

Internationella valutafondens roll i krishantering: fallet Asien

I artikeln redogörs för Internationella valutafondens roll i hanteringen av betalningsbalanskriser. Som exempel på de svåra avvägningar som måste göras och de begränsningar brist på utländsk valuta sätter för länder i kris diskuteras utvecklingen i Thailand, Indonesien, Sydkorea samt fondens roll i dessa länder. Asienkrisen var främst betingad av strukturproblem som var politiskt svåra att hantera, vilket försvårade arbetet med att utforma ekonomiska program. Asienkrisen hade vissa likheter med krisen i de nordiska länderna, men krishanteringen kom att skilja sig

Internationella valutafondens mål och uppgifter

Asienkrisen medförde inte bara en ny syn på hur ekonomierna i Asien fungerar och hur sårbara dessa länder är, dessutom

Pol mag EVA SREJBER är andre vice ordförande och vice riksbankschef. Eva Srejber ansvarar för beredning och samordning av internationella frågor, samordningen av den finansiella sektorns EMU-förberedelse samt intern och extern information. Eva har tidigare varit chef för Sveriges Riksbanks penning- och valutapolitiska avdelning och har även varit Sveriges representant i IMF:s exekutiva styrelse 1994–1997.

Fil kand MARTIN CARLENS är rådgivare på Riksbanken och är för närvarande tjänstledig för arbete vid det nordisk-baltiska representationskontoret på IMF som teknisk assistent. Fil mag MARIA GÖTHERSTRÖM är verksam vid Riksbankens internationella avdelning.

kom Valutafondens agerande i fokus och kritiserades från olika läger. Många av dem som kritiserat fondens agerande i den sk Asienkrisen tenderar att bortse från bl a kraven som ställs på politiken i en akut likviditetskris, effekter av fritt fallande valutor och sambandet mellan strukturproblem och känsliga betalningsbalanser. Missförstånd finns då fondens roll och relation till länderna inte är känd av alla. En del som kritiserar fonden för att gripa in sent glömmar att fonden normalt bara kan ge råd och att utlåning sker på landets egen begäran. Det är därför önskvärt att inledningsvis belysa fondens uppgifter och mandat samt hur organisationen analyserar och utformar ekonomiska program i anslutning till den mer kända kreditgivningen.

Valutafonden bildades av 44 länder år 1944 efter erfarenheterna av de förödande effekterna av sammanbrottet av valuta- och betalningsförbindelser under depressionen på 1930-talet. Målet var att upprätthålla ett stabilt valutasystem samt att utforma gemensamma spelregler för betalningar mellan länder. Med en vidgad medlemskrets av u-länder och länder från

forna östblocket är Valutafonden numera ett världsomfattande (182 medlemsländer) ekonomisk-politiskt samarbetsforum för monetära frågor. Arbetsuppgifterna har förändrats vartefter som problemen i det internationella finansiella systemet och medlemsländernas behov ändrats.

Valutafondens mål och jurisdiktion fastställs i dess stadga (Articles of Agreement), där det föreskrivs att fonden ska främja internationellt monetärt samarbete genom att vara en permanent institution, som utgör maskineriet för konsultationer och samarbete. Valutafonden ska underlätta en sund och balanserad tillväxt av världshandeln och därmed bidra till hög sysselsättning och realinkomst. Växelkursstabilitet och välordnade växelkursregimer ska främjas och man ska motverka konkurrensdevalveringar. Vidare ska fonden bistå i utvecklandet av ett multilateralt betalningssystem och verka för avskaffandet av valutarestriktioner. Slutligen ska valutafonden skapa förtroende genom att vid behov ge tillfälliga krediter så att länderna kan rätta till rubbningar i betalningsbalansen utan att vidta åtgärder som skulle skada den gemensamma välfärden. Syftet är att varaktigheten och omfattningen av externa obalanser ska begränsas. Fonden kan emellertid *inte tvinga* ett medlemsland att bedriva en viss ekonomisk politik, vilket bl a Malaysias valutarestriktioner är ett exempel på. Valutafonden är en samarbetsorganisation mellan suveräna länder och kan ge råd och argumentera för en ekonomisk-politisk inriktning samt uppmana medlemsländer att följa internationella spelregler. Traditionellt sker det mesta av rådgivningen diskret även om öppenheten ökat markant under senare år. Diskretionen har sin grund i att om ett land har svåra problem kan en offentlig rådgivning skapa en kris och i mindre kritiska fall kan offentligt uttalade råd från det internationella samfundet uppfattas som otillbörlig inblandning och försvåra ändrad politik.

När ett land vänder sig till fonden med begäran om finansiellt stöd är stödet före-

nat med s k konditionalitet, d v s utfästelser från låntagarna i form av ekonomisk-politiska åtgärdsprogram, som i allmänhet syftar till att omstrukturera ekonomin så att en långsiktigt hållbar balans i utrikesbetalningarna uppnås och lånen kan återbetalas. Innehållet i åtgärdsprogrammen utformas i samarbete med det låttagande landet inom ramen för s k finansiell programmering och beslutas i fondens styrelse, där samtliga medlemsländer är företrädare. I denna situation har fonden givetvis ett större inflytande men även här gäller att det enskilda landet inte kan tvingas till någon åtgärd.

Fondens utlåning finansieras genom att medlemsländerna bidrar med kapitalinsatser, vanligtvis från sina valutareserver (Götherström [1998]). Kapitalinsatsens storlek, ländernas rösträtt och lånemöjligheter bestäms i fondens styrelse utifrån respektive lands BNP, valutareserv och utrikeshandel.

Valutafondens analysmodell

När ett medlemsland begär finansiellt stöd måste orsakerna bakom obalanserna och nödvändiga ekonomisk-politiska åtgärder kunna analyseras både kvalitativt och kvantitativt för att avgöra om landets aktuella eller föreslagna ekonomiska politik är tillräcklig för att återställa balans i utrikesbetalningarna. Om inte, måste fonden insistera på kraftfullare politik i förhandlingarna med landet.

Analysmodellen behöver vara enkel och fokuserad på en nyckelvariabel som myndigheterna i ett land faktiskt kan kontrollera med sina ekonomisk-politiska åtgärder, en variabel som är avgörande för att rätta till betalningsbalansproblemet. Enkelheten är nödvändig då de flesta medlemsländer saknar omfattande statistik och ekonometriska modeller över sina ekonomier (Polak [1997]).

Modellen

Valutafondens makromodell är sålunda en ganska enkel standardmodell, med två exogena variabler: export och bankkreditgivning. Modellen visar effekterna på nationalinkomsten och betalningsbalansen av förändringar i exporten och i bankkreditgivningen. Dessutom fokuserar modellen på den nyckelvariabel som myndigheterna kan kontrollera, inhemsk kreditexpansion, vilken är avgörande för att avhjälpa ett underskott i utrikesbetalningarna.

I sin enklaste form förklarar modellen efterfrågan på pengar som en fast andel av nationalinkomsten och beskriver även importen som beroende av inkomsten. Modellen är dynamisk, då den innehåller både nivån och förändringen i inkomsten. Den kompletteras med två definitioner. För det första att förändringen i penningmängden är summan av förändringen i valutareserven och förändringen i banksystemets inhemska kreditgivning. (I praktiken använder man sig av centralbankens balansräkning istället för hela banksystemets balansräkning.) Den andra definitionen säger att förändringen i valutareserven är lika med exporten minus importen plus den icke-finansiella sektorns nettokapitalflöde. Modellen är således en keynesiansk multiplikatormodell baserad på en konstant omloppshastighet för pengar.

I modellens praktiska användning i förhandlingarna med länder om den ekonomiska politiken, så som finansiell programmering, tas inte beteendeeckvationerna för givna utan estimeras med hjälp av faktiska data. När sedan prognoser ska göras, kompletteras de med annan tillgänglig information. Värdena för de relevanta variablerna erhålls genom iterativa beräkningar under förhandlingarnas gång. I detta arbete måste analytikerna använda konsistent statistik över betalningsbalans, statsfinanser och bankbalanser. I praktiken är detta ett viktigt bidrag till den ekonomiska analysen av ett land, eftersom

föreslagna ekonomisk-politiska åtgärders effekter på hela ekonomin analyseras och inbördes motstridiga prognoser om t ex inflation, tillväxt och budgetsaldo blir tydliga i analysen. Detta kan verka trivialt men i praktiken är det av politiska och andra skäl inte ovanligt att myndigheterna i ett land inte konsistensprövar politik och prognoser.

Hur har modellen ändrats över tiden?

Den enkla analysramen har modifierats något över tiden. När efterkrigstidens fasta växelkurssystem upphörde började fonden ge råd om växelkurspolitik. Råden är pragmatiska och anpassade till landets situation men kan naturligtvis vara kontroversiella i ett land. Exempelvis gynnar en övervärderad valuta importörer även om det för landet som helhet kan vara nödvändigt med en depreciering för att återställa balansen i utrikesbetalningarna. Med justerbar växelkurs kan i princip två mål uppnås: Jämvikt i betalningsbalansen och fullt kapacitetsutnyttjande. Låneprogrammen innehåller därför två krav: Ett tak för tillväxten i centralbankens inhemska kreditgivning (för att nå betalningsbalansmålet) och ett golv för centralbankens valutareserv (så att inte knapp utländsk valuta används för interventioner i valutamarknaden och en depreciering därmed i onödan motverkas, vilket negativt påverkar tillväxten).

Inledningsvis under efterkrigstidens expansionsfas var betalningsbalansproblemen hos medlemsländerna vanligtvis orsakade av för stor inhemsk efterfrågan, vilket åtgärdades genom restriktiv ekonomisk politik. Stabiliseringsprogrammen lyckades vanligtvis snabbt dämpa importen och därmed balansera utrikesbetalningarna. Men när allt fler utvecklingsländer vände sig till fonden ändrade de betalningsbalansproblemen som fonden hade att hantera karaktär. Även om de var akuta

hade de ofta sin grund inte bara i tillfälliga makroekonomiska obalanser utan i djupa strukturella problem som ledde till svag eller ingen tillväxt, skuldsättningsproblem och betalningskriser. Tillväxt kom därför mer i fokus. Detta blev än mer markant när de fyra kommunistländerna blev medlemmar i fonden i början av 90-talet. Fondens råd och analys måste därför ändra karaktär. Försöken att gifta ihop tillväxtmodeller och fondens monetära modell har inte varit särskilt lyckosamma. Strukturpolitik, pris- och handelsliberalisering, privatisering, avreglering etc kan inte enkelt inkorporeras i den enkla makromodellen. Dels är modellen inte konstruerad för att analysera sådana problem, dels ställer de ytterligare krav på statistiska uppgifter. Tillgången på statistik är emellertid mycket begränsad i många länder, vilket försvårar analysen. I praktiken analyserar fonden variablerna i modellen och deras bidrag till tillväxten på sedvanligt keynesianskt manér. Centralbankens kreditgivning delas upp i krediter till privata sektorn och till staten. Ett tak för kredit till staten anges i låneprogrammen för att skapa utrymme för krediter till privat sektor.

I analysarbetet används makromodellen för att studera de kortfristiga effekterna. För medelfristig analys används en separat modell (IMF Institute [1996]), som sätter in programmen i en medelfristig ram med tonvikt bl a på uthålligheten i landets statsfinansiella situation, betalningsbalansen och skulderna till utlandet.

I praktiken har fonden sålunda utgått från den gamla enkla modellen och kompletterat den med ett antal ad hoc-verktyg som verkat rimliga med hänsyn till omständigheterna i landet i fråga. För att vara på den säkra sidan har fonden använt flera metoder i tillägg till de gamla beprövade: utöver tak för bankkrediter till staten sätts begränsningar på budgetunderskotten, för att begränsa inflation på grund av expansion i penningmängden via valutainflöden förespråkar fonden appreciering av valutan eller tak på pen-

ningmängdsökningen, för att befordra tillväxt görs separata analyser av variablerna och ges råd om strukturpolitik som inte grundas i några explicita modeller.

Krishantering

För att underlätta förståelsen av ett krisförlopp kan det vara illustrativt att dela upp krishanteringens i tre faser: En akut fas, en vårdfas och en rehabiliteringsfas. Den akuta fasen handlar i regel om några månader där förtroendet för landet fallit så att det inte kan låna till bytesbalansunderskott och förnya förfallande lån och landets akuta brist på utländsk valuta måste åtgärdas genom lån från det internationella samfundet så att inte importen till landet måste strypas. Samtidigt måste kapitalutflöden stoppas och vändas i återflöden genom förtroendeskapande makroekonomisk politik och tidiga åtgärder på det strukturella området (t ex inom finansiella sektorn om bankproblem är en del i krisen). Det förtjänar att påpekas att oavsett om kapitalutflödet emanerar från räntor och amorteringar på privata eller statliga lån i utländsk valuta så måste finansernas och långivarnas förtroende återskapas. Det bristande förtroendet i fas 1 sätter i regel inte bara begränsningar för finansieringen av betalningsbalansen utan också begränsningar för den inhemska finansieringen av ett eventuellt budgetunderskott, i vart fall om ren sedelpressfinansiering ska undvikas. När förtroendet återvänt, valutan återhämtat sig och räntorna börjat falla inträder fas 2, där strukturförändringar såsom skattereformer och privatiseringar dominerar alltmedan den lämpliga makroekonomiska inriktningen bibehålls. Att finna finansiering för en mer expansiv finanspolitik, exempelvis uppbyggnad av sociala skyddsnet, är då normalt lättare än i fas 1. Fas 3 är en konsolideringsfas där stockanpassningen håller på att ebba ut och strukturreformer drivs vidare och konsolideras. Hur lång

tid en komplett återhämtning tar varierar från land till land men en period på 3–5 år får nog betraktas som ett minimum. Både i Mexikokrisen och i den pågående Asienkrisen kan dessa faser identifieras och analysen av den nödvändiga politiken underlättas om det finns en förståelse för att restriktionerna är olika i de olika faser.

Orsaker till den finansiella krisen i Indonesien, Thailand och Sydkorea

Även om många länder under 1997 och 1998 drabbades av en finansiell kris är Indonesien, Sydkorea och Thailand de tre länder i Asien som hittills drabbats värst och de som inledde den pågående finansiella krisen. De vände sig till Valutafonden under 1997 för att erhålla råd och finansiellt stöd.¹ Länderna hade liksom flera tidigare krisdrabbade länder i t ex Norden, byggt upp inhemska svagheter, vilka gjorde dem mycket sårbara för förändringar i den externa omgivningen. Låt oss först betrakta de inhemska faktorerna sedan de externa förändringarna.

Inhemska faktorer

De inhemska svagheter var delvis makroekonomiska men framförallt strukturella. Företagen var oftast familjeägda och familjerna ville behålla kontrollen. Företagsfinansieringen skedde därför traditionellt till stor del via lån samtidigt som bankkreditgivningen var en del i industripolitiken och därför inte alltid följde god kreditbedömningssed. Skuldsättningsgraden var därför hög i förhållande till eget kapital samtidigt som det fanns tecken på att investeringarna ej var effektiva. De snabbt växande ekonomierna hade visserligen attraherat utländskt kapital i stor omfattning, men kapitalinflödena var kortfristiga eftersom valutaregleringarna begränsade bl a utländska aktieköp och direktinvesteringar. Detta var särskilt

tydligt i Thailand där kortfristiga kapitalinflöden motsvarade 7–10 procent av BNP *varje år* under 1994–96, medan utländska direktinvesteringar under samma tid uppgick till runt 1 procent av BNP. En stor del av inflödena genererades av inhemska institutioner som lånade kortfristigt från utlandet. I Sydkorea och Thailand var det framförallt banker som stod som låntagare och slussade lånen i utländsk valuta vidare till företag, medan i Indonesien företagen i stor utsträckning lånade direkt i utlandet. Utöver strukturella orsaker till kapitalinflödet var avkastningen på kapital avsevärt bättre inhemskt än på andra marknader, så länge växelkursen var fast. Den snabbt ökande kortfristiga skuldsättningen, som oftast inte var kurssäkrad, var i samtliga tre länder högre än valutareserverna under de två år som föregick krisen, vilket vid ett förtroendefall snabbt kan leda till en likviditetskris för landet. En riskabel situation framkallad av den goda avkastningen, en outvecklad inhemsk kapitalmarknad, en partiell avreglering av de finansiella marknaderna, otillräcklig tillsyn samt av de fasta eller halvfasta växelkursregimer som länderna följde².

Vad gäller den finansiella sektorn, fanns stora brister i tillsyn och reglering.

¹ Valutafondens styrelse beviljade Thailand ett lån motsvarande 4 mdr dollar, den 20 augusti 1997. Indonesien beviljades ett lån motsvarande omkring 10 mdr dollar, den 5 november 1997 medan Sydkorea fick ett lån om 21 mdr dollar den 4 december 1997. De totala lånepaketen var dock långt större, nämligen 17,2, 42,3 respektive 58,4 mdr dollar, då fondens lån kompletterades av lån från Världsbanken, Asiatiska utvecklingsbanken och från vissa enskilda länder.

² Thailand hade en fast växelkurs gentemot den amerikanska dollarn. I Indonesien hade man en sakta deprecierande peg till dollarn medan man i Sydkorea hade som mål att hålla valutans stabil mot dollarn i reala effektiva termer.

De nyligen liberaliserade finansiella institutionerna hade dessutom endast begränsad erfarenhet av att prissätta och hantera risk. Statliga garantier, eller åtminstone implicita sådana, att myndigheterna skulle stötta finansiella institutioner i händelse av en ekonomisk kris bidrog också till den till synes omdömeslösa skuldsättningen³. I samtliga länder, men framförallt i Sydkorea, hade banksystemet även blivit försvagat genom starka kopplingar till myndigheter och storföretag eller konglomerat. Banker pressades ofta av myndigheterna att ta oönskade kredit- och likviditetsrisker genom lån till företag som hade finansiella problem. För att balansera dessa dåliga lån med vinster annorstädes, ökade de koreanska bankerna sina utlandslån och investerade i högavkastande värdepapper i länder som Indonesien, Ryssland, Ukraina och Brasilien. Det bidrog sedermera till krisens spridning, när dessa tillgångar såldes för att betala utlandslån som inte förlängdes. Oklara, komplicerade ägarstrukturer och brist på data och information ledde till osäkerhet bland marknadsaktörer och allmänhet om den egentliga situationen i den finansiella sektorn och gjorde det också svårt att på ett tidigt skede genomskåda sektorns svagheter.

En del i det makroekonomiska upplägg för dessa exportberoende länder var fast eller halvfast växelkurs visavis dollarn. Investerare kom att i hög grad lita på att myndigheterna skulle hålla fast vid respektive växelkursregim och ansåg det därför som relativt riskfritt att låna utomlands till investeringar som genererade intäkter i den egna valutan.

Även om de makroekonomiska indikatorerna i dessa ekonomier i stor utsträckning var sunda med begränsad inflation och låg statlig skuldsättning, kunde man under åren före krisen se vissa tecken på överhettning. Bytesbalansen försämrades, framförallt i Thailand, där man åren före krisen hade ett underskott motsvarande drygt 8 procent av BNP.

Penningmängdstillväxten var hög och privat kreditgivning växte snabbt, väsentligt snabbare än tillväxten i nominella BNP. Tillgångspriser på exempelvis fastigheter och värdepapper steg också kraftigt.⁴ Dessa oroande tecken observerades och diskuterades på ett tidigt stadium av såväl Valutafonden som privata analytiker men varningarna och råden framfördes, visade det sig, inte tydligt nog och det var nog ingen som till fullo förstod risken för en mer spridd kris. I fallet Thailand, där både signalerna och råden från fonden var tydliga ett par år före krisen, ändrade myndigheterna inte den ekonomiska politiken. Inte heller de utländska långgivarna reagerade i någon större utsträckning, vilket naturligtvis reser frågor om "moral hazard" och om huruvida riskhanteringen hos långgivarna och tillsynen i de länder där långgivarna var domesticerade var adekvata. Den höga avkastningen verkar ha inducerat ett osunt risktagande samtidigt som aktörerna som alltid vid finansiella bubblor hoppas kunna hinna likviderna sina positioner före alla andra, vilket när förtroendet faller, ger en rusning till utgångarna. Det var i detta läge som de externa ekonomiska förutsättningarna för hela regionen förändrades.

Externa faktorer

Den amerikanska dollarn, som vid mitten av 1995 hade nått rekordlåga nivåer gentemot japanska yenen, började strax därefter återhämta sig. De tre länderna som hade sina valutor kopplade till dollarn förlorade då raskt konkurrenskraft.

Exporten försämrades även av att den

³ Garantier kan leda till minskade incitament att bedriva försiktig utlåningspolitik. För insättare kan en garanti minska incitamenten att själva övervaka tillståndet i de finansiella institutionerna.

⁴ Åtminstone fram till 1995. I Indonesien höll börsuppgången i sig ända fram till mitten av 1997.

ekonomiska tillväxten i flera geografiskt närliggande handelspartners, bl a Japan, sviktade samt av en utbudschock med åtföljande lägre priser på några av de asiatiska ländernas främsta exportprodukter. Såväl export som tillväxt sjönk markant. I början av 1997 höjde den amerikanska centralbanken sina räntor vilket tillsammans med goda utsikter för en ekonomisk återhämtning också i Europa bidrog till att höja förväntningarna om högre avkastning på investeringar utanför Asien – en anledning för investerare att flytta sitt kapital västerut. De kortfristiga inflödena av kapital som trots varningstecknen fortsatt länge flödade snabbt ut.

Vad skedde?

Tillgångspriserna började falla. Under 1996 föll aktiemarknaden med mer än 20 procent i Sydkorea och med nästan en tredjedel i Thailand. Fallen i aktie- och fastighetspriser och den lägre tillväxten samverkade till att banker fick allt större problem med nödlidande lån samtidigt som antalet konkurser bland storföretag och konglomerat ökade. Bankkreditgivningen som i samtliga länder ökat kraftigt under 1996 började i Thailand avta markant tidigt 1997. I Indonesien började svagheter i det finansiella systemet avslöjas under 1996 då centralbanken tvingades gå in och förse två banker med extra likviditet. I Sydkorea gick 6 av de 30 största konglomeraten i konkurs under 1997 innan krisen bröt ut. Banker i Thailand rapporterade i slutet av 1996 om kraftigt försämrade låneportföljer och en bankpanik ägde rum i början av 1997.

Ländernas allt sämre konkurrenskraft, de ökande underskotten i bytesbalansen och den höga kortfristiga skuldsättningen nådde så småningom en nivå som gjorde att investerare mer generellt ifrågasatte ländernas möjligheter att upprätthålla sina växelkurs gentemot dollarn. Detta aktualiserades först i Thailand. I juli 1997

övergav centralbanken den fasta växelkursen gentemot den apprecierande dollarn och valutan deprecierade 24 procent under samma månad, för att sedan försätta falla i lägre takt fram till i början av 1998.

Investerares ögon riktades då mot konkurrenskraften och växelkurserna i andra länder i regionen och främst Indonesien utsattes för intensifierad spekulation. Den indonesiska centralbanken tvingades i augusti låta valutan flyta fritt och i början av oktober hade valutan deprecierat med 30 procent gentemot dollarn för att därefter successivt försvagas med som mest 123 procent i januari 1998. Sydkorea, som redan låtit sin växelkurs depreciera något gentemot dollarn tidigare under 1997, blev inte utsatt för någon allvarligare spekulation förrän i oktober, även om utflöden av valutareserver då redan pågått en tid. Bankerna hade då haft ökade svårigheter att förnya sina lån från utländska motparter och fler konglomerat hade gått i konkurs, vilket ledde till att marknaderna ifrågasatte hela den finansiella sektorns stabilitet. Valutan sjönk under november med 20 procent gentemot dollarn samtidigt som valutareserven minskade i allt snabbare takt. Som svagast var wonen i slutet av december 1997.

Gemensamt för alla tre länder var att de som svar på pressen mot växelkurserna var tveksamma till att använda räntan som vapen för att skapa rådrum för andra stabiliserande ekonomisk-politiska åtgärder. Detta berodde dels på att man av tradition var inriktad på att se mer på räntans roll för investeringarna än som instrument för att försvara det växelkursankare man valt. I Sydkoreas fall hade man t o m lagstiftat om att centralbanken inte fick höja räntan över en viss nivå. Dels berodde det på att man var orolig för en högre räntas negativa effekter på den svaga banksektorn. I stället försökte man upprätthålla växelkursen med interventioner i valutamarknaden. Med en tvekanteräntepolitik och få, om några, andra eko-

nomisk-politiska åtgärder hade man svårt att stävja fallet i växelkurs och utflöden av valutareserver och länderna befann sig snabbt i en akut likviditetskris.

Vilka åtgärder vidtogs?

När Thailand, Indonesien och Sydkorea slutligen vände sig till Valutafonden för assistans var de ekonomiska problemen långt gångna, valutareserverna mer eller mindre uttömda och förtroendet för ekonomierna mycket lågt hos de privata finansiärerna. Vid den tiden hyste dock myndigheterna fortfarande förhoppningar om en mindre djup nedgång och hade relativt optimistiska prognoser om tillväxt och inflation, något som skulle visa sig förödande för inriktningen av finanspolitiken. Samtidigt gjorde det politiska läget i länderna det svårt att ändra dessa prognoser och kraftfullt ta tag i de grundläggande problemen. Låneprogram för länderna förhandlades under stor tidspress och med ovanligt begränsad information. De ekonomiska åtgärderna i fas 1 avsåg att angripa problemen parallellt, dels genom makroekonomisk stabilisering, dels och kanske framförallt genom strukturreformer i den finansiella sektorn och bland företag. Nedan redogörs i tur och ordning för åtgärderna inom dessa två områden. I flera fall implementerades inte åtgärderna fullt ut, men de presenteras nedan såsom de rekommenderades från Valutafondens sida. Avvikelserna från rekommendationerna rörde framförallt penning- och valutapolitiken samt snabbheten i att vidta strukturåtgärder framförallt inom den finansiella sektorn.

Makroekonomisk stabilisering

Då de underliggande problemen i de tre länderna var delvis likartade fanns det en mängd likheter i de tre ländernas ekonomiska program. Samtidigt fanns det viktiga skillnader. Låt oss först se på hur pen-

ning- och valutapolitiken utformades och därefter beskriva hur finanspolitiken lades upp.

Penning- och valutapolitik

Med rörliga växelkurser⁵ råddes länderna att inrikta räntepolitiken i fas 1 på att försöka stabilisera svängningarna i växelkursen samt att motverka ett fritt fall, eftersom en okontrollerat fallande valuta skulle riskera att ge en mycket kraftig kontraktion av ekonomin genom att driva företag och banker med utländska lån i konkurs samt även innebära en risk för mycket högre inflation. En extremt svag valuta i ett land skulle dessutom öka risken för spridning av krisen genom att öka risken för konkurrensdevalveringar i grannländerna. Samtidigt var fonden naturligtvis medveten om att det handlade om en svår balansgång. Å ena sidan skulle man förhindra att kommersiellt livskraftiga företag med stora utlandsskulder gick i konkurs till följd av en kraftigt deprecierad valuta, å andra sidan förhindra att företag med stora inhemska skulder skulle få problem med ränte- och amorteringsbetalningar på grund av ett tillfälligt högt ränteläge. Det senare skulle också trycka ner den inhemska efterfrågan och försvåra återhämtningen i banksektorn⁶. I den här balansgången är det viktigt att ha

⁵ I Indonesiens fall fördes diskussioner om att upprätta en sedelfond, som Valutafonden motsatt sig, för att återvinna förtroendet för penningpolitiken och för att stoppa vad man ansåg var en överdrivet stor depreciering. Nackdelarna med detta initiativ, såsom att nödvändiga lagändringar skulle ta tid samt att den finansiella sektorn inte skulle klara att bära de höga räntor som skulle vara nödvändiga för att försvara växelkursen, ansågs emellertid överväga fördelarna.

⁶ En vanlig kritik mot IMF:s program i dessa länder har varit att penningpolitiken var alltför stram. Se bl a Jeffrey Sachs, "The IMF is a power unto itself", Financial Times, 11/12 1997.

i minnet att ett fall i växelkursen har både en stock- och en flödeseffekt för banker och företag. Räntor och amorteringar i utländsk valuta blir dyrare uttryckt i lokal valuta samtidigt som skuldstockens värde i lokal valuta omedelbart ökar, vilket försämrar nyckeltalen och kan utlösa en konkurs. En hög inhemsk ränta påverkar däremot bara flödet av räntor och amorteringar.

Interventioner i valutamarknaden användes endast mycket sparsamt för att styra växelkursen eftersom länderna hade väldigt låga valutareserver. Programmen innehöll golv för valutareservens storlek och successiva tillväxt för att återställa de privata finansierarnas förtroende. Vidare sattes begränsningar för centralbankens kreditgivning av både inhemsk och utländsk valuta.

Finanspolitik

Samtliga tre länder hade under en lång tid före krisen fört en finanspolitik med överskott eller mycket små underskott i statsbudgetarna. Indonesien och Sydkorea gick också in i krisen med mycket små budgetunderskott, medan Thailand hade ett avsevärt sämre budgetsaldo. I fas 1 rekommenderade Valutafonden länderna att strama åt finanspolitiken. I den första akuta fasen av en kris där valutareserven är mer eller mindre slut, så att import och kapitalutflöden inte kan finansieras måste importen dämpas och exporten öka, d v s ett bytesbalansöverskott skapas. Då det tar tid för exporten att öka måste i fas 1 importen minska och kapitalflykten stoppas, d v s den inhemska efterfrågan dämpas och förtroende återupprättas. Det innebär att finans- och penningpolitik behöver stramas åt (men inte så mycket som skulle varit fallet om det internationella samfundet inte bistått med krediter). Hur stor åtstramningen behöver vara initialt beror på hur stort det s k finansiella gapet är, d v s hur mycket pengar som fattas för att finansiera import samt räntor och

amorteringar efter det att tillgänglig finansiering uttömts. I ett krisläge är i regel möjligheterna till privat finansiering mycket små, vilket ju är anledningen till att det internationella samfundet måste träda in med tillfälliga krediter. När ett program utformas ser Valutafonden först på hur stort det finansiella gapet är och jämför det med möjlig internationell finansiering. Om finansieringen inte täcker underskottet i utrikesbetalningarna arbetar man successivt fram en åtstramning av ekonomin som tillsammans med lånen från fonden samt andra multilaterala och bilaterala källor gör att finansieringsgapet sluts. Traditionellt bygger åtgärdsprogrammen på tanken att innehållet i och fondens godkännande av den ekonomiska politiken skall ge förtroende så att de privata kapitalinflödena återupptas. Exempelvis i Sydkorea gick landet in i krisen med kortfristiga lån på över 100 mdr USD och mycket liten valutareserv. Det initiala programmet förutsatte att en stor del av dessa lån skulle förlängas men redan i december 1997 stod det klart att förtroendet inte återvände hos de privata finansierarna som förmodats. Istället fortsatte valutautflödet. Politiken behövde därför skärpas samtidigt som det internationella samfundets samlade finansiering drogs upp till 58 mdr USD och regelrätta förhandlingar om förlängning av de privata lånen inleddes med stöd av centralbankerna i respektive land. I alla tre länderna behövdes utöver den externbalansmotiverade åtstramningen, utrymme beredas i statsbudgeten för finansiering av kostnaderna för saneringen i banksektorn samt utbyggnaden av det mycket begränsade sociala skyddsnetet. Det senare var nödvändigt redan i ett tidigt skede i krishantering för att den för förtroendet så viktiga politiska stabiliteten inte skulle hotas av att delar av befolkningen skulle drabbas av ekonomisk misär. Liksom i fallet med penningpolitiken handlar finanspolitiken i fas 1 om en mycket svår balansgång mellan att lagom mycket

dämpa den inhemska efterfrågan så att importen och kapitalutgifterna kan finansieras samt förtroendet återvända och att inte ha en så restriktiv finanspolitik att förtroendet ytterligare eroderas genom att det politiska stödet för de svåra åtgärderna urholkas till följd av ett onödigt stort tillväxtfall.

Enligt de första budgetplanerna skulle Indonesien och Sydkorea endast föra en marginellt stramare finanspolitik, medan Thailand ordinerades en kraftigare åtstramning. Knappt hade länderna börjat implementera denna politik förrän man i början av 1998, efter att fonden och myndigheterna haft bättre tid att analysera och inte minst samla in bättre statistik, insåg att de ekonomiska problemen var av både vidare och djupare karaktär än vad som först anats. Vid den tiden hade också en ny regering tillträtt i Thailand och en ny president valts i Sydkorea. Den lägre än förutspådda ekonomiska aktiviteten hade kraftigt dämpat importen och lett till lägre intäkter för staten, samtidigt som utgifterna ökade, bl a som en följd av växelkursdeprecieringen. Från Valutafondens sida ansåg man att detta skulle ackommoderas och följaktligen reviderades budgetmålen så att finanspolitiken skulle tillåtas vara mer expansiv.

Strukturella reformer

Anpassningsstrategin för dessa länder var att angripa de strukturella svagheter som var de huvudsakliga orsakerna till krisen. Programmen omfattade därför redan i fas 1 framförallt åtgärder som syftade till att stärka den finansiella sektorn men även allmänt konkurrensstimulerande åtgärder. Dessutom syftade fondprogrammen till att förbättra sociala skyddsnet samt styrelseskick i såväl näringsliv som offentlig förvaltning. Öppenhet skulle också stimuleras, allt för att den utbredda statliga och politiska inblandningen i kreditgivning och näringsliv skulle komma i dagern. Valutafondens systemorganisation Världs-

banken spelade en viktig roll när det gällde att utforma många av strukturreformerna. Samarbetet med den Asiatiska utvecklingsbanken var också nära. Arbetet med dessa strukturreformer drivs vidare nu i fas 2.

Reformer i den finansiella sektorn utgjorde som nämnts kärnan i den strukturella delen av anpassningsprogrammen. Problemen inom den finansiella sektorn angreps genom två parallella kanaler. För det ena var avsikten att i ett tidigt skede stänga eller rekapisera insolventa institutioner samt gå igenom övriga institutioners balansräkningar för att se om och hur de kunde stärkas. Separata myndigheter sattes upp för att sköta kontakter mellan regeringen och banker som var i behov av statlig assistans och för att förvalta de tillgångar som staten blev tvungen att ta över (liksom vi i Sverige hade bankstödsnämnden och Securum). För det andra angreps de underliggande problemen i form av bristande finansiell tillsyn och reglering samt den långtgående statliga och politiska styrningen av kreditgivningen. I samtliga länder infördes så småningom omfattande statliga insättargarantier för att hindra bankpaniker.⁷

Från flera håll har anförts att Valutafondens ansats när det gäller strukturreformer varit alltför omfattande och inneburit onödiga extra anpassningskostnader för länderna⁸. En del har menat att det hade räckt med makroekonomiska åtgärder. Valutafonden ansåg att en långsiktig hållbar balans inte kunde uppnås så länge man inte angrep problemen vid deras rot, bl a genom att sanera den finansiella sektorn. Skuldsatta banker och företag behövde mer aktiekapital eller försättas i konkurs. En del kritiker har därför hävdat

⁷Tidigare hade endast Sydkorea haft ett begränsat insättargarantiskydd.

⁸För ett vidare resonemang kring detta se bl a World Bank [1998].

att fonden hade bort insistera på att konvertera skulder till aktiekapital, men det är högst tveksamt om en sådan lösning hade varit tillrådlig eller politiskt möjlig, vare sig i de krisdrabbade länderna eller hos kreditgivarna, eftersom det dels skulle ha inneburit ett utländskt ägande i många fall, dels inte skulle ha tagit hänsyn till om banken/företaget var långsiktigt kommersiellt livskraftigt.

Har anpassningsprogrammen lyckats?

Drygt 18 månader efter att krisen bröt ut i Thailand kan, även om alla tre länderna är på god väg, bara en preliminär utvärdering av den första fasen och delar av fas 2 av de ekonomiska programmen göras. Vägen tillbaka till stabilitet är som nämnts tidigare en fråga om flera år. Låt oss kortfattat återigen se först på huruvida makroekonomisk stabilisering uppnåtts och sedan på framgångarna vad gäller strukturreformer.

Makroekonomisk stabilisering har uppnåtts

Samtliga länder brottas fortfarande med negativ ekonomisk tillväxt, men Thailand och Sydkorea beräknas få en svagt positiv tillväxt igen under 1999 medan Indonesien även under 1999 väntas ha viss negativ tillväxt. Vissa privata analytiker har en mer optimistisk syn vad gäller Sydkorea och Thailand samt förutser en återgång av tillväxttakterna till runt fem procent under år 2000 och 2001 för alla tre länderna.

Penningpolitiken implementerades inte strikt i de tidiga skedena av programmen och under långa perioder var de reala räntorna i Indonesien t o m negativa. I kombination med tvekande eller partiella strukturella åtgärder ledde det till att växelkurserna fortsatte sin kräftgång. I Indo-

nesien parades detta med politisk oro och som mest deprecierade den indonesiska rupien över 120 procent på en månad. Valutareserverna dränerades, eftersom förtroendet inte återvände. I Sydkorea och Indonesien måste därför det internationella samfundet öka sin långivning utöver vad som initialt överenskommits och mekanismer för en mer formell involvering av de privata utländska kreditgivarna skapas så att förhandlingar mellan ländernas banker och företag å ena sidan och kreditgivarna å andra sidan kunde inledas. I Sydkoreas fall ledde dessa förhandlingar till förlängningar och utökningar av de utländska lånen i början av 1998. I fallet Indonesien var det mer komplicerat på grund av de stora antalet inblandade parter på båda sidor. En successivt alltmer konsekvent penningpolitik i kombination med åtgärder för att angripa de underliggande problemen i ekonomierna har emellertid nu lett till att förtroendet börjat återvända och att växelkurserna kommit tillbaka på en mer rimlig nivå. Valutareserver har byggts upp igen och börserna i Thailand och Sydkorea har återhämtat sig. Även räntorna har kunnat tas ner till nivåer som är lägre än före krisen.

Med svagare valutor följde högre inflation. Efter årliga inflationstakter på 9–17 procent när krisen var som djupast har man i Thailand och Sydkorea lyckats stävja inflationen vid omkring 7–8 procent vid slutet av 1998. Indonesien däremot har haft en mer problematisk anpassningsbana. Bristande implementering av flera omförhandlade program samt politisk och social oro har bidragit till att göra stabiliseringen mer långdragen och de ekonomiska och sociala problemen svårare. Växelkursen har därför inte återhämtat sig lika snabbt som i de andra två länderna och inflationen är fortfarande runt 80 procent på årsbasis.

Förhoppningarna om en liten dämpning och snabb återhämtning av ekonomin ledde till att finanspolitiken inledningsvis troligtvis var mer restriktiv än

nödvändigt med hänsyn till externbalanserna. Nu har man dock i samtliga länder anpassat politiken för att möta den låga efterfrågan och behovet av ökade sociala utgifter⁹. Från Valutafondens sida har man nyligen förespråkat än större budgetunderskott, något som det ibland varit svårt att övertyga låntagarländerna om. Dessa har en lång tradition av sund finanspolitik och i Indonesien hade man lagstiftat mot statliga budgetunderskott.

Strukturreformer – trög start men nu en bit på väg

Problemen i den finansiella sektorn är inte över, dels därför att nödvändiga åtgärder inte alltid genomförts omedelbart, dels därför att det tar tid att arbeta sig igenom finanskriser. Efter en inledande brandkårsutryckning i fas 1 för att ta hand om banker med dåliga lån, har under fas 2 arbetet drivits vidare med att få på plats en juridisk och institutionell struktur för att genomföra en fortsatt omstrukturering av banker och andra finansiella institutioner. Den starka kopplingen mellan bank och företagssektorn, den sistnämnda med hög skuldsättning, har också gjort det nödvändigt att såväl inrätta procedurer för omförhandlingar av lån¹⁰ som att omstrukturera många större företag. I Syd-korea har man främst försökt komma tillrätta med den bristande insynen och den höga skuldsättningen i de stora konglomeraten. I Thailand har man i hög grad fokuserat på privatisering och legala reformer som ska stimulera ökad konkurrens. Tills vidare är osäkerheten om det verkliga tillståndet i bank- och företagssektorn fortfarande stor.

Anpassningsprogrammen inkluderade som nämnts åtgärder för att stärka de högst rudimentära sociala skyddsnäten i länderna. Arbetslöshetsförsäkringar har införts eller förstärkts, reformer av sjukvård och utbildning har inletts, och framförallt i Indonesien har man utarbetat ett omfattande system av matsubsidier. Trots

detta har fattigdomen, främst i Indonesien ökat.

Likheter mellan krisen i Asien och den svenska bank- och finanskrisen

Att krisen i Asien inte främst var makroekonomiskt betingad utan snarare betingad av en rad strukturella problem och hög privat skuldsättning gjorde att flera pekat på att den är annorlunda än många tidigare finansiella kriser,¹¹ exempelvis Mexikokrisen 1994. Kritiker av Valutafonden har därför hävdat att ett annat recept för lösning av krisen skulle behövas när det är den privata sektorn som är överskuldssatt och inte staten. Kritiken har varit blandad. En del har hävdat att man skulle låta valutan falla obehindrat och inrikta sig på att med lägre räntor och expansiv finanspolitik hålla banksektorn och tillväxten under armarna. En del har förespråkat fast växelkurs i form av sedelfond. Medan vissa menar att makropolitiska åtgärder skulle räcka, menar andra att de strukturpolitiska åtgärderna inte gick långt nog, särskilt inte på det sociala området. Gemensamt för kritiken är dock att man tenderat att bortse från att länderna hamnat i en likviditetskris som måste åtgärdas och att det tar tid att återvinna förlorat förtroende, på samma vis som mindre välskötta företag har problem

⁹ Vid årsskiftet hade Thailand ett budgetunderskott motsvarande ungefär 8 procent av BNP, Indonesien 6 procent, medan Syd-korea hade ett underskott om ca 5 procent av BNP.

¹⁰ I samtliga länder har staten fått skapa en myndighet eller mekanism för att medla mellan inhemska låntagare och utländska långivare.

¹¹ Valutafonden är sedan länge van att hantera betalningsbalansproblem med sin grund i strukturproblem, främst i utvecklingsländer och transitionsländer. För en bra översikt över finansiella krisers karaktäristik se IMF [1998].

med finansiering och möter andra villkor än välskötta företag.

För oss från Norden var det dock uppenbart redan i ett relativt tidigt skede av krisen i Asien att det fanns flera likheter med den bank- och finanskris vi upplevt i Sverige, liksom i Finland och Norge. Låt oss här nämna tre punkter där vi anser att likheterna är de mest uppenbara.

För det första upplevde vi även i Sverige i slutet av 80- och i början av 90-talet en mycket snabb tillväxt i privat kreditgivning. Dessutom rådde överhettning i kölvattnet av devalveringarna i slutet på 70- och i början på 80-talet, finanspolitiken var ej tillräckligt stram. Liksom i Thailand bidrog överhettningen och den högre kreditgivningen till snabbt stigande tillgångspriser (på främst fastigheter och aktier) och till ett växande bytesbalansunderskott, finansierat med privat kortfristig upplåning.

För det andra var en konsekvens av konkurrensen efter avregleringen och av kreditinstitutens bristande vana att hantera risker att, även i Sveriges fall, hela den finansiella sektorn blev svagare och känslig för chocker. Tillsynen över och reglerna för sektorn utvecklades inte i samma takt som avregleringen. Bl a kom den ökade konkurrensen bland finansinstitut att leda till alltmer riskfylld långivning till allt sämre villkor för långivarna och till riskfylld kortfristig finansiering i utländsk valuta.

För det tredje hade vi även i Sverige en fast växelkurs som ett ankare för antiinflationsspolitiken. Detta uppmuntrade liksom i de asiatiska länderna till ökad upplåning i utländsk valuta till lägre räntor. Den fasta växelkursen sågs som en garanti för att det i stort sett var riskfritt. Bindningen till en viss växelkurs utgjorde som i Thailand en begränsning för hur aktivt riksbanken kunde föra en stramare penningpolitik för att motverka överhettningen i ekonomin.

Slutsatser

Sammanfattningsvis har de tre asiatiska ländernas förtroendeskapande politik varit rimligt framgångsrik även om vägen dit varit delvis krokig och svår, särskilt i Indonesien, där den politiska och sociala oron fördröjt åtgärder, stabilisering och återhämtning. Erfarenheterna visar återigen att det är viktigt inte bara med ett bra ekonomisk-politiskt program utan också att detta är väl politiskt förankrat i landet. I såväl Thailand som Sydkorea blev den förankringen tydlig och policyimplementeringen kraftfullare efter politiska förändringar i ländernas ledning. I Sydkorea har även politiken förankrats i en överenskommelse mellan regeringen och de sociala parterna. Politisk förankring och transparens är grunden för att förtroendet skall återvända, eftersom politiken annars kan misstänkas inte vara uthållig.

En stor del av problemen med den förda politiken i början berodde också på att länderna, särskilt Thailand och Sydkorea, dröjde väldigt länge med att begära råd och stöd från fonden varför programmen fick utformas under extrem tidspress och på basis av bristande information. Även om fondens makromodell inte kräver mycket information fordrar den att konsistent och något så när riktig statistik finns och de tillägg som görs utanför modellen kräver naturligtvis mer information. Problemens vidd underskattades således, liksom spridningseffekterna, och finanspolitiken kom därför inledningsvis att vara något för stram vilket korrigerades när det blev klart att så var fallet. Inledningsvis fanns också en tveksamhet hos ländernas myndigheter att till fullo acceptera problemets vidd. Det ledde till tvekan politik där man genomförde åtgärder inom vissa områden, reverserade en del av dem eller stannade upp i implementeringen. All erfarenhet av krishantering visar på vikten av beslutsamma åtgärder inom såväl penning-, finans- som strukturpolitik för att förtroendet skall återställas hos de privata

långivarna. Hur de på ett bra sätt skall involveras i krislösningar, så att inte politiken behöver stramas åt onödigt mycket och offentliga organ stå för det mesta av notan, återstår att finna en bra lösning på även om många förslag finns.

För att återigen dra paralleller med Sverige var en mycket viktig ingrediens i vår lyckosamma, snabba lösning av finanskrisen att det rådde politisk enighet bland de större partierna om problemens omfattning och de nödvändiga åtgärderna och att transparensen gjorde att problemens storlek uppfattats som kända och att inga överraskningar väntade. De utländska kreditgivarnas förtroende återvände därför förhållandevis snabbt. Trots det tog det Sverige närmare fem år att komma ur krisen om man ser till den tidpunkt då den nyvunna stabiliteten tillät att såväl bankgarantin som bankstödsnämnden och Securum avvecklades. Vi menar att detta stämmer till viss ödmjukhet inför vad man kan förvänta sig om tiden för krisdrabbade länders återhämtning. Det finns, som vi sett i Sverige, inga lätta, snabba vägar ur en valuta- och finanskris. Valutafondens rekommendationer för lösningar av bankkriser är också desamma som de lösningar Sverige tillämpade. Även i övrigt bygger fondens krishantering på erfarenheter från en mängd länder, en stor portion sunt förnuft och konsistensprövning med en enkel makromodell. Programmen anpassas till ländernas situation och bygger inte på någon dogmatisk inställning. Kritiken mot fonden visar heller inte på något entydigt alternativ utan förslagen är många och delvis motstridiga. Flera av dem tar heller inte hänsyn till att i en akut likviditetskris är valmöjligheterna kraftigt begränsade.

Referenser

- Götherström, M, [1998], "Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s 33–47.
- IMF, [1992], *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, International Monetary Fund, Publication Services, Washington D.C.
- IMF, [1998], *World Economic Outlook May 1998*, International Monetary Fund, Publication Services, Washington D.C.
- IMF Institute, [1996], *Financial Programming and Policy: The Case of Sri Lanka*, International Monetary Fund, Publication Services, Washington D.C.
- Lane, T, Ghosh, A, R, Hamann, J, Phillips, S, Schulze-Ghattas, M & Tsikata, T, [1999], "IMF supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment", under utgivning.
- Polak, J, [1997], "The IMF Monetary Model at Forty", *IMF Working Paper*, WP/97/49
- Sachs, J, [1997], "The IMF is a Power Unto Itself", *Financial Times*, 11 december 1997.
- World Bank, [1998], *Global Economic Prospects and the Developing Countries 1998/99: Beyond Financial Crises*, Oxford University Press, Oxford.