

Finanskriser och krishantering: några lärdomar

Hur uppstår moderna finanskriser? Varför är de så svåra att förutsäga? Hur hanteras de? Vilka får betala räkningen, och vilka slipper? Dessa är några av de frågor som diskuteras i denna artikel, som jämför tre finanskriser under 1980- och 90-talen: den latinamerikanska på 80-talet, Mexiko 1994–95 och den aktuella Sydostasienkrisen. Tonvikten i artikeln ligger på en kritisk granskning av den roll som de internationella finansiella institutionerna, och i första hand IMF, har spelat före och under de tre kriser som behandlas.

Vad som började som en thailändsk valutakris i juli 1997 blev under hösten samma år en sydostasiatisk kris, och i början av 1998 en "Asienkris". Under resten av 1998 blev Asienkrisen alltmer global: Ryssland drogs med i fallet, liksom flertalet av de länder i världsekonomin periferi som brukar omnämnas som *emerging economies*: Latinamerika, Sydafrika, delar av Östeuropa. Och i de utvecklade industriländerna har vi sedan halvårsskiftet 1998 vant oss vid att tillväxt- och vinstprognoserna skrivs ned nästan dagligen.

Fram till juli 1997 omtalades de ostasiatiska ländernas ekonomiska utveckling så gott som uteslutande i positiva ordalag. Och flertalet långsiktiga prognoser andades tillförsikt. Mirakelekonomierna, för att låna en titel från en uppmärksammad bok som Världsbanken lät publicera 1993, förväntades växa med 6–8 procent per år under överskådlig tid framåt.

STEFAN DE VYLDER är docent i utvecklings ekonomi och har tidigare bl a arbetat på Handelshögskolan i Stockholm. Han är för närvarande verksam som fristående forskare och konsult.

Lovorden var befogade. Dagens kris får inte undanskymma det faktum att framstegen i Ost- och Sydostasien varit spektakulära. Rader av sociala indikatorer, såsom spädbarnsdödlighet, medellivslängd och utbildningsnivå, visar att en exceptionellt snabb ekonomisk tillväxt också åtföljts av imponerande sociala framsteg (men också av en förfärande miljöförstöring). Mellan 1960 och 1995 ökade till exempel medellivslängden i Ostasien med 17 år – från 55 till 72 – och i Sydostasien från 45 till 65 år. Inte illa.

Det är ännu för tidigt att sia om hur lång tid återhämtningen av de asiatiska krisekonomierna kommer att ta. Men att de kommer att repa sig – om än i mycket olika takt – är jag övertygad om.

På medellång sikt torde framtidsutsikterna för flertalet av de sydostasiatiska ekonomierna vara långt bättre än för till exempel Latinamerikas. Men i dag är uppförbacken brant.

Efter juli 1997 har glåporden haglat över de förut så prisade ekonomierna. De som fram till igår hyllade den speciella symbios mellan stat och kapital som varit ett av de ostasiatiska ekonomiernas främsta kännetecken myntade nu uttryck som "klientkapitalism" (*crony capitalism*) för

att beskriva vilka eländiga system som upprättats i Asien.

Mycket var, har det visat sig, ganska eländigt. Men Asien-krisen har urreklats långt allvarligare än vad någon kunde ana, och raset har blivit djupare än vad länderna förtjänar. Det vanstyre som förvisso förekom – och som många av oss bagatelliserade – motiverar inte de stränga straff som utmätts. Dryga böter, kanske, men inte flera års straffarbete.

De internationella finansiella organisationerna bär ett stort ansvar. När länderna gjorde som de blev tillsagda av Världsbanken, Internationella valutafonden och andra – såsom att avreglera de inhemska kapitalmarknaderna och släppa valuta-handeln fri – ökade sårbarheten.¹

Asienkrisen är, enligt min uppfattning, i första hand en finanskris. Och i en globaliserad ekonomi med fria kapitalrörelser där svansen – de finansiella marknaderna – tenderar att vifta på hunden – den reala ekonomin – riskerar även ganska friska hundar att råka illa ut.

En lärdom av Asienkrisen kan vara att ingen går riktigt säker i dag. En sund ekonomisk politik minskar riskerna, men eliminerar dem inte.

Syftet med denna artikel är inte att detaljgranska Asienkrisens utveckling. Huvudsyftet är att diskutera mer principiella frågor kring hur moderna finanskriser uppstår, hur de hanteras, vilka som får betala och – inte minst viktigt – vilka som slipper betala.

Artikeln inleds med en kort översikt över krisens förlopp, följt av en diskussion av dess orsaker. Därefter jämförs Asienkrisen med den latinamerikanska 80-talskrisen och Mexikokrisen 1994–95 vad gäller orsaker och krishantering. Slutligen sammanfattas några av lärdomarna, med tonvikt på frågan om *moral hazard* och på en kritisk diskussion kring de viktigaste internationella aktörernas, och speciellt Internationella valutafondens (IMF), roll.

Hur det hela började²

Redan 1996 började vissa tecken tyda på att den enastående snabba tillväxten i Sydostasien höll på att mattas av. Exporttillväxten sjönk markant, och aktiekurserna i ett par nyckelländer, främst Thailand och Sydkorea, började falla.

Under våren och försommaren 1997 ökade trycket mot den thailändska valutatan, som var knuten till en dollardominerad valutakorg, och som haft ett stabilt värde gentemot USA-dollarn sedan 1984.

Den egentliga "krisens" utbrott brukar dateras till den 2 juli 1997, då den thailändska riksbanken, efter omfattande och dyrbara stödköp, gav upp sina försök att försvara *bathen*, som tilläts flyta (d v s sjunka).

En dryg vecka senare släpptes den filippinska valutatan fri. Den 14 juli föll så den malaysiska valutatan, och en månad senare den indonesiska. I december 1997 var det Sydkoreas tur. Den thailändska krisen hade nu döpts om till "Sydostasienkrisen".

När jag i fortsättningen talar om "Asienkrisen" är det dessa fem länder, med en sammanlagd befolkning på drygt 400 miljoner – av Asiens totalt över 3 miljarder invånare – som i första hand åsyftas.

¹ Detta erkänns också av ledande representanter för bland annat Världsbanken. Inte minst Världsbankens chefsekonom, Joseph Stiglitz, har alltmer öppet ifrågasatt tidigare dogmer. Följande korta citat kan illustrera hur Stiglitz bedömer på en avgörande punkt avviker från IMF:s: "In my view, we have often pursued liberalization as an end in itself... It is unlikely that the crisis could have occurred without the liberalization of capital accounts. It is worth observing that some of the countries with the weakest financial sectors and the greatest lack of transparency were hardly touched by the contagion from East Asia. These were countries with closed, or at least more closed, capital accounts." (1998, s 12).

² En utmärkt översikt över det tidiga krisförloppet finns i Kokko [1998].

Av krisländerna är Indonesien det i särklass värst drabbade, under det att Filippinerna klarat sig förhållandevis bäst.

Dock har krisens återverkningar påverkat hela Asien, och 1998 uppskattas kontinenten som helhet ha haft en negativ tillväxt av BNP per capita.

Krisen fick ett långt mer dramatiskt förlopp än vad någon bedömare hade förutsett. På kort tid – mellan juli 1997 och den sista januari 1998 – hade valutorna fallit med följande procenttal gentemot den amerikanska dollarn:

Indonesien	– 78 %
Thailand	– 53 %
Malaysia	– 43 %
Sydkorea	– 42 %
Filippinerna	– 39 %

Källa: *Far Eastern Economic Review*

Börskurserna följde ett liknande mönster, med en i genomsnitt femtioprocentig nedgång under det andra halvåret 1997. I Indonesien var börsrasen störst: hela 80 procent mellan juni 1997 och januari 1998. Kombinationen av valutaras och börsfall gjorde att dollarvärdet på reala tillgångar i krisländerna föll till mellan en tredjedel och en femtedel av värdet före krisens utbrott. I Indonesien – där ju den finansiella krisen också sammanfallit med en djup politisk kris – var fallet ännu större.

För 1998 och 1999 ser BNP-prognoserna (gjorda hösten 1998 av Asiatiska utvecklingsbanken) för några nyckelländer i Asien ut på följande sätt (*Tabell 1*).

De sociala effekterna av krisen i de värst drabbade länderna, i första hand Indonesien och Thailand, har varit förödande. En diskussion av dessa faller dock utanför ramen för denna artikel.³

Huvudorsaker till krisen

Det går att finna politiska faktorer som bidragit till Asienkrisen: Suharto-regimens sammanbrott och den fortsatta politiska oron i Indonesien, osäkerheten inför

Tabell 1 Prognoser för BNP-tillväxt 1998 och 1999

Land	1998 (%)	1999 (%)
Indonesien	– 16	– 3
Thailand	– 7	+ 1
Malaysia	– 6	– 2
Filippinerna	0	+ 1
Sydkorea	– 5	– 1
Hongkong	– 5	– 2
Kina	+ 7	+ 6
Singapore	0	+ 1
Taiwan	+ 5	+ 5
Indien	+ 5	+ 5

Källa: Asiatiska utvecklingsbanken, citerad i *Financial Times* 24 november 1998. Prognoserna är förmodligen för optimistiska, speciellt för Kina.

Hongkongs införlivande med Kina, och andra. Hur stor roll dessa spelat kan diskuteras – dock är utgångspunkten i denna artikel att Asienkrisen i första hand kan ses som en finansiell, snarare än politisk, kris.

Asienkrisen har många drag av klassiska finansiella "bubblor": en snabb stegring av tillgångspriser – inte minst på fastighetsmarknaden – och lätta pengar att tjäna innan bubblan brister. När krisen väl är ett faktum leder de inhemska och utländska placerarnas flockmentalitet till en våldsam *overshooting*, med ras på valuta-, aktie- och fastighetsmarknaderna som vida överträffar vad som är motiverat med hänsyn till de underliggande realekonomiska förhållandena. Därefter kommer en viss återhämtning, liknande den vi har sett på Asiens valuta- och aktiemarknader det senaste halvåret.

Men låt oss gå tillbaka några år i tiden. Tecken till stagnation fanns, som nämnts ovan, redan ett par år före krisen utbrott. Den höga exporttillväxt som varit motorn i de sydostasiatiska ländernas tillväxt på 90-

³ En kort översikt över sociala effekter av krisen återfinns i Utrikesdepartementet (1998b, s 71 ff.)

Tabell 2 Några makroekonomiska indikatorer för krisländerna (Thailand, Indonesien, Malaysia, Sydkorea och Filippinerna). Avrundade siffror.

Indikator/år	1991–95	1996	1997
BNP-tillväxt	7 %	4 %	4 %
Inflation (KPI)	6 %	6 %	5 %
Inhemska sparkvot (% av BNP)	34 %	33 %	33 %
Bytesbalanssaldo (% av BNP)	- 3 %	- 5 %	- 3 %
Budgetsaldo (% av BNP)	0,3 %	0,4 %	- 0,2 %

Källa: Asiatiska Utvecklingsbanken, *Asian Development Outlook* 1998, s 25

talet började mattas av redan 1995. Avmattningen sammanhängde med den utdragna stagnationen i den japanska ekonomin, men en starkt bidragande orsak var också regionens försämrade konkurrenskraft gentemot Kina efter den kraftiga kinesiska devalveringen 1994. Eftersom de sydostasiatiska valutorna var formellt eller *de facto* knutna till den amerikanska dollarn⁴ bidrog också dollarns appreciering, inte minst gentemot den japanska yenen, till att urholka konkurrenskraften.

Ytligt sett såg det dock ut som om makroekonomiska fundamenta var relativt sunda. Den nedgång i tillväxttakt som kunde skönjas 1996 tolkades av ledande bedömare såsom IMF som ett friskhets-tecken, och i en rad olika rapporter⁵ beskrevs de sydostasiatiska framtidsutsikterna som ljusa.

Allra längst i optimism gick måhända Asiatiska utvecklingsbanken (AsDB), som i sin *Asian Development Outlook* 1996–97 konstaterade följande: ”Overall, the outlook for the fast-growing market economies of South East Asia remains buoyant. Growth is likely to be maintained at over 7 per cent per annum.” I 1997–98 års upplaga av *Asian Economic Outlook* förutspåddes till och med att ”most of the South East Asian countries are expected to strengthen their performance in 1997 and 1998.” Liknande tongångar präglade AsDBs stort upplagda Asienöversikt *Emerging Asia*, med Jeffrey Sachs som huvudförfattare. *Emerging Asia* är daterad maj 1997 – en dryg månad senare började raset.

Så sent som i september 1997, då Thailandskrisen redan var på väg att utvecklas till en Sydostasienkris, berömde Världsbanken Indonesien i översvallande ordalag: ”Indonesia has achieved a remarkable economic development success over the past decade and is considered to be among the best performing East Asian economies.”⁶

Även de internationella kreditvärderingsinstitutet, med Moody's och Standard & Poor i spetsen, misslyckades helt med att varna för utvecklingen. Först då Asienkrisen varit ett begrepp på löpsedlarna i månader kom nedgraderingarna i kreditvärdighet.⁷

Om vi ser till vissa grundläggande makroekonomiska indikatorer fanns det heller inte mycket som pekade på vad som skulle komma att hända. Flertalet utveck-

⁴Sydkoreas växelkursregim var dock något mer flexibel än de övriga ländernas, och redan 1996 tillät den sydkoreanska centralbanken en viss depreciering gentemot dollarn.

⁵Se tex IMF's *World Economic Outlook* från oktober 1996 och maj 1997, eller IMF's hyllning till thailändsk stabiliseringspolitik i ”*Thailand. The Road to Sustained Growth*”, daterad december 1996.

⁶*World Bank Country Brief*, September 1997, citerad i Bullard, N, Bello, W & Malhotra, K (1998, s 15).

⁷Några nyckeldatum för de internationella kreditvärderingsinstitutens reaktioner på Asienkrisen återfinns i AsDBs *Asian Economic Outlook* 1998.

Tabell 3 Kapitalinflöde i Malaysia, Thailand, Indonesien, Sydkorea och Filippinerna 1987–96. Miljarder USD och som procent av BNP under hela perioden.

Land	Miljarder USD	Procent av BNP
Malaysia	68	12,0 %
Thailand	75	7,4 %
Indonesien	68	5,7 %
Sydkorea	80	5,1 %
Filippinerna	23	4,3 %

Källa: AsDB, *Asian Development Outlook* 1998, s. 27. Statistiken är något osäker.

lingsländer skulle förmodligen vara mycket tillfreds med siffrorna i *Tabell 2*.

Det stora orosmolnet var bytesbalansunderskotten. Även IMF hade, i fallet Thailand, uttryckt vissa farhågor inför betalningsbalansutvecklingen. Liksom i Mexiko några år tidigare bagatelliserades dock problemen. Ett sannolikt skäl till detta är att IMF varit pådrivande i frågan om avskaffandet av valutakontrollerna i både Mexiko och Sydostasien. IMF har i sina – starkt ideologiskt präglade – analyser ständigt betonat fördelarna med full konvertibilitet, omfattande även kapitalbalansen.⁸

IMFs varningar hade traditionellt gällt riskerna med offentlig upplåning för att täcka budget- och bytesbalansunderskott; stora privata kapitalinflöden har ända till helt nyligen uppfattats som problemfria.

Mellan åren 1987 och 1996 uppgick det kumulerade inflödet till de belopp som anges i *Tabell 3*.

Under 80-talet dominerades det utländska kapitalflödet av direktinvesteringar, huvudsakligen från Japan. Efter den gradvisa liberaliseringen av kapitalrörelser i Sydostasien från och med 1989 ökade kapitalinflödet i storlek, och sammansättningen förändrades. USA ersatte Japan som ledande investerare, och av 90-talets kapitalinflöde utgjordes endast en liten del av direktinvesteringar – merparten var i form av banklån och portföljinvesteringar.

En stor del av de nya lån som tagits upp hade en mycket kort löptid. I Indonesien och Malaysia hade i mitten av 1997

cirka 60 procent av alla utländska banklån en löptid kortare än ett år, och i Sydkorea och Thailand hela 70 procent (Griffith-Jones, Cailloux & Pfaffenzeller, 1998, s 7). Korta utlandslån i dollar hade, visade det sig, använts till långfristiga lån i inhemsk valuta.

Det argument som ofta framfördes som motiv för den finansiella avregleringen – att länderna lättare skulle kunna locka till sig utländskt kapital – visade sig stämma. Men priset blev högt.

Och det var inte ytterligare kapital som Ost- och Sydostasien behövde. Det inhemska sparandet räckte mer än väl. Asien som helhet har på 90-talet svarat för cirka 25 procent av världens samlade produktion, men för hälften av världens sparande.

Sårbara finansiella system

När krisen väl var ett faktum avslöjades djupgående brister i ländernas finansiella system. Det rörde sig om brister i information – den enorma storleken på företags och bankers olika lån tycks ha överraskat flertalet bedömare, inklusive ländernas egna övervakningsinstitutioner – men också, och viktigast, om grundläggande svagheter relaterade till avsaknad

⁸ Full konvertibilitet för löpande transaktioner ("current account convertibility") är knappast en kontroversiell fråga; det debatten handlar om är för- och nackdelar med konvertibilitet på *capital account*.

av incitament för effektiv riskbedömning och riskhantering till följd av explicita och implicita statliga förlustgarantier.

Den politiska styrningen av bankkrediter – till exempel till Sydkoreas konglomerat, de så kallade *chaebols*, eller till Suhartos släktingar – var också omfattande. Vanliga marknadsmässiga bedömningar åsidosattes; det var svårt att vägra stora kunder med politisk förankring lån.

Dessa och andra brister kunde länge maskeras av den snabba ekonomiska tillväxten, och så länge tillgångspriserna steg.

Många av de institutionella särdrag som i dag kritiserats så häftigt kan faktiskt också ha varit funktionella i tider av snabb ekonomisk expansion. System som fungerar bra i goda tider behöver inte vara bra på att hantera kriser; Japan är ett gott exempel.

Att kanalisera ett inhemskt sparande på 35 procent av BNP eller mer, plus det utländska kapital som strömmade in före krisen, till produktiva investeringar, ställer stora krav på ett finansiellt system. Den lätthet med vilken lån tycks ha beviljats i de sydostasiatiska länderna kan ha underlättat den ekonomiska tillväxten – men till priset av ökad ineffektivitet i nya investeringar, och successivt ökad sårbarhet.

Den extremt höga skuldsättning som traditionellt kännetecknat flertalet asiatiska länder, inklusive Japan, är ett ringa problem om efterfrågan hemma och utomlands växer med tio procent per år. Det är först när efterfrågan stagnerar och faller som sårbarheten blir uppenbar.

Den ost- och sydostasiatiska traditionen med låg självfinansiering i företagen var en viktig orsak till att krisen fick ett så dramatiskt förlopp. Både IMF och de berörda regeringarna underskattade de kedjereaktioner som krisen utlöste hos de djupt skuldsatta företagen.

Det kan också noteras att Världsbanken, i sin analys av ”mirakelekonomierna” från 1993, ger de ost- och sydostasiatiska

ländernas finansiella system mycket höga betyg vad gäller riskhantering, ”*effective prudential regulation*”, kapacitet att uppfylla de så kallade Basel-reglerna för kapitaltäckning, m m. Den nästan pedantiska riskbedömningen, baserad på täta kontakter mellan banker och övervakare, prissas av banken, och framställs nästan som ett asiatiskt särdrag: ”*Most East Asian economies continue to rely on close contact between supervisors and banks to encourage prudence. This routine, often daily interaction enables regulators personally to assess the riskiness of a bank’s portfolio.*” (Världsbanken 1993, s 213).

Det stora problemet, enligt Världsbankens analys, var att de inhemska bankerna inte var tillräckligt utsatta för internationell konkurrens, och att många av länderna fortfarande upprätthöll vissa valutaresriktioner.

När valutaregleringarna i flertalet länder avskaffades helt eller delvis förstärktes dock bristerna i de finansiella systemen. Informationen om storlek, löptider och slutliga destinationer för de massiva kapitalinflöden som föregick krisen var synnerligen bristfällig. Inte minst gäller detta de marknader för olika derivatinstrument som expanderade snabbt, och som ländernas finansinspektioner hade mycket dåligt grepp om.

”Klientkapitalismen” hade åtminstone en fördel, jämfört med anonyma hedgefonder: man visste ungefär vem man lånade ut till.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att Asienkrisen, till skillnad från t ex Mexikokrisen 1994–95 eller Sverige-krisen 1991–92, inte var en överkonsumtionskris, utan en överinvesteringskris. Sydostasien 1996–97 kännetecknades av överkapacitet på snart sagt samtliga områden: mikrochips, bilar, stål, datorer, flygbolag, lyxhotell, kontorsfastigheter – listan skulle kunna göras mycket lång.

I denna bemärkelse – överinvesteringar och överkapacitet så gott som överallt – hade den finansiella bubbla som sprack

Tabell 4 Latinamerika (inkl. Karibien) 1981 och 1982. Några makroekonomiska indikatorer.

	1981	1982
Genomsnittlig inflation (procent)	61	67
Budgetsaldo i procent av BNP	-5,3	-5,4
Bytesbalanssaldo i procent av export av varor och tjänster	-41,3	-44,8

Källa: Baserat på IMF, *World Economic Outlook*, Oktober 1989.

reala orsaker, som dock i sin tur bottnade i svagheter i de finansiella systemen.

Borde finanskriserna ha förutsetts?

Av de dussintals mer eller mindre allvarliga finanskriser som drabbat olika länder de senaste decennierna har flertalet kommit plötsligt, till synes utan förvarning. Den svenska finanskrisen 1991–92 tillhör i detta avseende undantagen: den byggdes upp under förhållandevis lång tid, och rader av inflytelserika aktörer förutsåg vad som skulle hända.

Den svenska finanskrisen – liksom den ryska 1998 – var ”välförtjänt”. En dålig ekonomisk politik bestraffades rättvist av finansmarknaderna.

Detsamma kan sägas om Latinamerikas skuldskris på 80-talet. År 1981, året innan den stora krisen bröt ut, var den genomsnittliga inflationen i Latinamerika 61 procent. Bytesbalansunderskotten var förfärande stora, liksom underskotten i statsbudgeten (se *Tabell 4*). De militärdiktaturer som vid denna tid styrde flertalet latinamerikanska länder – och vilkas ekonomiska politik fick starkt stöd från både internationella banker och från institutioner som IMF och Världsbanken – utmärkte sig genomgående för ekonomisk-politisk inkompetens, som endast höga råvarupriser och god tillgång till billiga internationella banklån hjälpligt förmådde dölja.

När så 70-talets gynnsamma externa ekonomiska situation i början av 80-talet övergick i sin motsats – med stigande

dollarkurs, stigande realräntor och fallande råvarupriser – rasade korthusen. När Mexiko ställde in betalningarna på utlandsskulden i augusti 1982 avslöjades en hel kontinents insolvens. De som föreföll mest förvånade var de internationella bankerna och kreditvärderingsinstitutet, IMF och Världsbanken.⁹

Även Mexikokrisen 1994–95 var ”välförtjänt”. Dock åtnjöt Mexikos dåvarande president Carlos Salinas ett nära nog unikt förtroende i Washington hos såväl Clinton-administrationen som i Världsbanken och IMF.

Som ett exempel på detta förtroende kan nämnas att Salinas ända fram till december 1994 backades upp av USA som ny chef för den internationella världshandelsorganisationen WTO.

Världsbanken brukar ligga lågt med omdömen om enskilda personer, men när det gällde Salinas bubblade entusiasmen över. ”Det finns idag i Latinamerika”, sade t ex Världsbankens vice-president för Latinamerika Shahid Husain år 1991, ”en ny generation ledare, som Mexikos president Carlos Salinas, som saknar band till det förflutna katastrofer, och vars inflytande kommer att stå sig in i det tjugoförsta seklet. De talar alla samma språk”.¹⁰

IMF var inte mindre översvallande, och stödet till Mexiko var massivt. I en skrift

⁹ För en diskussion om hur de viktigaste internationella bedömarna felbedömde Latinamerika i början på 80-talet, se de Vylder [1991].

¹⁰ Citerad i *Latin America Weekly Report*, 19 september 1991.

som måste beteckas som en hyllnings-skrift till Salinas ekonomiska politik¹¹ tog IMF åt sig en stor del av äran för den framgångsrika politiken. Mexiko framställdes här, och i flera andra sammanhang, som IMF:s lydigaste lärjunge i Latinamerika.

Även i de internationella affärs- och ekonomitidskrifterna flödade berömmet. I en specialbilaga i *The Economist* (13 februari 1991) framhölls t ex Mexikos roll som föregångsland i Latinamerika vad gäller ekonomiska reformer och sund ekonomisk politik. Inför invalet i OECD hälsade *The Economist* Mexiko välkommet i kretsen av moderna, utvecklade länder, och tidskriften gav, å alla i-länders vägnar, Mexiko en klapp på axeln för att ha varit en nationalekonomisk mönster-elev: "*The club of rich nations hails Mexico as the perfect student of economics*". En misstänksam läsare kunde dock redan då oroa sig litet för de något anekdotiska bevis på framsteg som *The Economist* anförde.¹²

Vad som var sant i hyllningarna var att Salinas följde Valutafondens råd. Sant var också att inflationen sjönk till noll, och att budgetunderskottet eliminerades; åren 1992 och 1993 kunde Mexiko t o m skryta över något så ovanligt som överskott i statsbudgeten.

Bakom denna fasad av budgetbalans och sjunkande inflation fanns dock en allvarlig och djupgående kris. Det inhemska sparandet minskade kraftigt under Salinas sex år vid makten. Den låga inflationen köptes till priset av en övervärdering av valutan, ständigt växande kapitalimport och underskott i utrikeshandeln. Mexikos internationella konkurrenskraft var underminerad, och utlandsskulden växte lavinartat. Liksom i början på 80-talet uppvisade Mexiko åren 1990–94 tydliga symptom på den så kallade holländska sjukan, men denna gång inte till följd av höga oljepriser utan som ett resultat av stora kapitalinflöden.

Som villkor för medlemskap i OECD

hade Mexiko avskaffat alla valutarestriktioner (liksom Sydkorea tvingades göra ett par år senare), vilket banade väg för destabiliserande privata kapitalströmmar. Hela 73 procent av allt utländskt kapital som investerades i Mexiko åren 1989–94 utgjordes av kortfristiga placeringar på den finansiella marknaden.

När krisen väl bröt ut i december 1994 var det för sent för en mjuklandning. Både inhemska och utländska placerare paniksålde pesos, och valutan sjönk som en sten.

Liksom i Latinamerika 1982, och i Sydostasien 1997, förefaller det som om de inhemska placerarna var snabbast med att fly till säkrare valutor, främst USDollarn. Detta kan bero på överlägsen information hos "insiders", men en ännu troligare förklaring är att riskerna vid en valutakrasch är mycket större för det inhemska kapitalet.

De utländska placerare som under flera år tjänat mycket pengar på höga mexikanska realräntor och stigande tillgångspriser oroade sig helt i onödan – tack vare IMF:s krishantering (se vidare nedan) var risken att förlora pengar i praktiken liten.

I vissa avseenden påminde Mexikokrisen om tidigare latinamerikanska kriser. Krisen var en överkonsumtionskris; landet hade levt skyhögt över sina tillgångar. Ett nytt inslag var dock den helt dominerande roll som amerikanska pensionsfonder och hedgefonder av olika slag spelade för att blåsa upp den finansiella bubbla som brast i december 1994. Aktörerna på den finansiella marknaden

¹¹ "Mexico: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth", IMF Occasional Papers no. 99, Washington DC, September 1992.

¹² Som exempel kan nämnas följande analys: "*Signs of a more modern Mexico are there if you look for them. Last November about 100,000 people, paying 30 US dollars a ticket, filled Mexico's Aztec Stadium to listen to Elton John.*"

Tabell 5 Likheter och skillnader mellan tre finanskriser. Alla makroekonomiska indikatorer avser den period (1–2 år) som föregick respektive kris.

	Latinamerika	Mexiko	Sydostasien
Krisens utbrott	Augusti 1982	December 1994	Juli 1997
Var krisen förutsedd av ledande bedömare?	Nej	Nej	Nej
Inflation	Hög	Obefintlig	Låg/ganska låg
Budgetunderskott	Stort	Obefintligt	Obefintligt
Bytesbalans	Stort och växande underskott	Stort och växande underskott	Måttligt/stort underskott*
Inhemskt sparande	Lågt och fallande	Lågt och fallande	Högt och stabilt
Tillgångspriser	Stigande	Stigande	Stigande**
Privata sektorns skuldsättning	Låg	Måttlig	Mycket hög
Utlandsskuld	Mycket stor, växande	Mycket stor, växande	Låg/måttlig, växande
Privata utländska kapitalflöden	Mycket stort inflöde	Mycket stort inflöde	Mycket stort inflöde
Växelkursregim: fast eller rörlig växelkurs?	Skiftande, i regel halvfast	Fast	Fast/halvfast
Växelkursen kopplad till USD?	Ja	Ja	Ja
Valutan konvertibel?	Skiftande	Ja	Ja, helt eller delvis
Hade kapitalrörelserna liberaliserats åren före krisen?	Ja, i flertalet länder	Ja	Ja
Valutan övervärderad?	Ja	Ja	Litet/ måttligt ***

* Skillnaderna mellan länderna var dock betydande. Thailand hade ett stort och växande bytesbalansunderskott (drygt fem procent av BNP), under det att Malaysia och Sydkorea hade måttliga och sjunkande underskott.

** Dock hade flera av aktiemarknaderna i Ost- och Sydostasien börjat falla redan 1996, efter flera års exceptionellt snabb uppgång.

*** Ånyo får undantag göras för Thailand, vars valuta enligt alla tänkbara kriterier var starkt övervärderad åren före krisen.

var inte desamma som i början av 80-talet, då konventionella banklån till latinamerikanska regeringar dominerade kapitalinflödet.

Vad gäller Sydostasienkrisen fanns det, som nämndes inledningsvis, varningssignaler redan 1996. Aktiemarknaderna förefaller ha varit de första som reagerade – med all rätt, eftersom det är aktieägarna,

inte långivarna, som tar den största risken vid finansiella kriser.

Vi är nu redo att sammanfatta likheter och skillnader mellan de tre finanskriser som diskuteras. *Tabell 5* är ett försök att peka på ett urval indikatorer på den makroekonomiska situationen åren innan respektive finanskras bröt ut. Jag är medveten om de rent banditartade generaliseringar som

ligger till grund för de omdömen som avges, men en genomgång av situationen i varje enskilt land skulle bli något svårläst.

Likheterna mellan de tre kriserna är i flera fall slående. I samtliga fall föregicks finanskriserna av

- ett stort utländskt kapitalinflöde;
- mer eller mindre stora underskott i bytesbalansen;
- en långsiktigt försämrad internationell konkurrenskraft;
- en liberalisering av kapitalrörelserna;
- en fast eller halvfast växelkursregim, med valutan knuten till USD (eller till en valutakorg dominerad av dollar);
- snabbt stigande tillgångspriser;
- massivt stöd från IMF och Världsbanken för den förda politiken.

Vad gäller många andra indikatorer – budgetsaldo, inhemskt sparande, inflation, utlandsskuld, den privata sektorns skuldsättning, m fl – finns det dock avgörande skillnader. Speciellt viktigt är det att notera att det i fallen Mexiko och Sydostasien inte alls rörde sig om en kris för den offentliga sektorn, utan för den privata.

I detta senare avseende torde Mexikokrisen och Sydostasienkrisen representera framtidens kriser. Den gamla typen av kriser som IMF var van vid – ansvarslösa regeringar som låtit budgetunderskott och inflation skena iväg – ser i dag ut att tillhöra det förgångna. Det finns helt enkelt ingen som längre är beredd att finansiera denna typ av underskott, och det finns ett väl utvecklat varningssystem vad gäller regeringars lättsinne.

För kriser förorsakade av privata, destabiliserande kapitalflöden är beredskapen sämre. Inte minst har framväxten av allehanda derivatinstrument, i kombination med den tekniska utvecklingen som gjort elektronisk hantering av gigantiska kapitalflöden både billig och extremt snabb, gjort livet surt för både nationella finansinspektioner (några internationella har vi ju inte) och riskbedömare.

För IMF (och rader av privata bankekonomer och finansanalytiker) gäller det också att frigöra sig från den ideologisering som gjort att fonden uppfattat offentliga underskott som en styggelse, men privata kapitalflöden som effektiva nästan per definition.

Det bör också understrykas att IMF i dag inte bör ses som en neutral bedömare, utan som den helt centrala *aktören* i samband med finanskriser. Fonden är därför ur stånd att vara helt uppriktig i sina bedömningar. IMF kan inte offentligt gå ut och varna för annalkande finanskriser av det enkla skälet att sådana varningar skulle kunna utlösa just de kriser som fonden vill undvika.

Vi har de senaste åren sett ideliga exempel på hur IMF idylliserat utvecklingen i enskilda länder, och därmed uppmuntrat offentliga och privata kapitalflöden till dessa länder. Det mest makabra exemplet är kanske Ryssland fram till krisens utbrott 1998.

Alla de finanskriser som vi diskuterat i denna artikel följer detta procykliska mönster: fram till krisen har IMF skönmålat situationen, och bär därmed ett stort ansvar för att ha bidragit till att blåsa upp de bubblor som sedermera brustit. När krisen väl är ett faktum har IMF dock snarare överdrivit krisens omfattning, kanske för att lättare kunna mobilisera kapital för de olika räddningsaktionerna; exempel på detta har vi sett i både Mexiko 1994–95 och Sydostasien 1997–98.

Internationella valutafonden har i dag blivit både för stor och för liten. För stor, därför att fonden är en alltför viktig aktör för att kunna tjänstgöra som trovärdig väckarklocka vid annalkande finanskriser. För liten, därför att IMF:s finansiella resurser i dag är för små för att göra det möjligt för fonden att spela rollen av *lender of last resort*.

Så länge det handlade om regeringar som levde över sina tillgångar var IMF:s förmåga att mobilisera kapital tillräcklig. I dag, när finanskriser framför allt sam-

manhänger med privata kapitalflöden, handlar det dock om helt andra belopp för att vara en trovärdig *lender of last resort*.

Krishantering och krisförlopp

Ett försök till sammanfattning av hur de tre finanskriser som diskuteras i denna artikel har hanterats måste med nödvändighet bli synnerligen summariskt. Men några generella kommentarer kan ändå göras.

Vad gäller 80-talets latinamerikanska skuldkris kan hanteringen beskrivas som utdragen och plågsam. 1980-talet blev ett "förlorat årtionde".

Det kapitalinflöde, netto, på drygt fem procent av BNP som föregick krisen förbyttes i ett kapitalutflöde i form av räntor och amorteringar på utlandsskulden som i genomsnitt åren 1983–90 uppgick till tre procent av Latinamerikas BNP. Perioden efter 1982 kom att präglas av segdragna skuldförhandlingar i de så kallade klubbarna – London-klubben för affärsbankernas fordringar, Paris-klubben för utländska regeringars fordringar – och av ständiga strukturanpassningsprogram under IMF:s och Världsbankens överinseende. Resultatet var *stop go*-politik och makroekonomiskt kaos. Som exempel på det senare kan nämnas att den genomsnittliga inflationen i Latinamerika år 1989 uppgick till 994 procent.

Först på 90-talet stabiliserades situationen, och en viss ekonomisk tillväxt, om än ryckig, kom till stånd. Ännu 1995 var dock per capita-inkomsten i Latinamerika som helhet lägre än den var 1981.

Kostnaderna för skuldkrisen föll huvudsakligen på skuldländerna själva. Många av de främst amerikanska affärsbanker som dominerade kreditgivningen till Latinamerika åren 1974–82 drabbades dock av kännbara förluster, och bankerna utsattes för en ganska hård press från olika regeringar och internationella organisationer för att ta en del av kostnaderna.

Ett inslag i den latinamerikanska

skuldhanteringen som kom att visa sig prejudicerande var de krav som ställdes i samband med skuldförhandlingarna om att staten i skuldländerna skulle ta på sig det fulla betalningsansvaret även för den (mindre) del av utlandsskulden som bestod av lån från utländska banker till privata företag och banker.

Vad gäller Mexiko 1994–95 har många bedömare hyllat IMF:s resoluta ingripande som ett exempel på föredömlig krishantering. På mycket kort tid lyckades IMF, med starkt stöd från Clinton-administrationen, mobilisera ett stödpaket på närmare 50 miljarder dollar i form av likvida medel och garantier. Efter ett drastiskt ras i BNP och sysselsättning 1995 var den mexikanska ekonomin redan 1996 inne i en återhämtningsfas, om än bräcklig sådan.

I flera avseenden är det lätt att instämma i de positiva omdömena: återhämtningen gick långt snabbare än under 80-talskrisen, och IMF fick tillbaka sina pengar, t o m snabbare än beräknat. Men ett par andra saker bör också hållas i minnet.

För Mexikos folk – som fick överta det fulla betalningsansvaret för utländska investmentbankers och pensionsfonders höga risktagande – blev krisen dyrbar. Reallönerna ligger fortfarande under nivå från sommaren 1994 (och på ungefär samma nivå som i slutet av 70-talet). Krishanteringen innebar, något förenklat, en gigantisk kapitalöverföring från mexikanska skattebetalare till pensionärer i USA.

Än värre, på sikt, är att Mexikokrisen bekräftade vad många av aktörerna på finansmarknaderna länge misstänkt: att spekulera i finansiella bubblor är ganska riskfritt, så länge man undviker att köpa reala tillgångar. Däremot är det tryggt att låna ut pengar till inhemska banker (som eventuellt i sin tur spekulerar i aktier och fastigheter), eller köpa statspapper med högre realränta än hemma. Så länge det går bra kan man tjäna mycket pengar, och

när bubblan brister är det någon annan som betalar.

Varje gång utländska långgivare räddas av stödpaket under IMF:s överinseende förstärks problemet med *moral hazard*. Den skenbart effektiva krishantering i Mexiko kan därmed sägas ha banat väg för Asienkrisen 1997 (och för Rysslands-krisen 1998, och för andra, kommande kriser).

Asienkrisen

Det skulle föra för långt att i detta sammanhang gå in på alla turer i samband med den pågående krishantering i Asien.¹³ Skillnaderna mellan länderna är också betydande, både vad gäller den politiska och institutionella situationen och den ekonomiska utvecklingen. Som motpolar i själva krishantering kan vi ta Malaysia, som går sin egen, mycket speciella väg och som aldrig sökt stöd från IMF, och Thailand, som strävar efter mycket nära relationer med fonden.

Ett par generella kommentarer som anknyter till de övergripande frågeställningarna i denna artikel kan dock göras.

Den första är att de inledande räddningspaketen snarare spädde på den finansiella paniken i krisländerna. Budskapen från IMF under den första tiden var bland annat att de sydostasiatiska ländernas ekonomier var osunda och måste reformeras i grunden, att en stor del av de inhemska bankerna måste läggas ned, och att statsutgifterna måste skäras ned. Krisländerna – som inte haft några budgetunderskott i utgångsläget – ålades att, i en tid av drastiskt fallande statsinkomster, uppvisa budgetöverskott redan 1998.

Effekterna av de mycket tuffa tongångarna från IMF var likartade de som uppstår om man ropar ”Elden är lös!” i en fullsatt biograf.

Historiskt sett har överenskommelser med IMF ofta fungerat förtroendeskapande på de finansiella marknaderna. I flera av de sydostasiatiska länderna kan man

snarare se tecken på motsatsen – när uppgifter om innehållet i överenskommelserna med IMF har sipprat ut har oron tilltagit. I Indonesien, till exempel, ledde publiceringen av ett IMF-direktiv om att sexton insolventa indonesiska banker måste stängas till en dramatisk panikrusning även från småsparare som skakade hela det inhemska bankväsendet.¹⁴

IMF:s krav på budgetöverskott i flera av krisländerna redan 1998 – krav som sedermera har modifierats något – kom att verka kraftigt dämpande på den redan försvagade investeringsviljan, liksom den extremt strama penningpolitik som har förts sedan krisen bröt ut.

Fonden betraktade Asien med latinamerikanska 80-talsglasögon: som en kris för den offentliga sektorn, där lösningen låg i nedskärningar av statsutgifterna.

När en finanskris väl är ett faktum finns det givetvis inga lätta, kostnadsfria lösningar. Det handlar om att välja mellan pest och kolera. Skall valutan tillåtas falla som en sten, eller skall raset dämpas av en stram penningpolitik och höga realräntor? För företag med skulder i utländsk valuta handlar denna typ av avvägningar om vilket sätt att dö som är minst obehagligt – man kan inte få både låga räntor och en stabil växelkurs samtidigt (i varje fall inte med fria kapitalrörelser). IMF valde stram penningpolitik och höga räntor, och underskattade dominoeffekten förorsakad av företagets extremt höga skuldsättning. Avvägningen kan diskuteras; klart är dock att när politikens huvudinriktning, drastiska åtstramningar i hela regionen, väl var utstakad var förtroendet

¹³ För alla intresserade finns det i dag förträffliga web-sidor med artiklar om Asienkrisen – sök till exempel på *Asian Crisis* på Internet! – med bidrag från många av världens ledande ekonomer.

¹⁴ För en analys av denna och andra episoder där det tycks föreligga ett direkt samband mellan krav från IMF och ökad finansiell oro, se Bullard, N, Bello, W & Malhotra, K. [1998].

för en snabb återhämtning undergrävt.

Vad gäller frågan om *moral hazard* har Asienkrisen bekräftat prejudikaten från tidigare finanskriser. Som villkor för stöd till krisländerna har IMF krävt att regeringarna skall förse företags och bankers utlandsskulder med statsgarantier i utländsk valuta. Enligt i dag välkänt mönster har de massiva lån som IMF mobiliserat huvudsakligen använts till att hålla de utländska fordringsägarna skadeslösa.

Snabbheten i att socialisera betalningsansvaret har helt naturligt gjort de utländska fordringsägarna ovilliga att gå med på en omstrukturering och förlängning av lånen, vilket annars hade varit ett rimligt inslag i krishantering. De finansiella marknadernas oro inför otillräckligheten i de resurser som IMF kan mobilisera har också medfört att de utländska långivarna varit mycket angelägna om att dra sig ur så snabbt som möjligt, medan det ännu finns några dollar kvar.

Den panikartade kapitalflykten från krisländerna beräknas motsvara över fem procent av BNP under andra halvåret 1997 och första halvåret 1998. Svängningen från det tidigare kapitalinflödet överstiger sålunda tio procent av BNP, i genomsnitt, dvs en ännu större svängning från inflöde till utflöde än vad Latinamerika fick uppleva på 80-talet.

Att inte endast långgivare, utan även aktieägare, följde principen "rädda det som räddas kan" framgår av de börsras som ägde rum det första halvåret efter krisen, och som berörts tidigare.

Det är viktigt att notera den brist på symmetri som präglar behandlingen av långgivare och aktieägare i samband med finanskriser. I alla de tre kriser som behandlats i denna artikel – och i rader av andra kriser – kan vi se hur både inhemska och utländska aktieägare får stå för förlusterna själva, under det att långgivarna, så länge de är utländska, blir *bailed out*.

Denna brist på likabehandling skapar perversa incitament. Samtidigt som så

gott som alla är överens om att utländska direktinvesteringar är att föredra framför kortsiktiga, spekulativa finansiella placeringar är det de senare som får den förmånliga behandlingen.

Att låna ut pengar till utvecklingsländer har idag blivit som att spekulera mot en fast växelkurs: går det bra vinner jag, och går det dåligt förlorar jag inte.

Varje gång aktörerna på de finansiella marknaderna hånas för sin okunnighet om de länder de lånar ut pengar till, och för sin flockmentalitet och benägenhet att skapa bubblor, bör vi komma ihåg att de för det mesta har tjänat mycket pengar på verksamheten, oavsett graden av okunnighet.

Avslutning

Devisen "att förebygga är bättre än att bota" gäller både sjukdomar och finanskriser. Oavsett de underliggande orsakerna finns det ingen finanskrise som är lätt eller billig att bota, och de ekonomiska och sociala kostnaderna för folken i de krisdrabbade länderna kan vara enorma.

Förslagen om de bästa förebyggande åtgärderna är många, men få av dem är helt övertygande. Dock kan, förhoppningsvis, erfarenheterna av de senaste finanskriserna underlätta en bättre identifiering av riskfaktorer, till exempel

- fast växelkurs;
- konvertibel valuta;
- stort privat kapitalinföde;
- stigande tillgångspriser, och
- beröm från IMF.

Kanske går vi i dag mot en period av viss återreglering av de globala, elektroniska finansmarknaderna. Många bedömare har noterat att de länder i Asien som hittills klarat krisen bäst – länder som Kina, Taiwan, Vietnam och Indien – bevarat sina valutakontroller. Några av dessa länders finansiella system är i dåligt skick, och risken för valutakriser kan inte uteslutas, men eftersom de utländska inves-

teringarna domineras av direktinvesteringar och inte av *hot money* tar det i alla fall betydligt längre tid att tömma valutareserverna i dessa länder.

Både politiska och teknologiska skäl torde göra att en återgång till gamla tiders valutaregleringar inte blir aktuell. Ett tidens tecken är dock att vissa experiment med skatter på kortsiktigt kapitalinflöde – av den typ Chile och Colombia tidvis tillämpat – i dag tilldrar sig stort intresse bland ekonomer och politiker.

Vissa tabun tycks ha raserats. Före Asienkrisen betraktades den som var skeptisk till fria kapitalrörelser närmast som en knäppgök, som en udda representant för något slags isolationistisk grön-saksvänster. Bland dagens förespråkare för en viss reglering av de globala valuta-transaktionerna hittar man dock plötsligt rader av högst respektabla nationalekonomer och frihandelsvänner.

Valutakontroller har sitt pris, men fler och fler frågar sig i dag om inte priset för helt okontrollerade kapitalrörelser är högre.

Förslag som ofta återkommer i debatten är krav på förbättrad information – inte minst om de snabbt växande flödena på de nya derivatmarknader som uppstått – effektivare övervakningssystem och ökad transparens, eller öppenhet, på de finansiella marknaderna. Asienkrisen har avslöjat förfärande brister i dessa avseenden, och ingen som har rent mjöl i påsen kan gärna motsätta sig bättre information och övervakning.

Allt detta är förträffligt, men helt otillräckligt. Först när de som borde stå för riskerna också tvingas göra det skapas efterfrågan på god information.

Det stora problemet när det gäller finanskriser i utvecklingsländer är inte att de utländska placerarna är okunniga. Det helt avgörande problemet är att IMF brukar se till att deras eventuella okunnighet inte bestraffas.

Referenser

- Asian Development Bank [1996], *Asian Development Outlook 1996 and 1997*, Oxford University Press, Oxford
- Asian Development Bank [1997], *Emerging Asia. Changes and Challenges*, Manila
- Asian Development Bank [1998], *Asian Development Outlook 1998*, Oxford University Press, Oxford
- Bullard, E, Bello, W, Malhotra, K, [1998], *Taming the Tigers: The IMF and the Asian Crisis*, stencil, Focus on the Global South, Bangkok, mars 1998
- Griffith-Jones, S, Cailloux, J & Pfaffen-zeller, S, [1998], "The East Asian Financial Crisis", Institute of Development Studies, Sussex, juli 1998, stencil
- International Monetary Fund [1989], *World Economic Outlook*, oktober 1989, Washington D.C.
- International Monetary Fund [1992], "Mexico: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth", *IMF Occasional papers* no. 99, september 1992, Washington D.C.
- International Monetary Fund [1996a], *World Economic Outlook*, oktober 1996, Washington D.C.
- International Monetary Fund [1996b], "Thailand: The Road to Sustained Growth", december 1996, Washington D.C.
- International Monetary Fund [1997a], *World Economic Outlook*, maj 1997, Washington D.C.
- International Monetary Fund [1997b], *World Economic Outlook*, oktober 1997, Washington D.C.
- International Monetary Fund [1997c], *World Economic Outlook: Interim Assessment*, december 1997, Washington D.C.
- Kokko, Ari [1998], "Asienkrisen: ett nordiskt perspektiv", i Utrikesdepartementet [1998a], Stockholm
- Stiglitz, Joseph [1998], "Sound Finance and Sustainable Development in Asia", *Keynote Address to the Asia Development Forum*, Manila, 12 mars 1998, stencil
- Ds 1998:61, [1998a], *Asiatiska vägval. Delstudier för en svensk Asienstrategi*, Utrikesdepartementet, Stockholm
- Ds 1998:61 [1998b], *Framtid med Asien. Förslag till en svensk Asienstrategi*, Utrikesdepartementet, Stockholm

de Vylder, Stefan, [1991], "Skuldskrisen i Latinamerika", i Lars Bergman m fl, *Ekonomi och samhälle 2: Ekonomisk tillväxt och utveckling*, SNS Förlag, Kristianstad

World Bank [1993], *The East Asian Miracle*, Oxford University Press, Oxford.