

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, våren 2005

Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Samfunnsøkonomi
Veileder: Professor Kjetil Bjorvatn

Asia-krisen – krisehåndtering og politikkdebatt

av

Asle Unhammer

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

Sammendrag

Denne utredningen omhandler krisehåndteringen og politikkdebatten i forbindelse med Asia-krisen i 1997. Fokuset er lagt på de landene som ble hardest rammet, altså Thailand, Indonesia, Sør-Korea og Malaysia. Utredningen begynner med en kort innledning som gir et innblikk i den enorme veksten store deler av Asia har hatt i etterkrigstiden. Videre blir krisehåndteringen tatt opp, med særlig fokus på IMF's programmer for Thailand, Indonesia og Sør-Korea. Malaysia valgte å holde IMF utenfor sin krisehåndtering og innførte restriksjoner på utgående kapitalbevegelser, samt gjenopprettet sin fastkurspolitikk. Til slutt blir det tatt opp sju temaer det har vært debatt rundt i tiden etter krisen: den pålagte penge- og finanspolitikken, IMF's rolle, "moral hazard", "lender of last resort"-rollen, valg av valutakursregime og bruk av kapitalkontroller.

Innholdsfortegnelse

1	Innledning	1
2	Krisen	3
2.1	”Første-generasjonsmodeller”	4
2.2	”Andre-generasjonsmodeller”	5
2.3	”Tredje-generasjonsmodeller”	6
2.4	Finanskrise	8
3	Krisehåndteringen	11
3.1	IMFs støtteprogram	12
3.1.1	Finansieringspakkene	13
3.1.2	Makroøkonomisk politikk	15
3.1.2.1	Penge- og valutapolitikk.....	16
3.1.2.2	Finanspolitikk.....	18
3.1.3	Strukturelle reformer	21
3.2	Malaysias krisehåndtering.....	23
3.2.1	Virket kapitalkontrollene?.....	24
4	Politikkdebatten	28
4.1	Pengepolitikken	28
4.1.1	Kritikk	28
4.1.2	Argumenter for kontraktiv pengepolitikk	33
4.2	Finanspolitikken	36
4.2.1	Kritikk	36
4.2.2	Argumenter for kontraktiv finanspolitikk	39
4.3	Gikk IMF for langt i sin rolle under krisen?	40
4.4	Bidrar IMF til å skåne kreditorer for tap, og bidrar de til en forsterket global ”moral hazard”?.....	42
4.4.1	Kritikk	42
4.4.2	Svar på kritikken	43
4.5	Kan og bør det finnes en internasjonal ”lender of last resort”?	45
4.6	Valg av valutakursregime.....	49
4.7	Kapitalkontroller	50
5	Avslutning	53
	Litteraturliste	54
	Appendiks 1	58
	Appendiks 2	60

Forord

Denne oppgaven er en avsluttende del av min mastergrad i samfunnsøkonomi ved Norges Handelshøyskole i Bergen og ble gjennomført i perioden januar til juni 2005. Oppgaven tar for seg hvordan krisen i Asia i 1997 ble håndtert og ser på politikkdebatten som oppstod i etterkant av krisen. Jeg fikk inspirasjon til å velge dette temaet gjennom to kurs jeg fulgte våren 2004, konjunkturanalyse og internasjonale finans- og realinvesteringer.

Når en leser en slik oppgave som dette, må man huske på hva slags omfang den har. Man kunne selvfølgelig skrevet mange hundre sider om dette temaet, men på grunn av oppgavens reduserte omfang må man prøve å skrive poengtert og trekke ut det viktigste, uten å ha med for mange detaljer. Det kan selvfølgelig være uenigheter i forhold til hva som er viktig, men jeg har i denne oppgaven prøvd å gjøre dette etter beste evne.

Jeg er glad for å nevne min veileder, Kjetil Bjorvatn, som under hele arbeidet har vært behjelpelig og kommet med viktige og gode innspill.

Bergen 22.06.2005

Asle Unhammer

1 Innledning

På begynnelsen av 1990-tallet så vi en kraftig vekst i kapitalstrømmen til u-land, spesielt til Øst-Asia¹. De store kapitalstrømmene og den økte finansielle integrasjonen, førte til en spesiell sårbarhet for det enkelte land som ble rammet av krise, og for andre tilknyttede land. Den 2. juli 1997 valgte Thailands myndigheter å oppgi fastkursystemet og lot sin valuta, baht, flyte. Dette regnes som utbruddet til det som i ettertid har blitt kalt Asia-krisen. I kjølvannet av dette fulgte massive depresieringer og økonomiske problemer i en rekke land. Perioden etter frikoblingen av bahten var preget av valutakursfall, kapitalutstrømning, internasjonale hjelpepakker, reduksjon i investeringsnivået, nedgang i økonomisk aktivitet og politiske endringer i flere asiatiske land (Tenold (2002)).

Internasjonale kapitalbevegelser har lenge vært en viktig del av det internasjonale økonomiske systemet. Mot slutten av 1800-tallet og begynnelsen av 1900-tallet så vi at kapitalbevegelsene vokste raskt. I mellomkrigstiden førte økonomisk kaos og en proteksjonistisk linje til at vi fikk en dramatisk reduksjon i de internasjonale kapitalstrømmene. Etter siste verdenskrig, og spesielt de siste 25 årene, har omfanget igjen tatt seg opp. Men fremdeles er det relativt lavt (målt som andel av nasjonalinntekten) sammenlignet med situasjonen ved forrige århundreskifte (Pedersen (1999)).

Den økte globaliseringen i etterkrigstiden førte til at store deler av Asia fikk en kraftig økonomisk vekst og levestandardforbedringer. Japan var først ut, og vokste langt sterkere enn andre industrialiserte land i de første tiårene etter andre verdenskrig. Fra midten av 1960-tallet oppnådde "tigerøkonomiene" Hongkong, Singapore, Sør-Korea og Taiwan lignende vekstrater som Japan. Fra midten av 1980-tallet spredte den positive utviklingen seg til Indonesia, Malaysia og Thailand, ofte kalt "andregenerasjons tigre"². I perioden fra 1965 til 1990 var den gjennomsnittlige veksten i BNP per innbygger i HPAE-landene mer enn dobbelt så høy som i andre land i det østlige Asia, tre ganger så høy som i Latin Amerika og Sør-Asia, og fem ganger høyere enn i Afrika sør for Sahara³.

¹ Netto langsiktig kontantstrøm til u-land i milliarder USD fra 1990 til 1997, viser at de private strømmene økte fra 41,9 i 1990 til 256 i 1997 (Pedersen (1999)).

² Verdensbanken bruker samlebetegnelsen "high-performing Asian economies" (HPAE) på de åtte landene: Hongkong, Singapore, Sør-Korea, Taiwan, Japan, Indonesia, Malaysia og Thailand.

³ Tallene er hentet fra Tenold (2002).

BNP per capita mer enn firedoblet seg i perioden 1965 til 1996 i Malaysia, Indonesia og Thailand, og syvdoblet seg i Sør-Korea⁴. Gjennomsnittlig i de fire landene økte BNP per innbygger fra 10% til 27% av USAs BNP per innbygger. Inntekten til de fattigste 20% av befolkningen vokste like raskt som gjennomsnittsinntekten, og fattighedsratene falt betraktelig i alle landene. I Indonesia falt for eksempel andelen av befolkningen som lever under fattighedsgrensen fra 60% på 1960-tallet til under 15% i 1996. Landene opplevde ikke bare en enorm økonomisk vekst, men også livskvaliteten ble forbedret. Forventet levealder i befolkningen økte fra 57 år i 1970 til 68 år i 1995, og analfabetismen falt fra 27% til 9% av den voksne befolkningen⁵.

Tenold (2002) peker på sju sentrale elementer for grunnlaget for den enorme veksten: 1) Sterk vekst i arbeidsstyrken, både kvantitativt og kvalitativt, 2) høye og økende sparerater, 3) høye og økende investeringsrater, 4) eksport av industriprodukter, 5) gunstige internasjonale forhold, både med hensyn til tilbud av kapital og etterspørsel etter varer, 6) fornuftig makroøkonomisk politikk og 7) nasjonal mobilisering omkring økonomisk vekst.

⁴ Det er disse fire landene jeg vil fokusere på i oppgaven.

⁵ Tallene i avsnittet er hentet fra Radelet og Sachs (1998A).

2 Krisen

”Kriselandene” opplevde en svekket eksport fra midten av 1990-tallet, med et markert fall i 1996 på grunn av reel appresiering av valutakursen. Den reelle appresieringen kom som følge av den faste nominelle valutakursen i forhold til USD, kombinert med prisvekst i skjermet sektor og styrket USD i forhold til blant annet japanske yen (85 yen per \$ i 1995, 127 yen per \$ i 1997). Samtidig økte konkurranse fra Kina, og man møtte økt konkurranse fra Mexico om det amerikanske markedet. Den økte konkurransen fra Kina kom blant annet som følge av devalueringen av den kinesiske yuan-en i 1994. Mexico begynte å bli mer konkurransedyktig gjennom sitt medlemskap i NAFTA og devalueringen av den mexicanske pesoen i 1994.

Det var stor kapitalimport inn til ”kriselandene” i perioden 1990 – 1996, gjennomsnittlig 6% av BNP. I Thailand og Sør-Korea ble lånene primært kanalisert via lokale banker og finansinstitusjoner, i Malaysia hovedsakelig i form av utenlandske direkteinvesteringer og i Indonesia låneopptak av private bedrifter (uten å gå veien om bankvesenet). I tillegg til at kredittmarkedene hadde blitt liberalisert og deregulert, skapte den store kapitalimporten en sterk kredittvekst i regionen. En betydelig del av utlånene gikk til kjøp av eiendom og aksjer. Dette bidro til en sterk vekst i eiendomspriser og aksjekurser. Videre hadde en økende andel av utenlandsgjelden kort løpetid, mens fordringene hadde lang løpetid. De kortsiktige gjeldsforpliktelsene oversteg valutareservene i Indonesia, Sør-Korea og Thailand fra 1994. Man hadde budsjettoverskudd i offentlig sektor, og utenlandsgjeld på statens hånd falt som andel av BNP på 1990-tallet.

I etterkant av krisen har det oppstått to hovedhypoteser og forklaringer (Corsetti et al. (1999:306) i Tenold (2002)). Den ene forklaringen fokuserer på endringene i markedets forventning og tillit. Med hensyn til valutakrise snakker man her om ”andre-generasjonsmodeller”. Selv om de makroøkonomiske forholdene for landene forverret seg på midten av 1990-tallet, skyldes hovedårsaken til krisen en panikkartet reaksjon blant innenlandske og utenlandske investorer. Radelet og Sachs (1998A) mener også de økonomiske problemene ble forsterket av feilaktige tiltak og utilstrekkelige virkemidler, både når det gjelder lokale myndigheter og Det Internasjonale Pengefondet (IMF). Den andre forklaringstypen vektlegger strukturelle og politiske problemer, altså mer nasjonale ubalanser. Disse modellene fokuserer på ubalanser i finansmarkedene og i privat sektor, gjerne

kombinert med svak offentlig regulering av finansmarkedene. Forskerne som vurderer krisen ut i fra denne vinklingen mener at fundamentale problemer utløste valuta- og finanskrisen, som deretter førte til økonomisk krise. Her snakker man om såkalte ”trede-generasjonsmodeller” for valutakriser.

2.1 ”Første-generasjonsmodeller”

Når man skal forklare valutakriser, er det vanlig å ta utgangspunkt i teorier for spekulasjonsangrep. I tillegg til de to ovennevnte modellene, ”andre-generasjonsmodeller” og ”trede-generasjonsmodeller”, har vi også ”første-generasjonsmodeller”. ”Første-generasjonsmodeller” forklarer kriser som resultat av makroøkonomiske ubalanser, typisk forårsaket av offentlige budsjettunderskudd. Det fokuseres altså her på ubalanser i offentlig sektor, i motsetning til ”trede-generasjonsmodeller” der man fokuserer på private ubalanser. ”Kriselandene” opplevde reell appresiering av valutaen sin, underskudd på handelsbalansen og akkumulering av utenlandsgjelda. Dette var nok faktorer i kriseforklaringen, men kanskje ikke vesentlige faktorer. Corsetti et al. (1999) påpeker for eksempel at det ikke nødvendigvis er noen årsakssammenheng mellom depresieringen av valutaene og underskudd på handelsbalansen, selv om disse er korrelert med hverandre. ”Første-generasjonsmodellene” antar at et land holder fast valutakurs så lenge det er tilstrekkelige valutaeserver, men lar valutaen flyte når valutaeservene tar slutt. Myndighetene i landet fører en politikk som ikke er konsistent med den faste kursen.

Røisland og Stæhr (1998) har et eksempel der myndighetene kjører et seddelpressefinansiert budsjettunderskudd som fører til stadig høyere innenlandsk pengemengde. Den økte pengemengden gir et press i retning av lavere innenlandsk rentenivå. Aktørene velger derfor å veksle fra innenlandsk til utenlandsk valuta. Dette fører til at valutaeservene gradvis tømmes, og et sammenbrudd av fastkursregime blir etter hvert uunngåelig. Publikum har full informasjon, og de vil derfor forsøke å komme seg ut av markedet før den ”naturlige” overgangen til flytende kurs inntreffer. Spekulasjonsangrepet kommer altså før valutaeservene er uttømt. En beholdning av valutaeserver er altså ikke tilstrekkelig til å forhindre et vellykket spekulasjonsangrep hvis den økonomiske politikken på sikt ikke er konsistent med en fast kurs. Eksemplet illustrerer hvordan valutakriser oppstår når den innenlandske økonomiske politikken ikke er konsistent med målsettingen om fast valutakurs.

I Asia-krise derimot, var det mer de private enn det offentlig som hadde ”skylden” for problemene. Det var budsjettoverskudd i offentlig sektor, og utenlandsgjeld på statens hånd falt som andel av BNP på 1990-tallet. Altså var det de private som stod for opplåningen av utenlandsgjelda.

Oppsummert er disse modellene relativt dårlige for å forklare krisen som oppstod. Det var moderate problemer i forhold til erfaringer fra andre land, og modellene kan ikke forklare hvorfor krisen ble så mye dypere enn i for eksempel Mexico, Brasil og Argentina noen år tidligere.

2.2 ”Andre-generasjonsmodeller”

”Andre-generasjonsmodeller” forklarer kriser som resultat av selvoppfyllende forventninger. Valutakriser kan i henhold til slike modeller ramme selv relativt sunne økonomier. Men sjansen for spekulasjonsangrep er selvsagt større for en økonomi i ”ubalanse”. Modeller av en slik type tar hensyn til myndighetenes incentiver og demonstrerer at utelukkende forventningen om en nedskrivning av valutaen, kan gi myndighetene et incentiv til å devaluere.

For at et spekulasjonsangrep skal kunne oppstå utelukkende som følge av forventningen om en devaluering, må tre betingelser være til stede (Røisland og Stæhr (1998)). For det første må myndighetene ha et incentiv til å forsvare kursen, for eksempel for å fastholde prisstabilitet eller sikre fremtidig troverdighet. For det andre må de ha et incentiv til å devaluere, for eksempel som følge av høy arbeidsledighet, driftsbalanseunderskudd eller underskudd på statsbudsjettet. For det tredje må kostnadene ved å forsvare kursen være høyere jo mindre troverdighet fastkursregime har. Røisland og Stæhr (1998) skriver at tre typer av likevekter er mulige innenfor denne modellrammen.

I den første typen av likevekter er den økonomiske situasjonen av en slik art at myndighetene aldri vil devaluere uansett om en devaluering forventes eller ikke. Publikum setter derfor ikke et spekulasjonsangrep i gang i denne situasjonen. I den andre typen av likevekter vil myndighetene alltid devaluere uansett publikums forventninger. Publikum forutser dette, og angrepet kommer. I den tredje typen av likevekter er de økonomiske forholdene av en slik art

at en devaluering ikke vil finne sted med mindre et spekulasjonsangrep settes i gang. Dette tilfellet kan for eksempel oppstå hvis arbeidsledigheten er høy, men ikke høy nok i seg selv til at myndighetene velger å devaluere. Hvis derimot forventninger om en devaluering oppstår, må myndighetene sette opp renten for å forsvare kursen. Kostnadene ved å ha en høy rente når arbeidsledigheten er høy, kan være store nok til at myndighetene devaluerer hvis det kommer et angrep. Devalueringen blir dermed en konsekvens av selvoppfyllende forventninger.

Som nevnt tidligere fremhever blant andre Radelet og Sachs (1998A) selvoppfyllende forventninger som hovedårsak til krisen. De viser også en modell for finanskriser som selvoppfyllende profeti. Utgangspunktet er et land som har lån i mange land og hvor hver enkelt kreditor er liten. Det er her viktig å skille mellom insolvent debitor og illikvid debitor. Er en debitor insolvent er ikke fremtidig inntjening stor nok til å dekke gjelda. Er en debitor illikvid mangler han penger til å betjene gjelda, men fremtidig inntjening overstiger gjelda. De viser ved en enkel to-periode modell at selv om låntaker ikke er insolvent (bare illikvid), vil kreditorene i et krisetilfelle ikke ønske å tilby nye lån og prosjektene vil avvikles. Det vil være et koordineringsproblem: Kreditorene som gruppe vil være tjent med å gi nye lån eller betalingsutsettelse til debitor, men hver enkelt kreditor har ikke noe incentiv til å gjøre dette. Resultatet kan bli en likviditetskrise. I normaltilfelle er det derimot ikke noe problem å få samlet nok kreditorer til å gi lån.

2.3 ”Tredje-generasjonsmodeller”

”Tredje-generasjonsmodeller”, eller ”balance sheet approach”, forklarer blant annet kriser som resultat av ubalanser i finansierings- og investeringsporteføljene. Krugman (1998A) mener at verken ”første-” eller ”andre-generasjonsmodellene” har stor forklaringskraft når det gjelder krisen i Øst-Asia. Krugman argumenterer for at valutakrisene i stedet må forklares ved kapitalflukt som følge av krakk i de innenlandske finansmarkedene i Øst-Asia.

Finansinstitusjonenes stilling og incentivstruktur var i følge Krugman en viktig årsak til krisene (Røysland og Stæhr (1998))⁶. Institusjonene var i liten grad regulert, og institusjonenes gjeld ble i stor grad oppfattet å være garantert av myndighetene. Dette gjorde at den privatøkonomiske risikoen til et investeringsprosjekt var vesentlig mindre enn den

⁶ Dette og neste avsnitt bygger på Røysland og Stæhrs fremstilling.

samfunnsøkonomiske (fundamentale) risikoen. Denne asymmetriske risikoen førte til ”moral hazard” i finansinstitusjonenes virksomhet. Dermed investerte de i og lånte ut til prosjekter med høy fundamental risiko, med forventninger om at myndighetene ville tre støttende til dersom finansinstitusjonenes tap ble for store.

I tillegg førte fastkurspolitikken til at valutakursusikkerheten ble ansett som liten. Finansinstitusjonene kunne derfor skaffe seg rikelig med relativt billig kapital fra utenlandske kreditorer, noe som førte til stor kapitalinngang i landene. De makroøkonomiske konsekvensene av de eksplisitte og implisitte garantiene var for høyt investeringsnivå, for stor kapitalinngang, feilallokering av kapital og en oppblåsning av prisene på investeringsprosjekter. Hvis nå markedsaktørene får informasjon som gjør at de tror at det er en viss sannsynlighet for at myndighetene ikke effektivt kan garantere finansinstitusjonenes utestående gjeld, vil avviket mellom den privatøkonomiske og den fundamentale risikoen bli mindre. Prosjektene blir da mindre attraktive for finansinstitusjonene, og jo større fundamental risiko prosjektene har, jo mindre attraktiv blir de som følge av økt usikkerhet om statsgarantiene. Dette fører til at markedsverdiene til prosjektene faller, og finansinstitusjonene ønsker ikke å fornye lånene til risikable prosjekter. Prosessen er ofte selvforsterkende, ettersom bedrifter kan få likviditetsproblemer og gå konkurs når finansinstitusjonene blir uvillige til å gi lån til de tidligere gunstige betingelsene. Dette fører til tap for flere finansinstitusjoner, noe som ytterligere kan svekke tilliten til myndighetenes evne og vilje til å tre støttende til.

I Krugman (1999) beveger han seg mer over på ubalanser på finansieringssiden, ”maturity mismatch” og ”currency mismatch”. Altså ubalanse i forfallstidspunkt/forfallsstrukturen, man hadde kortsiktig gjeld og langsiktige fordringer. Dessuten hadde landene store lån i dollar, mens de lånte ut i lokal valuta. Også solvensrisiko og ubalanse i kapitalstrukturen, ”capital structur mismatch”, blir brukt i ulike ”tredje-generasjonsmodeller”.

Vi har sett at det til en viss grad kan argumenteres for at alle de tre modellene er relevant for krisen i Øst-Asia. Det er nok ikke bare én av modellene som er riktig, men alle tre modellene kan være med på å forklare årsakene til krisen. Røysland og Stæhr (1998) peker på at de tre teoriene har forskjellige politikimplikasjoner. I den utstrekning årsakene til krisen var ekspansiv og inkonsistent økonomisk politikk, må politikken strammes inn. Hvis angrepene i høy grad skyldes selvoppfyllende forventninger, er det viktig at den fremtidige politikken har

høy troverdighet. Og hvis det finansielle sammenbruddet har sitt utgangspunkt i ”moral hazard” i finansmarkedene, må det foretas en omfattende sanering av det finansielle systemet. Siden alle de tre politikktiltakene ble tatt i bruk, konkluderer de med at det kan tyde på at alle de tre omtalte teoriene belyser ulike aspekter av krisen.

2.4 Finanskriser

Det oppstod som nevnt tidligere en finanskriser så vel som en valuta- og økonomisk krise i Asia. Jeg vil her kort gjennomgå hva som er bakgrunnen for finanskriser, og hva det er.

Det finansielle systemet har som oppgave å omfordele kapital fra de som har overskudd av det til de som har underskudd og trenger kapital til produktive/lønnsomme investeringer. For at finansielle systemet skal fungere bra, må aktørene ha lik informasjon i forhold til risiko og lønnsomhet når det gjelder investeringsmulighetene. Problemet er at det oppstår asymmetrisk informasjon, slik at den ene kontraktspart har mer informasjon enn den andre. For eksempel vil låntaker ofte ha bedre informasjon enn långiver om potensiell gevinst og risiko ved et prosjekt.

Asymmetrisk informasjon fører til to problemer i det finansielle systemet, ugunstig utvalg og ”moral hazard” (Mishkin (2000)). Problemet med ugunstig utvalg skjer før kontraktinngåelse. For eksempel vil de som tar høyest risiko, være de som er villig til å låne selv med høy rente. Dette fordi de er lite bekymret for å ikke greie og betale tilbake lånet. Långiverne vil prøve å styre unna dette, men det er vanskelig å løse problemet med ugunstig utvalg på en tilfredsstillende måte. Resultatet blir at vi får reduserte utlån og lavere investeringsnivå enn vi ellers ville fått.

Problemet med moralsk hasard oppstår etter kontraktinngåelse. Låntaker vil ha et incentiv til å investere i prosjekter med høy risiko fordi långiver bærer det meste av tapet dersom det skulle gå dårlig. Låntaker vil også ha incentiver til å bruke midlene til egen begunstigelse og vinning. Långiver vet dette og vil derfor ha restriksjoner i låneavtalen. Problemet er at det både er vanskelig og kostbart og se til at avtalen håndheves på riktig måte. Resultatet blir det samme som ved ugunstig utvalg, reduserte utlån og lavere investeringsnivå som kan hemmer den økonomiske utviklingen.

Mishkin (2000:3) definerer en finanskriser på bakgrunn av problemene med asymmetrisk informasjon:

” A financial crisis is a disruption to financial markets in which adverse selection and moral hazard problems become much worse, so that financial markets are unable to efficiently channel funds to those who have the most productive investment opportunities.”

Mishkin (2000) nevner også fire faktorer som kan være med på å øke problemet med asymmetrisk informasjon, og dermed føre til en finanskriser: 1) Forringelse av balansen hos finansinstitusjoner, 2) økt rente, 3) økt usikkerhet og 4) forringelse av bedrifters balanse.

Det finnes også ulike typer finanskriser. Radelet og Sachs (1998A) identifiserer fem hovedtyper av finanskriser: 1) Makroøkonomisk og politisk kriser, 2) kriser som resultat av finansiell panikk, 3) finanskriser etter at en boble sprekker, 4) finanskriser som resultat av ”moral hazard”, 5) selvpåført konkurs. Radelet og Sachs (1998 A og B) bruker som nevnt tidligere 2) som forklaringen til Asia-krisen.

Mishkin (2000) mener en finanskriser i fremvoksende økonomier går igjennom tre trinn. De tre trinnene gir en forståelse for sammenhengen mellom en finanskriser og en valutakriser. Det første trinnet er en ”oppkjøring” til en valutakriser. Det skjer typisk en finansiell liberalisering, der restriksjoner på rentetak og type lån blir lettet på eller fjernet helt. I tillegg blir det finansielle systemet ofte privatisert. Resultatet av den finansielle liberaliseringen er en dramatisk økning i lån, forsterket av kapitalinnstrømming fra utlandet. Problemet er ikke at lånene øker, men at de øker så raskt at man ikke tar tilstrekkelig hensyn til risiko. Effektive kontroll- og overvåkningsmekanismer er heller ikke godt nok utviklet. I det første trinnet skjer det derfor en nedbryting av den finansielle og ikke-finansielle balansen som bidrar til det neste trinnet, en valutakriser.

Et svakt banksystem gjør det mindre sannsynlig at sentralbanken vil forsvare valutaen sin, fordi en heving av renter vil føre til en ytterligere forverring av bankenes balanse. I tillegg vil en renteheving øke finansieringskostnadene for bedrifter som har mye gjeld og låner kortsiktig. Når så investorene oppdager at sentralbanken ikke vil forsvare valutakursen på en tilfredsstillende måte, vil forventet profitt fra å selge valutaen øke, og en valutakriser kan bli en

realitet. Valutakrisen driver så økonomien inn i en fullt utviklet finanskrisen, som er det tredje trinnet. Det at lånene har kort løpetid og er i utenlandsk valuta, genererer tre mekanismer som gjennom valutakrisen øker problemene med asymmetrisk informasjon i kredittmarkedene.

Den første mekanismen omfatter den direkte effekten av valutakursdepresiering på bedrifters balanse. Devalueringene fører til en økt gjeldsbyrde for bedriftene fordi en stor del av gjelda er i utenlandsk valuta. Den andre mekanismen som knytter finanskrisen sammen med valutakrisen, oppstår fordi devalueringen av valutaen leder til en ytterligere forverring av balansen i den finansielle sektor, som fremkaller en storstilt bankkrise. Resultatet er at balansen til banker og andre finansinstitusjoner blir klempt både fra aktiva- og passivasiden. Fra aktivasiden på grunn av problemene til bedrifter og husholdninger, fra passivasiden på grunn av at de har gjeld i utenlandsk valuta. Den tredje effekten er at en devaluering kan føre til høyere inflasjon. Sentralbankene i fremvoksende økonomier kan ha liten troverdighet når det gjelder å bekjempe inflasjon. Derfor kan en skarp depresiering av valutaen, som umiddelbart fører til et økende press på importprisene, lede til en dramatisk økning i både faktisk inflasjon og forventet inflasjon. Det var nettopp dette som skjedde i Indonesia, mens Thailand, Malaysia og Sør-Korea greide å unngå en stor økning i inflasjonen (Mishkin (2000)).

3 Krisehåndteringen

Jeg vil i dette kapitlet først gå igjennom krisehåndteringen for Sør-Korea, Thailand og Indonesia, de som fikk hjelp av IMF under krisen. Deretter tar jeg for meg hvordan Malaysia håndterte krisen, de håndterte denne på egen hånd.

Som følge av de makroøkonomiske forholdene i regionen, startet de nasjonale aksjemarkedene å falle i de første månedene i 1997. Valutaene begynte også å komme under spekulativt press. Den første valutaen som ble angrepet, var den thailandske bahten. Med en gang bahten begynte å depresiere i juli 1997, fulgte de landene som hadde lik eksportstruktur og like økonomiske "fundamentals" etter. Disse landene var Malaysia, Indonesia og Filippinene⁷. I slutten av juli hadde bahten falt med 25% relativt til begynnelsen av året, ruphiahen med 9%, ringgiten med 4% og pesoen med 10%. Valutaene fortsatte å depresiere i august, og etter en rekke smittsomme devalueringer i september var bahten falt 42% fra januar-nivået, ruphiahen 37% og ringgiten med 26%. Den koreanske wonen ble spart for de første spekulative angrepene, det var først i november at man her opplevde at valutaen stupte. Gjennom november depresierte wonen med 25%⁸.

De pengepolitiske myndighetene var redde for konsekvensene av en kontraktiv pengepolitikk med høy rente. Den finansielle tilstanden var som kjent skrøpelig, slik at en høyere rente ville føre til ytterligere problemer for gjeldstynkende banker, bedrifter og finansielle institusjoner. En renteoppgang ville altså føre til en kredittklemme, konkurser og redusert økonomisk aktivitet⁹. På tross av de skarpe depresieringene, var de pengepolitiske myndighetene fast bestemt på å ikke la renta øke. Det var først når fallet i valutaene akselererte på slutten av sommeren, at en seriøs tilstramning av pengepolitikken ble implementert. Corsetti et al. (1998) skriver at den relativt løse pengepolitikken som hadde som mål å forebygge ytterligere finansielle problemer for banker og bedrifter, var en veldig risikofylt strategi. Politikken førte til en spiral av depresieringer som førte til en dramatisk økning i den reelle verdien av den utenlandske gjelda.

⁷ Situasjonen på Filippinene var delvis forskjellig fra de andre landene. Den økonomiske veksten før 1997 hadde vært betydelig lavere, og utslagene av krisen ble tilsvarende mindre dramatiske (Tenold (2002)).

⁸ Tallene i avsnittet er hentet fra Corsetti et al. (1998).

⁹ Se fotnote 32 for definisjon av kredittklemme, eller "credit crunch".

3.1 IMF's støtteprogram

I Camdessus (1998)¹⁰ kommer filosofien til IMF's involvering i Asia frem slik (Corsettei et al. (1998)):

” As soon as it was called upon, the IMF moved quickly to help Thailand, then Indonesia, and then Korea formulate reform programs aimed at tackling the roots of their problems and restoring investor confidence. In view of the nature of the crisis, these programs had to go far beyond addressing the major fiscal, monetary, or external balances. Their aim is to strengthen financial systems, improve governance and transparency, restore economic competitiveness, and modernize the legal and regulatory environment. “

IMF kom på banen og begynte forhandlingene samme dag som valutaangrepet rammet Thailand (2. juli 1997)¹¹. Indonesia begynte forhandlingene 8. oktober samme år og Sør-Korea fulgte etter 21. november. Fra kronologien ser man at målene og taktikken til IMF ikke forble urørt over tid. Ingen av programmene varte lenger enn noen uker i sin opprinnelige form, og nye intensjonsbrev ble signert med Thailand, Sør-Korea og Indonesia henholdsvis den 25. november 1997, 24. desember 1997 og 15. januar 1998. Etter hvert som situasjonen i Asia ble forverret, ble anmodningene fra IMF mindre og mindre restriktive.

I forhold til andre kriser der IMF hadde vært inne med støtteprogram, var det her ikke snakk om en krise som følge av store offentlige budsjettunderskudd. Det var snarere en likviditetskrise som oppstod. Lane (1999:18) beskriver det på denne måten:

” Rather, the proximate cause was a liquidity crisis, which called for a large financing package together with other steps intended to restore confidence and catalyze private capital flows alongside the financial support provided by the IMF and the official community more generally. But, at a deeper level, the origins of the crisis lay in serious vulnerabilities in banking and corporate sectors: including exchange and regulatory regimes that encouraged short-term foreign currency exposure, and stock imbalances within these countries, were problematic in conjunction with the volatility of short-term capital flows and external shocks—most notably terms of trade deteriorations and slowing growth of export markets. “

¹⁰ Michel Camdessus var på den tiden administrerende direktør i IMF.

På bakgrunn av dette ble programmene delt i tre grener (Lane (1999)): strukturelle reformer, makroøkonomisk politikk og finansieringspakker. De strukturelle reformene skulle bygge tillit og stanse den store kapitalflukten. Den makroøkonomiske politikken måtte justeres for å redusere byrden til privat sektor med hensyn til justeringene på grunn av kapitalflukten. En moderat tilstramning av finanspolitikken ble planlagt, og kapitalflukt skulle hindres ved å stramme inn pengepolitikken. Låneavtalene skulle bidra til å gjenopprette tilliten.

3.1.1 Finansieringspakkene

Finansieringspakker/lån er standard for IMF's håndtering av kriser. Hjelpen skulle som nevnt ovenfor bidra til å gjenopprette tilliten til de mange utenlandske kreditorene slik at de ikke skulle trekke kapitalen ut av landet, og valutaen dermed svekkes ytterligere. Indonesia, Sør-Korea og Thailand mottok både lån fra IMF og andre institusjoner som Verdensbanken og den asiatiske utviklingsbanken. Det ble inngått avtaler om 41,3 milliarder dollar til Indonesia, 58,4 milliarder til Korea, og 17,2 milliarder til Thailand¹². Til en sammenligning var støttepakken til Mexico tidlig i 1995 på 50 milliarder, inkludert 18 milliarder fra IMF¹³.

Tabellen nedenfor gir en oversikt over hvor mye landene inngikk avtale om, hvor mye som ble utbetalt, og hvem avtalene var med¹⁴. Man ser her at bare en liten del av det som det ble inngått avtale om ble utbetalt. Radelet og Sachs (1998A) påpeker også at tallene overdriver det som faktisk ble gjort tilgjengelig. I både den indonesiske og koreanske pakken var 22 milliarder av midlene "second line defense" fra individuelle donorer, hovedsakelig USA, Japan, Singapore og de europeiske landene. Resten av pengene skulle bli utbetalt over en treårsperiode, så det var bare en liten del av midlene som ble gjort tilgjengelig tidlig i programmet.

¹¹ Appendix 1 viser en kronologisk oversikt over IMF's intervensjoner under Asia-krisen fra juli 1997 til august 1998. Oversikten er hentet fra Corsetti et al. (1998).

¹² I tillegg var Filippinene inne i det tredje året i sitt IMF-program. De mottok ikke noen spesiell "redningspakke".

¹³ Tallet i avsnittet er hentet fra Lane og Schulze-Ghattas (1999).

¹⁴ Tabellen er hentet fra Berg (1999). Det må understrekes at inntil den bilaterale støtten ble utbetalt til Indonesia og Sør-Korea. Den bilaterale støtten til Thailand ble gjort tilgjengelig i tråd med IMF-utbetalinger.

Table 4. Asian Program Countries: Official Financing

	Pledged		Disbursed 1/	
	Dollars	Percent of 1997 GDP	Dollars	Percent of 1997 GDP
Indonesia	42.3	20	12.1	6
IMF	11.2	5	8.8	4
AsDB and World Bank	10.0	5	3.3	2
Bilateral	21.1	10	0.0	0
Korea	58.4	13	28.7	6
IMF	21.1	5	19.0	4
AsDB and World Bank	14.2	3	9.7	2
Bilateral	23.1	5	0.0	0
Thailand 2/	17.2	11	14.1	9
IMF	4.0	3	3.4	2
AsDB and World Bank	2.7	2	2.0	1
Bilateral 3/	10.5	7	8.7	6

Sources: Fund staff estimates.

Notes

1/ IMF Disbursements as of 1/17/99 except as noted.

2/ Disbursements as of 8/1/99

3/ Excludes \$500 million commitment from Indonesia.

En vesentlig grad av gjelden i kriselandene hadde en løpetid på mindre enn ett år. Den kortsiktige gjelden var også høy sett i forhold til landenes valutareserver. Tabell 14 i Radelet og Sachs (1998B) viser at Indonesia, Sør-Korea og Thailand hadde tall på henholdsvis (1,704), (2,060) og (1,453) når det gjaldt kortsiktig gjeld over valutareservene. Det var behov for at kreditorene gikk med på å rullere den kortsiktige gjelda, lånene skulle bidra til dette ved å vise at det var nok offentlige midler til å hjelpe dem ut. Tenold (2002:16) beskriver hva man mener med rullering av gjelda og problemene med dette under Asia-krisen:

”Vanligvis, det vil si i lite turbulente tider, er det ikke problemer forbundet med det å rullere kortsiktig gjeld. Selv om løpetiden er kort, finnes det ofte en implisitt forståelse av at kreditten skal videreføres ved forfall. Når lånene forfaller, vil det være mulig å inngå nye låneavtaler, som oftest på tilsvarende betingelser som de originale avtalene. Den kortsiktige gjelden blir imidlertid problematisk når endringer i kreditorenes holdninger gjør det vanskelig eller dyrt å

rullere gjelden. Slike endringer knyttet til et fall i kredittverdigheten var tydelige i forbindelsen med den finansielle krisen i Asia.”

Usikkerheten omkring rulling av den kortsiktige gjelda utgjorde en stor risiko for programmene. Fokuset i begynnelsen lå på å ”restaurere” tilliten gjennom overbevisende politikk og offentlig finansiering som skulle få de private kreditorene til å opprettholde sitt engasjement. Radelet og Sachs (1998A) mener et vendepunkt i IMF's håndtering av krisen kom 24. desember 1997, da Sør-Korea ville ha mer fart i programmet sitt ettersom situasjonen hadde forverret seg. Mekanismene og målene som opprinnelig var forutsett, ble da endret på grunn av raske endringer i markedet.

Etter desember 1997 ble det jobbet mer direkte for å involvere private kreditorer i finansieringsproblemene. Programmene i Sør-Korea og Indonesia ble opprinnelig formulert uten noen spesielle avtaler om å restrukturere gjeld, men slike avtaler ble altså tatt opp med eksterne hovedkreditorer på et senere tidspunkt. Sør-Korea innførte betalingsstans på banklån i slutten av desember 1997 og laget en foreløpig avtale med sine private bankkreditorer i slutten av januar 1998. Dette bidrog til at frykten falt, og rulleringsratene på utenlandsgjelda økte. Det slo også positivt ut for den koreanske wonen som begynte å hente seg inn igjen i januar 1998. Indonesia sluttet en avtale med private kreditorer i juni 1998. I Thailand var bildet litt lysere, der mottok myndighetene visse forsikringer og indikasjoner på opprettholdelse av kredittlinjene fra utenlandske banker i landet.

Målsetningene med finansieringspakkene (og selvfølgelig sammen med de andre betingelsene) var å gjenopprette tilliten til de utenlandske kreditorene og stabilisere valutakursene, noe man mislyktes med. Man opplevde dramatiske fall i valutakursene til tross for høye renter og innsprøytning av kapital. Lånene fra IMF har blitt sterkt kritisert i etterkant, noe jeg vil se nærmere på senere i oppgaven.

3.1.2 Makroøkonomisk politikk

IMF's program for Asia-krisen innholdt også retningslinjer for den makroøkonomiske politikken, for pengepolitikken og finanspolitikken.

3.1.2.1 Penge- og valutapolitikk

Man stod i pengepolitikken ovenfor en vanskelig oppgave. På den ene siden var det et ønske om å unngå en spiral med depresiering og inflasjon. Under krisen depresierte valutaene til et nivå langt under det fundamentale forhold skulle tilsi. Skulle pengepolitikken fullt ut ha tilpasset seg de nye valutakursene, måtte man godtatt en høy inflasjon i en periode fremover. På den andre siden var det bekymringer for at en kontraktiv pengepolitikk ville svekke den økonomiske aktiviteten betraktelig. Programmet til IMF forsøkte å balansere disse to hensynene (Ghosh og Phillips (1999)).

Et annet moment i programmet var at landene skulle gå over til å la valutakursene flyte. Dette hadde selvfølgelig sine ulemper, men å forsette med fastkurs hadde vært vanskelig, om ikke umulig. Det ble ikke uttalt noe spesifikt mål for valutakursen, man ville bare hindre ytterligere store depresieringer (Ghosh og Phillips (1999)).

Strategien understreket sterkt at en ville bruke kreditt- og rentepolitikk istedenfor direkte intervensjoner i det utenlandske valutamarkedet for å stabilisere valutakursen. Et unntak fra denne strategien var Indonesia, som man i det opprinnelig programmet åpnet for at kunne gjøre veloverveide og overvåkede intervensjoner i valutamarkedet. Grunnen til dette var at IMF mente Indonesia led mer fra skadelige spredningseffekter og strukturelle svakheter, enn tradisjonelle makroøkonomiske ubalanser som kunne kreve videre realdepresiering.

Styringen av pengepolitikken i programmene var hovedsakelig orientert mot renter og valutakurser (Ghosh og Phillips (1999)). Dette var hensiktsmessig i en slik situasjon som var oppstått, da det kunne oppstå hurtige skift i markedsbetingelsene. Utformingen av politikken fra dag til dag måtte da være basert på variabler som lett og hurtig kunne observeres. Penge- og kredittaggregater var ikke egnet for denne operasjonelle rollen nettopp på grunn av dette. Men på samme tid var de, sammen med andre relaterte kvantitative variabler som netto nasjonalformue, nyttige indikatorer som kunne skaffe klare faresignal dersom politikkgjennomføringen var fullstendig ute av retning. Derfor brukte både programmene i Thailand og Sør-Korea netto nasjonalformue til sentralbanken (som tak) og netto internasjonale reserver (som guld) som formelle utførelseskriterier¹⁵. Det ble som nevnt over lagt et mindre formelt fokus på renter.

¹⁵ Se Ghosh og Phillips (1999:37) for en utdykning av disse formelle utførelseskriteriene.

Gjennomføringen av programmene ble stort sett fulgt opp i Thailand og Sør-Korea, mens man i Indonesia fikk problemer med gjennomføringen. Det mest fundamentale problemet i gjennomføringen av programmet for pengepolitikken i Indonesia, var nesten-kollapsen i det indonesiske banksystemet i løpet av november 1997. Dette gjorde implementeringen vanskelig. Et sitat fra den andre avtalen Indonesia gjorde med IMF illustrerer dette¹⁶:

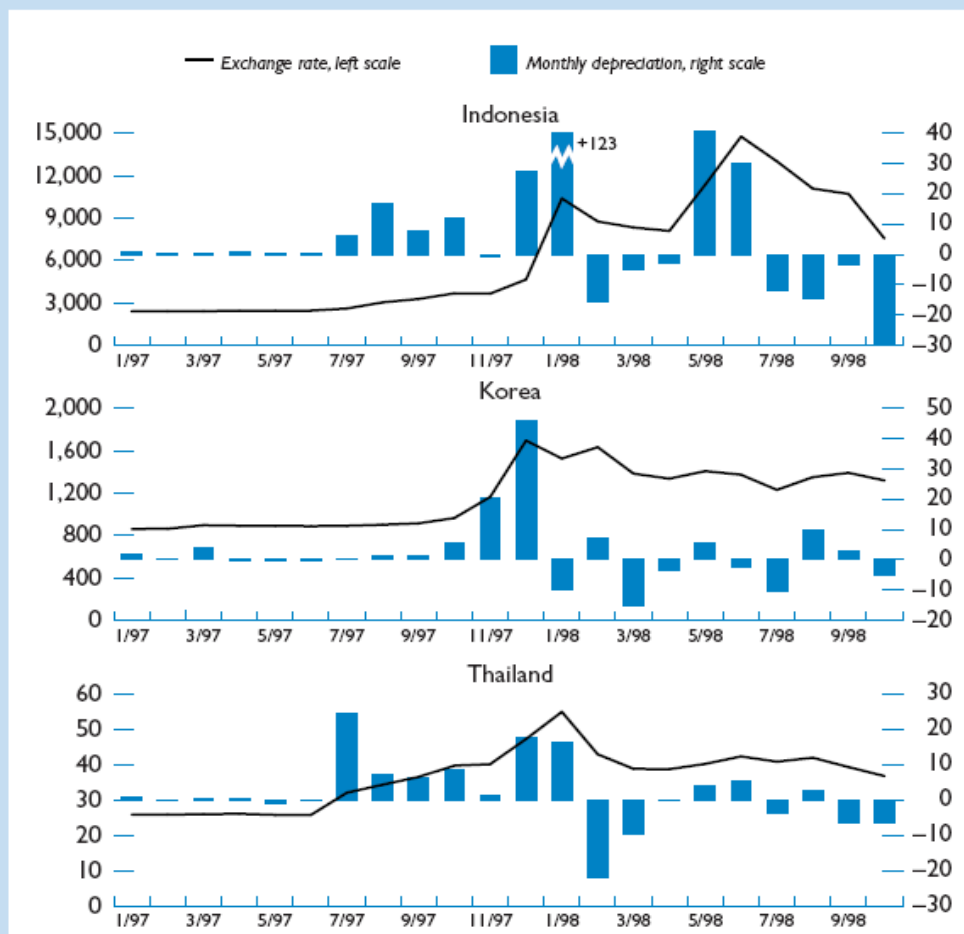
”Following the closure of 16 insolvent banks in November last year, customers concerned about the safety of private banks have been shifting sizeable amounts of deposits to state and foreign banks, while some have been withdrawing funds from the banking system entirely. These movements in deposits have greatly complicated the task of monetary policy, because they have led to a bifurcation of the banking system. By mid-November, a large number of banks were facing growing liquidity shortages, and were unable to obtain sufficient funds in the interbank market to cover this gap, even after paying interest rates ranging up to 75%.”

Hovedmålet ved den kontraktive pengepolitikken var å stabilisere valutakursene. Dette mislyktes man fullstendig med, iallfall på kort sikt. Fra figuren under ser en at den thailandske bahten fortsatte å depresiere helt til januar 1998. Den koreanske wonen falt kraftig i desember samme år, mens den indonesiske ringgiten stupte i desember 1997 og januar 1998¹⁷. I løpet av sommeren 1998 hadde rentene i Sør-Korea og Thailand returnert til samme nivå som før krisen, og halvdelen av den skarpe depresieringen hadde blitt reversert. I Indonesia var situasjonen verre. Depresieringene startet i juli 1997 og nådde den første toppen i januar 1998, for så å oppleve kraftige depresieringer i mai og juni 1998. Situasjonen stabiliserte seg ikke før de siste månedene i 1998.

¹⁶ Sitatet er hentet fra Radelet og Sachs (1998B:27).

¹⁷ Figuren er hentet fra Ghosh og Phillips (1999).

Figure 6.1. Indonesia, Korea, and Thailand: Nominal Exchange Rates¹



Source: Data provided by the authorities.
¹ Domestic currency units per U.S. dollar, end of month.

3.1.2.2 Finanspolitikk

Som nevnt tidligere var krisen ikke et resultat av store offentlige budsjettunderskudd. Det var i den private sektoren at gjeldsproblemene var oppstått. Både Thailand, Indonesia og Sør-Korea hadde hatt overskudd eller litt underskudd fra begynnelsen av 1990-tallet og opp til 1996. Dette var ulikt situasjoner IMF tidligere hadde stått ovenfor.

Til tross for at det ikke var offentlige budsjettunderskudd som var årsaken til problemene, var den opprinnelige planen å stramme til finanspolitikk noe. Det var flere argumenter for å dette, iallfall ut i fra IMF's vurderinger. Justeringene skulle blant annet være med på å finansiere de

store kostnadene ved å rekapitalisere og ordne opp i det finansielle systemet. Ved å gjøre dette kunne man unngå en inflasjonsdrevet finansiering av disse kostnadene. Kostnadene ble estimert til å være enorme. Tabellen nedenfor viser hvor store disse kostnadene ble estimert til å være av Verdensbanken¹⁸.

**Table 3: Bank Restructuring in Asia
Cost Estimates by the IMF**

	Debt Issues		Interest Payments	
	US Dollar ^a (billion)	Percent of GDP	US Dollar ^a (billion)	Percent of GDP
Indonesia	40	29	5.4	3.5
Korea	60	17.5	6.4	2
Thailand	43	32		43
Malaysia	13	18	0.9	1.25
Philippines	3	4	0.3	.25-.5

^aAt the exchange rate of 30 November 1998.

Source: *World Economic Outlook and International Capital Markets* (World Bank 1998).

Det ble også argumentert for at behovet for å beholde knappe utenlandske investeringer og innenlandsk kreditt for den private sektoren, gjorde at man ikke burde låne til andre formål i en tid der myndighetene måtte låne for å finansiere opprydningen i det finansielle systemet. Et ytterligere argument for fiskal tilbakeholdenhet var hensynet til markedets tillit, det vil si på forventningene til fremtidig politikk. Alle landene som ble rammet hadde rykte på seg for å ha en sterk fiskal disiplin, men når størrelsen på de store problemene ble avslørt kunne det oppstå tvil om hvor lenge den daværende fiskale politikken kunne opprettholdes (Berg (1999))¹⁹.

Figuren under viser hvordan det opprinnelige programmet var satt opp og hvordan utviklingen faktisk ble²⁰. Det opprinnelige programmet så for seg en kortvarig nedgang i den økonomiske veksten og relativt små driftsbalansejusteringer med lite bidrag fra offentlig sparing. I Indonesia forventet man at driftsbalansen bare skulle justere seg med omkring 0,75% av BNP fra 1996/97 og ut programmets levetid. 0,25% skulle reflektere en forbedret offentlig balanse. Sør-Koreas driftsbalansejusteringer fra 1997 og ut programmets levetid, ble planlagt å være på 2,75% av BNP. Offentlig sparing skulle utgjøre 0,25%. I Thailand, hvor de opprinnelige driftsbalanseubalansene var størst, skulle driftsbalansen bare justeres med 1,5% av BNP fra

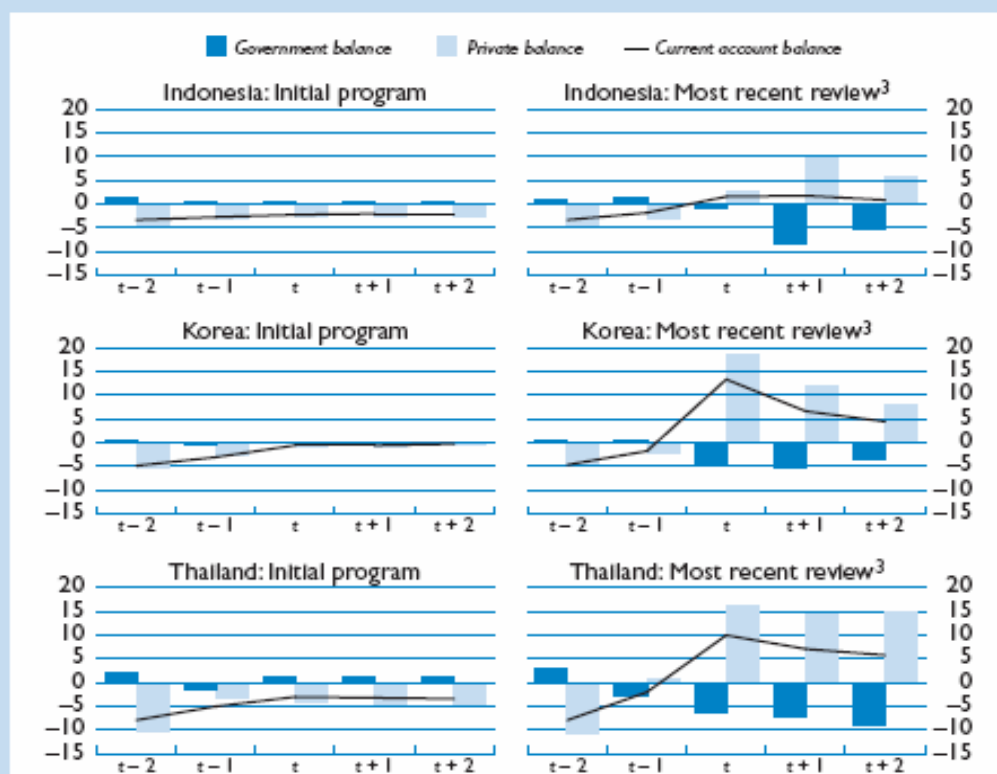
¹⁸ Tabellen er hentet fra Corsetti (1998).

¹⁹ Unntaket med hensyn til et sterkt rykte var i følge Berg (1999) Filippinene.

²⁰ Figuren er hentet fra Lane og Tsikata (1999).

1996/97 til slutten av programmet. Offentlig sparing skulle her stå for 1,25% av BNP. Det ble opprinnelig satt et mål om et budsjettoverskudd på 1% av BNP i de tre landene.

Figure 7.1. Indonesia, Korea, and Thailand: Sectoral Savings-Investment Balances^{1,2}
(In percent of GDP)



Source: International Monetary Fund.

¹Private sector savings-investment balances are calculated residually as current account balances minus government balances.

²t is the initial program year: Indonesia (1997/98), Korea (1998), Thailand (1997/98). In most cases, data for the pre-program year, (t-1), have been revised since the original programs were formulated.

³'Most recent review' refers to the latest available full medium-term projections as follows: For Indonesia, request for Extended Fund Facility, August 1998; for Korea, fourth review of Stand-By Arrangement, November 1998; and for Thailand, fourth review of Stand-By Arrangement, August 1998.

De planlagte justeringene står i sterk kontrast til det som faktisk skjedde. Driftsbalansen ble ikke som forventet, og det ble et dypt fall i produksjon og etterspørsel. Samtidig ble depresieringene større enn forventet, noe som styrket driftsbalansen og svekket den fiskale posisjonen i alle tre landene. Figuren illustrerer tydelig denne utviklingen i driftsbalansen og i den offentlige- og private balansen.

Man ble altså etter hvert mer klar over dybden til krisen, og argumentene og presset for en ekspansiv finanspolitikk ble dermed sterkere. Et sitat fra Corsetti et al. (1998:15-16) illustrerer dette:

”As the situation in Asia progressively deteriorated, the request of the IMF became less and less restrictive over time. The Indonesian case provides a striking example of such modifications. The first aid package of October 1997 encompassed strict fiscal discipline, while the agreement of June 1998 allowed the country to limit the budget deficit – as opposed to target a budgetary surplus – below 8,5% of GDP.”

Et vendepunkt i IMF's håndtering kan sies å ha kommet i desember 1997 (se 3.1.1). I midten av januar 1998 ble det åpnet for en lempning av de tidligere målene for budsjettbalansen i Indonesia. Landene kunne nå ha et underskudd på budsjettet på én prosent av BNP. I begynnelsen av februar 1998 ble også målene for Sør-Koreas budsjettbalanse lettet tilsvarende. I Thailand ble målene for budsjettbalansen endret i slutten av samme måned, fra et overskudd på én prosent av BNP til et underskudd på to prosent. Våren og sommeren 1998 ble målene for de tre landene ytterligere revidert, og man åpnet for enda større underskudd på budsjettene.

3.1.3 Strukturelle reformer

Problemene i bedriftssektoren og i den finansielle sektoren i ”kriselandene” var store, og de var kjernen til problemene som hadde oppstått. Svekket tillit, en valutakurs som kollapset, økning av renta og nedgang i realøkonomien gjorde at de to sektorene fikk enorme problemer. Tallet på misligholdte lån økte, og store deler av den finansielle sektoren i landene ble slått konkurs. Strukturelle reformer ble satt i gang for å gjenopprette den økonomiske veksten og overbevise investorene til bli. Kreditorne stilte også krav til at man skulle gjennomføre

reformer. For eksempel krevde kreditorene som var involvert i forhandlingene med de koreanske myndighetene om rullering av gjelda, at det finansielle systemet ble styrket gjennom forskjellige strukturelle reformer (Berg (1999)). Sammen med IMF spilte også Verdensbanken og den asiatiske utviklingsbanken en viktig rolle i utviklingen av de strukturelle komponentene i programmene.

Stengning av insolvente finansinstitusjoner var et hovedtrekk i programmene for Thailand, Indonesia og Sør-Korea. De thailandske myndighetene suspenderte 16 finansieringsselskap i juni og ytterligere 42 i august 1997. Alle unntatt 2 ble permanent stengt i desember samme år. Videre ble 4 svake innenlandske banker hjulpet i desember 1997. Indonesiske myndigheter stengte 16 små banker tidlig i november 1997, og ytterligere 7 i april 1998. I Sør-Korea ble 14 handelsbanker stengt mellom desember 1997 og april 1998²¹.

Som følge av insolvens hos mesteparten av finansinstitusjonene, omfattet en viktig del av programmene rekapitalisering. Det ble gjort endringer i reguleringer som skulle hjelpe fram en raskere rekapitalisering gjennom innsprøyting av privat kapital. Tanken var at en større privat rolle kunne styrke styringen av finansinstitusjonene raskere, spesielt dersom utenlandske investorer var involvert. Men offentlig kapital var også nødvendig, og en viktig del av programmene. Både i Indonesia, Sør-Korea og Thailand ble det opprettet egne organer som myndighetene kunne sprøyte inn ressurser i, for å ta over, styre og selge dårlige aktiva i banksystemet. Det ble også gjort tiltak for at man i fremtiden skulle unngå liknende situasjoner, som for eksempel styrket overvåkning, økte kapitalkrav og strengere regler for utlån. De to første programmene i Thailand og Indonesia presset hardt på for å få en rask rekapitalisering av bankene. Bare i de koreanske programmene ble det opprinnelig åpnet for at man kunne få lengre tid på seg (Radelet og Sachs (1998B)).

I flere av landene som ble rammet av krisen, var det sterke bånd og forhold mellom myndighetene, finansinstitusjonene og bedriftene. Dette forsterket krisen og resulterte i dårlig ledelse og redusert tillit for utenlandske investorer. Reformen for å fremme godt lederskap og konkurranse inkluderte nedbygging av monopoler og karteller som staten støttet, privatisering av statsselskap, styrket konkurranselov, forbedret regnskapsplikt og redegjørelse ovenfor eierne, økt transparens med hensyn til økonomiske og finansielle data, nedbygging av bedriftsnettverk som hadde begrenset transparens, og intern handel mellom bedriftene

(Hamann og Schulze-Ghattas (1999)). I tillegg ble anbudskonkurranse introdusert ved offentlige anskaffelser, og skatte- og reguleringssystemet ble reformert.

Programmene i Indonesia og Sør-Korea inkluderte også ytterligere liberalisering av drifts- og betalingsbalansen. Dette var viktig både for innenlandsk konkurranse og for at det økonomiske samkvemmet mellom landene skulle opprettholdes og forbedres ytterligere. Strategien fokuserte på fortsettelse og fortgang med hensyn til de eksisterende liberaliseringsplanene. Indonesia fortsatte og akselererte implementeringen av et omfattende program introdusert i 1995 for å redusere de fleste tollsatsene, redusere antall produkter som var gjenstand for spesielle handelssystemer, og gradvis fjerne de fleste andre handelshindringer enn tollhindringer. Sør-Korea satte opp en plan for fjerning av handelsrelaterte subsidier, restriktive importlisensieringer og programmet for importdiversifisering. Programmet for importdiversifisering krevde at importørene begrenset importen fra land som hadde et stort bilateralt handelsoverskudd vis-à-vis Sør-Korea.

Det ble også gjort en del sosiale reformer. Fokuset i de tre landene varierte, men programmene inkluderte typisk mål innenfor fire hovedområder (Hamann og Schulze-Ghattas (1999)): øke inntektsoverføringer ved å styrke bredden og omfanget av det sosiale sikkerhetsnettet, begrense arbeidsledigheten gjennom kursing og fokus på å ta eget initiativ, redusere virkningen av prisøkninger på basisgoder for fattige husholdninger gjennom subsidier og opprettholde tilgangen til utdanning og helseomsorg for de fattige.

3.2 Malaysias krisehåndtering²²

I motsetning til Sør-Korea, Indonesia og Thailand, ville ikke Malaysia ha hjelp fra IMF²³. I det krisen var et faktum, implementerte de malaysiske myndighetene allikevel en politikk som var en etterligning av IMF's program for de tre andre landene. Renta ble hevet for å redusere svekkelsen av ringgiten, og i desember 1997 annonserte myndighetene et drastisk kutt på 18% prosent i de offentlige budsjettene. Det var visestatsminister og finansminister Anwar Ibrahim som stod i bresjen for tiltakene. Ibrahim gjorde det også klart at han var forpliktet til valutakursfleksibilitet, og at kapitalkontroller ikke ville bli implementert. Samtidig slapp

²¹ Tallene i avsnittet er hentet fra Berg (1999).

²² Fremstillingen i de tre påfølgende avsnittene bygger til dels på Kaplan og Rodrik (2001) og til dels på Stæhr og Winje (2001).

statsminister Dr. Mahathir Mohamad ut damp mot ”spekulantene” og sendte ut veldig forskjellige signaler. Det var altså også en innenlandsk politisk krise ved siden av den finansielle krisen, en maktkamp mellom Mohamad og Ibrahim (Dornbusch (2001)).

Den malaysiske økonomien responderte ikke positivt til den ortodokse politikken. Både investering og konsum stupte som resultat av høye renter og pessimistiske framtidsutsikter. Dette utnyttet Mohamad og utnevnte Daim Zainuddin, en tidligere finansminister, som minister med ansvar for ”task relating to economic development”. Mohamad bad Zainuddin om å formulere et alternativ til Ibrahims politikk. De var opptatt av å få økonomien i gang igjen gjennom kutt i rentene og kredittkspansjon, men det ble små effektive endringer i pengepolitikken de påfølgende månedene. Forsøk på redusere renta ble utliknet av økende spekulasjon mot ringgiten i offshore markedene. Dette var bakgrunnen til at kapital- og valutakontroller ble innført 1. september 1998. Restriksjonene var vidtgående og detaljrike²⁴. Ikke bare skulle kapitalutgangen stoppes, men bruken av ringgit i utlandet skulle opphøre. Det siste var avgjørende fordi det som nevnt ovenfor var den viktigste kilden til spekulative posisjoner mot valutaen. I tillegg ble porteføljeinvesteringer i Malaysia frosset for 12 måneder.

Myndighetene var bekymret for virkningene av restriksjonene på framtidig kapitalinnstrømning, og de var særlig bekymret for direkte investeringer som den Malaysiske økonomien var sterkt avhengig av. Utenlandske inngående direkte investeringer og betalinger i forbindelse med handel ble derfor unntatt fra reguleringene. Når det gjaldt valutaen ble denne på nytt knyttet fast til den amerikanske dollaren, den ble bundet til 3,8 ringgit per dollar.

3.2.1 Virket kapitalkontrollene?

Malaysia erfaringer har vært gjenstand for ulike tolkninger, men hovedoppfatningen blant økonomer kan vel sies å være at kapitalkontrollene ikke hadde noe særlig virkning, blant annet fordi Sør-Korea og Thailand også hentet seg inn igjen rundt samme tid uten å bruke kapitalkontroller. Et sitat fra Lim (1999) illustrerer dette på en meget bra måte (Kaplan og Rodrik (2001:12)):

²³ Malaysia fikk blant annet råd av den amerikanske økonomen Paul Krugman.

” Following the imposition of capital controls, economic indicators in Malaysia did indeed start improving. But they also improved at the same time in the other crisis-hit countries which did not impose such controls but maintained open capital accounts. All the crisis-hit countries’ currencies stabilized and strengthened, their inflation and interest rates fell, their current accounts moved from deficit into substantial surplus and private capital inflows increased, contributing to the replenishment of previously depleted foreign exchange reserves. Their stockmarkets started climbing, and the decline in their GDP growth rates moderated sharply and have now reversed with positive growth predicted for 1999 as a whole everywhere except Indonesia. Until very recently, the recovery in Malaysia actually lagged behind that of its neighbours who were IMF patients, particularly in inflows of foreign direct investment which fell in 1998 whereas they increased in the other countries (except Indonesia). My own opinion is that capital controls in Malaysia were neither necessary nor sufficient for economic recovery, just as they have obviously not been necessary in the equally if not more impressive recovery of the other crisis-hit Asian countries which followed the more conventional IMF policy prescriptions. Indeed, given Malaysia’s much stronger macroeconomic fundamentals and financial institutions before the crisis, one would have expected its recovery to be faster and stronger than that of the other countries. That this has not happened suggest that capital controls – or the heightened political risk which accompanied their imposition – may be exerting a drag on recovery through the discouragement of some foreign capital inflow.”

En av mange artikler som er kritisk til om kapitalkontrollene til Malaysia virket, er Dornbusch (2001). De malaysiske myndighetene mente strategien minimerte kostnadene ved krisen, og at man opplevde en raskere opphenting av økonomien. Dornbusch (2001) konkluderer med at det ikke er noe bevis for at Malaysia gjorde det noe bedre enn de andre landene. Han mener kapitalkontrollen ble iverksatt etter at krisen var over, og at renta i alle de asiatiske landene (inkludert Malaysia) allerede sank raskt. I tillegg bidro rentekuttene i USA til mer stabile forhold. Videre mener han man må ta hensyn til at det var to simultane kriser som oppstod når man skal evaluere Malaysias erfaringer. Den ene krisen var den finansielle krisen, mens det også var en innenlandsk politisk krise hvor statsminister Dr. Mahathir Mohamad ble utfordret av vise- og finansminister Anwar Ibrahim. Dornbusch (2001) skriver:

²⁴ Appendiks 2 gir en oversikt over de kapital- og valutakontrollene som ble iverksatt.

” It surely is not a coincidence that capital controls were imposed one day, and Anwar was literally deposed the next day.”

Han presiserer også at selv om kapitalkontrollene ikke leverte synlig bedre økonomiske resultater, betyr det ikke at man feilet på den politiske siden. Mohamads manøvrer må jo sies å være veldig vellykket i kampen mot Ibrahim.

Ariyoshi et al. (2000) mener den økonomiske situasjonen i utgangspunktet var bedre enn i de andre kriselandene da regionen ble rammet av problemene, og at bedringen i Malaysias situasjon falt sammen med en generell bedring for de fleste asiatiske kriseland (Stæhr og Winje (2001)). At kapitalutgangen ble bremsset, forklares med at utgangen allerede hadde vært anselig før restriksjonene ble innført. Det internasjonale finansmarkedets syn på regionen hadde dessuten allerede snudd, slik at kapitalflukten generelt var redusert. Videre forklarer han fravær av press på ringgitten med at valutaene i de andre kriselandene styrket seg vesentlig etter at Malaysia på nytt knyttet valutaen til dollaren. Valutaen svekket seg derfor effektivt.

Krugman (1999) peker på at erfaringene fra Malaysia i det minste viser at kapitalutgang under kriser lar seg bremse med restriksjoner, selv om han i ettertid er skeptisk til om fordelene oppveide ulempene (Stæhr og Winje (2001)).

Det har også vært fokus på at kapitalrestriksjoner kan misbrukes og føre til korrupsjon. Johnston og Mition (2001) viser at mange av gevinstene ved restriksjonene i Malaysia tilfalt myndighetenes økonomiske eller politiske støttespillere (Stæhr og Winje (2001)). Myndighetene innførte dessuten restriksjonene i en innenrikspolitisk vanskelig situasjon, hvor fokus mot utenlandske forhold var formålstjenelig.

Kaplan og Rodrik (2001) utfordrer synet på at Malaysia med sine kapital- og valutakontroller ikke gjorde det noe bedre enn de andre kriselandene. De mener at den finansielle krisen i Malaysia ble dypere sommeren 1998, mens den hadde minsket vesentlig i Sør-Korea og Thailand. Det vises til at finansielle markedsindikatorer tydet på at presset på den malaysiske valutaen forble høyt i måneder etter at den koreanske og thailandske valutaen hadde begynt å appresiere. Hvis det var tilfelle at timingen på krisen var forskjellig i Malaysia, vil det faktisk

at Sør-Korea og Thailand begynte å gjenreise seg på samme tid som Malaysia, være lite informativt for å vurdere effekten av kapital- og valutakontrollene.

Kaplan og Rodrik (2001) vurderer hvordan Malaysia gjorde det relativt til Sør-Korea og Thailand når de sistnevnte landene gjennomgikk IMF's program (slik at alle har likt utgangspunkt). Det blir i beregningene også kontrollert for hvordan utviklingen var i andre land som kan ha påvirket gjenreisningen i de tre landene de vurderer. Konklusjonen er at Malaysias politikk førte til en raskere gjenreisning, mindre nedgang i sysselsettingen og reallønningene og en hurtigere helomvending i aksjemarkedet.

Malaysias erfaringer har som nevnt tidligere vært gjenstand for ulike tolkninger, og man ser her illustrert med Kaplan og Rodrik (2001) at man også kan argumentere for at dette var en vellykket politikk.

4 Politikkdebatten

Jeg vil i dette kapitlet ta for meg en del av emnene som har vært oppe i politikkdebatten i etterkant av Asia-krisen. Først vil jeg se på kritikken som har kommet mot penge- og finanspolitikken under krisen, deretter går jeg inn på IMF's rolle, ”moral hazard”, ”lender of last resort”-rollen, valg av valutakursregime og bruk av kapitalrestriksjoner.

4.1 Pengepolitikken

Selv om økonomer som regel er enig i at en heving av renten vil føre til en styrket valuta, har IMF i etterkant av krisen blitt kritisert for å ha kjørt en kontraktiv pengepolitikk (trykket på bremsene i oppforbakke) istedenfor en ekspansiv pengepolitikk for å få fart på en økonomi i krise (trykke på gassen i oppforbakken). Jeg vil først se på hvilke argumenter kritikerne har kommet med, for så å se på hvordan det har blitt argumentert den andre veien.

4.1.1 Kritikk

Hovedformålet ved å stramme inn pengepolitikken var som kjent å prøve å stoppe den store kapitalutgangen og på den måten hindre ytterligere fall i valutakursene. I følge kritikerne klarte ikke den høye renta å stoppe depresieringene (se for eksempel figur under 3.1.2.1) og forverret omfanget av krisen ved at den førte til omfattende konkurser i banker og bedrifter. Effektene av denne politikken har blitt beskrevet som en ”vicious circle” (Corsetti et al. 1998): Kredittskvisen gav store finansielle tap for ellers solvente bedrifter. Det omfattende fallet i lønnsomheten førte til større mislighold av lån og større kredittrisiko. Dette forverret nedturen man allerede var inne i og førte i sin tur til ytterligere kontraksjon i tilbudet av kreditt.

Legger en til grunn et slikt syn, ville en hensiktsmessig politikkrespons være en løs pengepolitikk og lave renter. Corsetti et al. (1998) skriver videre at en ekstrem variant av dette argumentet ville være at det fantes en valuta/rente Laffer-kurve²⁵: en reduksjon – ikke en økning – av renta ville styrket økonomien og gjenopprettet tillit slik at valutaen appresierte.

²⁵ Begrepet Laffer-kurve kommer fra Arthur B. Laffer som under et restaurantbesøk i Washington på 1970-tallet tegnet en kurve på en serviett. Denne kurven, med skattesats på x-aksen og skatteinntekt på y-aksen, viste at når skattesatsen når et visst nivå, vil skatteinntektene begynne å synke. Se Fullerton (1982) for mer om Laffer-kurve.

Radelet og Sachs (1998B) mener to aspekt ved IMF's pengepolitikk er veldig problematiske. Det første er kvantitative innenlandske kredittmål, og det andre er rentemål, eller rentegulv. Problemet med kvantitative kredittmål er at de kan hindre sentralbankens funksjon som "lender of last resort". Hvis sentralbanken blir instruert til å ikke forsyne innenlands kreditt lenger, vil markedsaktørene vite at "lender of last resort" funksjonen er skrudd av. Derfor kan en tilstramning i kredittgrensene føre til at man utløser en panikk blant kortsiktige kreditorer som begynner å tvile på sentralbankens evne eller vilje til å yte likviditet.

Radelet og Sachs har ingen problemer med å skjønne at renta måtte øke som følge av den store kapitalutgangen når krisen var et faktum. De mener problemet var at IMF insisterte på å øke renta ytterligere, noe som førte til en unødvendig kontraksjon. IMF instruerte sentralbankene i Indonesia, Sør-Korea og Thailand til å tappe reserver fra systemet for å opprettholde rentene over visse gulv (se 3.1.2.1). Dette førte i følge Radelet og Sachs (1998B:29) til en ytterligere økonomisk nedtur:

"There is little question that higher interest rates have undermined the profitability of banks and private firms in the short run, and added to the economic downturn. (Indeed, the passage from the second Indonesia program cited above states that high interest rates contributed to a marked deterioration of the financial conditions of the banks)."

De mener også høye renter kan ha vært med på å avskrekke utenlandske investorer fra å rullere gjelda (se 3.1.1 om rulling av gjeld), selv om høyere rente ikke hadde noen direkte effekt på kravene siden de for det meste var basert på en fast premie over LIBOR-renta.

Radelet og Sachs (1998A) mener erfaringene fra de asiatiske valutaene i siste halvdel av 1997, gir direkte empirisk støtte med hensyn til funnene til Kindleberger (1996). De fleste makroøkonomer deler synet på at økt rente vil hjelpe for å stabilisere valutaen, men dette blir problematisk og usikkert når man har ekstrem panikk blant kreditorene. Det å heve renta kan altså i krisesituasjoner ha motsatt effekt enn det en rent intuitivt ville trodd. På bakgrunn av historiske erfaringer fra episoder med panikk blant kreditorer peker Kindleberger (1996:8) på følgende:

”Tight money in a given financial centre can serve either to attract funds or to repel them, depending on the expectations that a rise in interest rates generates. With inelastic expectations – no fear of crisis or of currency depreciation – an increase in the discount rate attracts funds from abroad, and helps to provide the cash needed to ensure liquidity; with elastic expectations of change – of falling prices, bankruptcies, or exchange depreciation – raising the discount rate may suggest to foreigners the need to take more funds out rather than bring new funds in.”

Radelet og Sachs (1998A) kommer med Indonesia som eksempel på at dette skjedde, og at ideen om høye renter for å stoppe panikken allerede hadde blitt testet ut og bevist sin udugelighet før IMF kom inn i bildet. De ser på Indonesias politikk før IMF kom på banen i oktober 1997. I august ble likviditeten i det innenlandske pengemarkedet strammet til vesentlig, og én måneds renter på sertifikater utstedt av sentralbanken ble hevet fra 11,5% til 30%²⁶. IMF observerte at denne politikkresponsen hadde en sunn effekt på valutakursen i begynnelsen, men at denne effekten ikke varte lenge:

”This policy response initially had a salutary effect on the exchange rate, but this respite did not last long. The tightening of monetary conditions transferred marked pressure to the domestic economy, putting heavy strains on the already-weak financial sector. As a consequence, a significant number of banks found themselves without sufficient resources to meet their payment obligations...The authorities and market participants, soon realized that the banking system could not bear this stress for long.”²⁷

Til slutt måtte sentralbanken forsyne systemet med nødløstlikviditet, og rupiahen hadde igjen falt under et sterkt press i slutten av september 1997. Høye renter hadde altså blitt testet ut før IMF kom inn med sitt program, men allikevel brukte de den samme taktikken.

Krugman (1999) har laget en ”tegnserie modell”, ”a cartoon model of financial crisis”, for å beskrive implikasjonene for krisepolitikken i Asia²⁸. Jeg vil nå kort gå igjennom denne modellen og hvilke implikasjoner den gir for pengepolitikken. Modellen bygger på den

²⁶ Også finanspolitikken ble strammet til.

²⁷ Radelet og Sachs (1998A:65).

²⁸ Fremstillingen av modellen bygger på Krugmans fremstilling. Jeg kommer også til å bruke implikasjoner fra denne modellen senere i dette kapitlet om politikkdebatten.

enkleste formen for en Mundell-Fleming modell og består av tre likninger²⁹. Den første likningen er likevekt i varemarkedet, hvor venstresiden er tilbud, første ledd på høyresiden er konsum og investering, en positiv funksjon av y og negativ funksjon av i , og det siste leddet er nettoeksport, stigende i den reelle valutakursen og fallende i y :

$$(1) y = D(y, i) + NX(eP^*/P, y)$$

Den andre likningen er likevekt i pengemarkedet, hvor M/P er det reelle tilbudet av penger, og $L(y, i)$ er etterspørselen etter penger, stigende i y og fallende i i :

$$(2) M/P = L(y, i)$$

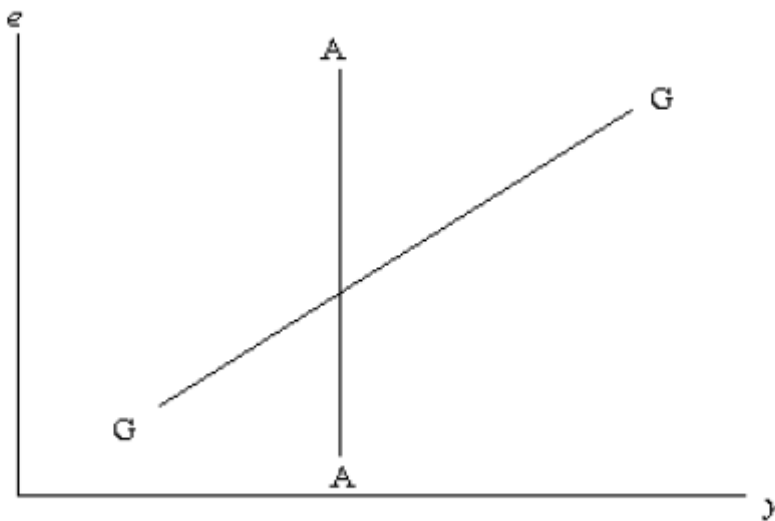
I denne modellen er investorene risikonøytrale og har statiske forventninger om valutakursen. Vi får da denne rentearbitrasje likningen:

$$(3) i = i^*$$

Med denne forenkla modellen kan man se på det som om output (y) og valutakursen (e) blir bestemt simultant. Figuren 1 under viser hvordan dette virker. Den vertikale linja AA viser alle punktene der (gitt likning (2)) innenlandske og utenlandske renter er like. Samtidig viser linja GG hvordan output er bestemt gitt valutakursen. Den er stigende fordi depresiering øker nettoeksporten og følgelig stimulerer økonomien.

²⁹ Modellen er oppkalt etter Nobelprisvinner Robert Mundell fra Columbia University og Briton J. Marcus Fleming, som jobbet i IMF (Burda og Wyplosz (2001)).

FIGUR 1

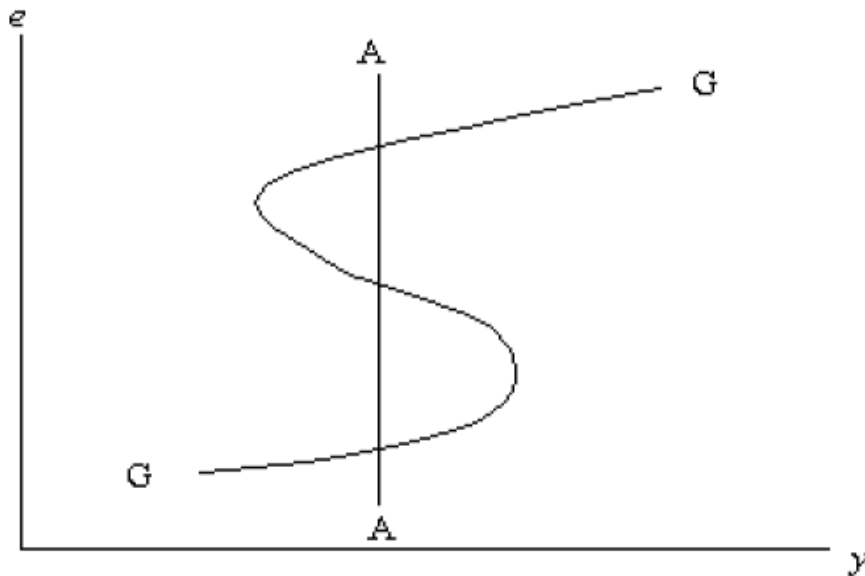


For å gjøre dette om til en modell som kan gi kriser, må vi legge til antagelser om en Bernanke-Gertler effekt og at vi har å gjøre med en veldig åpen økonomi³⁰. Vi legger til at bedriftene er finansiert med mye gjeld, og at en betydelig del av denne er tatt opp i utenlandsk valuta. Investeringen deres vil da under visse omstendigheter være begrenset med hensyn til balansen. Man må da inkludere en direkte sammenheng mellom innenlandsk etterspørsel og realvalutakursen i den aggregerte etterspørselslikningen (likning (1) ovenfor). Vi får da:

$$(1') y = D(y, i, eP^*/P) + NX(eP^*/P, y)$$

Med en sterk nasjonal valuta vil den direkte effekten fra realvalutakursen på den aggregerte etterspørselen være veldig liten. Bedriftene ville ikke være hindret av balansen sin. Motsatt, ved en sterkt svekket valutakurs, vil bedrifter med gjeld i utenlandsk valuta ikke være i stand til å investere i det hele tatt, og den direkte effekten på etterspørselen vil på marginen være ubetydelig. Mellom disse to ytterpunktene vil imidlertid den direkte effekten fra realvalutakursen kunne være stor nok til å oppveie konkurranseeffekten slik at en depresiering vil virke kontraktivt istedenfor ekspansivt. Vi vil da få en s-formet GG kurve som vist i figur 2 under. Det vil da være to mulige stabile likevekter, en med "normal" valutakurs og en med en "hyperdepresiert" valutakurs med mange konkurser.

FIGUR 2



Selv om modellen predikerer at en kontraktiv pengepolitikk slik IMF implementerte kan være rasjonelt i en krisesituasjon, mener Krugman at det er en kostbar måte å gjøre det på³¹:

”You could argue, based on Mexican and Korean experiences, that this strategy - whenever there is a basically arbitrary loss of confidence in an economy, impose a temporary monetary contraction and hence a severe but hopefully short-lived real contraction - works in the end. But you have to admit that it’s a hell of a way to run a world economy.”

4.1.2 Argumenter for kontraktiv pengepolitikk

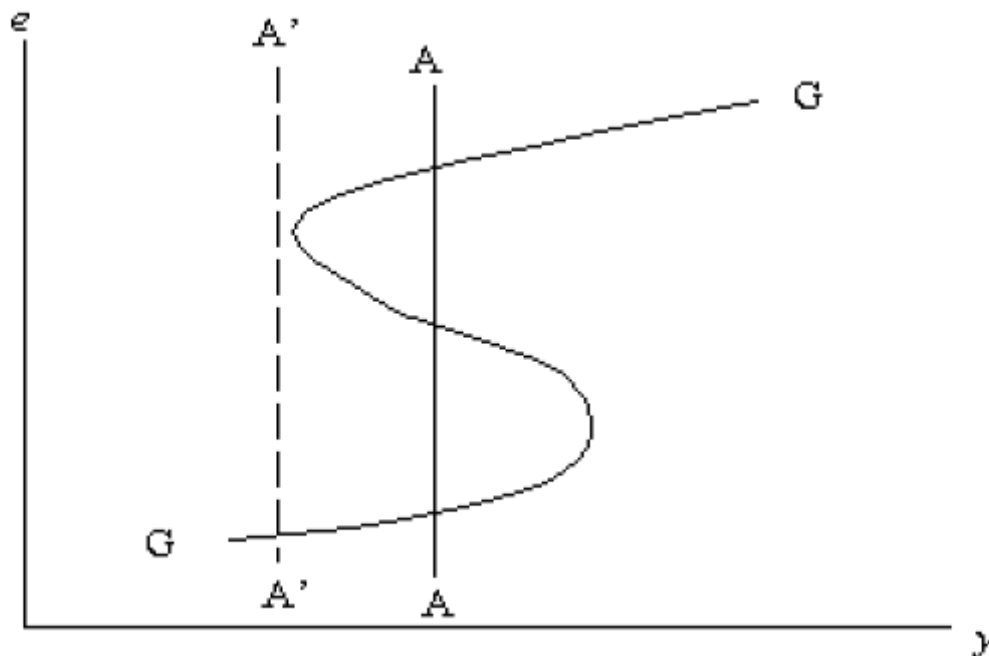
Vi så under 4.1.1 at Krugman (1999) argumenterer for at en kontraktiv pengepolitikk kan være rasjonelt under en krisesituasjon. Figur 3 under viser hvordan dette kan tenkes å foregå. Tenk deg at markedet av en eller annen grunn ser ut til å ha blitt overbevist om at økonomien er på vei mot en kriselikevekt, og at det blir en selvpoppfyllende profeti. En måte å hindre dette utfallet på er og drastisk stramme til pengepolitikken ved å skifte AA så langt til venstre som til A`A`, altså langt nok til å komme bort fra kriselikevekten. Når da investorene har blitt

³⁰ Krugman bruker begrepet Bernanke-Gertler effekt om en situasjon der negative sjokk i økonomien blir forsterket av at det er imperfeksjoner i kapitalmarkedet og svak driftsbalanse (Somuano et al. (2003)). Når et land har lån i utenlandsk valuta, kan altså en devaluering føre til et dramatisk fall i investeringene.

³¹ Se 4.1.2 for figurbetraktning og forklaring til at stram pengepolitikk kan være rasjonelt under en krisesituasjon.

overbevist om at valutakursen ikke kommer til å depreciere drastisk, kan man begynne å lette på pengepolitikken.

FIGUR 3



Krugman (1998B) sier seg ikke enig i kritikken av IMF's instruksjon om å kjøre en kontraktiv pengepolitikk. Han skriver at når et land har gått tom for valutareserver, er det å heve renta det eneste man kan gjøre for å støtte valutaen. Videre skriver han at det i mange tilfeller kan være bedre å bare la valutaen falle, men at situasjonen i blant annet Sør-Korea og Indonesia ikke var et slikt tilfelle. Krugman er også kritisk til de som måtte tro at det finnes en valuta/rente Laffer-kurve (se 4.1.1):

" I have heard some people propose what amounts to a sort of foreign exchange-interest rate Laffer curve: if you cut interest rates this will strengthen the economy, and the currency will actually rise. This is as silly as it sounds."

Fischer (1998A) mener det var helt nødvendig å kjøre en kontraktiv pengepolitikk for å gjenopprette tilliten til valutaen, selv om det kompliserte situasjonen for svake banker og bedrifter. Høye renter vil også oppmuntre bedriftssektoren til å restrukturere finansieringen sin bort fra gjeld og mot egenkapital. Videre mener han at det at landene nektet å heve renten ved utbruddet av krisen, bidro til å forsterke krisen.

Ghosh og Phillips (1999) skriver at tilstramningen av pengepolitikken selvfølgelig førte til kostnader for realøkonomien, men at alternativet ville vært mye mer kostbart. Valutakrisen ville også vært mindre alvorlig dersom stabiliseringen av valutakursene hadde vært påbegynt tidligere. Ghosh og Phillips viser også at det ikke var noen kontraksjon i den reelle pengemengden i Sør-Korea og Indonesia, og bare en relativt liten nedgang i Thailand.

Til tross for hypotesens plausibilitet, finnes det lite systematiske beviser på at en mulig ”kredittskvis” bidro til fall i produksjonen (Berg (1999))³². Boks 6.5 i Ghosh og Phillips (1999) gir en oversikt over tester som har blitt gjort i forbindelse med diskusjonen rundt en mulig ”kredittskvis”. De viser blant annet til Dollar og Hallward-Driemeier (1998) og Ghosh og Ghosh (1999) sine undersøkelser. Dollar og Hallward-Driemeier undersøkte 1200 produksjonsbedrifter i Thailand og ba de rangere årsakene til produksjonsfallet på grunnlag av fire mulige alternativer: manglende tilgang på kapital, svekket valuta, manglende innenlandsk (eller utenlandsk) etterspørsel eller høy kapitalkostnad. Bedriftene rangerte manglende tilgang på kapital sist blant de fire mulighetene³³.

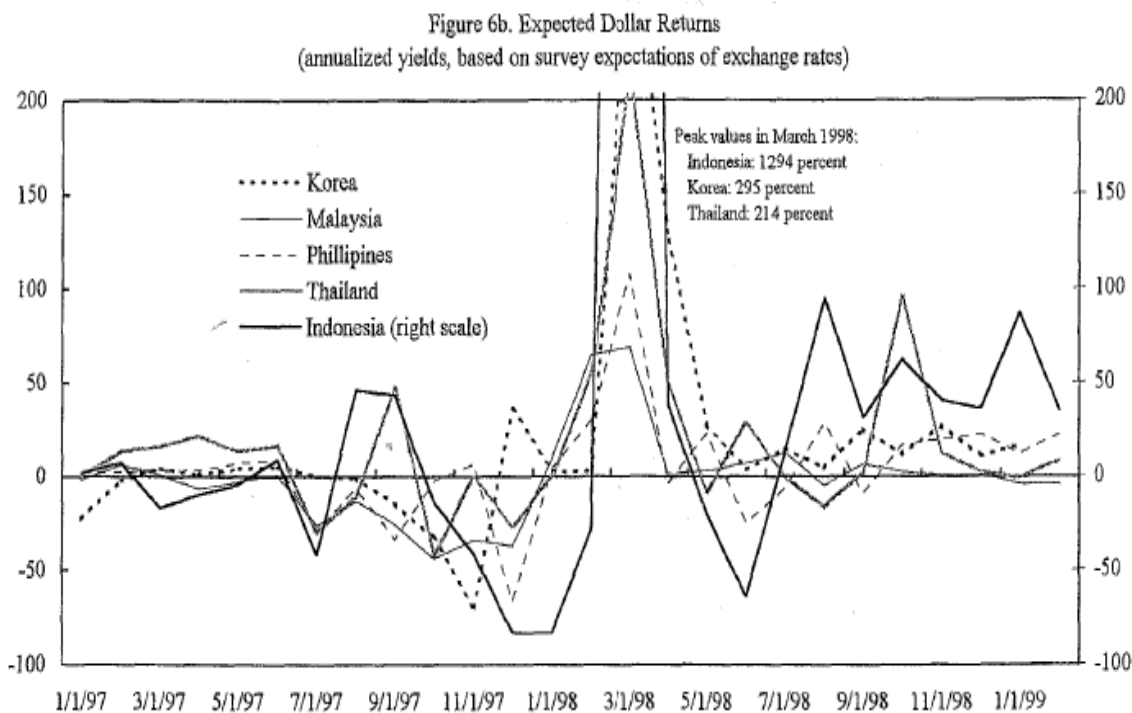
Ghosh og Ghosh finner at på aggregert nivå falt etterspørselen etter kreditt med mer enn tilbudet av kreditt i Indonesia, Korea og Thailand. Vi ser at disse resultatene er konsistent med resultatene til Dollar og Hallward-Driemeier.

Berg (1999) mener tilstamningen av pengepolitikken ikke var så hard som det har blitt hevdet. I en liten åpen økonomi er det naturlig å sammenligne avkastningen på innenlandske aktiva med avkastningen på utenlandske aktiva. Med fri kapitalmobilitet vil da investorene kreve at den hjemlige avkastningen justert for endringer i valutakurs og risikopremie, er den samme som avkastningen i utlandet. Risikopremien er ikke direkte observerbar, men det er allikevel informativt å se på forventet dollaravkastning på innenlandske aktivum målt som innenlandske renter justert for forventet valutakursdepresiering. Figuren nedenfor viser denne forventede dollaravkastningen for Sør-Korea, Malaysia, Thailand, Indonesia og Filippinene. Den forventede valutakursdepresiering som er blitt brukt, kommer fra en månedlig

³² Kredittskvis, eller ”credit crunch”, blir i Ghosh og Phillips (1999) definert som en situasjon der det er en utilfredstilt overskytende etterspørsel etter kreditt under de rådende rentene. De skriver at ”credit crunch” også blir brukt mye mer løst om en situasjon der man har strammet til kreditten generelt.

³³ Effekten av svekket valuta ble rangert høyest etterfulgt av manglende innenlandsk (eller utenlandsk) etterspørsel og høy kapitalkostnad.

undersøkelse av valutameglernes forventninger til valutakursen³⁴. Figuren viser at rentene for de fleste land ikke var høye nok til å gi positiv forventet dollaravkastning før tidlig i 1998. Eller sagt på en annen måte, rentene var ikke høye nok i forhold til hva en tradisjonell renteparitetslikning skulle tilsi. Dette er i hovedsak konsistent med dataene for realrenter som Berg også legger fram.



Source: Bloomberg, IMF staff estimates, and Goldfajn and Baig (1998)

Notes: Exchange rate forecasts are from Financial Times Currency Forecasts, various issues.

4.2 Finanspolitikken

4.2.1 Kritikk

Den sterkeste kritikken mot stram finanspolitikk har kommet fra de som har et ”panikk-syn” på krisen (Corsetti (1998))³⁵. Dersom investorene i virkeligheten trakk kapitalen sin ut på grunn av panikk, vil krisen bare bli forsterket hvis myndighetene blir gitt begrensninger i

³⁴ Se Goldfajn og Baig (1998) for detaljer (Berg (1999)).

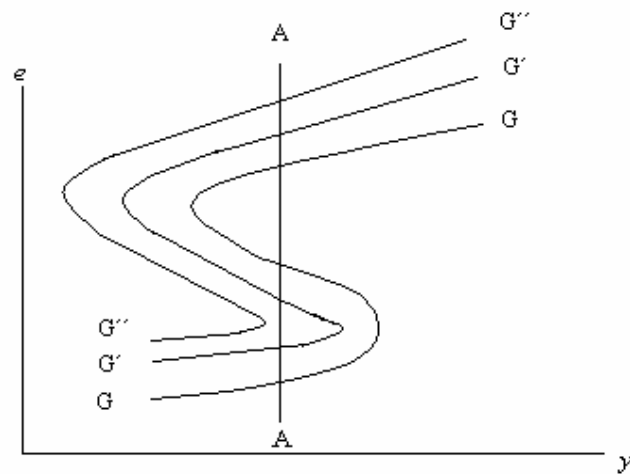
tilbudet av likviditet og ressurser til bedriftssektoren. Et sitat fra Corsetti (1998:31) illustrerer poenget:

” During a confidence crisis, invoking the healthy role of bankruptcy, while calling attention to the danger of an increasing budget deficit, is equivalent to pouring gasoline on fire. According to the panic view, in the early stage of the crisis the IMF missed the opportunity to let the Southeast Asian countries adopt a flexible approach to the incipient crisis, while reassuring international investors about the benign nature of temporary budget deficits emerging in the short run.”

Et annet motargument kritikerne har brukt, er at problemene knyttet til solvens er et langsiktig problem, og ikke et kortsiktig (Corsetti (1998)). Dette problemet bør derfor ikke legge retningslinjer for politikken på kort sikt. Corsetti skriver at man på kort sikt bør tillate en syklisk nedgang ledsaget av den innenlandske finanskrisen og kapitalutgangen. Siden de sterke justeringene i driftsbalansen innebærer et sterkt fall i den innenlandske etterspørselen, vil budsjettunderskuddet respondere endogent til de sykliske forholdene. Urealistiske mål på budsjettunderskuddet kan presse myndighetene til å vedta unødvendig stram politikk.

Modellen til Krugman (1999) viser at en stram finanspolitikk ikke vil hjelpe. Figuren nedenfor viser at en kontraktiv finanspolitikk (et skift i GG til G'G') vil gi svakere valuta for enhver verdi av y , og dermed vil gjeldseffekten, effekten av at bedriftene har mye utenlandsk gjeld, bli forsterket. Figuren viser også at en kontraktiv finanspolitikk kan eliminere den ”gode” likevekten, og på den måten garantere at krisen faktisk oppstår. Dette skjer når man kjører en tilstrekkelig stram finanspolitikk som skifter GG til G''G''. En slik politikk kan skape krise selv i en normalsituasjon.

³⁵ ”Panic view”, eller ”panikk-syn” fritt oversatt til norsk, er en forklaring på at fraværet av tradisjonelle fundamentale svakheter tilknyttet valuta- og finansstabilitet, ikke utelukker at en krise kan oppstå (Corsetti (1998)). Det er for eksempel dette synet Radelet og Sachs har (se 2.0).



Krugman påpeker at hvis finanspolitikken skaper tillit i markedet, kan stramhet være det rette svaret. Begrunnelsen er at tiltro kan skape sin egen virkelighet når man har flere likevekter. Men Krugman mener selv at en heller bør prøve andre tillitskapende virkemidler som ikke dytter økonomien i feil retning, som for eksempel reklamekampanjer.

I lys av modellen til Krugman, kan ekspansiv finanspolitikk vises å være fornuftig. Dette vil flytte GG til høyre og kan derfor utelukke en kriselikevekt dersom man har tilstrekkelig med midler. Spørsmålet er om landene er i stand til å foreta en slik politikk av nødvendig størrelse. Dette vil kanskje ikke være et alternativ for små land som er store debitorer heller enn kreditorer.

Radelet og Sachs (1998A) mener en av grunnene til at IMF ikke greide å gjenopprette tillit og valutakursstabilitet, var at de tok feil grep i finanspolitikken. IMF la for mye vekt på behovet for en stram finanspolitikk, selv om kriselandene allerede var blitt utsatt for kontraktive krefter med tanke på den store kapitalutgangen. Radelet og Sachs mener at det ikke finnes noen bevis for at valutamarkedet reagerte positivt på målene om fiskalt overskudd, og de

reagerte iallfall ikke motsatt når IMF begynte å lette på målene i begynnelsen av 1998 (se 3.1.2.2).

IMF har også blitt kritisert for å ha ventet for lenge med å lette på kravene de satt om budsjettoverskudd (se Corsetti et al. (1998)). Det var først når den hurtige tilbakegangen fant sted i løpet av 1998, at IMF i økende grad lempet på kravene om overskudd i budsjettene. Men Corsetti et al. påpeker også at nyhetene om krisens bredde og dybde kom som en overraskelse på både de asiatiske myndighetene, IMF og analytikere.

4.2.2 Argumenter for kontraktiv finanspolitikk

De store fremtidige utgiftene til det offentlig ble sett på som et av hovedargumentene for at en tilstramning var nødvendig (se 3.1.2.2). Kostnadene ved å rekapitalisere og ordne opp i det finansielle systemet ble estimert til å være et sted mellom 20% og 30%, og kostnadene til de asiatiske myndighetene ble beregnet til å øke med 2-4% av BNP per år (Corsetti et al. (1998)). Ved å heller kjøre med overskudd i budsjettene, kunne man unngå en inflasjonsdrevet finansiering av disse kostnadene.

Det ble også argumentert for at behovet for å beholde knappe utenlandske investeringer og innenlandsk kreditt for den private sektoren, gjorde at man ikke burde låne til andre formål i en tid der myndighetene måtte låne for å finansiere opprydningen i det finansielle systemet.

Den kontraktive finanspolitikken skulle også bidra til å gjenopprette tilliten i markedet og forventningene til den framtidige politikken (se 3.1.2.2). Alle landene som ble rammet hadde rykte på seg for å ha en sterk fiskal disiplin, men når størrelsen på de store problemene ble avslørt kunne det oppstå tvil om hvor lenge den daværende fiskale politikken kunne opprettholdes (Berg (1999)).

Som nevnt forsvarte mange en mer ekspansiv finanspolitikk. Fischer (1998A:4) gir kritikerne svar:

”Other observers have advocated more expansionary fiscal programs to offset the inevitable slowdown in economic growth. The balance here is a fine one. As already noted, at the outset

of the crisis, countries need to firm their fiscal positions, to deal both with the future costs of financial restructuring and – depending on the balance of payments situation – the need to reduce the current account deficit. Beyond that, if the economic situation worsens, the IMF generally agrees with the country to let automatic stabilizers work and the deficit to widen somewhat. However, we cannot remain indifferent to the level of the fiscal deficit, particularly since a country in crisis typically has only limited access to borrowing and since the alternative of printing money would be potentially disastrous in these circumstances.”

4.3 Gikk IMF for langt i sin rolle under krisen?

Det har blitt hevdet at IMF gikk for langt i sin rolle ved å pålegge landene større strukturelle og institusjonelle reformer istedenfor å fokusere på betalingsbalanseproblemene. Feldstein (1998) mener IMF bør holde seg til de tradisjonelle oppgavene som er å hjelpe land som har midlertidig knapphet av utenlandsk valuta og mer langvarig handelsunderskudd³⁶. Vekt på fundamentale strukturelle og institusjonelle reformer har ikke alltid vært en del av IMF's programmer. IMF ble grunnlagt i 1945 for å hjelpe til med fastkurssystemet basert på en gull-dollar standard. Når fastkurssystemet brøt helt sammen i 1971, ble IMF tvunget til å finne en ny mening med å eksistere. IMF fant en ny og viktig rolle i 1980-årene da flere land i Latin-Amerika fikk gjeldsproblemer. IMF overvåket justeringene landene måtte gjøre (øke skattene, kutte på offentlige utgifter, stramme til kreditten og så videre) og gav bare moderate mengder kreditt som en indikasjon på at de var fornøyde med politikkmåttene myndighetene gjorde. Hovedforsyningen av kreditt ble imidlertid overlatt til forhandlinger mellom utenlandske banker og hvert debitorland.

Neste kapittel i IMF's historie begynte ved kollapsen til tidligere Sovjetunionen og liberaliseringen av de statene som nå ble egne land. Landene trengte å skifte over fra kommunistøkonomi til markedsøkonomi og bli integrert i det internasjonale finansmarkedet. IMF kunne derfor gi råd og veiledning i et mye større omfang enn de hadde gjort i Latin-Amerika og ellers rundt om i verden. Mange av de spesifikke rådene var kontroversielle, men IMF var i stand til å trumfe igjennom sine forslag på grunn de økonomiske belønningene de gav land som aksepterte deres råd.

³⁶ Kritikken i 4.3 bygger på Feldstein (1998).

Feldstein mener IMF opererte på samme måte under Asia-krisen som de gjorde under kollapsen av Sovjetunionen, selv om situasjonen i Asia var veldig forskjellig. I stedet for å stole på de private bankene og heller opptre som en overvåker slik de gjorde i Latin-Amerika, tok IMF føringen i kreditttilførselen. Betingelsene de påla var mer like de som ble gitt til Russland enn de mer tradisjonelle de krevde i Latin-Amerika.

Feldstein (1998:9-10) skriver dette når han evaluerer IMF's strategi:

"The most fundamental issue is the appropriate role for an international agency and its technical staff in dealing with sovereign countries that come to it for assistance. It is important to remember that the IMF cannot initiate programs but develops a program for a member country only when that country seeks help. The country is then the IMF's client or its patient but not its ward. The legitimate political institutions of the country should determine the nation's economic structure and the nature of its institutions. The fact that a nation is in desperate need of short-term financial help does not give the IMF the moral right to substitute its technical judgements for the outcomes of the nation's political process. The IMF should provide the technical advice and the limited financial assistance necessary to deal with the country's current funding crisis and to place the country in a situation that makes a repeat of that crisis unlikely. It should not use the opportunity to impose other economic changes that, however helpful they may be, are not necessary to deal with the balance of payments problem and that are the proper responsibility of the country's own political system."

Feldstein mener IMF bør spørre seg selv om tre ting før de forlanger bestemte reformer: Er dette nødvendig for å gjenopprette landets tilgang til internasjonale kapitalmarkeder? Er det en teknisk ting som ikke legger seg unødvendig opp i jurisdiksjonen til en suveren stat? Hvis politikken man pålegger også er praktisert i hovedindustrielandene i Europa, ville IMF da tvunget frem tilsvarende endringer i disse landene dersom de ble satt under et IMF-program? Reformene er bare forsvarlige dersom svarene på alle de tre spørsmålene er ja. Feldstein tar Sør-Korea som et eksempel, og argumenterer for at svaret på alle de tre spørsmålene er nei.

Fischer (1998B) mener IMF's programmer består alle de tre testene, og at Feldstein utelater et sentralt spørsmål: Adresserer programmene seg til de underliggende årsakene til krisen? Fischer mener de strukturelle reformene var helt nødvendige fordi problemene med svake finansielle institusjoner, utilstrekkelig regulering og overvåking av banksektoren, og de tette

båndene mellom myndighetene, bankene og bedriftene, var sentrale for den økonomiske krisen. IMF's lån ville vært forgjeves dersom man ikke gjorde noe med disse problemene. Det ville heller ikke vært i landenes egeninteresse å legge disse problemene bort.

4.4 Bidrar IMF til å skåne kreditorer for tap, og bidrar de til en forsterket global "moral hazard"?

4.4.1 Kritikk

Mange er bekymret for at IMF's redningspakker fører til en forsterket "moral hazard"³⁷. Dersom man forventer en "bail-out", kan dette føre til at både investorene og kreditorene lar være å overvåke investerings- og lånestrategiene på en effektiv måte (Corsetti et al. (1998))³⁸. Sett i sammenheng med Asia-krisen mener mange at siden de utenlandske kreditorene visste at IMF ville komme inn å "redde" dem hvis det gikk galt, lånte de ute mye mer enn det de ellers ville gjort. På samme måte lånte bedriftene i kriselandene for mye fordi de visste at IMF kom til å komme inn å hjelpe dem. Myndighetenes insentiver til å føre en god politikk som fremmet kredittverdighetene ble også svekket. Slik kan altså IMF's inntreden føre til "moral hazard" blant långivere og låntakere. Dette fører også til en situasjon der de utenlandske kreditorene som blir reddet ut ikke bærer en rettferdig del av krisekostnadene, mens det er myndighetene (og dermed innbyggerne) som sitter igjen med kostnadene.

Radelet og Sachs (1998A:70) er kritisk til IMF og mener de skaper en ny "moral hazard" ved å bruke en "bail-out"-strategi:

" Current arrangements for integrating emerging markets into the global financial system are clearly defective. Capital market liberalization in Latin America, eastern Europe, and Asia have been followed by extreme macroeconomic crisis. The IMF's response to those crises have not prevented deep dislocations in the emerging market countries. Moreover, the emergency IMF bailout packages in Mexico, Argentina and East Asia have arguably contributed to significant new moral hazards in international lending. The IMF has shown itself to be extremely fearful of a default in any emerging market, and in fact, prepared to devote large sums of money to bailing out foreign credits."

³⁷ Se om "moral hazard" mer generelt i 2.4.

³⁸ Uttrykket "bail-out" betyr at man blir reddet ut fra krisen (her av IMF), at man ikke bærer hele tapet selv.

Radelet og Sachs mener lånene fra IMF bidro til å redde utenlandske kreditorer fra tap, og at det dermed var innbyggerne i kriselandene som ble sittende igjen med ”svarteper”. Videre argumenterer de for at man burde latt de utenlandske långiverne og bankene i kriselandene ta tapene, blant annet på grunn av det nevnte ”moral hazard” problemet. Feldstein (1998) mener også IMF har et problem når det gjelder faren for ”moral hazard”.

For å vise hvorfor IMF's håndtering fører til ”moral hazard”, forklarer Chari og Kehoe (1998) to syn på hvordan en ”lender of last resort” (LLR) bør operere for å hindre finansiell panikk³⁹. Det ene synet, som de kaller ”bailout prescription”, er at LLR bør gi likviditet til de bankene som har problemer, og det på favoriserende vilkår⁴⁰. Det er på denne måten en kan si IMF opererer på. Det andre synet, som de kaller ”liquidity provider prescription”, er at ved en krise bør LLR heller fokusere på å forsyne markedet som helhet med likviditet, istedenfor å fokusere på de institusjonene som har problemer⁴¹. Dette kan gjøres ved åpne markedsoperasjoner eller ved å gi alle bankene mer fordelaktige vilkår hos sentralbanken. I det vesentlige vil da sentralbankene ende opp ved å tilby likviditet ved å erstatte mindre likvide aktiva med mer likvide aktiva. Markedet kan da allokere denne nye likviditeten slik det ser det passende. Chari og Kehoe argumenterer for at det første fører til en voldsom ”moral hazard”, noe man selvfølgelig bør unngå.

4.4.2 Svar på kritikken

Fischer (1998A) mener betydningen av ”moral hazard” problemet er overdrevet. Fischer mener ingen land bevisst vil oppsøke en krise, selv om de tror at internasjonal assistanse vil finne sted. Den økonomiske, finansielle, sosiale og politiske smerten vil enkelt og greit være for stor, og landene har heller ingen stort behov for å komme inn under IMF's program dersom de ikke absolutt ser seg nødt til det. Dessuten er konsekvensene av en finanskriser så store, og usikkerheten om hvilke banker og bedrifter som vil få hjelp og dermed overleve en krise er stor. Ingen vil derfor ønske å spekulere i IMF som ”lender of last resort”.

Fischer (1998A:5) mener man står overfor et valg om å gjøre noe eller bare å stå og se på:

³⁹ Det er ingen alminnelig anerkjent definisjon av begrepet ”lender of last resort”, og det er også viktige uenigheter om hva en LLR bør ha som oppgave (Fischer (1999)). Se 4.5 for mer om LLR.

⁴⁰ Dette synet tar Fischer (1999) til ordet for (Chari og Kehoe (1998)).

”In effect, we face a trade-off. Faced with a crisis, we could allow it to deepen and possibly teach international lenders a lesson in the process; alternatively, we can step in and do what we can to mitigate the effects of the crisis on the region and the world economy in a way that places some of the burden on borrowers and lenders, although possibly with some undesired side effects. The latter approach – doing what we can to mitigate the crisis – makes more sense.”

Fischer skriver videre at utenlandske banker *har* tapt penger på Asia-krise. Mange utenlandske banker opplevde at de måtte skrive ned fordringene sine, og de måtte rullere gjelda på et tidspunkt de normalt ikke ville gjort det på. Han viser også til kvartalsrapporter for inntjening som viser at Asia-krise har vært kostbar for utenlandske banker.

Fischer (1998B) skriver at utenlandske investorer *har* tapt penger på Asia-krise. I slutten av 1997 hadde utenlandske investorer tapt tre fjerdedeler av verdien av verdipapirbeholdningen deres i enkelte asiatiske markeder. Også i Fisher (1998B) påpeker han at land vil prøve å unngå å gå til IMF, fordi politikere som ender opp i trøbbel vanligvis vil ha problemer med å overleve politisk. Fischer (1998B) skriver dette om ”moral hazard”:

”Better ways of dealing with it must be found. But surely investors will not conclude that they need not worry about risks because the IMF will save them. Investors have been hit hard, as they should have been, for lending unwisely.”

Fischer (1999) påpeker at når man betrakter ”moral hazard” problemet, er det viktig å erkjenne at det ikke er noen perfekt løsning på ”moral hazard” problemet:

”It is important to consider moral hazard to recognize that in the presence of hidden actions, there is no perfect solution to the problem. It will not generally be optimal in a situation of risk to suppress moral hazard entirely. Rather, the optimal solution will generally combine the provision of insurance with measures to limit moral hazard.”

Corsetti et al. (1998) skriver at det ikke er noe direkte bevis for at den store kapitalinnførselen til Asia etter 1995, var relatert til forventninger om at IMF ville komme med

⁴¹ Dette synet tar Bordo (1993) til ordet for (Chari og Kehoe (1998)).

”redningspakker” ved en eventuell krise som de gjorde under Mexico-krisen. Corsetti et al. skriver videre at alternativet til ”moral hazard”, at man lar landene og kreditorene selv ordne opp, kan være langt mer dramatisk og forstyrrende. Lærdommene fra mellomkrigstiden og 1980-tallet viser at en slik strategi krever komplekse forhandlinger som går over lang tid. De internasjonale markedene blir innskrenket, og den langsiktige veksten vil avta dramatisk. Erfaringene fra 1990-tallet viser også at man kan få stor spredning av spekulative angrep og finansiell panikk mellom regioner. Hvis forhandlingene tar lang tid, er sjansen for spredning og konsekvensene av den mye større enn om man hadde fått internasjonal assistanse.

4.5 Kan og bør det finnes en internasjonal ”lender of last resort”?

En rekke fremvoksende økonomier har gjennomgått finanskriser på 1980- og 1990-tallet, blant andre Mexico i 1994-95, Russland i 1998, Brasil i 1998-99 og som kjent flere østasiatiske land i 1997-1998. De fremvoksende økonomienes eksterne gjeld har ofte vært kortsiktig gjeld i utenlandsk valuta. Flere land har opplevd en stor kapitalinngang som har blitt etterfulgt av en enorm kapitalflukt, og dermed har det oppstått mangel på utenlandsk valuta for tilbakebetaling av lån. I lys av dette har det oppstått en debatt om det kan og bør finnes en internasjonal ”lender of last resort” (LLR), der IMF sees på som denne LLR-en. IMF har gått fra å være en institusjon som fokuserte på enkeltlands betalingsproblemer, til i sterkere grad å rette oppmerksomheten mot ansvar for å ivareta internasjonal monetær og finansiell stabilitet (Se Sandal 2001 og Chari og Kehoe (1998)).

Det internasjonale samfunn har fryktet at krisene skal spre seg til andre land, og har derfor ytt støttelån. Industrialiserte land har således hatt en betydelig egeninteresse i å bidra til at kriser i fremvoksende økonomier løses raskt og effektivt (Sandal (2001)). Grunnen til at disse støttelånene har blitt kritisert, er faren for at det bidrar til ”moralsk hazard” blant låntakere og långivere (se 4.4). Fordeler og ulemper ved å ha et slikt sikkerhetsnett som LLR-funksjonen utgjør, må dermed veies mot hverandre.

De fleste diskusjoner på om det kan og bør finnes en LLR, starter med at man ser på hvilken rolle sentralbanken utøver LLR-rollen på nasjonalt plan (se Sandal (2001), Fischer (1999) og Chari og Kehoe (1998)). Sandal skriver at rollen som yter av valutalån til land i

likviditetsproblemer har en parallell på nasjonalt plan, nemlig at sentralbanken yter store ekstraordinære lån til banker i likviditetskrise.

Likviditetsproblemer i banker er tradisjonelt forbundet med såkalte "bank runs" (Sandal (2001))⁴². "Bank runs" er en situasjon der innskyterne frykter at pengene deres kan gå tapt, og de vil derfor ta ut pengene sine i stort omfang. En slik situasjon kan i prinsippet oppstå selv om alle innskyterne er sikre på at banken er solvent. Innskyterne vet at banken vil få et likviditetsproblem dersom banken opplever store uttak. Hvis det oppstår forventninger om at andre innskytere vil ta ut pengene sine, vil det være rasjonelt for alle innskyterne å ta ut sine innskudd. Man har altså et koordineringsproblem mellom innskyterne. Det kan beskrives som en situasjon med to likevekter, en god likevekt (uten "bank run") og en dårlig likevekt (med "bank run"). Det kan være behov for at noen initierer en bevegelse mot den gode likevekten dersom en er i ferd med å havne i en dårlig likevekt.

Koordineringsproblemet blant vanlige innskytere er i dag løst ved sikringsordninger som garanterer for kundeinnskudd opp til en viss størrelse. Store innskudd og finansiering gjennom verdipapirer og interbanklån er imidlertid ikke dekket av innskuddsgarantien. Det kan derfor oppstå situasjoner der banker ikke er villige til å dekke en annen banks likviditetsbehov fordi bankene ikke har full informasjon og på grunn av koordineringsproblemene nevnt over. Dersom en bank får problemer, kan dette skape problemer for mange andre banker også. For at ikke det finansielle systemet skal bryte sammen har man altså en LLR som yter nødkreditt i et slikt tilfelle, og som ved sin eksistens også har en tillitskapende effekt.

Slike sikringsordninger kan også ha negative effekter, og det er derfor viktig at ordningene er riktig utformet og forvaltet. Den klassiske oppskriften for hvordan LLR-rollen skal utøves, stammer fra Thornton (1802) og Bagehot (1873) (Sandal (2001)). Bagehot definerer LLR-rollen slik: I en krise bør LLR låne "ubegrenset" til midlertidige illikvide, men solvente institusjoner, mot god sikkerhet og til strafferente. Jeg vil nå ta for meg hvordan dette gjøres av de nasjonale sentralbankene og diskutere om dette er mulig også på internasjonalt plan⁴³.

⁴² Dette og neste avsnitt bygger på Sandals forklaring av "bank runs" og koordineringsproblemet som oppstår.

⁴³ Fremstillingen bygger på oppsettet til Sandal (2001).

Når det gjelder å låne ”ubegrenset”, har sentralbanken i utgangspunktet ingen begrensninger på hvor mye den kan låne ut⁴⁴. Situasjonen ville også vært sånn internasjonalt dersom man bare hadde hatt én valuta som ble utstedt av en global sentralbank. Capie (1998) og andre mener at siden det ikke er slik, vil ikke et internasjonalt organ ha ressurser til å utøve LLR-rollen på en effektiv måte (Sandal (2001)). Andre mener man kan spille LLR-rollen bare en har tilstrekkelig med ressurser, noe Fischer (1999) mener IMF har. Fischer mener ubegrensede lån i en internasjonal sammenheng ikke bør knyttes til et låns størrelse, men heller til det forhold at det finnes en institusjon som på kort tid er beredt til å yte relativt store lån til land som står i en krisesituasjon eller som kan bli smittet av en finansiell krise. (Sandal (2001)). Etter hans syn har IMF låneordninger som oppfyller et slikt krav⁴⁵.

Radelet og Sachs (1998A:66) mener IMF ikke har nok ressurser til å ivareta en LLR-rolle. I tilknytning til Asia-krisen skriver de dette:

”A fifth important reason for the failure of the IMF programs is that the loan packages provided only a weak shadow of a lender of last resort facility. While we are not enthusiastic about casting the IMF as a true international lender of last resort (see below), we would emphasize that announcing large sums of money that are not readily available for short-term support is unlikely to stop a creditor run. Under the IMF programs in East Asia, it is not clear how much money is actually available to each country: substantial sums are announced as contingency funding from bilateral supporters, but the conditions for their use are not defined and are subject to future IMF staff appraisals and negotiations with the bilateral creditors.”

Når det gjelder kravet om at man bør holde seg til utlån til midlertidig illikvide, men solvente banker mot god sikkerhet, kan det her være vanskelig å skille mellom solvens- og likviditetsproblemer. En nasjonal LLR som enten fører tilsyn selv, eller har god tilgang på informasjon fra tilsynsorganet, vil ha kunnskap som gjør den bedre i stand til å vurdere om banken er solvent eller ikke. En internasjonal LLR vil ofte ikke ha like god kunnskap om låntakerlandene som en nasjonal LLR har om en nasjonal bank, og i tillegg vil tilgjengelig

⁴⁴ Sandal (2001) peker rett nok på at det ikke er sikkert at ”ubegrenset” kredittgivning passer med det gjeldende pengepolitiske regimet, og at store lån til institusjoner med uklar solvensposisjon vil være forbundet med betydelig kredittrisiko for sentralbanken.

⁴⁵ Fischer snakker om SRF (Supplemental Reserve Facility) og CCL (Contingent Credit Line). SRF har ingen lånegrense og skal brukes mot uventet store betalingsbalansebehov som særlig kan true den internasjonale finansielle stabilitet. CCL har formelt ingen grense, men det forventes at lånet ikke skal være mer enn 300-500%

data i stor grad være skaffet til veie av låntakerlandet selv (Sandal (2001)). Fischer (1999) på sin side mener at man ved å lage internasjonale standarder, øke transparensen og informasjonen fra myndighetene i landene, kan løse manglende kunnskap og informasjon hos en internasjonal LLR (i dette tilfelle IMF). Det vil være vanskelig for et internasjonal organ å avgjøre hvilke typer sikkerhet et land bør stille, og det vil selvfølgelig være komplisert å håndheve disse avtalene da et land er suverent og ikke har noen overliggende autoritet.

Strafferente er det mulig å ha på så vel nasjonalt plan som på internasjonalt plan. IMF's SRF- og CCL-ordninger har en rente som er høyere enn IMF's ordinære utlånsordninger, og kan derfor sies å ha en strafferente. En strafferente er rente som ligger høyere enn markedsrenta i normale tider. Det kan i en del tilfeller være vanskelig å definere hva som er markedsrenta, blant annet fordi mange land ikke har adgang til private internasjonale kapitalmarkeder (Sandal (2001)). Strafferenta har til hensikt å redusere etterspørselen etter kreditt for institusjoner som ikke er i trøbbel (Fischer (1999)). Å gi lån med strafferente er en måte å redusere "moral hazard" på. Andre måter å redusere "moral hazard" på er tilsyn og regulering, markedsovervåkning/selvregulering og ulike former for sanksjoner (Sandal (2001)). Fischer (1999) påpeker at man også må straffe de som gjør feil.

Bagehot (1873) mener det bør være klarhet i hvilke prinsipper LLR-en vil bruke i en eventuell krise. Men mange vil i dag hevde at dette fører til "moral hazard", og at man heller bør ha en "konstruktiv uklarhet". "Konstruktiv uklarhet" vil si at myndighetene bør håndheve sikringsordningene på en slik måte at bankene ikke kan være sikre på at de blir reddet, og i tilfelle til hvilke betingelser (Sandal (2001)). Det samme vil gjøre seg gjeldene for et internasjonal organ i håndhevelsen av LLR-rollen, og IMF har i så måte blitt kritisert for å ha for klare regler og prinsipper i en krisesituasjon.

Chari og Kehoe (1998) mener IMF må stanse sin låneaktivitet og heller reorganisere seg til en internasjonal konkursdomstol. De mener de nasjonale sentralbankene både har kapasitet og vilje til å forsyne og skaffe likviditet på en koordinert måte, og at de er bedre egnet enn et internasjonal organ som IMF. IMF har også foreslått en gjeldsordning for land med betalingsproblemer (se for eksempel Krueger (2002)). En av innvendingene mot forslaget, som er særlig relevant for diskusjonen omkring Asia-krisen, er at forslaget kun omhandler

av landets kvote. CCL er for land med "sunn" økonomi som får betalingsbalansebehov som følge av smitte fra andre land. Informasjonene om SRF og CCL er hentet fra Sandal (2001).

statsgjeld som er lagt ut i utlandet. I Asia-krisen var det som kjent privat sektors utenlandsgjeld som var hovedproblemet.

4.6 Valg av valutakursregime

Etter Asia-krisen oppstod igjen debatten om valg av valutakursregime. I tillegg til at fast kurs var en viktig faktor for krisen i Asia, har det også skapt problemer for andre fremvoksende økonomier på 1990-tallet: Mexico i 1994, Russland 1998, Brasil 1999, Argentina i 2000 og Tyrkia i 2001. Samtidig har land som ikke har hatt fast eller justerbar valutakurs unngått kriser, for eksempel Sør-Afrika, Israel i 1998, Mexico i 1998 og Tyrkia i 1998 (Stæhr og Winje (2001)).

Etter Asia-krisen ble det igjen satt lys på tradisjonelle argumenter mot fastkurs. Under en periode med finansiell liberalisering vil fastkurs forsterke insentivene til å låne fra utlandet uten å sikre seg fordi fastkursen vil oppfattes som en garanti mot valutakursendringer. Særlig aktuelt er dette i land der rentenivået i lokal valuta er høy (Stæhr og Winje (2001)). Resultatet er en uforholdsmessig stor kapitalinngang med påfølgende valuta- og finanskriser. Det kan hevdes at man med flytende kurs vil unngår spekulasjonsangrep, dels fordi det ikke er noen valutakurs å forsvare og dels fordi aktørene i økonomien ikke i samme grad vil utsette seg for valutarisiko (Stæhr og Winje (2001)). Fischer (1999) mener det er en "tradeoff" mellom større kortsiktig volatilitet i realvalutakursen ved en fleksibel valutakurs, og større sjans for en ekstern finanskriser når valutakursen er fast. Mckinnon og Pill (1999) mener en flytende valutakurs ikke nødvendigvis er bedre enn en fast valutakurs hvor kjøpekraftspariteten holder.

En fast valutakurs kan føre til at man tilsidesetter store ressurser (valutareserver) for å forsvare en overvurdert nominell valutakurs. Tilhengerne av panikk-synet (se 4.2.1) mener at valutareservene spiller rollen som en gjennomiktig sikkerhet mot internasjonal låning, og at man ved å tømme reservene i et forsøk på å forsvare kursen ber om en tillitskriser (Corsetti (1998)). Empiriske studier tenderer til å bekrefte dette synet ved å vise til at valutakriser stort sett er assosiert med kollaps i regimer med fast valutakurs (Corsetti (1998)). De makroøkonomiske kostnadene er i gjennomsnitt mindre i flytende regimer som opplever en sterk depresiering, sammenlignet med et fastkurssystem som går dukken.

Ifølge Dornbusch (1998) er nasjonale penger og perfekt kapitalmobilitet inkonsistent med hverandre (Corsetti (1998)). Han peker på behovet for internasjonale penger når finansmarkedene er så integrert, og tar til ordet for at man bør gi opp sin egen valuta og erstatte den med dollar eller euro. Fordelen med å avskaffe sin egen valuta er at valutarisikoen fjernes og renterisikoen dempes, og tilgangen på utenlandsk finansiering blir lettere og mer stabil (Stæhr og Winje (2001)). Ulempene er at sentralbanken mister inntektene den får ved å utstede penger, myndighetene kan ikke lenger føre valuta- og pengepolitikk, og mulighetene for å støtte bankvesenet ved omfattende likviditetsproblemer blir redusert. Er problemet manglende finanspolitisk disiplin, blir ikke dette løst ved at man gir opp sin egen valuta.

Frankel (1999) mener at mellomløsninger i mange tilfeller er det optimale valutakursregime for fremvoksende økonomier (Stæhr og Winje (2001)). Et bestemt valutakursregime er ikke noen garanti mot kriser. Frankel peker på at andre deler av den økonomiske politikken er viktigere, blant annet en forsvarlig finanspolitikk, en velutviklet og velregulert finansiell sektor og en forsiktig finansiell liberalisering innenlands og overfor utlandet. Videre bør ikke valg av valutakursregime alene styres av et ønske om å unngå en valutakrise, men det bør også reflektere at ulike kriterier peker i ulik retning.

Krugman (1999:6) skjønner ikke hvorfor man skal være så indirekte med hensyn til problemet med gjeld i utenlandsk valuta:

”If foreign currency debt is a problem, why not discourage it directly rather than depending on exchange volatility to do the job.”

Obstfeld (2000) hevder at med mindre det finnes en fullgod måte å sikre troverdigheten av fastkursregimer, vil disse forbli ustabile hvis ikke omfattende og effektive restriksjoner på kapitalbevegelsene beholdes (Stæhr og Winje (2001)).

4.7 Kapitalkontroller

I etterkant av krisen i Asia, der Malaysia blant annet innførte restriksjoner på utgående kapitalbevegelser, har det oppstått debatt om restriksjoner på kapitalbevegelser kan være med på å forebygge eller dempe finansielle kriser i fremvoksende økonomier. Makroøkonomiske

styringshensyn (spesielt å bevare selvstendigheten i pengepolitikken) og finansielle forsiktighetshensyn blir i Stæhr og Winje (2001) nevnt som to hovedbegrunnelser for restriksjoner på internasjonale kapitalbevegelser. Den første begrunnelsen kommer av ”den umulige treenighet”, som sier at det ikke går an å ha både frie kapitalbevegelser, fast valutakurs og selvstendig pengepolitikk. Med restriksjoner kan dermed pengepolitikken brukes for interne formål uten at dette kommer i konflikt med eksterne hensyn. Den andre begrunnelsen går på at restriksjoner på kapitalbevegelsene reduserer finanssektorens eksponering mot rente- og valutarisiko. Dette kan være spesielt ønskelig dersom finanssektoren er lite utviklet, og regulerings- og tilsynsordningene er utilstrekkelige. Ulempene ved kapitalrestriksjoner er først og fremst knyttet til at man reduserer fordelene av en effektiv utnyttelse av kapital mellom land, og at man reduserer mulighetene for fordeling og diversifisering av risiko⁴⁶.

Kapitalrestriksjoner kan beskrives etter flere dimensjoner (Stæhr og Winje (2001)). Restriksjonene kan legges på inngående kapital og/eller utgående kapital, og kan videre legges på utvalgte typer kapitalbevegelser, som for eksempel utenlandske investeringer og porteføljeinvesteringer. Restriksjonene kan rette seg mot utvalgte sektorer, for eksempel banksektoren, utenlandske aktører, privatpersoner og så videre. Videre kan restriksjonene være av administrativ eller markedsmessig karakter. Administrative kontroller begrenser kapitalbevegelser gjennom direkte forbud, kvantitative restriksjoner eller særskilte søknadsprosedyrer. Restriksjoner av markedsmessig karakter virker gjennom prisme mekanismen, for eksempel ved å gjøre kapitalbevegelsene mer kostbare å gjennomføre.

Chile og Malaysia har fått stor oppmerksomhet i debatten om kapitalrestriksjoner. Malaysia innførte som vi har sett tidligere, restriksjoner på utgående kapital for å hindre ytterligere kapitalutgang⁴⁷. Som vi så i 3.2 har Malaysias erfaringer vært gjenstand for ulike tolkninger, men hovedoppfatningen blant økonomer kan vel sies å være at kapitalkontrollene ikke hadde noe særlig virkning.

Chile opplevde en betydelig kapitalinngang fra slutten av 1980-tallet⁴⁸. For å øke selvstendigheten i pengepolitikken innførte Chile restriksjoner på kortsiktige inngående

⁴⁶ Se Stæhr og Winje (2001) for flere ulemper ved kapitalrestriksjoner.

⁴⁷ Se 3.2 for mer om restriksjonene som ble iverksatt.

⁴⁸ Avsnittet bygger på Stæhr og Winjes fremstilling av kapitalrestriksjonene i Chile.

kapitalbevegelser i 1991. Renten skulle brukes for å bekjempe inflasjonen, mens valutakursen skulle styres av hensynet til balanse i handel med utlandet. Kapitalinngangen ble i all hovedsak formidlet gjennom banksektoren, slik at restriksjonene også ble sett på som et middel for å skjerme banksektoren mot for stor rente- og valutarisiko. Hensikten med kapitalrestriksjonene var å motvirke den kortsiktige, men ikke langsiktige kapitalinngangen. All utenlandsk opplåning (unntatt handelskreditter) ble derfor pålagt et uforrentet reservekrav, og direkte investeringer og porteføljeinvesteringer fra utlandet måtte bindes for ett år. Restriksjonene var en del av en større pakke av politikktiltak. Sammen med at kapitalutgangen ble liberalisert, ble finanspolitikken strammet til, fleksibiliteten i valutakursen økt, og tilsynet med finanssektoren ble ytterligere styrket.

Hovedkonklusjonene synes å være at kapitalrestriksjonene førte til en styrket mulighet for å føre en selvstendig pengepolitikk, effekten på valutakursen var begrenset og den totale kapitalinngangen ble ikke påvirket (Stæhr og Winje (2001))⁴⁹. Videre skriver Stæhr og Winje at det er vanskelig å vurdere hvor viktige restriksjonene var for at Chile unngikk de finansielle krisene på 1990-tallet, fordi den økonomiske situasjonen i Chile i utgangspunktet var bedre enn i mange andre fremvoksende økonomier. Corsetti et al. (1998) skriver at Chiles suksess heller bør tillegges effektive reguleringer og overvåkinger av det finansielle systemet, enn kontroll og restriksjoner på kortsiktig inngående kapitalbevegelser. Corsetti et al. skriver videre at kontrollene ble mindre effektive over tid på grunn av unnvikelse og lekkasje, og at det også finnes beviser på at kontrollene favoriserte de store selskapene.

Ariyoshi et al. (2000) trekker generelle konklusjoner bygget på en omfattende studie av mange lands erfaringer med kapitalrestriksjoner (Stæhr og Winje (2001)). Ariyoshi mener at restriksjoner på kapitalbevegelser ikke kan erstatte ansvarlig makroøkonomisk politikk. Selv ikke omfattende restriksjoner er tilstrekkelig for å unngå finansielle kriser dersom de makroøkonomiske ubalansene er store. Videre mener han at land som har brukt restriksjoner og samtidig ført en forsiktig makroøkonomisk politikk, ser ut til å ha klart seg bedre enn land som ikke har brukt restriksjoner. Det er imidlertid vanskelig å fastslå om det er kapitalrestriksjonene eller den makroøkonomiske politikken som har vært viktigst. Selv om restriksjonene ofte bidrar til å skjerme den finansielle sektoren, viser det seg i praksis at det er de makroøkonomiske hensynene som prioriteres.

⁴⁹ Kortsiktig kapitalinngang ble erstattet av langsiktig kapitalinngang. Dermed ble den totale kapitalinngangen upåvirket.

5 Avslutning

Mange asiatiske land opplevde en enorm økonomisk vekst i etterkrigstiden. På begynnelsen av 1990-tallet fikk vi en kraftig vekst i kapitalstrømmen til u-land, spesielt til Øst-Asia. Det oppstår ofte problemer og kriser når land åpner opp for ekstern finansiell liberalisering før de har gjennomført liberalisering av den innenlandske finanssektoren og finansmarkedet på en tilfredsstillende måte. Den 2. juli 1997 valgte Thailands myndigheter å oppgi fastkurssystemet og lot sin valuta, baht, flyte. Dette var starten på det som har blitt kalt Asia-krisen. I tillegg til de tradisjonelle første- og andre-generasjonsmodellene for valutakriser, ble det nå tatt i bruk tredje-generasjonsmodeller for å forklare krisen i Asia. Tredje-generasjonsmodellene forklarer blant annet kriser som resultat av ubalanser i finansierings- og investeringsporteføljene.

Blant de som ble hardest rammet av krisen, var Indonesia, Thailand, Sør-Korea og Malaysia. De tre førstnevnte søkte assistanse fra IMF, mens Malaysia valgte å håndtere krisen på egenhånd. IMF's programmer bestod av låneavtaler sammen med kondisjonaliteter. Penge- og finanspolitikken måtte strammes til, og omfattende strukturelle og institusjonelle reformer måtte gjennomføres. IMF fikk i etterkant av krisen stor kritikk for sin håndtering av krisen. Som vi har sett oppstod det en kraftig debatt om IMF's krav til stram penge- og finanspolitikk, sammen med de omfattende reformene. Også større spørsmål, som om man egentlig trenger en internasjonal "lender of last resort", valg av valutakursregime og bruk av kapitalkontroller, ble diskutert.

Det er vanskelig å gi noen konklusjon på om IMF handlet galt i sin håndtering av krisen. Det er som vi har sett en rekke argumenter som taler for og i mot en slik håndtering. Men det som er sikkert er at man må få mer avklaring rundt hvilken rolle IMF skal ha, jamfør "lender of last resort"-debatten. Videre må man forsette arbeidet rundt ny global finansiell arkitektur. Dette vil kunne bidra til at man i fremtiden unngår store kriser som Asia-krisen, og at IMF får en mer klart definert rolle.

Litteraturliste

Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Otker-Robe, Jorge Canales-Kriljenko og Andrei Kirilenko (2000): *Capital controls: Country experience with their use and liberalization*, Occasional Paper, No.190, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/pdf/part2.pdf>.

Bagehot, Walter (1873): *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: H.S.King.

Berg, Andrew (1999): *The Asian Crisis, Policy Responses, and Outcomes*, IMF Working Paper No. 99/138, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99138.pdf>.

Bordo, Michael D. (1993): *The Bretton Woods international monetary system: A historical overview*, In A retrospective on the Bretton Woods system, ed. Michael D. Bordo and Barry J. Eichengreen. Chicago and London: University of Chicago Press.

Burda, Michael og Charles Wyplosz (2001): *Macroeconomics, a European text*, Third edition, Oxford University Press 2001.

Camdessus, Michel (1998): *The IMF's role in today's globalized world*, tale, IMF og Bundesbank Symposium, <http://www.geocities.com/mugajava.geo/riwa/sp070298.htm>.

Capie, Forrest (1998): *Can There Be an International Lender-of-Last-Resort?*, International Finance: 311-325.

Chari, V.V. og Patrick J. Kehoe (1998): *Asking the Right Questions About the IMF*, Annual Report Issue 1998, Federal Reserve Bank of Minneapolis, <http://woodrow.mpls.frb.fed.us/pubs/ar/1998/ar1998.cfm>.

Corsetti, Giancarlo (1998): *Interpreting the Asian Financial Crisis: Open Issues in Theory and Policy*, notat, <http://www.adb.org/Documents/Periodicals/ADR/pdf/ADR-Vol16-2-Corsetti.pdf>.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti og Nouriel Roubini (1998): *What caused the Asian currency and financial crisis? Part II: The Policy debate*, notat, www.stern.nyu.edu/globalmacro.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti og Nouriel Roubini (1999): *What caused the Asian currency and financial crisis?*, Japan and the World Economy (11): 305-373.

Dollar, David og Mary Hallward-Driemeier (1998): *Crisis, Adjustment, and Reform in Thai Industry*, upublisert notat, Washington: Verdensbanken.

Dornbusch, Rudi (1998): *After Asia: New Directions for the International Financial System*, Massachusetts Institute of Technology, upublisert notat.

Dornbusch, Rudi (2001): *Malaysia: Was it different?*, NBER Working paper No.8325, <http://www.nber.org/papers/w8325>.

- Feldstein, Martin (1998): *Refocusing the IMF*, Foreign Affairs 77(2), mars-april.
- Fischer, Stanley (1998A): *The Asian crisis: a view from the IMF*, tale, the Midwinter Conference of the Bankers` Association for Foreign Trade, Washington, D.C., 22.januar.
- Fischer, Stanley (1998B): *In Defense of the IMF: Specialized Tools for a Specialized Task*, Foreign Affairs 77 (4).
- Fischer, Stanley (1999): *On the need for an international lender of last resort*, IMF, januar, <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>.
- Frankel, Jeffrey A. (1999): *No single currency regime is right for all countries or at all times*, NBER Working Paper No. 7338.
- Fullerton, Don (1982): *On the possibility of an inverse relationship between tax rates and government revenues*, Journal of Public Economics 19, 3-22.
- Ghosh, Swati R. og Atish R. Ghosh (1999): *East Asia in the Aftermath: Was There a Crunch?*, IMF Working Paper No. 99/38.
- Ghosh, Atish og Steven Phillips (1999): *Monetary and Exchange Rate Policies*, del 6 i IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand, A Preliminary Assessment. Occasional paper No. 178, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op178/index.htm>.
- Goldfajn, Ilan og Taimur Baig (1998): *Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: The Case of Asia*”, IMF Working Paper No. 98/170, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98170.pdf>.
- Hamann, Javier og Marianne Schulze-Ghattas (1999): *Structural Reforms*, del 8 i IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand, A Preliminary Assessment. Occasional paper No. 178, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op178/index.htm>.
- Johnston, Simon og Todd Mition (2000): *Who gains from capital controls? Evidence from Malaysia*, notat presentert på NBER-konferanse “Capital Account Convertibility and Capital Controls in Emerging Market Countries, Session on Malaysia”, 16.februar 2001.
- Kaplan, Ethan og Dani Rodrik (2001): *Did the Malaysian capital controls work?*, NBER Working Paper No. 8142, <http://www.nber.org/papers/w8142>.
- Kindleberger, Charles P. (1996): *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, Third Edition, (New York: John Wiley and Sons).
- Krueger, Anne (2002): *New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking*”, Innlegg på konferansen “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards”, Institute for International Economics, Washington DC, april 2002.
- Krugman, Paul (1998A): *What happened to Asia?*, notat, <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>.

Krugman, Paul (1998B): *Will Asia bounce back?*, tale til Credit Suisse First Boston, Hong Kong, Mars.

Krugman, Paul (1999): *Analytical afterthoughts on the Asian crisis*, notat, <http://web.mit.edu/krugman/www/MINICRIS.htm>.

Lane, Timothy (1999): *Program Design*, del 3 i IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand, A Preliminary Assessment. Occasional paper No. 178, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op178/index.htm>.

Lane, Timothy og Marianne Schulze-Ghattas (1999): *Program Financing and Market Reactions*, del 4 i IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand, A Preliminary Assessment. Occasional paper No. 178, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op178/index.htm>.

Lane, Timothy og Tsidi Tsikata (1999): *Fiscal Policy*, del 7 i IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand, A Preliminary Assessment. Occasional paper No. 178, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op178/index.htm>.

Lim, Linda (1999): *Malaysia's Response to the Asian Financial Crisis*, Statement before the Subcommittee on Asia and the Pacific Committee on International Relations U.S. House of Representatives 16.juni 1999.

Mckinnon, Ronald og Huw Pill (1999): *Exchange-regimes for emergin markets: moral hazard and international overborrowing*, Oxford Review of Economic Policy.

Mishkin, Frederic (2000): *Financial Policies and the prevention of financial crisis in emergin market countries*, notat, www.nber.org/books/woodstock00/index.html.

Obstfeld, Maurice (2000): *Globalization and Macroeconomics*, NBER Reporter OnLine: Fall 2000, <http://www.nber.org/reporter/fall00/obstfeld.html>.

Pedersen, Karl R. (1999): *Internasjonale kapitalstrømmer, utenlandsgjeld og valutakriser*, kapittel 5 i Hagen og Pedersen (red.) *Fordeling og vekst i fattige land*, Fagbokforlaget.

Radelet, Steven og Jeffrey Sachs (1998A): *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Brooking Papers on Economic Activity, Volume 1998, Issue 1 (1998), 1-74.

Radelet, Steven og Jeffrey Sachs (1998B): *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, NBER Working paper No.6680, <http://papers.nber.org/papers/w6680.pdf>.

Røisland, Øistein og Karsten Stæhr (1998): *Kan teorier for spekulasjonsangrep forklare krisen i Øst-Asia*, Penger og kreditt 1/98, www.norges-bank.no.

Sandal, Knut (2001): *Internasjonale finanskriser – kan og bør det finnes en internasjonal "lender of last resort"?*, Penger og Kreditt 1/01, www.norges-bank.no.

Somuano, Alejandro, Ignacio Lobato og Sangeeta Pratap (2003): *Debt Composition and Balance Sheet Effects of Exchange Rate and Interest Rate Volatility in Mexico: A Firm Level Analysis*, notat, <http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr197finaldraft.pdf>.

Stæhr, Karsten og Pål Winje (2001): *Valutakursregime, kapitalrestriksjoner og finanskriser i fremvoksende økonomier*, Penger og kreditt 3/01, www.norges-bank.no.

Tenold, Stig (2002): *Asia-krisen – fem år senere*, SNF rapport nr. 11/02. Samfunns- og næringslivsforskning AS.

Thornton, Henry (1802): *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*.

Appendiks 1

Table 39. Chronology of IMF Intervention in Asia

7/2/97—**Thailand** announces a managed float of the baht and IMF negotiations begin.

7/14/97—The **Philippines** extends and augments its existing IMF-supported program of 1997, and arranges a stand-by facility in 1998. IMF offers Philippines USD 1.1b loan package.

8/20/97 - IMF approves a USD 3.9b credit for **Thailand**. The plan assumes a positive growth of 2.5 percent in 1997 and 3.5 percent in 1998; and calls for maintaining gross official reserves at the equivalent of 4.2 months of imports in 1997 and 4.4 months in 1998; limiting the end-period rate of inflation to 9.5 percent in 1997 and 5 percent in 1998; targeting a small overall fiscal surplus by 1998 through an increase in the rate of the value-added-tax (VAT), and selective expenditure cuts; initiating a credible and up-front restructuring of the financial sector, focused on the identification and closure of unviable financial institution (58 finance companies).

10/8/97—**Indonesian** government agrees to request help from IMF.

10/31/98—The International Monetary Fund announces a \$23 billion multilateral financial package involving the World Bank and Asian Development Bank to help **Indonesia** stabilize its financial system.

11/5/97—The IMF approves a USD 10b stand-by credit for **Indonesia** and releases a disbursement of USD 3b. Measures include financial sector restructuring, with the closure of 18 insolvent banks; structural reforms to enhance economic efficiency and transparency, with the liberalization of foreign trade and investment, the dismantling of monopolies, and privatization; stabilizing the rupiah through a tight monetary policy; implementing fiscal measures equivalent to 1% of GDP in 1997/1998, and 2% in 1998/99, to yield a 1% of GDP surplus in both years.

11/21/97—**Korea** requests IMF assistance.

11/25/97—In light of a larger-than-expected depreciation of the baht, a second IMF package for **Thailand** is approved. The new plan includes additional measures to maintain the targeted fiscal surplus of 1% of GDP, the establishment of a timetable for financial sector restructuring, and plans to protect the weaker sectors of society.

12/4/97—IMF approves a USD 21b stand-by credit for **Korea**, and releases a disbursement of USD 5.6b. The initial program assumes GDP growth in 1998 of 2.5% and features comprehensive financial sector restructuring, including central bank independence, strong market and supervisory discipline, and the suspension of 9 insolvent merchant banks. Fiscal measures equivalent to 2% of GDP make room for the cost of financial restructuring, consistently with a balanced budget target. The plan calls for efforts to dismantle the non-transparent and inefficient ties among government banks and business; for the implementation of trade and capital account liberalization measures, as well as of labor market reforms; for the publication and dissemination of key economic and financial data.

12/8/97—Disbursement of USD 810m to **Thailand**.

12/16/97—**Korean** government allows won to float.

12/18/97—Disbursement of USD 3.5b to **Korea**.

12/24/97—**Korea** issues a letter of intent pointing at the need for an acceleration of the program as the situation deteriorates. The plan includes further monetary tightening, the abolition of the daily exchange rate band, the lifting of all capital account restrictions. Financial sector reform and market liberalization, as well as trade liberalization, are expedited. The IMF also announces that a debt rescheduling by international commercial banks is critical to **Korea's** recovery.

12/30/97—Disbursement of USD 2b to **Korea**.

1/15/98— Disbursement of US 2b to **Korea**.

1/15/98—A second package for **Indonesia** is agreed upon. The plan allows for a relaxation of the previous fiscal targets, that is now a budget deficit equal to 1% of GDP. Previous IMF conditions not fulfilled but reiterated in the second package include: dismantling of government monopolies, postponing infrastructure projects, and closing insolvent banks.

1/16/98—International lenders agree on plan to officially roll over **Korea's** short-term debt.

2/7/98—**Korea** agrees to third IMF program. GDP growth projections are lowered to 1%. The letter of intent includes additional measures to target fiscal deficit to 1% of GDP, increasing the amount of financial instruments available to foreign investors, and broadening the financial sector reform strategy to accommodate stabilization of short-term debt payments.

2/17/98—Disbursement of US 2b to **Korea**.

2/24/98—The **Thai** plan is further modified. The fiscal policy target is adjusted from a surplus of 1% of GDP to a deficit of 2% of GDP.

3/4/98—Disbursement of US 270m to **Thailand**.

4/10/98—**Indonesia** issues a Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies on additional measures. These include a strong monetary policies, accelerated bank restructuring, a comprehensive agenda of structural reforms. The IMF allows **Indonesia** to continue its fuel and power subsidies. In the light of the failure of the first two packages, the IMF will resort to a stricter enforcement of provisions.

5/2/98— **Korean** authorities update the program of economic reforms. Growth forecasts for 1998 are further revised downward to -2%. The letter of intent includes the accommodation of a larger fiscal deficit of about 2% of GDP in 1998, measures to strengthen and expand the social safety net, the loosening of restrictions on foreign exchange transactions, and the formation of an appraisal committee to evaluate recapitalization plans by undercapitalized banks.

5/4/98—Disbursement of USD 1b to **Indonesia**.

5/26/98—Fourth IMF program agreed to by **Thailand**. The main priority is to prevent any further slow-down of the economy and foster an early recovery. The modified program calls for cautious and gradual reductions of interest rates, higher monetary growth rates, a looser fiscal deficit target at 3% of GDP, and accelerated corporate debt restructuring with financial sector reforms.

5/29/98—Disbursement of USD 2b to **Korea**

6/10/98—Disbursement of USD 135m to **Thailand**.

6/24/98—Additional IMF reforms agreed to by **Indonesia** in light of changing political climate and worsening economic situation. Provisions include an increase in social expenditures (7.5% of GDP), a budget deficit target at 8.5% of GDP, the closure, merging or recapitalization of weak banks, and the establishment of a bankruptcy system.

7/15/98—Disbursement of USD 1b to **Indonesia**. The IMF increases financing by USD 1.4b.

7/15/98—A new letter of intent by **Korea** announces a further easing of macroeconomic policies. The letter includes the accommodation of a larger fiscal deficit for 1998 (5% of GDP), and measures to bolster the social expenditure program.

7/29/98—The **Indonesian** government requests the cancellation of the existing arrangement with the IMF and its replacement with a new extended arrangement, including new measures on bank and corporate restructuring and improvements in the distribution system.

8/25/98—Disbursement of USD 1b to **Indonesia**. The IMF approves an extended facility with a longer repayment period.

8/25/98—The **Thai** program is modified to incorporate a more comprehensive approach to bank and corporate restructuring. The fiscal deficit target is still at 3% of GDP, for both 1998 and 1999, but this target excludes the costs of financial sector restructuring.

8/25/98—IMF disburses USD 1b to **Korea**.

Appendiks 2

Malaysian Controls on Capital and Exchange Controls Sept. 1-2, 1998

- (1.) Malaysia fixed the exchange rate at RM 3.80 per \$US
- (2.) Prior approval was required for nonresidents to be able to buy or sell ringgit forward.
- (3.) All sale of ringgit assets was required to be transacted through approved domestic intermediaries. This effectively shut down the operation of the offshore ringgit market.
- (4.) Nonresidents were required to obtain BNM approval to convert ringgit held in external accounts into foreign currency, except for the purchase of ringgit assets in Malaysia or for the purposes of conversion and repatriation of sale proceeds of investment made by foreign direct investors.
- (5.) Settlements of imports and exports became required to be settled in foreign currency. However, free exchange was maintained for all current account transactions in addition to supply of trade credit to non-resident exporters of Malaysian goods.
- (6.) Credits to External Accounts were limited to sale of foreign currency, ringgit instruments, securities or other assets in Malaysia; salaries, wages, rentals commissions, interest, profits, or dividends.
- (7.) Debits to External Accounts were restricted to settlement for purchase of ringgit assets and placement of deposits; payment of administrative and statutory expenses in Malaysia; payment of goods and services for use in Malaysia; and granting of loans and advances to staff in Malaysia.
- (8.) Domestic nationals were forbidden to export more than RM10,000 during any travels abroad. Foreign nationals were forbidden to export more than RM1000 upon leaving Malaysia.
- (9.) After September 1, 1998, nonresident sellers of Malaysian securities were required to hold on to their ringgit proceeds for at least 12 months before repatriation was to be allowed.
- (10.) Ban on the provision of domestic credit to non-resident correspondent banks and stockbroking companies.

1999 Changes in Controls

- (1.) As of February 15, 1999, the year-long moratorium on repatriation of investments was replaced with a graduated tax. All capital having entered Malaysia before February 15, 1999 were subject to the following levies on the capital being removed: (a.) 30% if repatriated within the first 7 months after entering Malaysia, (b.) 20% if repatriated between 7 and 9 months after entry, (c.) 10% if repatriated between 9 and 12 months of entering, and (d.) no levy if repatriated after one year of entry.
- (2.) For funds entering Malaysia after February 15, 1999, capital was free to enter and leave without taxation; however, profits were taxed at the rate of 30% if repatriated within one of entry and 10% if repatriated after one year of entry.