutakursen etablerte seg på i september 1994 så sterkt at depresieringstakten ikke var rask nok til å rette opp den samlede effekten av en alt for sterk

Real ved inngangen til perioden og inflasjonsforskjellene mot USA i årene som fulgte – se figur 31. Beregninger utført av *J.P.Morgan* viste en realappresiering på over 20 % bare i løpet av siste halvdel av 1994 (Gruben & Welch 2001:13). Averborg (2002:930) presenterte en figur i etterkant av krisen som viste en realappresiering tilsvarende beregningene utført av *J.P.Morgan* for 1994. Deretter flatet trenden ut, før realvalutakursen deprimerte svakt fra midten av 1996 slik at den samlede realappresieringen fra innføringen av *Plano Real* til valutakrisen var temmelig nøyaktig 20 %.

Går vi tilbake til inflasjonsutviklingen, var forbedringene tross alt dramatiske. Fra en inflasjon på over 2000 % i 1994 falt veksten i konsumprisene til under 70 % i 1995 (WDI Online). Styresmaktene brukte ikke lenger *seignorage* for å finansiere underskuddene sine, men det tok naturlig nok tid å få ned forventningene til prisveksten. Når inflasjonen kom ned under 10 % i 1997 for å bli der resten av analyseperioden – med unntak av 2003 – var det en stor gevinst for myndighetenes politikk.



Den overvurderte valutaen gjorde at sentralbanken måtte holde et høyt nominelt rentenivå for å tiltrekke seg utenlandsk kapital (Gruben & Welch 2001:14). I periodene rundt krisene i Mexico, Asia og Russland var behovet for høye renter ekstra stort, hvilket ga korte, nominelle

renter rundt 80 % pa., 50 % pa. og 50 % pa. for de respektive tilfellene. Ser vi bort fra disse periodene, var rentenivået synkende frem mot krisen. Allikevel hadde sentralbanken store problemer med å komme under 20 % pa.

Tar vi hensyn til inflasjonen også falt gradvis frem mot krisen, er det klart at realrentene forble svært høye. Dette var åpenbart et problem for brasiliansk økonomi. I et relativt kapitalfattig land som Brasil, hvor de færreste hadde tilgang til oppsparte midler i tilstrekkelig grad, måtte gode forretningsideer skrinlegges på grunn av ulevelige kapitalkostnader ved opplåning i bankene. Effekten på investeringsnivået – og dermed også den realøkonomiske utviklingen generelt – var naturlig nok stor.

Ifølge Averborg (2002:935-936) ga krisen i Russland en mye sterkere innvirkning på Brasils situasjon enn Mexico-krisen og Asia-krisen. For det første stoppet kapitalstrømmene til *emerging markets* nærmest opp. En mulig årsak til det kan være at investorene så at en spredning materialiserte seg, først i Sørøst-Asia og så lenger vest. Dermed gikk risikopremien og avkastningskravet opp, hvilket førte til færre lønnsomme investeringsprosjekter.

I tillegg hadde internasjonalt diversifiserte investorer nå lidd store tap allerede, og var sikkert lite villige til å ta risiko med sin resterende portefølje. Det kan også være at tap i enkelte markeder førte med seg *porteføljetrymning*, der investor selger andeler i andre land for å opprettholde like vekter i de markedene investoren er eksponert i.

Averborg pekte videre på de historiske relasjonene mellom Brasil og internasjonale finansmarkeder. Før gjeldskrisen på 80-tallet hadde brasilianske myndigheter lovet bot og bedring, men dette ga seg aldri utslag i handling og mange investorer måtte se sine verdier forsvinne. Den situasjonen ønsket ingen å komme i på ny, så av frykt for at Brasil heller ikke nå skulle klare å betjene gjelden sin strømmet kapital ut av landet. På under to måneder var netto utstrømning så stor at sentralbanken tapte 30 milliarder USD i et desperat forsøk på å opprettholde valutaens verdi.

Ifølge Averborg (2002:936) var netto kapitalutstrømning kommet opp i rundt en mrd USD daglig i januar 1999. Dette tvang sentralbanken til å heve taket i valutakorridoren med 9 % 13. januar, men bare to døgn senere innså *Banco Central Do Brasil* at heller ikke dette stoppet kapitalflukten og lot dermed valutaen flyte fritt. Da sentralbanken slapp *Real* fri var

valutakursen rundt 1,2 *Real* pr USD (Datastream). I begynnelsen av mars samme år nådde den 2,16 *Real* pr USD. Noen uker senere, når økonomien kom tilbake til det normale, styrket den brasilianske valutaen seg noe, og valutakursen falt tilbake mot 1,70 *Real* pr USD.

Myndighetenes forsvar mot spekulasjonsangrep var altså vellykket etter krisene i Mexico og Asia. Etter krisen i Russland i 1998 fikk renteøkningene en motsatt effekt, særlig fordi mange etter hvert mistet troen på myndighetenes innstrammingspolitikk. Dermed følte investorene at renteøkningen økte risikoen for offentlig konkurs så mye at risikojustert avkastning falt i stedet for å stige som følge av høyere risikopremier (Gruben & Welch 2001:15). Et viktig poeng i så måte var at krisen i Russland hadde flere likhetstrekk med forholdene i Brasil.

Sommeren 1999 gikk den brasilianske sentralbanken over til inflasjonsstyring (Banco Central Do Brasil 2002). I tråd med monetær teori og internasjonal praksis etablerte Brasil en målavhengig, men instrumentuavhengig sentralbank. Et politisk utvalg, *Det Nasjonale Monetære Råd*, satte inflasjonsmålet mens sentralbanken benyttet sitt foretrukne instrument – i hovedsak renteregulering – for å oppnå den ønskede prisveksten.

Det nye pengepolitiske regimet holdt i likhet med det gamle høye realrenter for å nå sine mål (The Economist 2005). Realrentene nådde en ny topp i midten av 2002, da mange fryktet en gjentakelse av krisen i 1999. Stadig flere meningsmålinger viste at venstresidens *Luiz Inácio Lula da Silva* – heretter kun *Lula* – kom til å vinne høstens valg foran høyresidens kandidat (The Economist 2003). På ny flyktet investorene fra Brasil og *Real*-verdien falt betraktelig. Først da IMF tro støttende til i august samme år roet markedene seg.

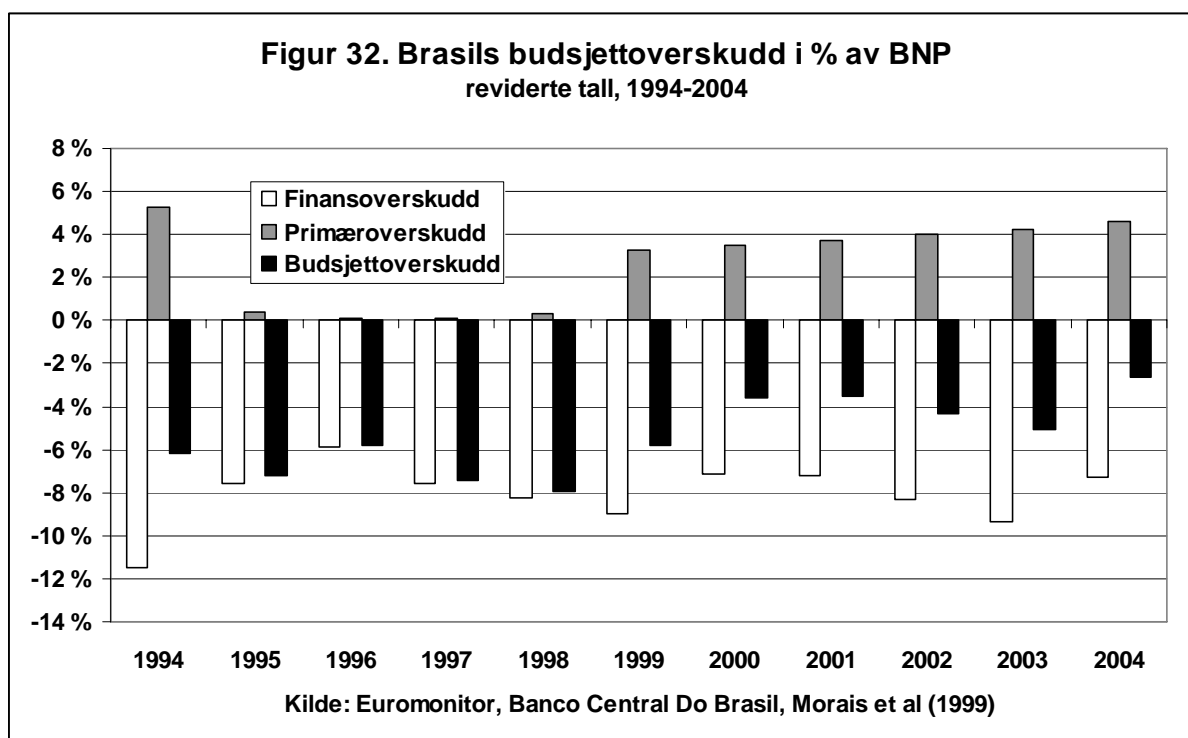
7.4. Finanspolitikk og politiske forhold

Plano Real var mye mer enn en ren valutareform. I tillegg til eliminasjon av inflasjonen gjennom et fastkurssystem skulle styresmaktene implementere reformer av skattesystemet, kraftige kutt i offentlige utgifter og et stort privatiseringsprogram (Morais, Filho & Coelho 1999:11). Målet var å få orden på de offentlige regnskapene, som på grunn av et stort gjeldsetterslep fra tiden før *Plano Real* registrerte store, årlige underskudd.

Privatiseringen var ikke bare for å kutte kostnader og gi store engangsinnbetalinger til staten, men man forestilte seg også at bedriftene under privat eierskap ville oppleve en kraftig økning

i produktiviteten (Desai 2003:63). Dermed kom privatiseringen til å gi økte inntekter både på kort og lang sikt, i alle fall i teorien.

Det skulle imidlertid vise seg vanskelig å omsette de gode intensjonene i praksis. Som vi ser i figur 32 klarte ikke styresmaktene å redusere det offentlige underskuddet etter innføringen av *Plano Real* selv om renteutgiftene kom ned. Årsaken var bortfallet av primæroverskuddet, som jo egentlig var ment å øke som en konsekvens av reformarbeidet.



Averburg (2002:933) trakk frem to årsaker til primæroverskuddets forsvinningsnummer. For det første kunne ikke styresmaktene lenger bruke inflasjonen til å redusere den reelle verdien av utgiftssiden. Ifølge Averburg var det vanlig praksis blant Brasils byråkrater å forsinke myndighetenes utbetalinger. Samtidig var de relativt flinke til å påse at innbetalingene skjedde til rett tid. Dermed ”spiste” den høye inflasjonen opp deler av kostnadene, ved at utsatte utbetalinger kunne finansieres med reelt sett lavere, men nominelt sett like – på grunn av inflasjonen i mellomtiden – innbetalinger.

Den andre grunnen til bortfallet av primærunderskuddet var ifølge Averburg uansvarlig finanspolitikk. Eksempelvis økte diskresjonære utgifter – denne typen utgifter kommer fortløpende utenfor de satte budsjetttrammene, enten som økte bevilgninger til pågående

prosjekter eller overføringer til nye tiltak – fra føderale myndigheter med rundt 1 % av BNP, mens overføringer til arbeidsledige og uføretrygdde økte med 1,3 % av BNP.

I etterkant av krisen kom primæroverskuddene tilbake. Ved hjelp av nye skatter, kostnadsbegrensninger og lønnstak i offentlige institusjoner krøp primæroverskuddet sakte, men sikkert opp mot nivået fra 1994, og ga dermed større stabilitet i den økonomiske utviklingen.

Selvfølgelig forsto brasilianske myndigheter at reformplanene fra 1994 måtte følges opp også av offentlige budsjetter for å bli en varig suksess. Hvorfor skjedde da det stikk motsatte? For å forstå dette, og hvorfor nettopp styresmaktene var en sentral faktor bak valutakrisen, må vi se på den politiske situasjonen i Brasil frem til 1999 (Flynn (1999) gir en mer utførlig presentasjon av temaene som drøftes i de neste avsnittene).

Fernando Cardoso var som tidligere nevnt finansminister ved iverksettelsen av *Plano Real* og således en av frontfigurene for den nye økonomiske politikken. Den sterke og umiddelbare effekten det nye valutasystemet hadde på inflasjonen gjorde Cardoso til en populær mann, og var en viktig årsak til at han vant presidentvalget med 54 % av stemmene senere på året.

Dessverre for Cardoso krevde full implementering av *Plano Real* konstitusjonelle endringer. En av grunnene til at det skulle vise seg vanskelig å få gjennomført disse var de svake partibindingene i brasiliansk politikk. Kandidatene fikk personlige stemmer, hvilket ga hardest konkurranse mellom politikerne som sto hverandre nærmest i det politiske landskapet. I tillegg førte overrepresentasjon av mindre stater til en lite regionalt balansert Kongress, der mer politisk dynamiske stater som Sao Paulo ikke hadde den innflytelsen de fortjente.

Forhandlingene gikk dermed tregt, og flere korrupsjonsskandaler på veien satte ikke akkurat fortgang i prosessen. På toppen av det hele brukte Cardoso mye tid og energi på forhandlinger om en annen konstitusjonsendring; han ville gjøre gjenvalg mulig for seg selv og alle sittende guvernører. Når valget så nærmet seg i 1998 kunne Cardoso og alle andre se tilbake på fire år med lite progresjon for budsjettsensitive offentlige reformer. Samtidig økte renteomkostningene på offentlig gjeld raskere enn BNP. Kritikken var massiv.

Etter å ha truet media og andre viktige institusjoner i offentligheten om å trekke seg som kandidat hvis de ikke ga han full støtte, ble Cardoso gjenvalgt i 1998. Senere samme år lanserte han et program for å skape de nødvendige primæroverskuddene, *Programa de Estabilidade Fiscal*.

Cardoso og hans menn ønsket imidlertid ikke et primæroverskudd tilsvarende det finansielle underskuddet da en såpass stor innstramning ville ha svært negative effekter på realøkonomien og dermed også skattebasen. Målet var derimot å gjøre et såpass dypt innhugg i renteutgiftene at statens kredittverdighet økte uten at dette svekket den økonomiske veksten i særlig grad. Økt kredittverdighet ville gi større etterspørsel etter brasilianske statsobligasjoner, og således høyere pris og lavere avkastning.

Det store volumet brasilianske statsobligasjoner gjorde avkastningen på disse til en viktig målestokk som alternativ avkastning på andre investeringer. Dermed ville lavere avkastning på statsobligasjoner gi et lavere rentenivå i Brasil generelt. Lavere rentekostnader ville få fart på investeringene, gi høyere økonomisk aktivitet og således en større skattebase og økte skatteinntekter. Større inntekter, gitt at man klarte å holde kostnadene nede, ville gi et enda lavere finansieringsbehov. Altså kom reformene til å lede landet inn i en god sirkel. I tillegg hadde IMF allerede klar en lånepakke på 41,5 mrd USD hvis brasilianerne viste vilje til å ta tak i de offentlige finansieringsproblemene..

Planen var dermed at samlede offentlige utgifter skulle forbedres med rundt 9 mrd *Real*, i hovedsak ved reduksjon i trygdeutgiftene og andre offentlige overføringer. Statenes overføringer – i Brasil var skattesystemet slik at statene krevde inn alle skatter og overførte en viss andel til føderale myndigheter – var samtidig ment å øke fra 20 % til 40 % av samlede inntekter. For øvrig ville stater som brukte mer enn 60 % av sine netto inntekter på lønninger bli møtt med bøter. Det siste høres unødvendig ut, men ved reformens innføring brukte 17 av 26 stater mer enn 60 % av netto inntekter på lønn til offentlig ansatte.

Mens de internasjonale reaksjonene på *Programa de Estabilidade Fiscal* var svært positive – Brasil mottok blant annet støttepakken fra IMF – spratt det ikke mange champagnekorker på rådhusene og administrasjonssentrene rundt om i landet. Guvernørene hadde problemer med å svelge det plutselige hastverket etter fire år uten nevneverdig progresjon. Samtidig lempet

føderale myndigheter elegant store deler av byrden nedover i systemet ved å doble sin andel av de felles innkrevde inntektene.

Tidlig i desember 1998 møtte Cardoso og hans støttespillere veggen i Kongressen. Etter å ha godtatt flere reformer på kort tid, avviste de folkevalgte en større pensjonsreform. Den sterkeste signaleffekten kom ikke fra nederlaget i seg selv, men måten det skjedde på. Ut i fra koalisjonene regnet man med at myndighetene hadde støtte fra 396 av 513 representanter. Når Kongressen stemte over den nevnte reformen, stemte 100 av ”støttespillerne” mot forslaget og 100 andre tok seg ikke en gang bryet med å møte opp til avstemningen.

For det første viste resultatene hvor svak Cardosos koalisjon egentlig var. For det andre tydet resultatet på at de føderale myndighetene hadde svært dårlig føling med stemningen i Kongressen. Altså så det pågående reformarbeidet ut til å utvikle seg til en kamp mellom ulike politiske nivåer og ikke et samarbeid mot et felles mål. Myndighetenes troverdighet kom med ett under sterkt press.

Tre dager senere tok *Itamar Franco* det avgjørende initiativet. I kraft av sin stilling som guvernør i staten *Minas Gerais* hadde han tidligere kritisert Cardoso på det sterkeste, og enkelte spekulerte i om målet var en uformell lederposisjon i opposisjonen. Nå krevde han 90 dagers betalingsutsettelse på *Mina Gerais* sine avdrag til myndighetene, og sådde også tvil om hvorvidt staten han ledet ville møte sine forpliktelser på utestående *Eurobonds*. Fem andre stater signaliserte at de kunne tenke seg å gjøre det samme. Dermed forsvant siste rest av tillit til brasilianske myndigheter i finansmarkedene, kapitalflukten nådde nye høyder og valutakrisen var et faktum.

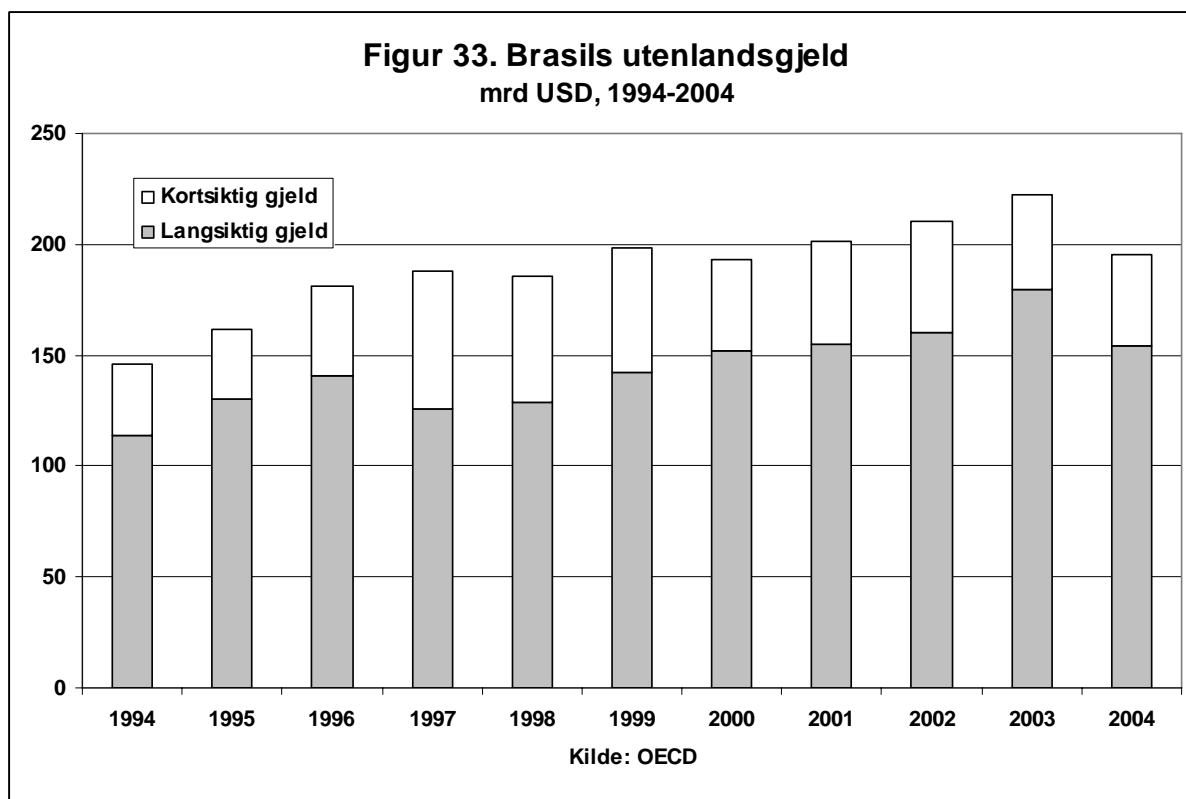
I tillegg til de svake og skjøre bindingene i brasiliansk politikk, er det viktig å huske på de store forskjellene som preget landet. Eksempelvis hevdet *The Economist* (20.02.03) i en reportasje tidlig i 2003 at de fattigste 50 % av Brasils befolkning sto for kun 1 % av nasjonalinntekten. Dette vitner om utstrakt fattigdom for store deler av befolkningen. Politikere lever av stemmer, og den politiske gevinsten ved å øke offentlig forbruk lå og lurte i kulissene i tiden før og etter krisen i 1999. Det er dermed forståelig at internasjonale investorer var såpass fintfølede for endringer i den politiske konteksten, da de hadde all rett til å frykte mer ekspansiv finanspolitikk og dermed større ubalanser i de offentlige budsjettene.

Utviklingen i finansmarkedene da Lula så ut til å komme til makten i 2002 bekrefter inntrykket av den politiske situasjonens betydning for krisen i 1999. Cardoso og hans høyre-regjering hadde jo ikke klart å temme de offentlige budsjettunderskuddene på slutten av 90-tallet, var ikke da sannsynligheten stor for at dette kunne skje igjen med en gammel skopusser og fagforeningsleder som landets leder (The Economist 20.02.03)? Som nevnt i forrige delkapittel flyktet kapital også denne gangen fra Brasil, igjen av frykt for at den nye administrasjonen skulle bruke penger den ikke hadde på gode formål.

7.5. Gjeldsutvikling

Det tredje momentet ved *Plano Real* av betydning for denne oppgaven – etter de penge- og finanspolitiske endringene – var planene om å fullbyrde den finansielle liberaliseringsprosessen styresmaktene satte i gang i 1988 (Morais, Filho & Coelho 1999:9-12). Målet var å åpne finansmarkedene for utenlandsk kapital, slik at Brasil skulle få fullt utbytte av den høye likviditeten i det internasjonale kredittmarkedet. Lave renter i industrialiserte land hadde skapt en stor strøm av kapital til mindre utviklede land; nå var det på tide at denne kapitalen også kom Brasil til gode. Dermed ville finansieringen av ”det store løftet” myndighetene forventet skulle komme som følge av *Plano Real* falle på plass av seg selv.

I løpet av årene mellom *Plano Real* og valutakrisen økte Brasils avhengighetsforhold til utenlandske kreditorer. Økningen var størst for kortsiktig gjeld, som gikk fra rundt 20 % av samlet utenlandsgjeld i 1994 til over 30 % i 1998. Samtidig steg total utenlandsgjeld med nesten 30 % i samme periode.



Morais, Filho og Coelho (1999:12) hevdet at nivåendringen i utenlandsgjelden i hovedsak var en konsekvens av høye brasilianske renter i kombinasjon med et lavt internasjonalt rentenivå. Selv ikke med rause risikopremier kom lånekostnaden i utenlandsk valuta opp mot hva bedriftene møtte hjemme. Allikevel var det fortsatt styresmaktene som dominerte låneopptakene.

Rentedifferansen hadde også den uheldige effekten at mange banker og bedrifter lånte store summer utenlands for å spekulere i brasilianske statsobligasjoner og etter hvert også aksjemarkedet.

Økt eksponering mot utlandet i form av gjeld er en god indikator på kapitalstrømmene inn i landet i årene før krisen i 1999. Dermed oppnådde myndighetene isolert sett hva de ville med åpningen av kapitalmarkedet. I tillegg vokste økonomien nærmest i takt med gjeldsopptaket, slik at utenlandsgjelden ikke var høyere enn 24 % av BNP i 1998 (WDI Online).

Problemet var dermed ikke gjeldsveksten i seg selv, men den skjeve fordelingen i gjeldsopptakene. Vi har allerede nevnt økt grad av kortsiktig gjeld, noe som øker sårbarheten for hurtig kapitalutstrømning og skaper ubalanse i forfallstrukturen hvis gjelden finansierer

investeringer i langsiktige plasseringer. Denne skjevheten var imidlertid ikke så stor i Brasils tilfelle, og bør ikke tillegges stor vekt som en forklarende faktor for valutakrisen. Mer avgjørende var derimot den skjeve sektormessige fordelingen blant låntagerne, siden mesteparten av nye gjeldsopptak gikk med til å fylle styresmaktens budsjettunderskudd.

Med andre ord støvsuget statens finansiering av budsjettunderskuddene markedet for likviditet. Mens netto offentlig gjeld utgjorde rundt 30 % av BNP i 1995, var andelen kommet opp i nesten 50 % ved utgangen av 1998 (The Economist 20.02.03). Det store offentlige finansieringsbehovet bidro av den grunn til å opprettholde det høye rentenivået, og gjorde det ulønnsomt for banker og utenlandske investorer å vende seg mot mer produktiv, privat virksomhet. Privat sektor fant det naturlig nok ikke forsvarlig å betale så høye rentekostnader som det offentlige simpelthen var nødt til.

Lånepakken Brasil fikk tilsagn om i 1998 fra IMF innebar blant annet krav om finanspolitiske forbedringer (EIU 2001). Som vi har sett tidligere klarte Brasil nå å gjøre ord til handling med primæroverskudd som økte fra 3,2 % av BNP i 1999 til 4,6 % av BNP i 2004 (Banco Central do Brasil). Med fortsatt høye renteutgifter var imidlertid budsjettene fremdeles røde, og i tillegg til behovet for en ny lånepakke fra IMF i 2002 – for å nøytralisere eventuell smitte fra Argentina som da var midt oppe i sin egen valutakrise – økte dette offentlig gjeld til nesten 59 % av BNP ved utgangen av 2003 (EIU 2005).

I 2004 snudde heldigvis utviklingen, og Brasil kunne registrere et fall i netto offentlig gjeld til under 52 % av BNP ved utgangen av året (EIU 2005). Ifølge *The Economist* (2005) var de viktigste årsakene høy økonomisk vekst og finansministerens evne til å overbevise internasjonale investorer om at myndighetene kom til å betale gjelden sin uten forsinkelser. Det siste momentet fikk økt troverdighet ved at myndighetene leverte det største primæroverskuddet siden 1994 dette året. Dermed falt risikopremiene, rentene og derfor også rentebelastningen for brasilianske myndigheter.

Som vi har sett var Brasil et godt eksempel på både de gode og dårlige sidene ved generell gjeldsdynamikk. I perioden før valutakrisen i 1999, da myndighetene slet med å skape primæroverskudd, økte risikopremien og således også rentekostnadene. Dermed ble den totale belastningen på finansieringsbehovet enda større, hvilket ga enda høyere risikopremier og

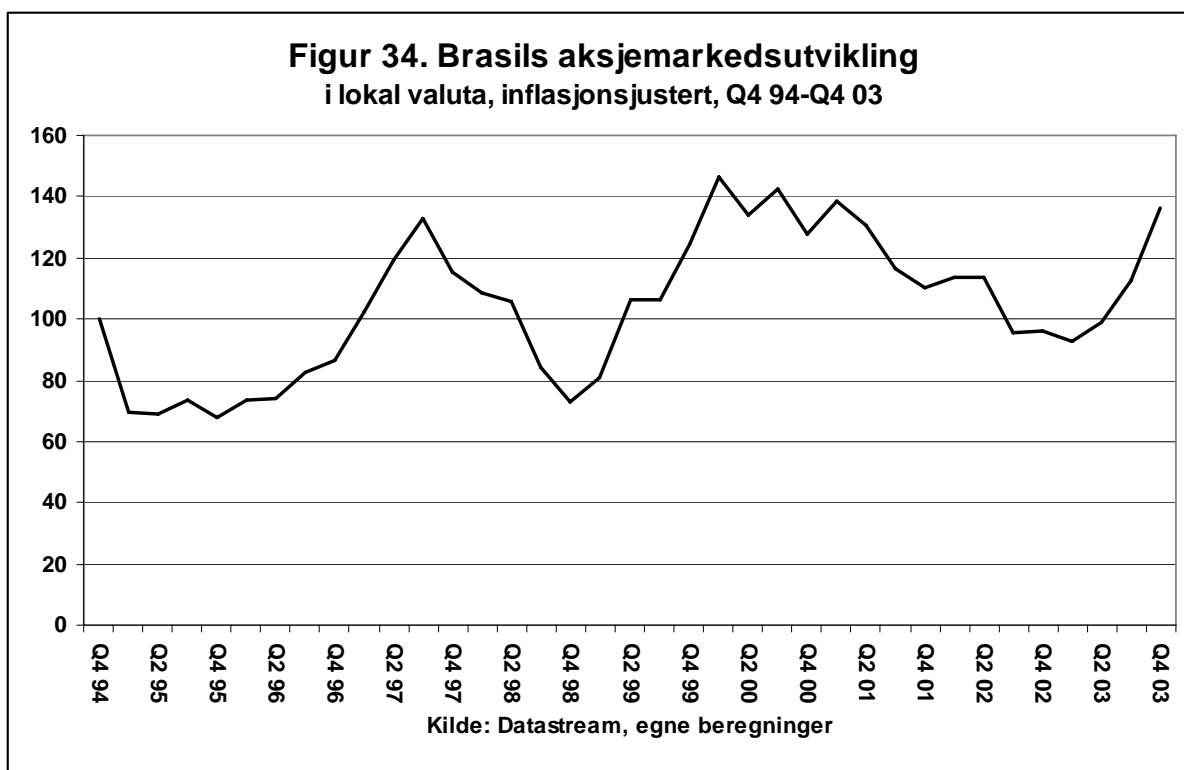
rentekostnader. På samme måte snudde dynamikken i 2004, og brasiliansk gjeldsutvikling så ut til å være på vei inn i en ”god sirkel”.

7.6. Aksjemarkedet

Figur 34 tyder på at det brasilianske aksjemarkedet i perioden frem mot krisen var under sterk påvirkning fra begivenheter i andre vekstmarkeder. Mexicos kollaps fikk mange investorer til å sky *emerging markets* generelt, og dermed også det brasilianske markedet. Dette kan forklare det kraftige fallet i aksjemarkedet i begynnelsen av 1995.

Samme fenomen, denne gang i form av Asia-krisen, ser ut til å ha gitt en brutal slutt for over to år med kraftig oppgang i aksjemarkedet sent i 1997. Nedturen akselererte omtrent samtidig som Russlands problemer fanget investorenes fokus, et faktum som forsterker følelsen av at det brasilianske aksjemarkedet på slutten av 90-tallet reflekterte internasjonale begivenheter.

Når det er sagt må vi heller ikke glemme at de innenlandske, brasilianske problemene fikk sterkere fokus som følge av krisene i Asia og Russland. Spesielt gjaldt dette krisen i Russland, siden høy statlig gjeld sto sentralt også i det tilfellet. Derfor var det kraftige fallet i 1997 og 1998 også et resultat av økt oppmerksomhet rundt Brasils egne problemer.



Økningen i aksjeverdiene på midten av 90-tallet var både et resultat av og årsak til porteføljeinvesteringer på 116 milliarder USD i det brasilianske markedet i årene 1994 til 1997 (Morais, Filho & Coelho 1999:12). Porteføljeinvesteringer er gjerne kortsiktig kapital investert i verdipapirer med tilstrekkelig likviditet til å muliggjøre en rask "exit". Med andre ord ikke en nasjons foretrukne finansieringskilde hvis det sprer seg frykt rundt landets finansielle situasjon. De kortsiktige plasseringene spilte med andre ord en sentral rolle for tempoet i kapitalflukten fra Brasil i 1998.

Etter sterk oppgang i etterkant av valutakrisen falt det brasilianske aksjemarkedet på ny tilbake. Dette reflekterer for det første uløste problemer i landets økonomi. Samtidig må vi ikke glemme at de første årene av det nye årtuset var svake for de fleste finansmarkeder verden over. Relevansen av det siste argumentet vises ved at markedet i Brasil – i likhet med de fleste av verdens finansmarkeder – snudde i 2003.

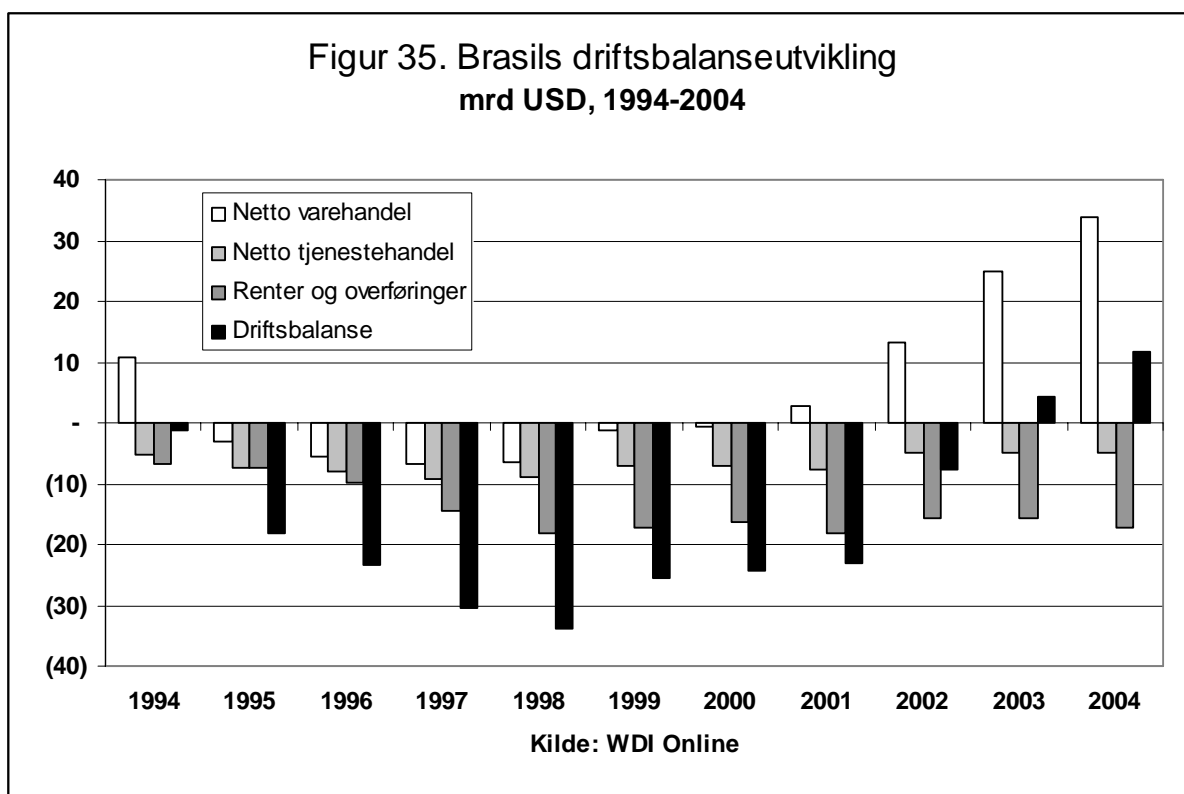
Dette avsnittet bekrefter at det var spekulative tendenser i kapitalstrømmene til Brasil i forkant av krisen. Når boblen sprakk andre steder i verden sprakk den også i Brasil. Dermed ville store summer kapital ut av landet, og la ytterligere press på en allerede anstrengt

driftsbalanse. Mens de utløsende impulsene kom utenfra, ble de forsterket av strukturelle problemer i Brasils økonomi.

7.7. Betalingsbalansen

Det fjerde og siste formålet med *Plano Real* som skal kommenteres i denne oppgaven var økt konkurranse i varemarkedet. (Morais, Filho & Coelho 1999:12). Åpningen av varemarkedet var blant annet et tiltak mot oligopoler og monopoler som i tidligere år hadde brukt sin prismakt til å bidra til økende inflasjon (Gruben & Welch 2001:13). I tillegg ønsket styresmaktene at brasilianerne skulle nyte godt av billige importvarer (Morais, Filho & Coelho 1999:12). Derfor senket myndighetene tollsatsene til et gjennomsnitt på 14 prosent i 1994, som sammen med tidligere kutt hadde redusert gjennomsnittlige tollsatser med 37 prosentpoeng siden 1988 (Gruben & Welch 2001:13).

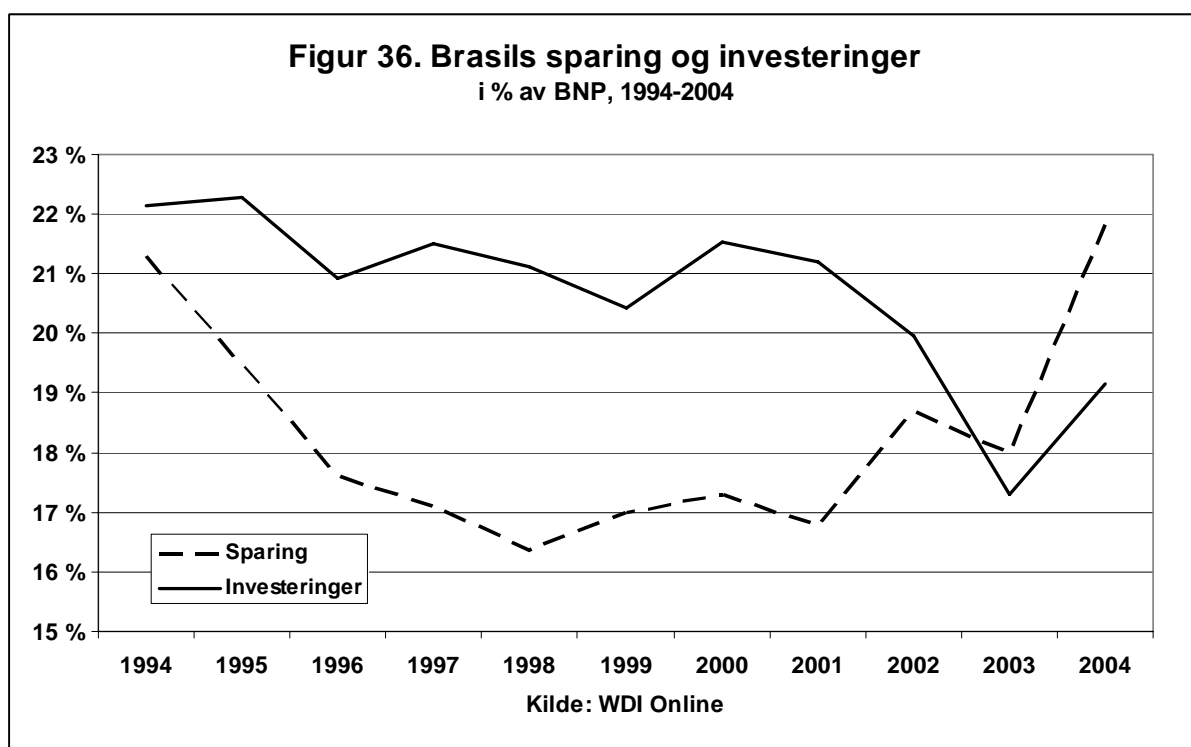
Som vi ser av figur 35 ga handelsliberaliseringen umiddelbare utslag på handelsbalansen. Etter et overskudd for varehandelen på nesten 11 mrd USD i 1994, fulgte et underskudd på over 3 mrd USD i 1995. De påfølgende årene frem mot krisen ga ytterligere forverring for både vare- og tjenestehandel, med det resultat at underskuddet på driftsbalansen nådde 4,3 % av BNP i 1998 (WDI Online).



Vi ser også at underskuddet på renter og overføringer steg frem mot krisen, og endte på 18 mrd USD i 1998 (WDI Online). Ut i fra tidligere drøftelser var det to årsaker til denne utviklingen. For det første brukte brasilianerne de første årene etter *Plano Real* til å bygge opp en større utenlandsgjeld, spesielt myndighetene. Når så kapitalutstrømningen tvang brasilianske myndigheter til svært høye renter på sine statsobligasjoner, måtte nødvendigvis også pengemarkedsrentene øke på grunn av høyere alternativ avkastning. I sum ga dette en betydelig økning av renteutgiftene til utlandet. For det andre ga en stor økning i netto FDI naturlig nok en stadig sterkere strøm av utbytteutbetalinger til utlandet.

Valutakrisen som fulgte ga umiddelbare utslag på handelsbalansen. Varehandelen etablerte seg omtrent i balanse, mens underskuddet på tjenestehandelen falt markert tilbake. Underskuddet på renter og overføringer holdt seg imidlertid rundt sine gamle nivåer, og økte faktisk noe i 2001 som følge av høyere risikopremier på brasilianske aktiva av frykt for smitte fra de finansielle urolighetene i Argentina (EIU 2002:33). Ytterligere svekkelse av den brasilianske valutaen i 2002 ga sammen med sterk etterspørselsvekst fra spesielt USA og Kina et nytt løft for handelsbalansen. Selv om renter og overføringer ikke endret seg nevneverdig oppnådde brasilianerne dermed driftsbalanseoverskudd i slutten av analyseperioden.

Som tidligere kommentert falt den brasilianske spareraten drastisk etter innføringen av *Plano Real*. Mens brasilianerne i 1993 sparte rundt 20 % av BNP, var spareraten bare litt over 16 % i 1998. Selv om også investeringene falt slik figur 36 viser, skyldtes dette i hovedsak mindre produksjon for varelager de første årene. Faktisk økte investeringene i fast kapital fra litt over 19 % av BNP i 1993 til over 20,5 % i både 1994 og 1995 (WDI Online). Cinquetti (2000:162) mente den økte investeringslysten mest sannsynlig kunne spores tilbake til troen på et nytt, stabilt økonomisk rammeverk. Investeringene falt imidlertid raskt tilbake, og i motsetning til investeringsboomen i Sør-Korea varte den sterke veksten i brasilianske investeringer kun kort tid.



Går vi tilbake til fallet i spareraten, kan sammensetningen av handelsbalanseendringene gi oss noen hint om hva som skjedde. Faktisk økte den samlede verdien av brasiliansk eksport – målt i USD – med nesten 35 % fra 1994 til 1998 (WDI Online). Endringen fra eksportoverskudd i 1994 til et importunderskudd på nesten 16 mrd USD kom med andre ord av en kraftig importvekst.

Altså kan det virke som om utviklingen i den brasilianske realvalutakursen i årene frem mot krisen ikke hadde altfor negativ innvirkning på brasilianske eksportbedrifter. Det var derimot konsumentenes ønske om et høyere forbruk av varer og tjenester de ikke kunne få i Brasil

som drev handelsutviklingen. Billigere og lettere tilgjengelige utenlandske varer, kombinert med tilgang på utenlandsk kreditt til en mye lavere pris enn i de nasjonale kredittmarkedene, gjorde at brasilianerne reduserte sparingen for å skaffe seg de ønskede importartiklene.

I likhet med tilfellet i Mexico noen år tidligere var altså den brasilianske veksten i forkant av valutakrisen i all hovedsak drevet av konsum. Dermed gikk den utenlandske kapitalen som finansierte driftsbalanseunderskuddet til lite produktive formål, hvilket svekket bærekraften til underskuddet mot utlandet på lengre sikt.

Etter en periode med vekst i 1994 og 1995 utgjorde investeringene en stadig mindre andel av Brasils økonomi, og i 2002 og 2003 kollapset investeringsnivået og falt til knappe 17 % av BNP i 2003 (WDI Online). En mulig årsak til dette kan være manglende investeringsvilje før næringslivet lærte den nye presidenten og hans regime å kjenne. En annen mulighet er at Brasil, som en relativt perifer økonomi, fikk en stadig mindre andel av en krympende kake av investeringsmidler fra utlandet i forbindelse med de globalt sett svake årene rett etter årtusensiftet. Det siste argumentet stemmer godt med at netto FDI til Brasil falt fra nesten 33 mrd USD i 2000 til 10 mrd USD i 2003 (WDI Online). Av samme grunn er det trolig at økt fortrolighet med det sosialistiske styret og bedring i verdensøkonomien var viktige faktorer bak investeringsøkningen i 2004.

Spareratene fant tilbake til sitt gamle nivå på slutten av analyseperioden, godt hjulpet av oljeprisøkning som blant annet økte inntjeningen i det halvstatlige oljeselskapet *Petrobras*. Sammen med et lavere investeringsnivå ga dette på ny driftsbalanseoverskudd i Brasil.

Totalt sett var betalingsbalansen en viktig bidragsyter til valutakrisen i 1999. Ved første øyekast kan det se ut som om realappresiering med påfølgende svekket konkurranseevne for eksportbedriftene var en viktig årsak, men en solid økning i samlet eksportverdi motbeviser dette. Det var derimot brasilianske konsumenter som benyttet de friere varemarkedene og åpningen mot det internasjonale kapitalmarkedet til å øke konsumet og redusere sparingen. Dermed bygget Brasil opp et driftsbalanseunderskudd som nådde 4,3 % av BNP i 1998 (WDI Online). Nivåmessig er ikke dette et skremmende tall i seg selv, men måten brasilianerne bygget opp underskuddet på – økt konsum fremfor økte investeringer – og sammenkoblingen med det offentlige underskuddet gjorde driftsbalanseunderskuddet til en viktig faktor i valutakrisen.

7.8. Finansinstitusjonene

I Brasils tilfelle oppsto finanskrisen flere år før valutakrisen. Dette hadde i første rekke sammenheng med de fallende vekstratene og den økte ledigheten i årene etter innføringen av *Plano Real*. En undersøkelse utført av *Associação Comercial de São Paulo* – en handelsorganisasjon – viste eksempelvis at 44 % av bankkonkursene i 1996 stammet fra landets høye ledighet (Cinquetti 2000:164-166). Sammen med de skyhøye rentene førte dette til likvidasjon av 18 brasilianske banker i 1995-96. På toppen av dette brukte myndighetene 5,6 mrd *Real* i 1995 og 10,2 mrd *Real* i 1996 på å redde andre fra samme skjebne. Ifølge Cinquetti kunne brasilianerne takke en jevn strøm av frisk utenlandsk kapital i disse årene for at krisen ikke ble større.

De turbulente tidene for det brasilianske bankvesenet kun få år før valutakrisen ga to effekter, og *ex ante* var det vanskelig å si hvilken som ville dominere. For det første foregikk det en sanering av bankvesenet, hvor mange av de svakeste gikk konkurs. Dette gjorde bankvesenet mer robust og bidro til større evne til å takle valutakrisen. På den annen side er det naturlig å tro at større tap på utlån også rammet de delene av bankvesenet som ikke gikk konkurs. Dermed ble bankvesenet også mer sårbart og risikoen for konkurs under den kommende valutakrisen økte. *Ex post* viste det seg at det ikke oppsto noen bankkrise i forbindelse med valutakrisen i 1999. Altså virker det som om det brasilianske bankvesenet kom sterkere ut av finanskrisen i 1995-1996.

Gruben og Welch (2001:19-20) nevnte i sin forklaring på hvorfor det ikke oppsto noen finanskrisen sammen med valutakrisen fint lite om den foregående bankkrisen. Derimot fokuserte de på godt bankhåndverk som viktigste årsak. For det første økte den brasilianske sentralbanken reservekravene til internasjonalt høye nivåer da sentralbanken i 1994 fulgte opp Basel-avtaleverket og satte reservekravet til 8 % for alle brasilianske banker. Da finanskrisen oppsto i Sør-Korea i november 1997 hevet sentralbanken kravet til 11 %. I tillegg tillot *Banco Central Do Brasil* utenlandske eierinteresser i brasilianske finansinstitusjoner samme år, med det resultat at konkurransen og således også effektiviteten i bankvesenet økte (Bevilaqua & Loyo i Gruben & Welch 2001:20).

Til slutt må vi ikke glemme at mange år med et svært høyt rentenivå gjorde at det ikke oppsto noen gjeldsfinansiert boom i Brasils næringsliv i forkant av valutakrisen. Derimot var det

myndighetene som forårsaket krisen, og de var i stor grad finansiert av utenlandske investorer. I tillegg gikk heller ikke brasilianske myndigheter konkurs – mye på grunn av støttepakken fra IMF – og fortsatte å betale ned gjeld etter valutakrisen. Dermed var det heller ikke å vente at en større finanskrisen skulle bryte ut i Brasil i forbindelse med valutakrisen.

Selv om flere banker gikk overende på midten av 90-tallet, vil det altså være feil å si at en finanskrisen utløste den brasilianske valutakrisen. Den finanskrisen som var lå såpass langt bak i tid at innvirkningen på valutakrisen var marginal. IMF må imidlertid få en stor del av æren for at det ikke ble noen finanskrisen i 1999, da deres støttepakke til brasilianske myndigheter ga likviditet til å opprettholde forpliktelsene styresmaktene hadde til øvrige deler av kapitalmarkedet.

7.9. Oppsummering

Etter drøye ti år hvor Brasil i praksis var isolert fra det internasjonale kapitalmarkedet førte *Plano Real* til at utenlandsk kapital igjen strømmet inn i landet i form av FDI, utlån og porteføljeinvesteringer. Mye av årsaken til dette var at *Plano Real* inneholdt finanspolitiske reformer som skulle dempe de store offentlige underskuddene, og ikke minst en stabil valutakurs som gjorde det mer forutsigbart for utenlandske investorer å eksponere seg i Brasil.

Myndighetenes bruk av *seignorage* i årene før *Plano Real* hadde gitt hyperinflasjon i prisnivået. Da fastkurssystemet kom på plass og finansiering ved hjelp av *seignorage* opphørte falt naturlig nok inflasjonen, men det tok tid å venne brasilianerne til at prisene ikke skulle øke med mer enn noen få prosent i året. Dermed hadde Brasil svært høy inflasjon relativt til USA fram til 1997, med det resultat at brasilianske *Real* realappresierte med rundt 20 % i tiden før valutakrisen. Eksportbedriftene klarte seg imidlertid bra, men realappresieringen gjorde det ekstra attraktivt for konsumentene å handle relativt sett billigere importvarer. Handelsliberalisering fra myndighetenes side forsterket denne trenden, og Brasil bygget etter hvert opp et betydelig driftsbalanseunderskudd.

Realøkonomisk sett opplevde Brasil god vekst i tiden etter innføringen av *Plano Real*, men veksten var avtagende og i 1998 var det bare sterk økning i offentlige utgifter som reddet landet fra resesjon. Myndighetenes økte pengebruk ga økt underskudd i de offentlige resultatene, noe som ble tatt dårlig i mot av internasjonale investorer med tanke på at Brasil

allerede hadde et vedvarende underskudd i sine statlige budsjetter. Samtidig steg ledigheten, og bekreftet dermed at Brasil hadde behov for nye vekstimpulser. Mange vendte av den grunn blikket mot landets valuta, og de positive effektene en devaluering ville ha på den realøkonomiske utviklingen.

Krisen i Sør-Korea og andre land i Sørøst-Asia hadde som vi tidligere har sett en forsterkende effekt på krisen i Russland. På samme måte virket begge krisene inn på situasjonen i Brasil ved å gi kapitalutstrømning fra *emerging markets* generelt. Som vi så av aksjemarkedsutviklingen satte spesielt krisen i Russland fart på kapitalflukten fra Brasil, mye fordi denne krisen lignet på situasjonen i Brasil da styresmaktene høye gjeld sto sentralt også i Russlands tilfelle.

Brasil slet også med gjennomføringen av nødvendige offentlige reformer. Spesielt forhandlingene om finanspolitiske reformer gikk tregt, og spenningen mellom føderale og lokale myndigheter ble utslagsgivende. Da det for alvor ble klart at regjeringen ikke hadde tilstrekkelig støtte verken i Kongressen eller i delstatene, nådde kapitalflukten sitt klimaks og sentralbanken ble nødt til å slippe valutaen fri.

Tiden etter krisen viste at Brasil fortsatt måtte holde høye realrenter for å skaffe tilveie nok utenlandsk kapital til å finansiere statlige underskudd og driftsbalanseunderskudd. I henhold til udekket renteparitet svekket valutakursen seg i denne perioden, da rentedifferansen jo skal være tilnærmet lik forventet depresiering. Da de offentlige underskuddene etter hvert kom ned på et akseptabelt nivå på begynnelsen av det nye årtuset og driftsbalansen endelig snudde til positive tall i 2003 begynte endelig brasilianske *Real* å styrke seg mot USD og andre valutaer.

Plano Real hadde altså sine kostnader, men den tok i alle fall livet av inflasjonen. Sammen med IMF klarte Brasil også å redusere de offentlige underskuddene. Da valutaen til slutt så ut til å stabilisere seg i 2003-2004, kan vi trygt si at brasilianerne gikk ut av analyseperioden med et bedre fundament for videre økonomisk utvikling enn de kom inn.

8. Sammenligning av valutakrisene

Da mesteparten av datamaterialet som har blitt presentert i figurer tidligere i denne oppgaven viste årlige data, vil sammenligningene også inneholde årlige data i de fleste tilfellene. Valutakrisene stilles opp mot hverandre ved en indeksering, der $T 0$ ideelt sett er året valutakrisen oppsto i henhold til definisjonen fra Park og Lee (2001:4), altså det året de respektive lands valutaer svekket seg med mer enn 25 % på ett kvartal i forhold til forrige kvartal. For alle indikatorene presenteres tall for de fem foregående årene før $T 0$ og de fem etterfølgende årene. Manglende data kan imidlertid føre til at dette intervallet kortes ned for enkelte indikatorer.

Siden valutakrisene i Mexico og Brasil utfoldet seg helt på begynnelsen av året, er $T 0$ satt til året før, altså 1994 for Mexico og 1998 for Brasil. Dette for å synkronisere indekseringen best mulig, slik at $T +1$ grovt sett blir det første året med full effekt av valutakrisen for alle landene. Den årlige indekseringen blir da slik for de fire valutakrisene:

- Mexico: $T-5 = 1989$, $T 0 = 1994$, $T+5 = 1999$
- Sør-Korea: $T-5 = 1992$, $T 0 = 1997$, $T+5 = 2002$
- Russland: $T-5 = 1993$, $T 0 = 1998$, $T+5 = 2003$
- Brasil: $T-5 = 1993$, $T 0 = 1998$, $T+5 = 2003$

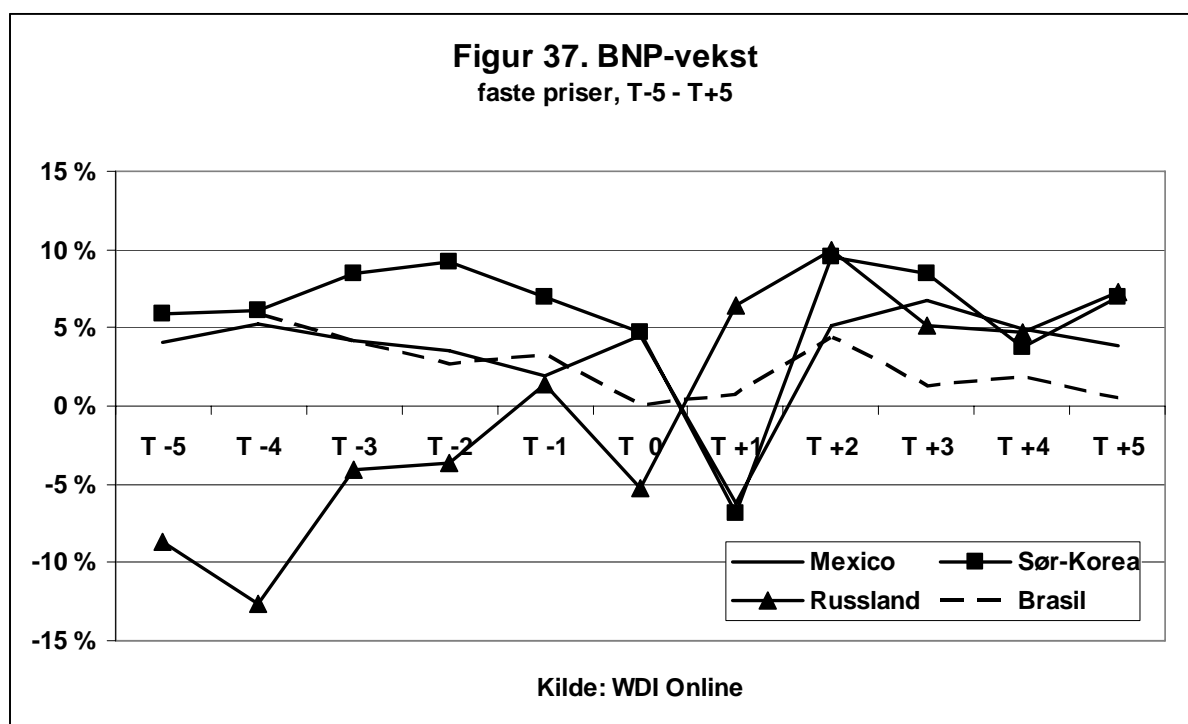
Dette kapittelet har for øvrig den samme kronologien i gjennomgangen av valutakrisene som de foregående kapitlene.

8.1. Realøkonomisk utvikling

Figur 37 viser en rimelig klar likhet i det realøkonomiske forløpet både før og etter valutakrisene i Mexico og Sør-Korea. I årene før valutakrisene opplevde landene henholdsvis god og eksepsjonell BNP-vekst, selv om veksttakten grovt sett hadde en nedadgående trend. Den store realøkonomiske kontraksjonen kom etter valutakrisene, før økonomien hentet seg raskt opp igjen. Dette ga en særegen V-formet BNP-utvikling i etterkant av valutakrisene.

Russland og Brasils BNP-vekst hadde også enkelte likhetstrekk. For det første var veksten gjennomgående svak i årene før valutakrisen; i Brasil gikk økonomien mot stillstand, mens Russland for det meste slet med realøkonomisk kontraksjon. For det andre forverret

situasjonen seg rett før valutakrisene i begge landene. For det tredje ga valutakrisene en umiddelbar realøkonomisk bedring før veksten falt tilbake på ny.

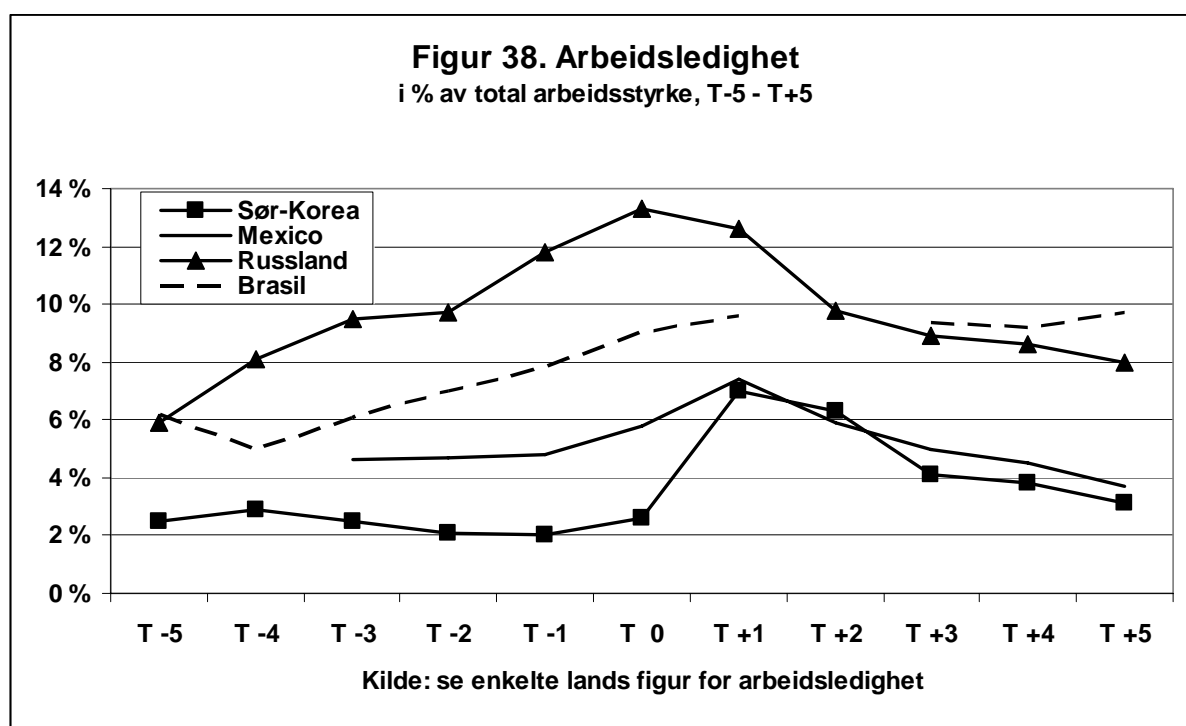


Når det gjelder den V-formede BNP-utviklingen i Mexico og Sør-Korea etter deres valutakriser, ligger mye av årsaken til det store BNP-fallet i de kraftige finanskrisene landene opplevde. Da delkapittel 8.7 gir en grundigere sammenligning av finanskrisene, kan vi her nøye oss med å fastslå at disse landene på tross av rimelig god vekst i forkant av valutakrisene bygget opp ubalanser som ga en merkbar, men kortvarig resesjon i etterkant av valutakrisene. Den raske gjenhenting viser imidlertid at begge landene – på tross av enkelte skjevheter – var uten problemer som ikke lot seg løse på rimelig kort tid.

Det samme kan som kjent ikke sies om Russland og Brasil. Russland slet med overgangen fra kommunistregimet, mens brasilianske myndigheter støvsuget kredittmarkedet slik at landets private næringsliv ikke fikk tilgang på sårt tiltrengt kapital. Da de strukturelle problemene til slutt så ut til å ende i større gjelds- og valutakriser, er det naturlig at veksten falt ytterligere tilbake rett i forkant av valutakrisene. Kraftige valutadepresieringer og gunstig relativ prisutvikling for landenes eksportvarer ga så bedre BNP-tall i etterkant av valutakrisene, men etter et par år var ikke dette nok til å unngå en svakere utvikling på ny – selv om denne nedturen i stor grad var et resultat av regionale og internasjonale økonomiske problemer.

Ser vi på arbeidsledighetstallene i forkant av valutakrisene var ledighetsnivået svært varierende. Figur 38 viser en nesten kontinuerlig stigning i et allerede høyt ledighetsnivå for Russland og Brasil i forkant av deres respektive valutakriser, men også Mexico var i ferd med å bygge opp en ubehagelig høy ledighet i forkant av valutakrisen. Sør-Korea på sin side var inne i en sterk høykonjunktur med en oppsiktsvekkende lavt ledighetsnivå.

BNP-utviklingens V-form i etterkant av valutakrisene i Mexico og Sør-Korea kan også skimtes i ledighetstallene, selv om gjenhenting i etterkant av krisen gikk tregere for arbeidsmarkedet. Russland klarte også å snu den negative utviklingen i ledigheten etter valutakrisen, men etablerte seg sammen med Brasil på et ledighetsnivå godt over nivået i Mexico og Sør-Korea i årene etter valutakrisene.

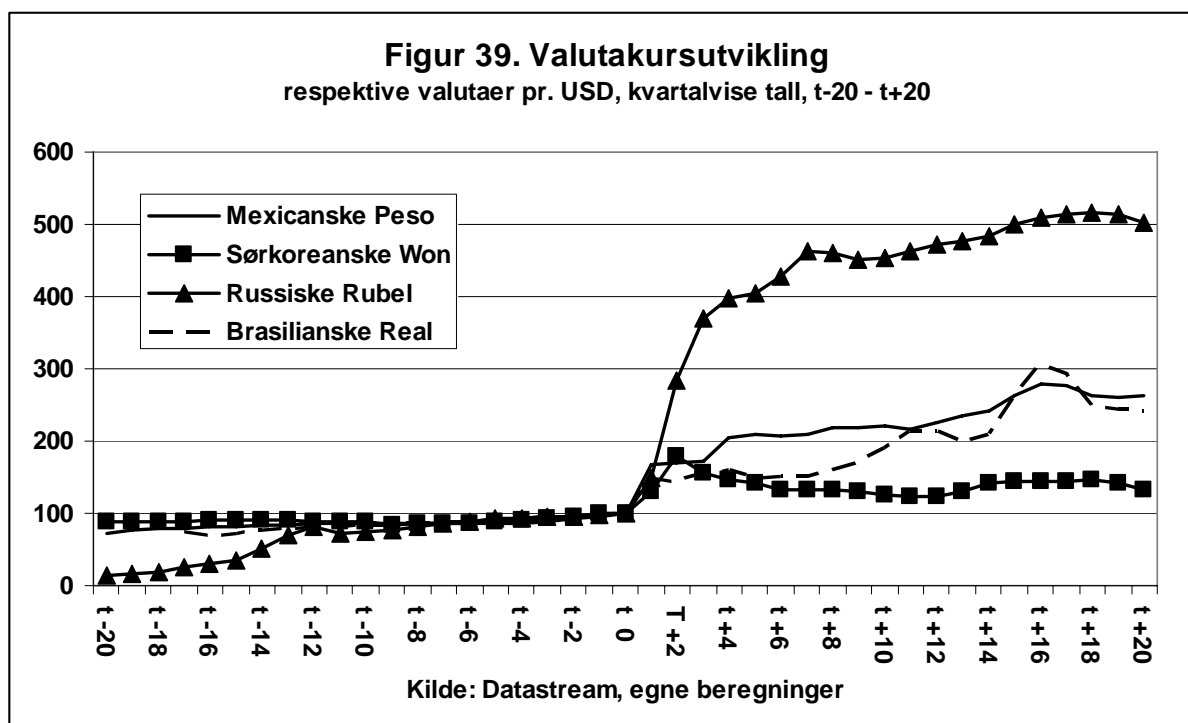


Ledighetstallene gir først og fremst et tydeligere bilde av de realøkonomiske insentivene til valutavekkelser i forkant av valutakrisene. Disse var klart størst i Brasil og Russland, men også Mexico viste en uheldig utvikling i arbeidsmarkedet som økte presset for tiltak som kunne snu denne trenden – eksempelvis en større devaluering. Sør-Korea hadde derimot intet realøkonomisk behov for en svekkelse av *Won*.

For kategorisering av valutakrisene er det verdt å merke seg at det var realøkonomiske insentiver til kraftige svekkelser av valutaen i både Mexico, Russland og Brasil i forkant av valutakrisene. Dette ga publikum en legitim grunn til å tro at myndighetene ville devaluere, så valutakrisene i alle disse tre landene hadde elementer av selvoppfyllende forventninger ved seg – typisk for andregenerasjons valutakriser.

8.2. Pengepolitikk og nominelle størrelser

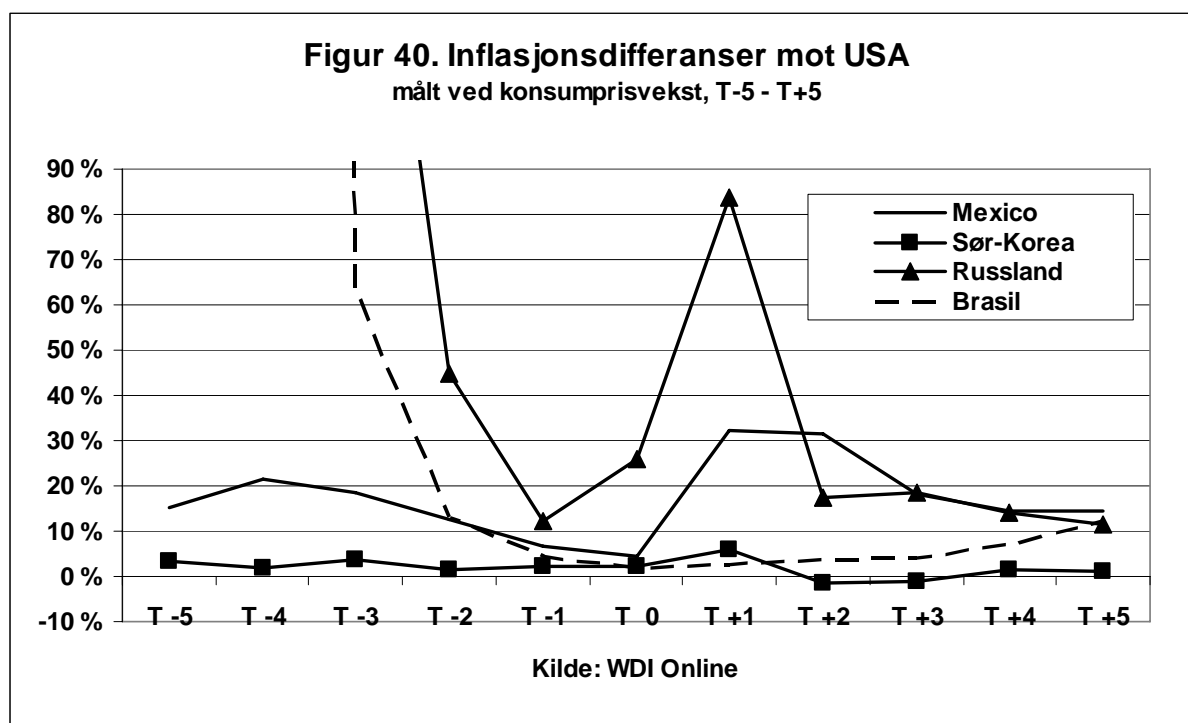
Selv om figur 44 viser månedlige gjennomsnitt for valutakursene, er stabiliteten i kursutviklingen frem til utbruddet av valutakrisene slående. Mexicanske *Peso*, Sørkoreanske *Won* og brasilianske *Real* lå alle nesten stabilt mot USD i rundt fem år – figur 44 viser kvartalsvise tall, altså er t -1 siste kvartal før valutakrisen, osv. – før krisen brøt ut, mens russiske *Rubel* utviste en stabil utvikling de siste tre årene før den russiske valutakrisen i 1998. Dette gir et visst perspektiv på de ulike oppleggene for gradvis valutasvekkelse i Mexico, Russland og Brasil, og gir en klar indikasjon på at alle disse landene lot sine respektive valutaer svekke seg i et alt for tregt tempo.



Figur 40 kan gi inntrykk av at spesielt Russland og Brasil opplevde uholdbare realappresieringer med sine relativt stabile valutakurser. Dette er korrekt for Russlands

tilfelle, men som tidligere nevnt ga det brasilianske pengepolitiske regimet en realappresiering som ikke var større enn hva landet burde kunne leve med. Faktisk var realappresieringen mye større i Mexicos tilfelle. Brasil kom imidlertid fra en periode med hyperinflasjon, og de offentlige underskuddene ga en velberettiget frykt for at noe slikt kunne oppstå på ny.

Sør-Korea var det eneste av de analyserte landene som hadde full kontroll på inflasjonen, så selv om sørkoreanerne opplevde en ugunstig valutakursutvikling i forkant av valutakrisen var det pengepolitiske regimet under rimelig god kontroll.

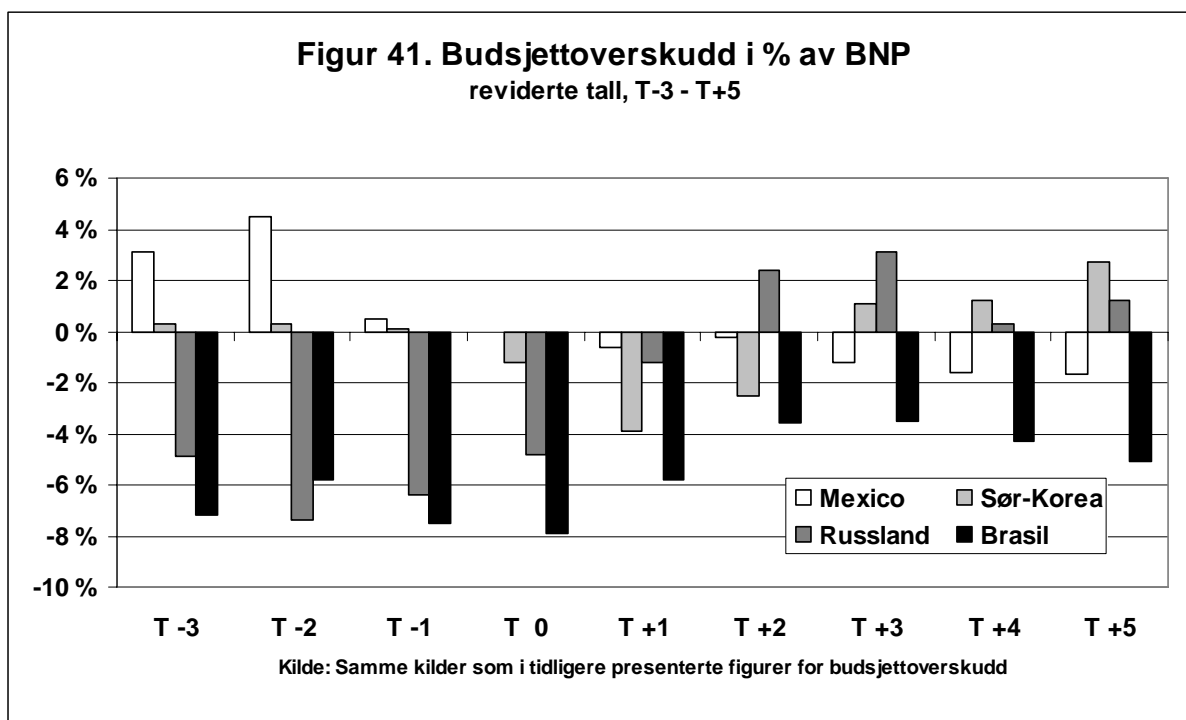


Valutakursutviklingen i etterkant av valutakrisene speiler inflasjonsutviklingen i mye større grad enn hva tilfellet var i forkant. Både Mexico og Russland mistet kontrollen over inflasjonen etter sine valutakriser, og endte da også analyseperioden med de svakeste valutaene relativt til utgangspunktet før valutakrisenes utbrudd. Brasilianske Real svekket seg riktignok mye rundt 2002, men dette hadde i hovedsak sammenheng med frykten knyttet til overgangen til en sosialistisk regjering og problemene i Argentina. Når det gjelder Sør-Korea kom deres valuta raskt ned igjen mot sitt opprinnelige nivå, men opprettholdt en svekkelse på rundt 30 % mot USD i forhold til valutakursen før kriseutbruddet.

En samlet vurdering av utviklingen i valutakursene og inflasjonsdifferansene mot USA i forkant av valutakrisene, viser en isolert sett uholdbar situasjon for Russland og til dels Mexico. Landene brukte såpass lang tid på å overvinne den høye inflasjonen at de stabile valutakursene ga uholdbare ubalanser i relative priser mot utlandet. Heller ikke Brasil kan sies å ha hatt et meget stabilt pengepolitisk regime, da den nære fortiden med hyperinflasjon gjorde det naturlig for publikum å frykte at noe slikt kunne skje igjen. Dette var et problem brasilianerne delte med russerne. For Sør-Koreas del var derimot den inflasjonsmessige ubalansen ignorerbar, og landet hadde rimelig god kontroll på pengepolitikken.

8.3. Finanspolitikk og politiske forhold

Utviklingen i offentlige budsjetter gir enda en grunn til å skille valutakrisene i Russland og Brasil fra to andre krisene. De russiske omstillingsproblemene og det brasilianske gjeldsetterslepet fra 80-tallet ga store offentlige underskudd, og ved utbruddet av landenes valutakriser var det lite tegn til forbedringer. Det var derfor bare et tidsspørsmål før investorene ikke lenger ville finansiere de to tapsslukene. Mexico og Sør-Korea opplevde også svekkelse av det offentliges finansielle posisjon i forbindelse med valutakrisen, men spesielt for Sør-Koreas del var dette et resultat av og ikke en årsak til valutakrisen. Når det gjelder Mexico var riktignok den politiske ustabiliteten sentral i landets valutakrise, men dette representerte ikke en direkte økonomisk belastning slik tilfellet var i Russland og Brasil.

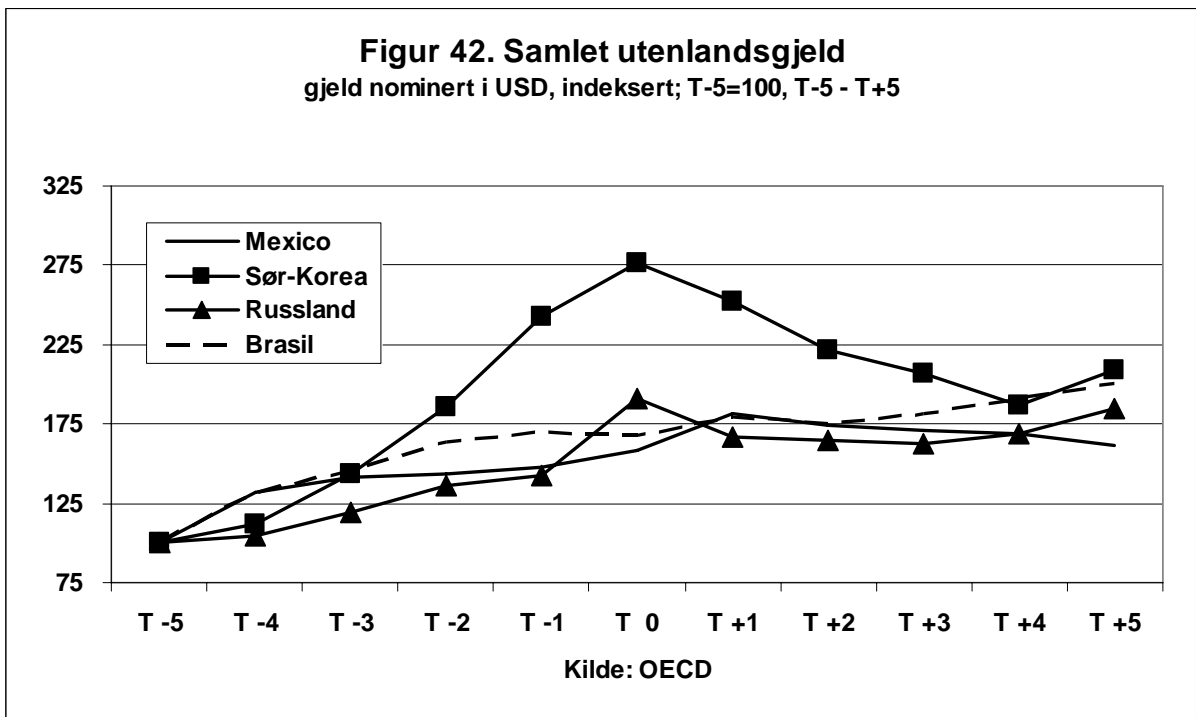


De opprinnelige førstegenerasjons valutakrisemodellene hadde nettopp varige offentlige underskudd som sin viktigste forutsetning, så figur 41 gir et tydelig bevis på at krisene i Russland og Brasil passer godt inn i denne gruppen valutakriser. Denne konklusjonen styrkes ytterligere hvis vi tar med innsikten fra de to foregående delkapitlene.

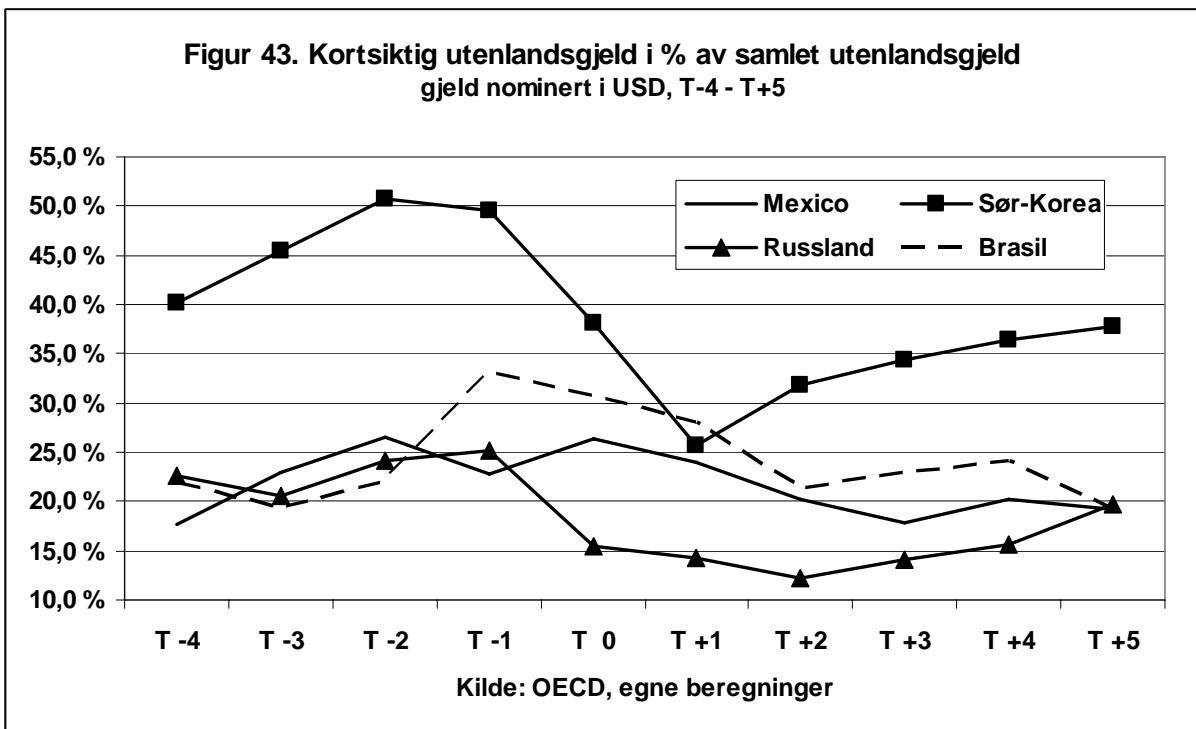
For Mexicos del ga bortfallet av budsjettoverskuddet i årene før krisen økte insentiver til en kraftig valutasvekkelse for å snu trenden. Dette kan ha vært medvirkende til selvoppfyllende forventninger i valutamarkedet, der valutakrisen oppstår nettopp fordi markedet tror myndighetene vil svekke valutaen i nær fremtid. Med andre ord indikerer utviklingen i Mexicos offentlige budsjetter – spesielt når vi ser dette i sammenheng med den politiske uroen – at landets valutakrise i alle fall delvis var en andregenerasjons valutakrise.

8.4. Gjeldsutvikling

Alle nasjonene opplevde en økning i gjelden til utlandet frem mot sine kriser, men som vi kan se i figur 42 kunne ingen av de andre landene matche utviklingen i Sør-Korea. Det spekulative elementet ved denne gjeldsoppbygningen bekreftes av den store gjeldsreduksjonen i årene etter krisen, som også førte til at gjeldsakkumulasjonen i Sør-Korea for analyseperioden sett under ett var på linje med utviklingen i de andre nasjonene.



Ikke bare var gjeldsoppbyggingen i Sør-Korea i en egen klasse, men andelen kortsiktig gjeld var også særegen. Selv om de andre landene – spesielt Brasil – også opplevde en vridning i retning mer kortsiktig gjeld i forkant av sine kriser, var nivået i Sør-Korea betydelig høyere.



Sammenligningen av gjeldsutviklingen gir et godt bilde av situasjonen i Sør-Korea. Utviklingen i utenlandsgjelden var som tidligere beskrevet i stor grad et resultat av myndighetenes politikk, men ubalansene blir ikke mindre virkelige av den grunn. Sør-Korea hadde altså en sterk ubalanse i både kapitalstrukturen og forfallsstrukturen, og fra før vet vi at det samme gjaldt valutasammensetningen siden mesteparten av opplåningen gikk til å finansiere aktiva nominert i *Won*. Disse ubalansene knytter den sørkoreanske valutakrisen tett til tredjegerasjonsmodellene for valutakriser.

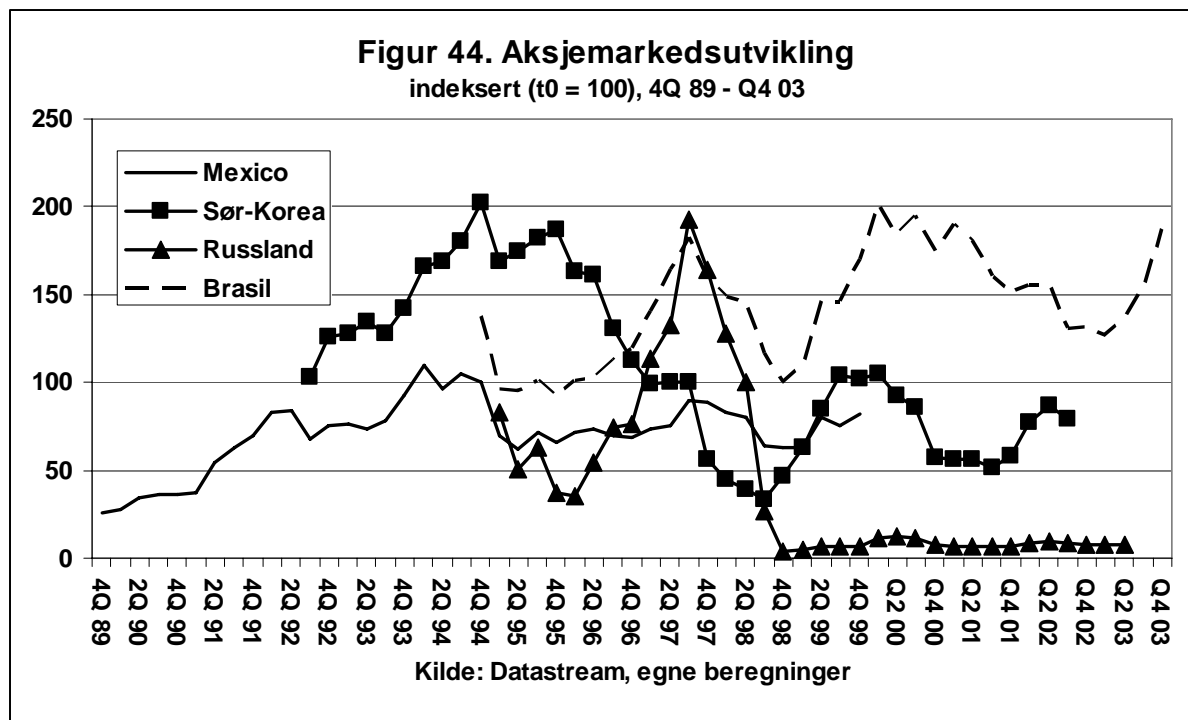
Fra tidligere drøftelser vet vi at gjeldsutvikling sto meget sentralt også i de andre valutakrisene. Både i Mexico og Russland kom styresmaktene i en situasjon med uholdbart store nivåer på den kortsiktige gjelden, og i Russland og Brasil hadde myndighetene faretruende høy netto gjeld i prosent av BNP både før og etter valutakrisene. Allikevel skilte alle disse tilfellene seg klart fra situasjonen i Sør-Korea før deres valutakrise, først og fremst fordi endring i volum og komposisjon var en konsekvens av andre faktorer og ikke en egen årsak til valutakrisene i de tre andre landene. Russland og Brasil trengte gjeld til å finansiere offentlige underskudd, mens Russland og Mexico måtte ta til takke med stadig mer kortsiktig gjeld simpelthen fordi investorene ikke ville ta langsiktige posisjoner. Forskjellen mot Sør-Korea når det gjelder endringen i forfallstrukturen vises tydelig ved at andelen kortsiktig gjeld var nedadgående for Sør-Koreas del rett før krisen, mens Russland og Mexico akkumulerte mest kortsiktig gjeld like før valutakrisenes utbrudd.

8.5. Aksjemarkedet

I motsetning til de andre figurene i dette kapitlet viser figur 44 utviklingen i de respektive krisene med hensyn på deres plassering i tid. De ulike grafene gjengir for ulike, men overlappende perioder med samme tidslengde som de andre figurene i dette kapitlet; altså rundt fem år før og etter valutakrisen. Til slutt bør det nevnes at dette er en reindexert indeks, der siste kvartal før valutakrisen oppsto er t 0, slik det var i figur 39.

Aksjemarkedsutviklingen presenteres på denne måten fordi den fremfor noen annen indikator var preget av internasjonale forhold, og da spesielt de analyserte finans- og valutakrisene. Som vi ser av figur 44 utløste krisen i Mexico et fall også i de andre aksjemarkedene, og det samme gjaldt Asia-krisen hvor Sør-Korea spilte en viktig rolle. Som tidligere kommentert var

aksjemarkedet i Sør-Korea allerede inne i en fallende trend da valutakrisen brøt ut, mens markedene i Brasil og Russland fikk en rask reversering av den siste tidens oppgang da frykten spredte seg fra Sørøst-Asia.



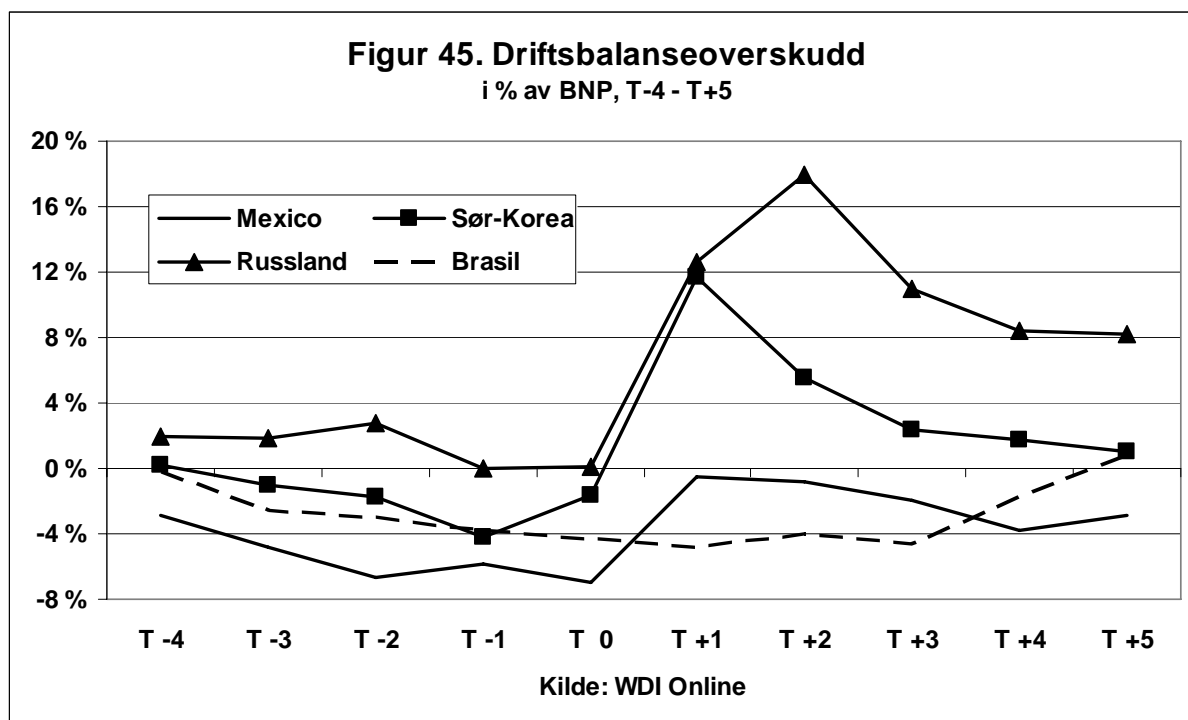
Vi kan med andre ord slå fast at smitte fra andre lands kriser var en viktig bidragsyter i valutakrisene som rammet både Sør-Korea, Russland og Brasil – Sør-Korea kommer med i dette selskapet fordi uroen i Sørøst-Asia startet i Hong Kong.

Et annet interessant poeng fra figur 44 er den sterke oppgangen i aksjemarkedene i Russland og Brasil i forkant av valutakrisene. Dette stemmer dårlig overens med entydige førstegenerasjons valutakriser, siden stor forutsigbarhet rundt valutakrisene ville gjort det svært uklokt å investere store summer i landene før disse valutakrisene inntraff. Riktignok var enkelte investorer sikret mot valutakursendringer – for eksempel investorene i russisk statsgjeld som hadde store *swap*-avtaler med Moskva-bankene før den russiske valutakrisen – men dette gjaldt langt fra alle. Aksjemarkedsutviklingen viser altså at krisene i Russland og Brasil ikke var så rendyrkede førstegenerasjonskriser som vi lett kan få inntrykk av, men også inneholdt elementer av andregenerasjons valutakriser; krisen i Sørøst-Asia endret holdningene i både Russland og Brasil og var med på å innlede en kapitalflukt som utløste valutakrisene gjennom selvoppfyllende forventninger.

8.6. Betalingsbalansen

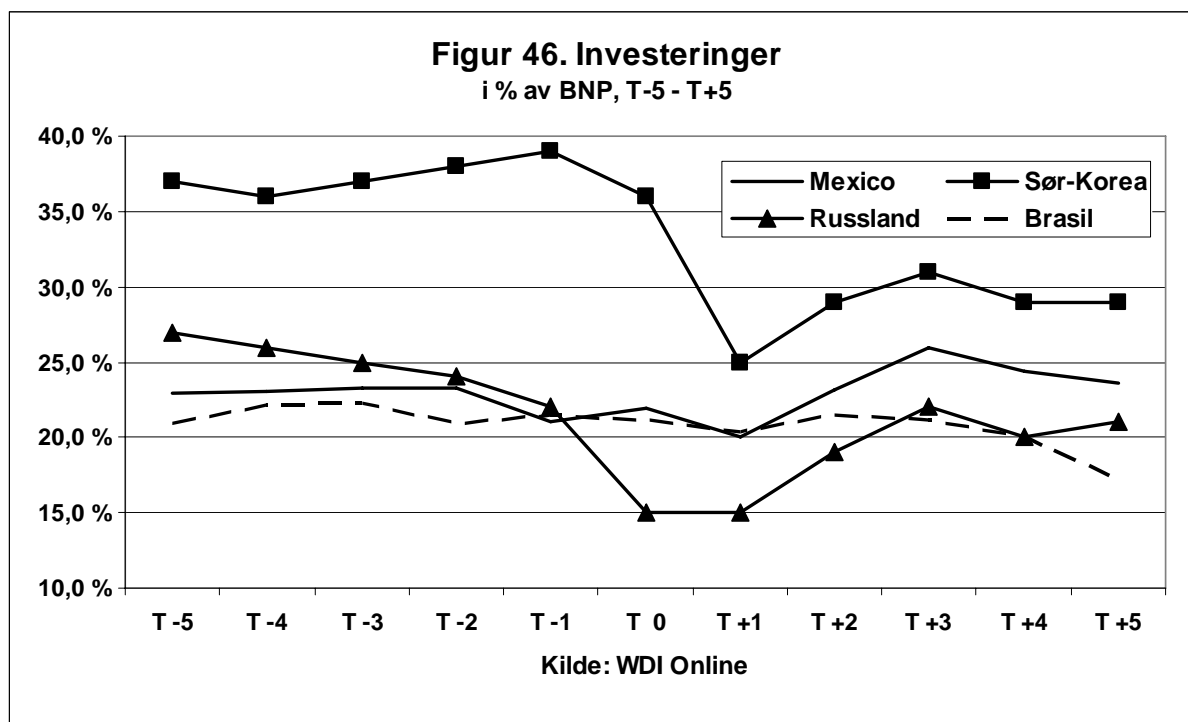
Både Mexico, Sør-Korea, Russland og Brasil opplevde driftsbalanseunderskudd i forkant av valutakrisene. Figur 45 viser riktignok et marginalt overskudd i Russlands tilfelle før valutakrise brøt ut, men som vi har vært inne på før skyldes dette et overskudd for siste halvdel av 1998 (T 0) som motsvarte underskuddet i første halvdel. Også Sør-Korea hadde en svakere driftsbalanse ved utbruddet av valutakrisen enn det som fremkommer av figur 45.

Selv om driftsbalansen var i underskudd for alle fire tilfellene, var det store variasjoner. Mens kapitalmarkedene ikke hadde vært villige til å finansiere et merforbruk i Russland i særlig stor grad, strømmet det nok kapital inn i Sør-Korea og Brasil til å finansiere driftsbalanseunderskudd på 4 % av BNP. Enda mer ekstrem var situasjonen i Mexico, der driftsbalanseunderskuddet som kjent nådde hele 7 % av BNP i forkant av valutakrisen.

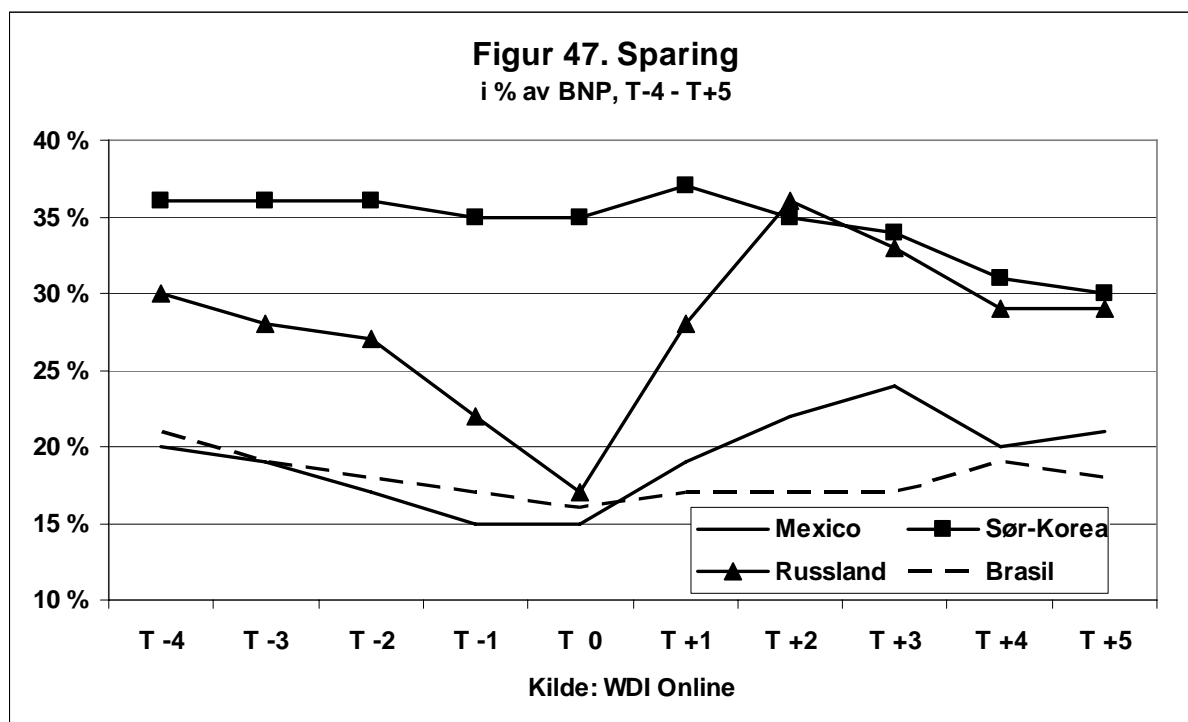


Ser vi på hvordan driftsbalanseunderskuddene oppsto, kommer det tydelig frem av figur 46 at det bare var Sør-Korea som benyttet kapitalinnstrømningen fra utlandet til å øke sine investeringer. Dette er et aldri så lite paradoks, da nettopp Sør-Korea allerede hadde et svært høyt investeringsnivå. Konkursene som etter hvert åpenbarte seg ga da også en tydelig

indikasjon på at Sør-Korea ved å øke investeringstakten heller forsterket en investeringsboble enn å skape større bærekraft for sine driftsbalanseunderskudd.



Figur 47 viser fallet i spareraten som oppsto i Mexico, Russland og Brasil før valutakrisene, og fra de tidligere drøftelsene vet vi at den reduserte sparingen i stor grad gikk til konsum. Figuren forstyrres noe av det relativt store fallet i de russiske spareratene, siden deler av dette fallet var en konsekvens av et fallende russisk investeringsnivå; begrenset interaksjon mellom det russiske og det internasjonale finansmarkedet den første tiden etter Sovjetunionens fall gjorde en større dekobling av spare- og investeringsrater nærmest umulig. Konklusjonen blir allikevel den samme – både Mexico, Russland og Brasil opplevde et fall i sparingen og uforholdsmessig vekst i konsum i tiden før valutakrisene, delvis som følge av tilgang på rimelig, utenlandsk finansiering.



Analysen av de respektive driftsbalansene gir oss to viktige resultater. For det første opplevde alle landene en svekkelse av driftsbalansen i tiden før krisen, selv om endringen i Russlands tilfelle ikke var stor nok til at driftsbalansen kan vurderes som en sentral årsak til den russiske valutakrisen. I de tre andre tilfellene ga den svekkede posisjonen mot utlandet bekymring for valutakursenes stabilitet, noe som i seg selv kunne lede til den avgjørende kapitalflukten hvis først noen investorer fikk en god grunn til å selge seg ut. Dette trekker i retning av at valutakrisene i Mexico, Sør-Korea og Brasil til dels var andregenerasjons valutakriser, og da spesielt den mexicanske valutakrisen siden mexicanerne hadde det desidert største driftsbalanseunderskuddet.

Det andre viktige resultatet gjelder årsaken til driftsbalanseunderskuddene. Både Mexico og Brasil senket et allerede lavt sparenivå, mens Sør-Korea opplevde vekst i investeringene fra et nivå som allerede var mistenkelig høyt. Dette må ha gitt investorene ytterligere grunn til bekymring, og styrker dermed konklusjonen fra forrige avsnitt.

8.7. Finansinstitusjonene

Da finansinstitusjonene har vært drøftet uten noen kvantitativ, sammenlignbar tidsserie for de respektive valutakrisene, blir det vanskelig å gjøre en god objektiv sammenligning. Det som

imidlertid virker klart, er at Mexico og Sør-Korea ble rammet av finanskriser i mye større grad enn de to andre landene. Brasil hadde jo opplevd en finanskrise noen år i forveien, og de bankene som overlevde kom tydeligvis sterkere ut av finanskrisen. I tillegg gikk mesteparten av utlånene til den brasilianske staten, så da denne ikke gikk konkurs i etterkant av valutakrisen var det heller ingen grunn til at det skulle oppstå noen større finanskrise. For Russlands del var private finansinstitusjoner alt for lite utbredt og ikke minst for dårlig overvåket og regulert til at en omfattende finanskrise kunne oppstå. Vi skal imidlertid ikke glemme at moralsk hasard spilte en viktig rolle rundt selve utbruddet av den russiske valutakrisen gjennom Moskva-bankenes *swap*-avtaler og GKO-eiernes manglende vilje til konvertering. Dette viser at det i Russlands tilfelle også var hendelser som knytter valutakrisen opp mot tredjegerasjons valutakrisemodeller.

Går vi tilbake til finanskrisene i Mexico og Sør-Korea, er det kraftige BNP-fallet i etterkant av valutakrisene bevis godt nok for at disse finanskrisene var av betydelig størrelse. Også andre kilder har hevdet at Mexicos *credit crunch* bidro sterkt til de vanskelige tidene etter valutakrisen, og i Sør-Korea måtte nødvendigvis de mange og store konkursene som sto i direkte sammenheng med finanskrisen gi redusert produksjon.

Det er også en rekke likheter mellom finanskrisene i Mexico og Sør-Korea. Begge landene hadde få år i forveien liberalisert bankvesenet og gitt rom for mer privat virksomhet, noe som resulterte i en kraftig kredittvekst. Både Mexico og Sør-Korea slet med manglende kompetanse hos de ansatte, som tidligere hadde gitt lån etter instruks fra myndighetene uten hensyn på risikostyring. Den høye kredittveksten ga dermed også en sterk økning i ubetjente lån, og i begge tilfellene var finanskrisen godt i gang før valutakrisene.

Den største forskjellen mellom de to finanskrisene var rollen Sør-Koreas *chaebol* spilte i den sørkoreanske finans- og valutakrisen. Det at disse ble sett på som for store til å gå konkurs ga om mulig enda større innslag av moralsk hasard i Sør-Korea enn i Mexico. Det er allikevel grunn til å tro at de mexicanske finansinstitusjonenes tidligere statlige tilknytning ga en tro på at staten ville trå hjelpende til også i Mexico hvis bankvesenet kom i en krisesituasjon.

Når det gjelder finanskrisenes bidrag til kategorisering av valutakrisene, ga de negative signalene fra et økende antall konkurser og et svekket bankvesen grunn til bekymring i forkant av valutakrisen i både Mexico og Sør-Korea. Dette kan ha bidratt til å forsterke

kapitalutstrømningen slik at det oppsto en andregenerasjons valutakrise der selvoppfyllende forventninger spilte en viktig rolle. Samtidig skyldtes finanskrisene ubalanser i henhold til *Balance Sheet Approach*, og sammen med utøvelsen av moralsk hasard knytter dette valutakrisene i Mexico og Sør-Korea opp mot tredjegerasjonsmodellene.

8.8. Oppsummering

Sammenligningen av valutakrisene har vist at det går et slags skille mellom valutakrisene i Russland og Brasil på den ene siden, og finans- og valutakrisene i Mexico og Sør-Korea på den andre siden. Dette er spesielt tydelig når vi ser på utviklingen i BNP, inflasjon, offentlige budsjetter og finansinstitusjonene. Russland og Brasil var i årene før valutakrisene preget av ukontrollert inflasjon og varige offentlige underskudd. Mexico og Sør-Korea hadde ikke disse problemene, men opplevde til gjengjeld en realøkonomisk kontraksjon og en finanskrise av dimensjoner som de to andre nasjonene slapp unna i etterkant av valutakrisene.

Samtidig er en slik inndeling alt for enkel. Eksempelvis fikk Brasil bygge opp et betydelig driftsbalanseunderskudd i forkant av valutakrisen, mens Russland på tross av en svekket driftsbalanse beholdt et marginalt overskudd. Videre var det en klart negativ trend i Russlands investeringer i forkant av valutakrisen, noe som ikke var tilfelle i Brasil. I forholdet mellom Mexico og Sør-Korea kommer ulikhetene tydeligst frem ved analysen av arbeidsledighet, inflasjon og gjeldsutvikling. Mens Mexico lot til å ha større realøkonomiske insentiver til en kraftig valutasvekkelse i forkant av valutakrisen, bygget Sør-Korea opp enda større ubalanser i valutasammensetning, kapitalstruktur og forfallsstruktur hvis vi baserer oss på det analyserte tallmaterialet

9. KONKLUSJON

Konklusjonen er bygget opp slik at de fire første underkapitlene forsøker å besvare problemstillingens fire punkter for de respektive krisene:

- *Hvilke årsaker la grunnlaget for valutakrisene?*
- *Hvilke drivkrefter førte til utbruddet av valutakrisene?*
- *Hvilke faktorer virket forsterkende på situasjonen når valutakrisene alt var i emning?*

➤ *Var valutakrisene første-, andre- eller tredjegerasjons valutakriser?*

Som avslutning presenteres et kort underkapittel hvor det trekkes noen betraktninger rundt krisene sett i forhold til åpningen mot det internasjonale kapitalmarkedet.

9.1. Mexico

Den grunnleggende årsaken til valutakrisen må sies å ha vært mexicanernes problemer med å tilpasse seg internasjonale kapitalstrømmer. Først flommet kapital inn i landet og ga store ubalanser, spesielt et kraftig fall i sparingen. Det virker nemlig som om store deler av kapitalen som søkte til Mexico ikke kom sammen med planlagte investeringer, men mer i form av spekulativ kapital som ønsket å tjene på andres ideer for utvikling av landet. Ettersom investeringene ikke økte, måtte sparingen falle for at regnestykket skulle gå opp. Dette ga store omstillingsproblemer på den mexicanske driftsbalansen da kapitalflukten satte inn, og en valutakrise var uunngåelig.

Et sammenfallende problem med fallet i sparingen var vanskeligheten med å gjennomføre tilstrekkelig sterilisering. Dermed opprettholdt Mexico et høyt inflasjonsnivå som gjennom realappresiering av *Peso* stimulerte til ytterligere forverring av driftsbalansen.

En siste stadfestelse av problemene knyttet til de internasjonale kapitalstrømmene var den økende bruken av *Tesobonos* i løpet av 1994. Mexicanerne var etter hvert blitt såpass avhengige av kapital utenfra – og hadde bygget opp en stor statsgjeld gjennom sterilisering – at de ikke var i stand til å takle en brå endring i kapitalstrømmenes retning. Utstedelsen av *Tesobonos* bidro til en ubalanse i styresmaktenes valutaposisjon som ikke var opprettholdbar.

Når det gjelder utbruddet av valutakrisen, sto sosial uro sentralt. Dette viste at landets økonomi ikke var så robust som mange kanskje trodde, og at veksten var skjevt fordelt. Da veksten i seg selv også viste en klar fallende trend før myndighetene økte sine utgifter – og dermed la press på budsjettbalansen, noe som absolutt ikke var et godt tegn til investorene – ble det enda tydeligere at Mexico trengte de vekstimpulsene de kunne få. Altså hadde mexicanske styresmakter klare insentiver til devaluering, selv om det også var mange insentiver til å opprettholde valutakursen. Frykten tok overhånd hos investorene, og kapitalflukten satte i gang. Myndighetenes mottiltak – først og fremst *Tesobonos* – bidro etter

hvert til å øke sannsynligheten for devaluering ytterligere ettersom risikoen for et sammenbrudd økte. Med andre ord var det investorenes selvoppfyllende forventninger i kombinasjon med sosial uro som utløste valutakrisen i Mexico.

Bankvesenets svake stilling hadde en forsterkende effekt på krisen. Dette kom tydelig frem da sentralbanken ikke kunne la kapitalutstrømningen gi høyere renter, men måtte føre en ekspansiv pengepolitikk av hensyn til bankene. Dette bidro til fortsatt inflasjonspress og dermed større realappresiering og økt press på valutakrusen.

Et siste moment som var medvirkende til den mexicanske valutakrisen var den amerikanske sentralbankens rentehevinger i 1994. Selv om dette ikke ga direkte utslag i det mexicanske rentenivået økte alternativ avkastning, hvilket stimulerte amerikanerne til å trekke sine penger tilbake fra naboen i sør.

Mexicos valutakrise var først og fremst en andregenerasjons valutakrise. Høy arbeidsledighet ga klare realøkonomiske insentiver til en større devaluering, og det store driftsbalanseunderskuddet skapte frykt for hva som ville skje med valutakursen hvis kapital ikke lenger strømmet like velvillig inn i landet. Da den politiske uroen brøt ut ble denne likviditetsinnstrammingen en realitet, og selvoppfyllende forventninger sto i sentrum i Mexicos valutakrise.

Valutakrisen i Mexico var til dels også en tredjegerasjons valutakrise. Dette kommer tydeligst frem ved å se på den omfattende finanskrisen, som oppsto ved moralsk hasard fra låntager – og muligens også långivere som forventet at staten ville trå støttende til – og skapte ubalanser i økonomien som bidro til valutakrisen.

9.2. Sør-Korea

De grunnleggende problemene i sørkoreansk økonomi lå i det private næringslivet generelt, og *chaebolene* spesielt. Disse store industrikonglomeratene hadde gjennom årene foretatt stadig flere mislykkede investeringer, og inntjeningen falt tilsvarende. Allikevel fikk *chaebolene* fortløpende finansiering, enten gjennom markedet eller gjennom sine egne handelsbanker som i et stort antall tilfeller var insolvente allerede før de begynte sin virksomhet.

Dette leder oss over på den andre grunnleggende årsaken til valutakrisen i Sør-Korea, nemlig de korrupte styresmaktene og deres feilslåtte åpning av landet mot det internasjonale kapitalmarkedet. For det første ga myndighetene lisenser til forretningsvirksomhet basert på bedriftenes størrelse og hvor mye de var villige til å putte direkte i politikernes egne lommer. Dette la grunnlaget for feilallokering av kapital og mislykkede investeringer. For det andre oppfattet næringslivet styresmaktene dit hen at de implisitt garanterte for både valutakursens stabilitet og *chaebolene* finansielle situasjon. Dette resulterte i moralsk hasard, der spesielt *chaebolene* tok opp store lån i utenlandsk valuta ettersom dette fremsto som gunstig finansiering gitt at valutakursen ikke svekket seg. For det tredje førte frykten for utenlandsk innflytelse til at styresmaktene stimulerte til opptak av kortsiktig finansiering, hvilket gjorde kapitalflukten og finansieringsproblemene ekstra store når valutakrisen utartet seg.

Chaebolene spilte også en viktig rolle for selve utbruddet av den avgjørende kapitalflukten som startet for fullt etter hvert som stadig flere industrikonglomerater gikk konkurs i 1997. I tillegg var smitte fra nabolandene viktig, og da spesielt fra utviklingen i Hong Kong. Valutaregimene kom under tvil, og for Sør-Koreas del satte dette fart i kapitalflukten som ledet til kollapsen i landets valuta.

Selv om Sør-Koreas driftsbalanseunderskudd ikke var avgjørende for valutakrisen, var det medvirkende siden landet trengte en netto kapitalinnstrømning for å opprettholde valutakursens stabilitet rundt det gjeldende nivået før krisen. Dermed var effekten av kapitalflukten ekstra sterk siden hullet sentralbanken måtte fylle med salg av reserver var større enn det ville vært ved driftsbalanseoverskudd. Underskuddet var hovedsakelig et resultat av svekkelse av japanske *Yen* og kinesiske *Yuan*, som av den grunn må sies å ha hatt en forsterkende effekt på valutakrisen i Sør-Korea.

Både refererte kilder eller det analyserte datamaterialet gir et samstemmig inntrykk av at Sør-Korea gjennomgikk en tredjegerasjons valutakrise i 1997. Både BNP-vekst, arbeidsledighet, inflasjon og offentlige budsjetter viste eksemplariske tall, og driftsbalanseunderskuddet i seg selv ga heller ikke stor grunn til bekymring tatt i betraktning de øvrige makroøkonomiske resultatene. Det var derimot de store ubalansene i forfallstrukturen, valutasammensetningen, kapitalstrukturen og svak solvens i det private

næringslivet som felte den sørkoreanske *Won*. Disse ubalansene var først og fremst et resultat av moralsk hasard, hvilket passer godt med konklusjonen om en tredjegerasjons valutakrise.

9.3 Russland

I Russlands tilfelle var det realøkonomiens svake stilling og styresmaktenes hjelpeløse finansielle posisjon som la grunnlaget for valutakrisen. Det er imidlertid vanskelig å skille disse årsakene fra hverandre. For det første ga de realøkonomiske problemene en mindre skattebase og således større statlige underskudd. For det andre var det også vanskelig for staten å redusere sine utgifter mer enn de gjorde, da dette ville sette ytterligere fart i den realøkonomiske kontraksjonen. På den annen side var den gjeldstyngede staten mye av grunnen til bedriftenes problemer, siden statlig gjeldsfinansiering i kapitalmarkedet førte til et uholdbart rentenivå som lammet det lille som var av russisk næringsliv.

De russiske myndighetene var også skyld i valutakrisen gjennom monetarisering av statsgjelden på begynnelsen av 90-tallet. Selv da denne praksisen opphørte holdt inflasjonen seg lenge på et svært høyt nivå, mye på grunn av publikums forventninger til fortsatt høy inflasjon. Ved siden av stabilisering av valutakursen ga dette en realappresiering som næringslivet ikke var i stand til å takle gitt den meget svake realøkonomiske situasjonen.

Styresmaktene spilte også en meget viktig rolle for valutakrisens utbrudd. Det politiske sirkuset rundt utskiftelsen av regjeringen i mars 1998 viste tydelig at russiske styresmakter hadde mer enn nok med å måle krefter med hverandre, om de ikke også skulle lose landets økonomi ut av en svært vanskelig situasjon. I tillegg var kommunikasjonen til markedet elendig, og dette toppet seg da sentralbanken ikke ville innrømme at de hadde devaluert i august 1998.

Den tvilsomme æren for valutakrisens utbrudd skal imidlertid styresmaktene få dele med kollapsen i Asia og investorenes manglende vilje til å samarbeide i juli 1998. Det var tross alt Asia-krisen som utløste den første kapitalflukten, og således satte fart i prosessen. Når det gjelder Russlands kreditorer, er det klart at det var deres manglende vilje til å konvertere kortsiktig gjeld til langsiktig gjeld som gjorde det umulig å unngå en valutakrise.

Vi skal heller ikke glemme oljeprisfallet og Moskva-bankenes opptreden i forwardmarkedet. Sistnevnte var en viktig årsak til at så mange investorer valgte å ikke delta i bytteavtalen i juli 1998, og forsterket dermed myndighetenes finansieringsproblemer. Oljeprisfallet på sin side var forsterkende for valutakrisen ved å snu driftsbalanseoverskuddene til underskudd. Dermed måtte sentralbanken bruke reserver til å dekke dette underskuddet i tillegg til den pågående kapitalflukten, hvilket førte til at reservene forsvant i et høyere tempo og gjorde et sammenbrudd for fastkursregimet enda mer sannsynlig.

Den russiske valutakrisen var i hovedsak en førstegenerasjons valutakrise. I årene før krisen hadde russerne tilsynelatende temmet inflasjonen, men kostnaden var en kraftig realappresiering av den russiske *Rubel*. Manglende økonomisk struktur med påfølgende offentlige underskudd ga frykt for at Russland igjen måtte ta seddelpressen i bruk for å dekke sine forpliktelser. Til sammen gjorde disse forholdene en større devaluering tvingende nødvendig; det var bare et spørsmål om tid. Den kraftige og vedvarende valutasvekkelsen i årene etter valutakrisen forsterker dette inntrykket.

Måten selve krisen utspilte seg på gjør det imidlertid nødvendig å trekke på tredjegerasjons teorier. Uten moralsk hasard fra Moskva-bankene og eierne av statsgjeld – som fikk tilbud om den omtalte bytteavtalen til langsiktig gjeld nominert i utenlandsk valuta – kunne valutakrisen i det minste blitt noe mindre i omfang.

9.4 Brasil

De grunnleggende årsakene til krisen i Brasil finner vi i en kombinasjon av svak finanspolitisk stilling og problemer med tilpasning til det internasjonale kapitalmarkedet. Brasilianske myndigheter slet fortsatt med høy gjeld og betydelige gjeldskostnader fra store offentlige investeringer i tiårene etter andre verdenskrig, og selv om styresmaktene leverte primæroverskudd tidlig på 90-tallet var de langt fra høye nok til å skape budsjettoverskudd totalt sett. I tillegg var landet preget av store forskjeller, noe som tilsa at det i tiden fremover ville bli vanskelig for styresmaktene å levere primæroverskudd som følge av press fra velgerne om bredere velstandsvekst. Med andre ord så budsjettunderskuddene ut til å være et nærmest uløselig problem.

Når det gjelder tilpasningsproblemene til kapitalstrømmene, skyldtes dette at kapitalinnstrømningen ikke ble fulgt opp av en tilsvarende økning i investeringsnivået. Dermed måtte konsumet av utenlandske varer og tjenester øke og sparingen falle for at driftsbalansen skulle gå i balanse gitt økt netto kapitalinnstrømning. Den viktigste grunnen til at vi kan si at utenlandske investorer presset på mer enn innenlandske konsumenter på jakt etter utenlandske varer og tjenester, var driftsbalansesvekkelsen fra 1995 til 1998. Dette var en periode med nærmest konstant realvalutakurs, altså var den ingen åpenbar grunn til at konsumentene skulle øke sitt konsum og redusere sparingen i denne perioden. Problemet oppsto da kapitalstrømmene snudde og la press på driftsbalansen og dermed også sentralbankens valutareserver.

De utløsende årsakene til valutakrisen var både internasjonale og nasjonale. Utviklingen i aksjemarkedet viser at kapitalflukten begynte omtrent samtidig med krisen i Asia, og akselererte da Russland også ble rammet av en omfattende finansiell krise. Viktigst var imidlertid spenningen mellom føderale og lokale myndigheter, som nådde sitt klimaks da enkelte guvernører ville holde igjen utbetalinger både til de føderale myndigheter og internasjonale investorer. Dette fjernet all tillit til det pågående reformarbeidet, og ga den endelige kapitalflukten som endte med at *Banco Central do Brasil* måtte slippe *Real* fri.

Avmatingen av veksten i Brasils økonomi og den økende arbeidsledigheten hadde forsterkende effekt på valutakrisen. Begge momentene ga økte insentiver til devaluering, og bidro således til å rettferdiggjøre investorenes tro på at sentralbanken til slutt ville devaluere.

Valutakrisen i Brasil kategoriseres best som en førstegenerasjons valutakrise. Et rimelig godt pengepolitisk regime gjorde det mulig å kvitte seg med den svært høye inflasjonen uten å gi en betraktelig realappresiering, men manglende kontroll over offentlige budsjetter gjorde hyperinflasjonens tilbakekomst til en konstant trussel. Samtidig var den politiske uenigheten så stor og fattigdomsproblemene så påtrengende at det ikke så ut til å være noen snarlig vei ut av gjeldsproblematikken.

Det bør imidlertid påpekes at den brasilianske valutakrisen ikke var en så tydelig kandidat til en førstegenerasjons valutakrise som tilfellet var med den russiske valutakrisen. I Brasil sto det tross alt mer på viljen enn evnen, mens Russland hadde så store problemer etter overgangen fra kommunisttiden at de uansett måtte gjennom en vond fase før økonomien

kunne stabilisere seg. Derfor er det nok mer riktig å kategorisere den brasilianske valutakrisen som en kombinasjon av en førstegenerasjons og andregenerasjons valutakrise, tatt i betraktning de realøkonomiske insentivene til devaluering og den svake driftsbalansen som begge trekker i retning av en andregenerasjons valutakrise.

9.5. Avsluttende betraktninger

I oppgavens innledning ble det nevnt at de respektive krisene sammenfalt med en tettere integrering mot verdensmarkedene. Som vi har sett gjennom oppgaven var dette ikke tilfeldig. Størrelser som mexicanernes og brasilianernes driftsbalanseunderskudd, sørkoreanernes ubalanserte gjeldsutvikling og de russiske bankenes forwardkontrakter i valutamarkedet bidro derimot sterkt til valutakrisene, og gir grunnlag for å konkludere med at det internasjonale kapitalmarkedet må ta sin del av ansvaret for krisene.

På den annen side var det ikke slik at de rammede landene sto passivt og så på mens kapitalsterke utlendinger forsynte seg grovt før de stakk enda raskere enn de kom. Åpningen av markedene var derimot en villet politikk fra myndighetenes side, og mye av grunnen til at det gikk så galt som det gjorde finner vi i svakheter ved den politiske ledelsens vurderinger. Aktørene i kapitalmarkedet er på en evig søken etter høyest mulig risikojustert avkastning, og kan nok aldri tillegges andre målsetninger.

Nasjoner som vil benytte seg av fordelene ved å være en integrert del av verdensøkonomien må altså selv se til at dette skjer på en måte som verner best mulig mot potensielle risikofaktorer. I den sammenheng er det viktig å ikke bare søke innsikt fra teori, men også historiske hendelser.

Mange nasjoner i mindre utviklede deler av verden er fortsatt er å regne som relativt lukkede økonomier. La oss håpe de drar nytte av erfaringene høstet i blant annet Mexico, Sør-Korea, Russland og Brasil når tiden er inne for å åpne seg mot det globale kapitalmarkedet.

10. REFERANSER

10.1 Artikler og bøger

Allen, Mark, Rosenberg, Christoph, Keller, Christian, Setser, Brad & Roubini, Nouriel (2002), "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis", *IMF Working Papers* 210/02.

Averburg, Andre (2002), *The Brazilian Economy in 1994-1999: From the Real Plan to Inflation Targets* (Blackwell Publishers, Oxford).

Baliño, Tomas Jose, Hoelscher, David & Horder, Jakob (1997), "Evolution of Monetary Policy Instruments in Russia", *IMF Working Papers* 180/97.

Barboza, David (1997), "The Markets Plunge; The Investors; For Many Market Players, Panic Is for the Other Guy", *The New York Times*, 28.10.97:A1.

Blaine, Michael J. (1998), "Déjà Vu All Over Again: Explaining Mexico's 1994 Financial Crisis", *The World Economy*, 21:31-55.

Blanchard, Olivier J. (2000), *Macroeconomics* (Prentice-Hall, New Jersey).

Bernanke, Ben (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>

Buchs, Thierry D. (1999), "Financial crisis in the Russian Federation; Are the Russians learning to tango?", *Economics of Transition*, 7:687-715.

Cameron, Maxwell A. & Aggrawal, Vinod K. (1996), "Mexican meltdown: states, markets and post-NAFTA financial turmoil", *Third World Quarterly*, 17:975-987.

Chang, Ha-Joon (1998), "Korea: The Misunderstood Crisis", *World Development*, 26-1555-1561.

Chang, Ha-Joon, Park, Hong-Jae & Yoo (1998), "Interpreting the Korean crisis: financial liberalisation, industrial policy and corporate governance", *Cambridge Journal of Economics*, 22:735-746.

Chiodo, Abigail J. & Owyang, Michael T. (2002), "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 84:7-17.

Cinquetti, Carlos A. (2000), "The Real Plan: Stabilization and Destabilization", *World Development*, 28:1849-.

Cypher, James M. (1996), "Mexico: Financial Fragility or Structural Crisis?", *Journal of Economic Issues*, 30:451:461.

Datamonitor (2004), *South Korea: Country Profile 2004* (Datamonitor, London).

Datamonitor (2004b), *Russia: Country Profile 2004* (Datamonitor, London).

Datamonitor (2005), *South Korea: Country Profile 2005* (Datamonitor, London).

DePalma, Anthony (1993a), "Salinas Offers Plan to Aid Mexican Economy", *The New York Times*, 04.10.93:D1.

DePalma, Anthony (1993b), "Mexico, Post-NAFTA, Gets More Respect", *The New York Times*, 21.11.93:F15.

Desai, Padma (2000), "Why Did the Ruble Collapse in August 1998?", *Macroeconomic Stabilization and Exchange-Rate Regimes*, 90:48-52.

Desai, Padma (2003), *Financial Crisis, Contagion and Containment: From Asia to Argentina* (Princeton University Press, New Jersey).

Dolinskaya, Irina (2002), "Explaining Russia's Output Collapse", *IMF Staff Papers*, 49:155-174.

Dornbusch, Rudi (2001), "A Primer on Emerging Market Crises", *NBER Working Papers* 8326.

Easterly, William & Fisher, Stanley (1994), "The Soviet Economic Decline: Historical and Republican Data", *NBER Working Papers* 4735.

Economist, The (2003), "Make or Brake", *The Economist*, 20.02.2003.

Economist, The (2004a), "Watch Your Back", *The Economist*, 20.05.2004.

Economist, The (2004b), "Too Much Oil in the Works", *The Economist*, 20.05.2004.

Economist, The (2004c), "Command and Control", *The Economist*, 07.04.2004.

Economist, The (2005), "The Dangers of Tax and Spend", *The Economist*, 03.03.2005.

Economist, The (2006), "McCurrencies", *The Economist*, 25.05.2006.

Edwards, Sebastian (1998), *The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know it?* (Blackwell Publishers, Oxford).

EIU (1997), *South Korea: Country Profile 1997-98* (The Economist Intelligence Unit Limited, London).

EIU (1997b), *Russian Federation: Country Profile 1997-98* (The Economist Intelligence Unit Limited, London).

EIU (2002), *Brazil: Country Profile 2002* (The Economist Intelligence Unit Limited, London).

Fedortsov, Vladimir & Iakovlev, Aleksandr (2004), "Russia's Exchange Rate Policy and Foreign Trade Performance", *Problems of Economic Transition*, 47:32-44.

Flynn, Peter (1999), "Brazil: the politics of crisis", *Third World Quarterly*, 20(2):287-317.

Gärtner, Manfred K. (2003), *Macroeconomics* (Prentice-Hall, New Jersey).

Golden, Tim (1994a), "Mexican Conflict Heats Up, With Peasants Seizing Land", *The New York Times*, 14.03.94:A2.

Golden, Tim (1994b), "The Case of The Murdered Candidate", *The New York Times*, 21.08.94.

Gruben, William C. & Welch, John H. (2001), "Banking and Currency Crisis Recovery: Brazil's Turnaround of 1999", *Economic and Financial Review*, Fourth Quarter 2001:12-23.

Hanson, Philip (2003), "The Russian Economic Recovery: Do Four Years of Growth Tell Us that the Fundamentals have Changed?", *Europe-Asia Studies*, 55:365-382.

Heath, Jonathan (1999), "Mexico Today: Bouncing Back from the Peso Crash", *Business Economics*, July 1999:14-21.

Illarianov, Andrei (1997), "The State's Burden", *Problems of Economic Transition*, January 1997:5-30.

Kharas, Homi, Pinto, Brian & Ulatov, Sergei (2001), "An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:2001.

Kildegaard, Arne (1997), "Foreign Finance and the Collapse of the Mexican Peso", *Journal of Economic Issues*, 31:951-967.

Kim, Suk H. (2001), "The Asian Financial Crisis of 1997: The Case of Korea", *Multinational Business Review*, Spring 2001:50-58.

Kim, Song W. (2003), "Should Business Groups Be Blamed for the Asian Financial Crisis? Evidence from South Korea", *Asia Pacific Business Review*, 9:1-20.

Krugman, Paul (1979), "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11:311-325.

Krugman, Paul (1998) "What Happened to Asia?",
<http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html>

Levich, Richard M. (2001), *International Financial Markets: Prices and Policies* (McGraw-Hill, New Jersey).

Martin, Gary (2000), "Employment and unemployment in Mexico in the 1990s", *Monthly Labor Review*, November 2000:3-18.

Meigs, James A. (1997), "Mexican Monetary Lessons", *CATO Journal* 17:35-73.

Min, Byung S. (1999) "South Korea's Financial Crisis in 1997: What Have We Learned?", *ASEAN Economic Bulletin*, 16:175:189.

Mishkin, Frederic S. (2001a), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (Addison Wesley, New York).

Mishkin, Frederic S. (2001b), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper* 8087.

Morais, Lecio, Filho, Alfredo S. & Coelho, Walter (1999), "Financial Liberalization, Currency Instability and Crisis in Brazil: Another Plan Bites the Dust", *Capital & Class*, 68:9-14.

Nasar, Sylvia (1992), "Economic Scene: Trade-Pact Fears Seem Overstated", *New York Times*, 06.08.92:D2.

Noland, Marcus (2005), "South Korea's Experience with International Capital Flows", *NBER Working Papers*, 11381.

Obstfeld, Maurice (1986), "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises", *American Economic Review*, 76:72-81.

Obstfeld, Maurice & Rogoff, Kenneth S. (1996), *Foundations of International Macroeconomics* (MIT Press, Cambridge).

OECD (1998), *Economic Survey of Korea 1998* (OECD, Paris).

OECD (1999), *Economic Survey of Korea 1999* (OECD, Paris).

OECD (2000), *Economic Survey of Korea 2000* (OECD, Paris).

OECD (2000b), *Economic Survey of the Russian Federation* (OECD, Paris).

OECD (2003), *Economic Survey of Korea 2003* (OECD, Paris).

OECD (2004), *Economic Survey of the Russian Federation* (OECD, Paris).

OECD (2005), *Economic Survey of Korea 2005* (OECD, Paris).

Palma, José Gabriel (2005), "The seven main "stylized facts" of the Mexican economy since trade liberalization and NAFTA", *Industrial and Corporate Change*, 14:941-991.

Park, Yung Chul & Lee, Jong-Wha (2001), "Recovery and Sustainability in East Asia", *NBER Working Papers*, 8373.

Pereira, Luiz Carlos B. (1990), "The perverse logic of stagnation: debt, deficit and inflation in Brazil", *Journal of Post Keynesian Economics*, 12:503-518.

Peters, Enrique D. (2001), "Integration and Polarization; Mexico's economy since 1988", *Mexico beyond NAFTA. Perspectives for the European Debate* (edits. Martin Puchet & Leonello Punzo), 123-146.

- Rowley, Chris & Bae, Johnseok (2002), "Globalization and transformation of human resource management in South Korea", *The International Journal of Human Resource Management*, 13.
- Røisland, Øistein & Stæhr, Karsten (1998), "Kan teorier for spekulasjonsangrep forklare krisen i Øst-Asia?", *Penger og Kreditt* 1998/1:78-81.
- Sachs, Jeffrey, Tornell, Aaron, & Velasco, Andrés (1995), "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?", *NBER Working Papers*, 5142.
- Salmon, Felix (2001), "Argentina's Crisis Threatens Brazil's Faltering Economy", *Euromoney*, September, Issue 389.
- Salvatore, Dominick (1998), "Capital Flows, Current Account Deficits, and Financial Crises in Emerging Market Economies", *The International Trade Journal*, 12:5-?.
- Starr, Pamela K. (1999), "Monetary Mismanagement and Inadvertent Democratization in Technocratic Mexico", *Studies in Comparative International Development*, Winter 1999.
- Stroutchenevski, Anton (2002), "The Performance of Savings and investments in Russia", *Russian Economic Trends*, 11:42-47.
- Sweetwood, Diane M. (2002), "Is Brazil's Economy Coming Back to Life?", *Multinational Business Review*, Spring 2002:54-59.
- Sør-Koreas Sentralbank (2003), "Monetary Policy in Korea",
<http://www.bok.or.kr/content/old/attach/00000888/200301161403380.pdf>
- Tenold, Stig (2002), "Asia-krisen – fem år senere", *SNF-rapport* 11/02.
- Torre, Leonardo (2000), "Banking Crisis in Mexico", *Global Financial Crises & Reforms* (ed. B. N. Ghosh), 213-239.
- Trotter, Richard (2004), "The New Economic and Social Model – A Third Stage of Economic and Social Development in Brazil in the Millenium: One Brazil-Shared Humanity – Wealth Creation and Social Justice", *The Journal of American Academy of Business*, 4:178-.

Vásquez, Ian (2000), *Global Fortune: The Stumble and Rise of World Capitalism* (CATO Institute, Washington D.C.)

Vilatela, Enrique (1990), "More on Mexico's Debt", *New York Times*, 25.03.90.

Yoon, Soon S. & Miller, Gary (2004), "The Restructuring of the Korean Economy Following the Financial Crisis in 1997", *International Journal of Management*, 21:232-239.

10.2 Databaser

Banco Central do Brazil
"Public Sector Net Debt and Borrowing Requirements",
<http://www.bcb.gov.br/ingles/finpub/cap5i.pdf>

Datastream
<http://www.datastream.net/>

Euromonitor
<http://www.euromonitor.com/>

OECD
"Joint BIS-IMF-OECD-WB Statistics on External Debt" (Den felles databasen ble dannet under arbeidet med denne oppgaven, derfor er kilden i figurene satt til "OECD" selv om de store internasjonale institusjonene nå har felles rapportering)
http://www.oecd.org/document/25/0,2340,en_21571361_31596493_31649497_1_1_1_1,00.html

United Nations Statistic Division
<http://unstats.un.org/unsd/default.htm>

WDI Online
<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20398986~menuPK:64133163~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html>