

Robert Wade og Frank Veneroso

## **KRISA I ASIA: HØYGJELDSMODELLEN I KONFLIKT MED TREKANTEN IMF-USAs FINANSDEPARTEMENT-WALL STREET \***

Hvordan kunne de thailandske bankenes problemer i 1996 og 1997, som var grunnet i spekulasjon i fast eiendom, utløse en så omfattende gjelds- og utviklingskrise i hele regionen? Etter devalueringen av den thailandske baht i juli 1997 fulgte valutakriser eller finansiell uro i Indonesia, Filippinene, Taiwan, Hongkong, Sør-Korea, Estland, Russland, Brasil, Australia og New Zealand. Det var få forhåndstegn på en truende internasjonal krise. Rentnivået holdt seg stabilt i G-7-landene. Baht-krisa førte heller ikke til at kapitaloverføringer til utviklingsland ble avbrutt. Tvert i mot steg internasjonale banklån til Asia i tredje kvartal 1997. Det japanske Senter for internasjonal finans, som i praksis fungerer som den japanske regjeringens organ for kredittvurderinger, ga Sør-Korea en av de høyeste vurderingene noe utviklingsland fikk i juni 1997. Det internasjonale valutafondet (IMF) og Verdensbanken skamroste regjeringene i regionen, deriblant også Sør-Korea, så sent som september 1997.

Det som begynte som en gjeldskrise er nå en full utviklingskrise. I den asiatiske regionen som har vært den mest vellykkede av samtlige u-landsregioner, faller nå levestandarden overalt, arbeidsledigheten stiger, og de kraftige devalueringene slår ut i høyere importpriser. Mange millioner fattige står i en kritisk situasjon, og millioner av andre mennesker som trodde de levde i en trygg middelklassetilværelse, føler at de er blitt fratatt sin sosiale trygghet. Dette er ikke en menneskelig tragedie på linje med det som skjer i Nord-Korea, men tapet av sikkerhet og produktivitet er tragisk nok, nesten like grusomt som en krig. Sør-Korea, Thailand og Indonesia sklir nå inn i en depresjon som kan sammenliknes med den som rammet Europa og Nord-Amerika i 30-årene.

Finanskriser i form av spekulasjonsbobler med påfølgende sammenbrudd har gjentatt seg gjennom kapitalismens historie. Tidlig i 1980-årene ble Latin-Amerika, også det en u-landsregion med sterk vekst, rammet av en gjelds- og utviklingskrise, og regionens klatring opp det internasjonale økonomiske hierarkiet stoppet opp. Blant analytikerne var det generell enighet om at regjeringene i området hadde mye av skylda for krisa fordi de hadde ført en dårlig makroøkonomisk politikk og tatt opp store lån. Det førte til ekstravaganse og korrupsjon fordi det var stater som tok opp lånene, ikke

private foretak som konkurrerer på markedet. Men gjeldskrisa i Asia arter seg stikk motsatt. Det meste av gjelden i Øst- og Sørøst-Asia er privat, og grunnleggende makroøkonomiske forhold så gode ut forut for krisa. De aktuelle landene hadde lav inflasjon, statlige budsjettoverskudd, eller bare små underskudd, og inntil nylig stabile eller økende valutaeserver. De har hatt en sterk vekst. Øst- og Sørøst-Asia har stått for en fjerdedel av verdens produksjon og halvparten av verdensøkonomiens vekst i 1990-årene. Foretak i regionen har vært i stand til å lage produkter som selger i de mest kresne markeder – såfremt valutakursen er korrekt.

Det er mye uenighet om hvorfor krisa har antatt et så stort omfang, hva som må til for å komme ut av den, hvem som vil tjene og hvem som vil tape, og hvilke endringer som må gjøres i internasjonale regimer for å redusere sannsynligheten for gjentakelser. Dette er emner som burde gjennomgås nøye i internasjonale fora. Denne diskusjonen vil være like viktig som Bretton-Woods-konferansen ved utgangen av andre verdenskrig.

I følge IMF er det nødvendig med to typer tiltak mot krisa; for det første innstrammingspolitikk for å gjenopprette landenes kapasitet til å betjene utenlandsk gjeld; for det andre radikale institusjonelle reformer, inklusive ytterligere liberalisering av finanssystemet. Mange analytikere har sagt seg uenige i dette.<sup>1</sup>

En utbredt oppfatning blant kritikerne av IMF er at det dreier seg om en likviditetskrise og ikke en krise preget av insolvens. De internasjonale kreditorene har flyktet fra landenes valutaer og verdipapirer. Tilbake står låntakerne som nå er ute av stand til å refinansiere lånene sine. Krisa skyldes i stor grad en overdreven deregulering av finansvesenet der banker og firmaer fikk adgang til å ta opp lån i utenlandet uten å være underlagt statlig kontroll og koordinering. Det internasjonale bankvesen, som også er uregulert, oversvømmet gladelig asiatiske selskaper med store mengder usikrede kortsiktige lån. Krisa startet ved at noen av kreditorene forsøkte å trekke ut lånene sine. De ble fulgt av stadig flere kreditorer, mens selskapene forsøkte å redusere sine driftskostnader og selge deler av sine aktiva. Med dette steg arbeidsløsheten, mens aktivaprisene raste nedover.

Jeffrey Sachs sier at «Valutafondet lot være å helle vann på flammene, i stedet ropte det ut at teatret sto i brann».<sup>2</sup> IMF insisterte på å stenge en rekke banker til tross for at det knapt nok finnes noen innskuddsgaranti i disse landene. Dette førte til at paniske innskytere trakk pengene sine ut av sunne banker. IMF's insistering på å redusere etterspørsel og likviditet har akselerert antall konkurser og ført til store tap av verdier for selskaper som var effektive og profitable, såvel som for de som ikke var det. Valutafondets press for å gjennomføre institusjonelle reformer av finanssystemene, av korporativistiske styringsordninger og arbeidsmarkeder overbeviste kreditorene om at de asiatiske økonomiene var grunnleggende usunne.

Den første oppgaven nå må være å gjenopprette tilliten. Det forutsetter at man overvinner det kollektive handlingsproblemet der ingen kreditor våger å refinansiere lån av frykt for at de andre ikke vil gjøre det. Etterspørsel og likviditet må økes, ikke reduseres, for å holde selskapene i gang. IMF burde derfor konsentrere seg om å samordne og organisere refinansiering, for så å bistå i organisering av finansielle reguleringer, spesielt overfor utlandet. Dette vil bidra til å redusere risikoen for en tilsvarende krise i framtida.

Vi er enig i disse argumentene. Vi vil imidlertid gå lengre og argumentere for at de langsiktige skadevirkningene av IMF's håndtering av krisa er enda verre enn kritikerne antar. Årsaken til det ligger i en dimensjon ved krisa som er blitt ignorert, nemlig at finanssystemene i Øst- og Sørøst-Asia er helt forskjellige fra de landene som IMF har erfaringer med. Som følge av disse forskjellene vil IMF's økonomiske innstramning og finansielle liberalisering ha færre fordeler og større ulemper i Asia enn andre steder. Til tross for at IMF's krisepakker til Thailand, Indonesia og Sør-Korea har vært de største i organisasjonens historie, har det gått tregt med å gjenopprette markedets tillit. Dette skyldes ikke bare at IMF forlanger urealistisk ambisiøse reformer, men også at disse reformene ikke er tilpasset asiatiske finansstrukturer.

### **Den asiatiske høygjeldsmodellen**

I vestlige land – inklusive de latinamerikanske – er selskapenes gjeld vanligvis betydelig lavere enn verdien av deres aksjekapital. I henhold til vanlige forsiktighetsregler bør ikke banker gi lån til selskap med høyere gjeld enn egenkapital. I Øst- og Sørøst-Asia, og spesielt Japan og Sør-Korea, har selskapene høyere gjeld enn egenkapital. Det er vanlig at forholdet mellom gjeld og egenkapital, dvs. gjeldsgraden, er 2:1 eller enda høyere.<sup>3</sup>

Hvorfor har selskapene i disse landene så mye høyere gjeldsgrad enn i vesten? For det første skyldes dette at sparingen i disse landene er så mye høyere. Bruttosparingen utgjør en tredjedel eller mer av bruttonasjonalproduktet (BNP), mens denne andelen ligger på 15-20 prosent i vestlige land. Denne sparingen skjer hovedsakelig innen husholdene, og det meste av den i form av bankinnskudd som er langt mindre risikabelt enn verdipapirer.<sup>4</sup> Banker må i sin tur låne ut. Hverken husholdene eller staten låner i særlig grad, så systemet er i stor grad orientert mot utlån til selskaper. (Lån og investeringer til utlandet ville være et mulig alternativ, men dette vil vanskelig kunne skje i et stort nok omfang til å absorbere den store mengden innenlandsk sparing.)

For det andre vil selskaper som ønsker å hevde seg innen verdens ledende industrisektorer (noe som særlig har vært tilfelle i Japan, Sør-Korea og Taiwan), måtte skaffe seg tilgang til store ressurser, og dette er bare mulig ved lån. For å kunne gå inn i disse raskt ekspanderende eksportmarkedene, må selskapene få tilgang til en stor andel av den innenlandske sparingen, som

altså er i form av bankinnskudd. Hverken aksjemarkedet eller selskapenes akkumulasjon av kapital er realistiske alternativer.

Husholdenes store bankinnskudd og bankenes høye utlån målt som andeler av BNP, samt en høy gjeldsgrad i selskapene er karakteristiske trekk ved de asiatiske økonomiene, spesielt Sør-Korea. Et slikt finanssystem vil være sårbart overfor sjokk som forstyrrer kontantstrømmene eller tilgangen på lånekapital. Jo høyere disse forholdstallene er, desto mer sannsynlig er det at økonomiske sjokk vil føre til likviditetskrise, mislighold av lån og konkurser.

En slik finansiell struktur må være basert på samarbeid mellom bankene og selskapene og en betydelig grad av statlig støtte. Det gjelder om å opprette buffere mot «systemiske sjokk» som kan forstyrre selskapenes kontantstrøm og tilgang på kapital, uten at selskapene dermed beskyttes mot konsekvensene av feil beslutninger og mislighet. Begrensninger på selskapenes og bankenes frihet til å ta opp lån i utlandet og statlig koordinering av slike låneopptak er en nødvendig del av et slikt system.

Vestlige observatører anser oftest et slikt system som en korrumpert form for «kompiskapitalisme». Det finnes imidlertid gode finansielle grunner til å opprettholde langsiktige nære forbindelser mellom selskaper, banker og stat i et system som viderefremmer store mengder sparing og dermed skaper høy gjeldsgrad i selskapene. (Kommentatorene har dessuten en tendens til å glemme den amerikanske varianten av kompiskapitalisme basert på finansiering av valgkamper.) Siden selskapene og bankene har behov for statlig støtte, blir staten i stand til å påvirke deres beslutninger i samsvar med nasjonale strategier for industriutvikling. Staten kan holde tilbake støtte til banker og selskaper som opererer i strid med den nasjonale industristrategien. Systemet kan disiplineres ved at incentiver til investeringer knyttes til eksportfremgang eller til selskapenes evne til å redusere gapet mellom egne priser og internasjonale priser.

En høy grad av sparing i husholdene pluss høy gjeldsgrad i selskapene pluss incentiver til investering som knyttes til internasjonal konkurranse-dyktighet, er lik den asiatiske «utviklingsstaten».<sup>5</sup> Til tross for en rekke «hvite elefanter» og korrupsjon (noe som er uunngåelig i et system som formidler en tredjedel av nasjonalinntekten) har dette systemet gjort det mulig for selskapene å ta opp lån som er flere ganger større enn deres egenkapital. Med dette klarte landene å gjøre et «kvantesprang» oppover i det globale teknologiske hierarkiet og å forbedre folkenes levekår i et omfang som overgår praktisk talt alle andre land.

### **Konsekvenser av økonomiske sjokk**

På den andre siden har imidlertid disse selskapene svært høy gjeld. Gjeldsgraden til sørkoreanske selskaper er 30 til 50 prosent høyere enn i USA.

Dette har skapt et fjell av gjeld som ligger til grunn for krisa i Sør-Korea. Gjeldsgraden er kanskje ikke så høy i andre asiatiske land, men den er gjennomgående langt høyere enn i vestlige land.

For å forstå farene med høy gjeldsgrad, kan vi sammenligne systemer med lav og høy grad. Lav gjeldsgrad, som er vanlig i Latin-Amerika og Nord-Amerika, gjør at selskapene ikke kan investere i så stort omfang som i Øst-Asia, men til gjengjeld er disse systemene mindre sårbare overfor økonomiske sjokk og kan tåle en sterk økning i rentenivået over en periode. Det er bedre muligheter for at selskapenes bruttoprofitt før betaling av renter og skatter er høy nok til at de er i stand til å betale økte renteutgifter fra sin kontantstrøm, dvs. sine løpende inntekter. Det reelle gjeldsnivået vokser langsommere ved en renteøkning enn når gjeldsgraden er høy. I tilfelle selskapene ikke klarer å dekke gjeldsbetjeningen med sine løpende inntekter eller reserver og må finansiere den med nye lån (dvs. at gjeldsgraden øker), gir balansene deres likevel rom for å høyne gjeldsgraden uten dermed å sette på spill hele deres egenkapital.

I systemer med en høy gjeldsgrad må selskapene bruke mye mer av bruttoprofitten til å betale renter på lånene sine. De kan derfor ha liten eller ingen mulighet til å ta av bruttoprofitten for å dekke økte utgifter ved en sterk renteøkning. I så fall må de økte rentekostnadene konverteres til ny gjeld. Imidlertid kan en ytterligere økning av gjeldsgraden true selskapenes eksistens. Og enda verre: Hvis store deler av gjelden er i utenlandsk valuta og landets valuta devalueres, slik som i Asia, så vil devalueringen medføre ytterligere økning både av rentekostnadene på utenlandsgjelden og selve gjelden. Endelig vil en høy gjeldsgrad ikke bare øke risikoen for låntakere, men også for långivere, med mindre IMF går inn og betaler dem ut.

### **Krisa i 1997-98**

De samme forholdene som tidligere fremmet høy vekst i Asia, har ført til eller iallfall forsterket krisa. I 1990-årene har vestlige og japanske banker pøst ut lån til selskaper i Asia. Til tross for all historisk erfaring med vekst-rater lot de til å anta at den raske veksten (fire ganger høyere enn gjennomsnittet i OECD-landene) ville fortsette, og at valutakursene derfor ville forbli stabile. Hver enkelt utenlandsk kreditor lot være å følge de vanlige forsiktighetsreglene om å begrense sine utlån til selskaper med høy gjeldsgrad, fordi alle andre kreditorer unnlot å følge disse reglene og fordi det gjaldt om å vinne markedsandeler. Internasjonale banker har en sterk flokk-mentalitet. De som ikke tjener penger der andre gjør det, risikerer å bli ansett som inkompetente. Derimot blir ikke en banks anseelse ødelagt av tap som også rammer alle andre.

I mellomtiden gjennomførte de asiatiske regjeringene storstilte dereguleringer av finanssektoren etter sterk oppmuntring fra IMF, OECD, vestlige stater og transnasjonale banker og konsern. Statlig kontroll over selskapers låneopptak i utlandet ble fjernet eller liberalisert i betydelig grad, alle former for statlig koordinering av lån og investeringer ble avskaffet, mens liberaliseringen av finanssektoren ikke ble fulgt opp med en styrking av kredittilsynet i de enkelte landene. Med dette brøt de østasiatiske regjeringene med en av betingelsene for stabilitet i den asiatiske høygjeldsmodellen; grunnlaget for krisa var lagt.

Den raske liberaliseringen av kapitalbevegelser uten seriøs institusjonell støtte i begynnelsen og midten av 1990-årene var den mest uansvarlige handling forut for krisa. Ansvaret for dette hviler både på nasjonale regjeringer og internasjonale organisasjoner. For eksempel gjennomførte sentralbanken i Thailand kapital-liberaliseringer på et tidspunkt da den og andre aktuelle statlige institusjoner hadde hendene fulle av en rekke andre spørsmål og var involvert i politiske konflikter. Deretter strømmet utenlandsk kapital inn i landet helt uten oppsyn, for ikke å snakke om kontroll.<sup>6</sup> I Sør-Korea ble nøkkelpersoner bestukket av japanske og vestlige finansinstitusjoner for at de skulle bryte med den tidligere utviklingsfremmende koreanske politikken. I tillegg var regjeringen opptatt av å oppnå medlemskap i OECD, og betingelsen for dette var finansiell åpenhet. Som en del av de påkrevde reformene avviklet regjeringen Det økonomiske planleggingsrådet, den viktigste institusjonen i utformingen av landets økonomiske strategi siden tidlig i 1960-årene. I stedet ble Finansdepartementet nå den dominerende aktøren i utformingen av landets økonomiske politikk.

De sørkoreanske selskapene oppdaget nå at de kunne låne utenlands til halv pris av hva det kostet å låne innenlands. Utenlandsgjelden vokste, hovedsakelig i form av private, kortsiktige lån (med forfallstid på 12 måneder eller kortere). Bankenes og selskapenes utenlandsgjeld eksploderte fra et meget lavt beløp tidlig i 1990-årene til ca. 160 milliarder dollar ved slutten av 1997.

Kina devaluerte i 1990 og 1994. Sammen med Kinas lavere inflasjon og sterkere produktivitetsvekst svekket dette eksportsektorens konkurranseposisjon i de øvrige landene i Øst- og Sørøst-Asia. Siden 1995 har den amerikanske dollaren blitt styrket i forhold til japanske yen.<sup>7</sup> Dette svekket de østasiatiske landenes konkurransedyktighet ytterligere siden deres egne valutaer var bundet til dollaren, slik at deres valutakurser steg i takt med dollarkursen. I 1996 opplevde Thailand nullvekst for eksporten, den langsomste vesten i BNP i løpet av et tiår og et svulmende underskudd på driftsbalansen overfor utlandet. Kursene på den thailandske børsen falt med en femdel i løpet av de første ni månedene av 1996, og veksten i utenlandske investeringer avtok betraktelig. I Sør-Korea sank industriproduksjonen i

1996. Landet fikk en kraftig økning i underskuddet på driftsbalansen overfor utlandet, og det forekom flere konkurser i industrien.

Straks de utenlandske kreditorene begynte å tenke over muligheten for at valutakursene kunne falle, «oppdaget» de hver for seg at de hadde store utlån til selskaper med en gjeldsgrad langt over den vanlige forsiktighetsgrensen for utlån. Og hver enkelt kreditor visste at de andre kunne gjøre den samme «oppdagelsen». Dette ville føre til svekket tillit til de lokale valutaene og fallende valutakurser, noe som i sin tur ville svekke selskapenes evne til å betjene den høye gjelden. Kreditorene forsøkte derfor å få utlånene sine innfridd, og de unnlot å gi nye lån. Dette gjaldt særlig de japanske bankene som hadde gitt store lån til selskaper i Øst- og Sørøst-Asia. Nå trengte de dessuten pengene for å håndtere sine egne økonomiske problemer hjemme.<sup>8</sup>

Kapitalflukten fra Øst- og Sørøst-Asia ble derfor overraskende sterk. De internasjonale bankene kuttet kredittlinjene til alle låntakere, også til eksportorienterte selskaper som ellers ville ha vært i stand til å dra nytte av devalueringen. Til og med de store koreanske chaebols med internasjonalt kjente merkenavn har fått problemer med tilgang på handelskreditt for å dekke import av innsatsvarer til eksportproduksjon. Dette var forskjellig fra Latin-Amerika i 1980-årene, der selskapene hadde mye lavere gjeldsgrad. De latinamerikanske selskapenes gjeldsnivå lå innenfor de utenlandske långivernes forsiktighetsgrenser, selv om statene ikke var kredittverdige. Den private sektoren opplevde derfor ikke noen tilbaketrekning av bankkreditt, og problemet med å refinansiere gjelden i Latin-Amerika ble løst raskere enn det som nå later til å være tilfelle i Asia, selv om de latinamerikanske statene altså var langt mindre kredittverdige enn de asiatiske.

### **Hjelp fra IMF?**

Det internasjonale valutafondet (IMF) er organisert for å bistå med finansiering til land som har problemer med betalingsbalansen inntil disse problemene er blitt løst. IMF's programmer for forgjeldete land søker normalt å redusere underskuddet på driftsbalansen overfor utlandet, senke inflasjonen og redusere innenlandsk etterspørsel. Disse målsettingene er også listet opp i de første linjene i Valutafondets overenskomst med Sør-Korea, datert 5. desember 1997:<sup>9</sup>

«Programmet tar sikte på å begrense underskuddet på driftsbalansen overfor utlandet til under en prosent av BNP i 1998 og 1999, og å begrense inflasjonen til fem prosent eller lavere. Med en rask styrking av tilliten til den koreanske økonomien håper man å begrense fallet i veksten i BNP til omlag tre prosent i 1998, etterfulgt av en gjenetablering av fullt vekstpotensial i 1999.»

I fortsettelsen går imidlertid programmet lengre enn det som har vært vanlig for IMF. Det kreves større finansielle omstruktureringer i Sør-Korea for å få

finanssystemet til å operere som et tilsvarende vestlig, uten at dette sies direkte. Programmet omfatter avvikling eller refinansiering av utsatte finansinstitusjoner, adgang for utenlandske finansselskaper til fritt å kjøpe opp koreanske finansinstitusjoner, krav om at bankene følger vestlige standarder («Basel-standarder») for forsiktighet ved utstedelse av lån, og «internasjonale» (les «vestlige») regnskapsstandarder, samt at finansinstitusjonene skal bruke internasjonale revisorfirmaer. Videre må regjeringen forplikte seg til ikke å blande seg inn i de kommersielle bankenes utlånsbeslutninger, statsdirigerte utlån må opphøre, og staten må gi avkall på støttetiltak til enkeltforetak, inklusive subsidiert kreditt og skatteprivilegier.

Valutafondet forlanger også at Sør-Korea går til totalt frislepp av kapitalbevegelser overfor utlandet for å fremme fri flyt av kapital – i form av både porteføljeinvesteringer og direkte investeringer – inn og ut av landet. Alle begrensninger på selskapenes låneopptak i utlandet skal fjernes. Handelsregimet skal også liberaliseres gjennom fjerning av handelsrelaterte subsidier og restriktive lisenser på import. Institusjoner og lovgivning innen arbeidsmarkedet skal reformeres med sikte på å «fremme omstilling av arbeidskraften».

Valutafondets programmer for andre asiatiske land varierer noe fra tilfelle til tilfelle, men i alle tilfeller stiller Valutafondet de tradisjonelle kravene om tiltak for å bedre driftsbalansen overfor utlandet, inklusive høye realrenter, samtidig som de går utover sitt tradisjonelle mandat med krav om institusjonell reform i form av liberalisering av kapitalbevegelser og deregulering av finanssektor og arbeidsmarked.

Når det gjelder målsettingen om å redusere underskuddene på driftsbalansen og oppnå makroøkonomisk balanse, har flere av de østasiatiske landene allerede nå oppnådd store handelsoverskudd, godt hjulpet av drastisk devaluering. Sør-Korea hadde et overskudd på driftsbalansen på 3,7 milliarder dollar i desember 1997. Over et år ville et slikt månedlig overskudd utgjøre 9 prosent av Sør-Koreas BNP, beregnet ut fra valutakursen etter devalueringen, dvs. 1600 won pr. dollar. Også Thailand og Malaysia hadde overskudd på driftsbalansen de siste månedene i 1997. Hittil har disse overskuddene hovedsakelig vært en følge av redusert import, heller enn økt eksport. Men det meste av landenes import består av kapitalvarer, råvarer og energi, heller enn konsumvarer. Reduksjon av denne typen import vil skade eksporten. For øvrig må landene ha enorme handelsoverskudd for å kunne betale forfalte renter de kommende årene.

Problemerkene med å eksportere seg ut av krisa blir enda vanskeligere som følge av Valutafondets krav om radikale institusjonelle reformer, spesielt innen finanssektoren. En radikal liberalisering av finanssystemet vil innebære betydelige «overgangskostnader»; og selv om landene klarer å etablere et mer «vestlig» finanssystem, vil ikke dette være stabilt i økonomier med en høy



sparerate. En slik endring ville også innebære at utviklingsfordelene ved høy gjeld blir oppgitt.

Overgangsproblemene har å gjøre med den eksisterende gjelden. Før det kan bli mulig å innføre vestlige typer forsiktighetsstandarder og finanssystemet kan begynne å fungere på vestlig vis, må gjelden reduseres. Det later ikke til at Valutafondet har tenkt igjennom dette. Fra historien kjenner vi til fire metoder til å redusere store mengder gjeld. Den første metoden er inflasjon. Gjelden fordunster ved at inflasjonen fører til negativ rente og reduksjon av lånets realverdi. Den andre måten å fjerne gjeld, er ved konkurs. Kreditorerne mister da noe av verdien på sine fordringer i selskapene ved at gjelden blir skrevet ned, mens nye kreditorer kommer inn og omorganiserer selskapenes aktiva slik at de (forhåpentligvis) blir i stand til å operere lønnsomt igjen på et lavere gjeldsnivå. Den tredje metoden er tilbakebetaling av gjeld fra løpende inntekter. Den fjerde metoden er å bytte gjeld mot aksjer.

Alle disse metodene har sosiale kostnader, men noen mer enn andre. Et land som må gjennomgå konkurser i stor skala, vil lide under sosial destabilisering og redusert produksjon i en periode mens ressurser (inklusive mennesker) reallokeres. De viktigste långiverne er banker som alltid har en svært høy gjeldsgrad. Når bankene skriver ned gjelden til selskaper som de har gitt lån, svekker de samtidig sin egen aktivabase, noe som truer deres egen evne til å oppfylle gjeldsforpliktelser overfor innskyterne. Kanskje må de slutte å refinansiere sunne selskaper som så blir insolvente. Presset mot insolvens overføres så til disse selskapenes leverandører og kunder. Dessuten faller aktivaverdiene når kreditorer begynner å selge unna sine skyldneres aktiva. I neste omgang fører det til et press nedad på aktivaverdiene i andre selskaper. Frykt for sviktende bankinnskudd gjør at bankene øker sin etterspørsel etter lån i fremmed valuta i forhold til innenlandske bankinnskudd. Banksystemet rammes da av stadige kontraksjoner av innskudd og utlån. Restrukturering gjennom konkurser fører til massive oppsigelser og redusert konsum, og de deflatoriske tendensene forsterkes.

Alle større depresjoner har vært preget av et stort omfang av konkurser. Irving Fisher skrev at den avgjørende utløsende mekanismen i 1930-årskrisa i USA var økende realverdier på gjeld i dollar og en økende realrente. Mens prisnivået sank, steg realverdien på gjelden. Selskapene slet med stadig større forgjeldning og gjeldsforpliktelser, mens bankene kalte tilbake lånene sine og nektet å gi nye lån. Resultatet var et stort omfang av konkurser som førte til en ytterligere fordypning og utbredelse av den deflatoriske dynamikken.

Reduksjon av gjeld gjennom tilbakebetaling fra løpende inntekter vil normalt være en langvarig prosess som forutsetter at gjeldsnivået er tilstrekkelig lavt til at dette lar seg gjøre fra begynnelsen av. Siden selskapene bruker det meste av den løpende inntekten til å betjene sine lån, vil investeringene deres avta. Denne løsningen er derfor forbundet med langvarig stagnasjon. I Sørøst-Asia vil det ta mange år å nedbetale gjelden til et

nivå som tilsvarer vestlige forsiktighetsstandarder. Japan har forsøkt dette gjennom hele 1990-årene. Vi ser kostnadene i form av en svært langsom vekst i den japanske økonomien siden bobla i aksje- og eiendomsmarkedet sprakk i 1990.

Det inflasjonsbaserte alternativet har også sosiale kostnader, men historisk har disse kostnadene vært lavere enn kostnadene ved det andre og tredje løsningsalternativet. Hvis den årlige inflasjonen holdes på 30-40 prosent eller mindre, er de sosiale kostnadene forholdsvis små. Dette forutsetter at prisnivået stiger hurtig nok til at realrentene blir negative, og det krever en effektiv kapitalkontroll eller andre tiltak for å hindre kapitalflukt. Valutafondets krav blokkerer for en inflasjonsdrevet vei ut av krisa. IMF krever et høyt realrentenivå, ikke bare for å holde nede etterspørselen, men også for å få snudd kapitalstrømmen inn i landet igjen, og de insisterer på helt fri kapitalflyt over landegrensene.

Den fjerde metoden, bytte av gjeld mot aksjer, ble brukt for å redusere gjeldsnivået i Latin-Amerika i 1980-årene. I Asia hvor selskapenes gjeldsgrad er så mye høyere, er det usikkert om denne metoden vil kunne brukes i stort nok omfang til at den får praktiske konsekvenser. Hvis det lar seg gjøre, vil metoden kreve et stort omfang av utenlandsk eierskap i asiatiske selskaper og banker, og store deler av foretakssektoren vil måtte ende opp på utenlandske hender. Vi ser allerede at japanske og amerikanske selskaper skifter fra minoritetseie til majoritetseie i en rekke asiatiske selskaper i bytte for nedskrivning av gjeld. Bortsett fra spørsmålet om bytte av gjeld mot aksjer, så gjør devalueringene det mulig å kjøpe opp selskaper til spottpriser (eller som koreanerne sier, «IMFs kaldfronts-priser»). Allerede nå har den raske økningen i utenlandske eierandeler skapt en politisk reaksjon. Koreanske og sørøstasiatiske aviser bruker uttrykk som «den andre Opiumskrigen» og «USA/IMF-imperialisme».

Hvis aksjer i selskapene blir byttet mot gjeld til lokale banker, ville bankene ende opp som store aksjeeiere, noe de ikke skal være i henhold til landenes lovverk. Hvis gjeldsbrevene blir overført til staten og staten gjennom bytte av gjeld mot aksjer får påvirkningsrett over selskapene, ville det bety nasjonalisering, noe hverken Valutafondet eller det amerikanske Finansdepartementet ønsker å støtte. Morgan Bank har foreslått statlige garantier for private utenlandske lån i håp om at dette ville anspore utenlandske lånegivere til å gi nye lån til gjeldstyngede selskaper. Gjelden vil da se ut som statsgjeld, men gjeldsberget vil fortsatt være der og kanskje vokse.

Dersom IMF's resept for å omskape de asiatiske finanssystemene til noe mer likt de vestlige modellene forutsetter en sterk reduksjon av selskapenes gjeld og den inflasjonære måten å oppnå dette på utelukkes, vil de sosiale kostnadene sannsynligvis bli høye. Omstillingen vil også bli langvarig siden selskapssektoren har en enorm gjeld i forhold til BNP som må slankes ned til vestlig nivå. Inflasjon er det eneste middelet til å redusere en slik gjelds-

mengde uten mangfoldige år med stagnasjon, nasjonalistisk reaksjon eller kaos.

Hvis Valutafondets oppfordring om en økning av realrentenivået blir fulgt, vil dette føre til at mange selskaper med en høy gjeldsgrad går konkurs. For at bankene skal leve opp til vestlige standarder må de foreta sterke reduksjoner i sin egen gjeldsgrad, og dermed skjære sterkt ned på utlånene sine. Resultatet vil bli at mange selskaper går over ende. En åpning av finanssektoren for utenlandske banker vil føre til overtakelser i stort omfang, siden utenlandske banker og selskaper vil være de eneste med tilgjengelig kapital til å refinansiere lokale banker etter det lokale raset av konkurser og avhendelser. Men det er stor sannsynlighet for at utenlandske banker vil være uvillige både til å låne ut til lokale selskaper med en høy gjeldsgrad og til å delta i den typen allianser mellom stat, banker og selskaper som en finansstruktur med høy gjeldsgrad forutsetter. Hvis Citibank kjøper opp koreanske banker og bruker sine normale standarder for utlån (der lån til selskaper med en gjeldsgrad over 1:1 ansees som risikabelt), vil for eksempel ikke gigantkonsernet Daewoo (med en grad på 5:1) få noe lån. Omfanget av restrukturering som ville være nødvendig før Daewoo skulle komme nær en rate på 1:1 er vanskelig å forestille seg.

Det virker spesielt uklokt av IMF å insistere på at selskaper skal ha enda større frihet enn tidligere til å låne på internasjonale kapitalmarkeder på egen hånd uten statlig koordinering. Det var denne formen for ukoordinerte låneopptak som skapte krisa i første omgang. Dette vil gjøre at landet blir mer sårbar enn noensinne overfor kapitalflukt.

På grunn av den kortsiktige og uforutsigbare frie kapitalflyten, vil Valutafondets tilnærming sannsynligvis medføre store sosiale kostnader lenge før det har skjedd noen særlig reduksjon av gjelden. Etterhvert vil de asiatiske økonomiene begynne å vokse igjen. Deres nåværende økonomiske forutsetninger, de såkalte «fundamentals», er gode. Men Valutafondets krav vil gjøre at disse forutsetningene etterhvert svekkes. Landene vil slite med mangel på intern stabilitet forårsaket av forsøkene på å integrere store mengder bankinnskudd fra husholdene i et finanssystem basert på vestlige standarder for forsiktighet når det gjelder gjeldsgrad. Eierstrukturene vil også endres med en høyere andel utenlandske eiere, særlig fra USA. De utenlandske eierne vil få større økonomisk kontroll og en langt høyere andel av profitten enn før. Landene må da gi opp utviklingsfortrinnene ved en høygjeldsmodell basert på samarbeid mellom stat, banker og selskaper. Når krisa er over, vil landene i sterkere grad forsøke å omgjøre avtalene med IMF. Men da kan utenlandske banker og andre finansinstitusjoner være godt etablert, og det blir vanskelig å gjenopprette det tidligere systemet med høy gjeldsgrad.

### **En alternativ utvei**

Husholdenes høye banksparing i Asia innebærer et finansieringssystem preget av høy gjeldsgrad i selskapene. Husholdenes sparerate kan kanskje avta i de neste tiårene, etterhvert som den økonomiske veksten i større grad blir basert på intern etterspørsel heller enn eksport. Imidlertid vil sparerater langt over de vestlige være et særtrekk ved disse økonomiene i lang tid framover, og den pågående krisa vil bare intensivere husholdenes ønske om å spare.

Husholdenes risikoaversjon gjør det uaktuelt å bruke mer enn en liten del av sparingen til kjøp av aksjer og andre verdipapirer. Selvfølgelig vil aksjemarkedene vokse etterhvert som det blir etablert en infrastruktur for et velutviklet verdipapirmarked. Men til og med i de høyest utviklede nasjonale markedene for verdipapirer er det bare en liten del av den totale sparingen som går til kjøp av verdipapirer. I USA hvor markedet for verdipapirer er en veletablert nasjonal institusjon, utgjør den årlige nettosparing i husholdene som kanaliseres til næringslivet gjennom kjøp av verdipapirer, mindre enn en prosent av BNP. Siden husholdenes sparing utgjør bare fire prosent av BNP i USA, kan en slik strøm være viktig nok, men den vil være triviell i land der husholdenes sparing utgjør 20 prosent av BNP eller mer. Dessuten har den pågående asiatiske krisa påført de husholdene som har begynt å delta i de nasjonale aksjemarkedene store tap. Følgelig er det lite trolig at det blir noen betydelig vekst i aksjemarkedet det nærmeste tiåret. Japans erfaringer demonstrerer dette. Siden krakket i 1990 har over 90 prosent av aksjefondene som ble bygget opp i 1980-årene, blitt innløst.

Det er heller ikke sannsynlig at et system med egenfinansiering basert på selskapenes tilbakeholdte overskudd vil fungere i land der selskapene har ambisjoner om å styrke posisjonen sin innen internasjonalt ledende former for industriproduksjon. Slike systemer med lav gjeldsgrad på grunn av reinvesteringer av store deler av profitten finner man i noen få utviklingsland. Men slik intern finansiering er ofte basert på en svært skjev samfunnsmessig fordeling av inntekt og formue: Akkumulasjonen av rikdom er knyttet til en liten gruppe av eiere av selskaper med svært høye profitttrater. De høye profitttratene vil ofte være en følge av proteksjonisme, statlig subsidiering eller monopoler. Et slikt regime kan oppnå en høy grad av finansiell stabilitet, men prisen for dette er at kapitalakkumulasjonen begrenses til et fåtall etablerte selskaper uten de formene for disiplinering som oppstår gjennom konkurranse på markedet eller en nasjonal industristrategi.

Hvis asiatiske hushold fortsetter å opprettholde et sparenivå tilnærmet like høyt som det nåværende, kommer man ikke forbi problemet med hvordan disse midlene skal investeres produktivt. Dette er ironisk tatt i betraktning at Asias høye sparing har vært avgjørende for regionens raske vekst og har vakt beundring i andre utviklingsland.

Vi mener at et høyt sparenivå i husholdene og en tilsvarende høy gjeldsgrad i næringslivet innebærer en betydelig fordel for nasjonal utvikling. Det høye gjeldsnivået vil under normale omstendigheter ikke skape større problemer, forutsatt at banker og selskaper har avtaler om refinansiering av gjelden og staten støtter dem. Dette forutsetter i sin tur fremfor alt kontroll med kapitalbevegelser over landegrensene, slik at finanskapital ikke kan flyte fritt inn og ut av landene.<sup>10</sup> Slike land med høy sparing trenger dessuten ikke utenlandsk kapital. Det er allerede vanskelig nok å allokere hjemlig sparing til effektive investeringer. De institusjonelle ordningene som mobiliserer hjemlig sparing til investeringer er nok mindre utviklet i de fleste av landene i Sørøst-Asia enn i utviklingsstater som Japan, Taiwan og Sør-Korea, men de har kommet et stykke på vei i denne retningen, og de er ikke tilpasset IMF's modell for hvordan et finanssystem bør se ut.

Inflasjon er den minst kostbare måten å redusere gjelden i Asia. Det vil sikre negative eller i det minste svært lave realrenter, noe som også ville redusere faren for konkurser og finansiell labilitet. Sparerne i de asiatiske husholdene har vært tilfredse med de lave rentene de har fått, så det er ingen grunn til å heve rentenivået over inflasjonsraten. Regjeringene måtte da la valutakursene flyte, noe som ville fjerne behovet for å heve rentenivået for å opprettholde en stabil valuta. IMF antar at et lavt rentenivå vil føre til kapitalflukt og økte problemer med refinansiering av gjelden. Imidlertid er det godt mulig at et høyt rentenivå vil ha enda verre konsekvenser når det gjelder kapitalflukt, siden det vil øke antall konkurser og øke den finansielle usikkerheten i et system med en høy gjeldsgrad. Dilemmaet mellom et høyt og et lavt rentenivå bør i det minste undersøkes nærmere. IMF unnlater å gå nærmere inn på dette spørsmålet og fortsetter i stedet med å resitere fra et manuskript skrevet for økonomier med en lav gjeldsgrad.

Staten bør presse svake banker til å fusjonere med sterkere innenlandske banker, og ellers bruke sin sterke økonomi til å støtte eksisterende banker, ikke tvinge dem til å legge ned eller bli kjøpt opp av utenlandske banker. Omfanget av bankkonkurser vil avhenge av hvilke standarder man legger til grunn. Mange av disse bankene er konkurs i henhold til vestlige standarder, og under de betingelsene som råder ved en forbigående krise, men ikke i henhold til utviklingsstatens standarder og med en rimelig sterk økonomisk vekst.

Følgelig bør staten gjeninnføre kontroll med kapitalbevegelser og skape kreditt for å dekke den økte utenlandsgjelden som er en følge av devalueringen (forsyne bankene med aksjekapital, kjøpe opp gjeldsposter fra utenlandske investorer, etc.). Med dette kunne staten sette i gang en kontrollert inflasjon som ville føre til at kostnadene ved gjeldskrisa blir spredt til hele befolkningen av sparere og forbrukere av importerte varer. I det minste er det nødvendig med omfattende reforhandlinger av gjelden i den

private sektoren. Sør-Korea og Thailand har fått noe hjelp til dette, men trenger mye mer. Indonesia har knapt nok fått noe slik hjelp overhodet. Landet står overfor en større politisk krise, og et stort antall kreditorer av forskjellig nasjonalitet banker på døren. Det er derfor vanskelig å få til reforhandling av gjelden. Dette har ført til finansiell lammelse og et sterkt fall i nasjonalproduktet. Med mindre det skjer en storstilt reforhandling av gjeldsbetjeningen, vil Indonesia bli en av de største og mest nødvendige økonomiske tragediene i vår tid.

Hvorfor kan ikke Sør-Korea gå foran med å erklære et nasjonalt gjeldsmoratorium og så sette i gang med å eksportere seg ut av krisa gjennom nasjonal finansiering basert på landets høye sparing? Den sterke økningen i kostnadene for betjening av gjeld i utlandet er en nasjonal katastrofe, og disse kostnadene bør bæres kollektivt. Livreimene bør strammes inn i den grad at man ikke tillater noen ny avhengighet av ekstern finansiering. Uansett vil det ikke ta lang tid før Sør-Korea igjen blir i stand til å ta opp lån i utlandet. Regjeringen bør da la være å forsøke å tekkes OECD og bli mer opptatt av regionen, ta et initiativ for å bringe inn Kina og bistå med å organisere et gjeldskartell sammen med Thailand og Suhartos arvtaker i Indonesia, et kartell som kan forhandle med Valutafondet og vestlige banker om bedre vilkår. Mislighold av lån er for øvrig i høyeste grad i samsvar med viktige amerikanske verdier. Personlige konkurser i USA steg fra 30 til 40 milliarder dollar fra 1996 til 1997. I enhver amerikansk avis finner en annonser med dette budskapet: «Personlig konkurs kan være en vei ut av dine problemer. Ring nå: 212-BANKRUP».

En tid så det ut til at den japanske regjeringen beveget seg i retning av IMF-modellen, spesielt ved at den tillot konkurser, selv i store banker og fondsselskaper. Men nå later det til at den igjen har skiftet kurs. I en nasjonal fjernsynssending i desember 1997 sa Japans viseminister for internasjonal finans: «Vi vil gjøre det klart for den japanske offentligheten at vi ikke vil tillate banker å gå konkurs. Vi vil heller ikke tillate dette for fondsselskaper over en viss størrelse. USA og Storbritannia har heller ikke tillatt dette. Det er den globale standarden.»<sup>11</sup> Han sa videre at det er byråkratenes og politikernes oppgave å sikre at bankene ikke faller, og bankenes oppgave å sikre at selskapene ikke går konkurs.

Det japanske Finansdepartementet har annonsert et fond på 98 milliarder dollar til å kjøpe ut den gjeldstyngede japanske finanssektoren. Regjeringen vil bruke dette fondet til å forsyne bankene med kapital og dermed overvinne lammelsen av bankene som nå strever med å møte vestlige standarder for egenkapital i en situasjon hvor aktivaverdiene deres faller. Staten kan også bruke fondet til å stimulere aksjemarkedet, noe som vil heve aktivaverdiene. Den er i gang med en kraftig økning av pengemengden for å fremme økonomisk vekst og selskapenes løpende inntekter, foruten å skape inflasjon som vil redusere gjeldsbyrden. Staten kan også anmode finansinstitusjoner

om å kjøpe innenlandske obligasjoner, og kanskje selge noe av sin portefølje av utenlandske obligasjoner, hovedsakelig amerikanske statsobligasjoner. Forhåpentligvis vil den japanske regjeringen bli mer aktiv når det gjelder å organisere de mest utsatte landene i regionen, slik at de kan koordinere sin forhandlingsstrategi. Også Kina må inkluderes i denne prosessen.

### **Fri kapitalflyt og trekanten Wall Street-US Treasury-IMF**

Hva er det som ligger bak IMF's krav, og som gjør at organisasjonen nå ikke bare konsentrerer seg om tiltak for å rette opp betalingsbalanseproblemer, som tidligere, men også om nyliberale institusjonelle reformer? IMF krysset denne grensen allerede i forhandlingene med det tidligere Sovjetunionen og Øst-Europa. Det var åpenbart at disse landene trengte råd om etablering av fungerende markedsinstitusjoner. De fulgte imidlertid Valutafondets råd fordi det ga god uttelling i form av økt ekstern finansiering. Med den neste storstilte intervensjonen i Asia har IMF fortsatt å operere med utvidede fullmakter. Organisasjonen forsøker å påtvinge Thailand, Indonesia og Sør-Korea markedsliberale reformer som er like omfattende som i Russland, selv om slike reformer ikke er nødvendige for å dra i gang strømmen av finansiering i Asia.<sup>12</sup>

IMF's operasjoner i det tidligere Sovjetunionen og Øst-Europa kan ha etablert en presedens som legitimerer en utvidelse av organisasjonens tradisjonelle fullmakter. Men for å fatte de dypere beveggrunnene til Valutafondets krav, må vi trekke inn interessene til eierne og forvalterne av internasjonal kapital. Valutafondets reformkrav innebærer at de asiatiske økonomiene åpnes ytterligere for internasjonal kapital. Hvorfor insisterer Valutafondet på fri kapitalflyt inn i land som flommer over av innenlandsk sparing? Hvorfor har IMF gjort så lite for å organisere reforhandlinger av lån, og i stedet valgt å gi midler til utløsning av gjelden i bytte mot strukturelle og institusjonelle reformer? James Tobin, nobelprisvinner i økonomi, har observert at «Sør-Korea og andre asiatiske land er, på samme måte som Mexico i 1994-95, ... ofre for et defekt internasjonalt valutasystem ledet av USA som prioriterer fri kapitalflyt over alle andre hensyn».<sup>13</sup> Jagdish Bhagwati, professor i økonomi ved Columbia University og en sterk forkjemper for frihandel, er enda mer uttalt. På spørsmålet om hvorfor Valutafondet forsøker å åpne finansmarkedene overalt svarte han:

«Wall Street har fått en svært sterk innflytelse når det gjelder å finne fram til nye markeder. Morgan Stanley og alle disse andre enorme selskapene ønsker å være i stand til å gå inn i lokale markeder. De anser fri kapitalflyt som avgjørende for å være i stand til å operere overalt i verden. På samme måte som det før i tida eksisterte et militært-industrielt kompleks, har vi nå et «Wall Street-US Treasury-kompleks», fordi ministre i det amerikanske Finansdepartementet (Treasury), som Rubin,

kommer fra Wall Street. ... Så i dag er det Wall Street som bestemmer hvordan verden bør se ut. De ønsker å ha adgang til fritt å flytte kapital ut og inn i alle land. Dette er også i samsvar med IMF's eget ønske om å fungere som verdens lender of last resort (långiver i ytterste nødsfall). Valutafondet betrakter seg selv som en topporganisasjon som administrerer hele det internasjonale finanssystemet, med oppgaven å opprettholde fullstendig frihet for kapitalbevegelser». <sup>14</sup>

Bhagwati fortsetter med å påpeke at mange land har hatt en sterk vekst uten fri kapitalflyt, deriblant det nåværende Kina og tidligere Japan og Vest-Europa: «Ut fra min vurdering er det ideologisk humbug å påstå at verden på noe vis ikke er i stand til å fungere uten fri kapitalflyt, og at kapitalkontroll vil føre til at vekstratene faller.»

Bhagwatis «Wall Street-Treasury kompleks» har det siste året vært en pådriver for at IMF i avtalene sine skal kreve av medlemsland at de fjerner kapitalkontroll og innfører fri kapitalflyt. <sup>15</sup> Likedan har det utvidete Wall Street-US Treasury-IMF-komplekset medvirket aktivt til Verdens Handelsorganisasjons (WTO) avtale om å liberalisere finanstjenester, som ble utformet i 1996-97. Regjeringene i mange utviklingsland, også i fram-tredende asiatiske land, var motstandere av dette framstøtet for å liberalisere finanstjenester. Som svar på dette «besluttet en gruppe ledere av internasjonale finansinstitusjoner som inkluderte Barclays, det tyske Dresdner Bank, det franske Société Generale, samt de amerikanske Chubb Insurance, Citicorp og Ford Financial Services ... at de på diskret vis skulle innprente finansministre rundt om i verden fordelene ved en slik WTO-avtale». <sup>16</sup> Deretter kom finanskrisa som rikosjerte rundt i regionen fra et land til et annet. I desember 1997 ble de asiatiske lederne enige om å oppgi sin motstand, og 12. desember 1997 undertegnet mer enn 70 land en avtale som forplikter dem til å åpne sine markeder innen bank, forsikring og verdipapirhandel for utenlandske selskaper. På dette tidspunktet følte de gjenstridige landene i Asia, deriblant Malaysia og Thailand, at de ikke hadde noe valg. Hvis de ikke undertegnet, ville det bli vanskelig å få finansiell støtte fra IMF. I mellomtiden har OECD påskyndet forhandlinger om en «Multilateral avtale om investeringer» (MAI) som fjerner alle direkte begrensninger på utenlandske investeringer og krever at landene som signerer, behandler utenlandske og hjemlige investorer helt likt. Dette vil utelukke en økonomisk politikk av den typen vi har sett i asiatiske utviklingsstater.

Revisjonen av IMF's avtalevilkår (de såkalte articles of agreement), WTO-avtalen om finanstjenester og OECDs MAI er deler av en offensiv i regi av internasjonale organisasjoner med støtte fra den rike verdens regjeringer og store transnasjonale selskaper for å instituere et verdensomfattende regime for fri kapitalmobilitet, for å muliggjøre hurtig flyt av kapital til og fra ethvert sted. Hvis avtalene vedtas og settes igjennom, vil dette innebære en betraktelig styrking av makten og legitimiteten til eiere og forvaltere av



kapital over hele verden. Til tross for de implikasjonene dette vil ha for suverenitet, demokrati og sosial stabilitet, er avtalene blitt forhandlet fram nesten uten noen offentlig debatt. De er blitt skjermet fra offentligheten, blant annet ved at forkjemperne for friere kapitalbevegelser og opphevelse av offentlige reguleringer har klart å rettferdiggjøre sine mål med slagord om å «sette en stopper for korrupsjon». Vi blir bedt om å tro at frie kapitalbevegelser stopper korrupsjon å la asiatisk «kompiskapitalisme», og at de derfor opplagt må være en bra ting. Neste skritt vil være en internasjonal avtale for å deregulere arbeidsmarkedene, slik at disse kan bli mer «fleksible» (et nyord for frihet til å ansette og si opp) uten at det vil gå så langt som å åpne for fri arbeidsmigrasjon. Med dette vil kapitalens globale makt bli ytterligere konsolidert.

Det er en hårfin grense mellom interessebasert teori og konspirasjonsteori. Det er vanskelig å avgjøre hvorvidt og når hendelser knyttet til i krisa i Asia bevisst ble påskyndet av de som ville tjene på at Asias stater plutselig tapte store ressurser og at selskapene i disse landene kunne kjøpes til spottpriser. Det er dokumentert at Finansdepartementet i USA har spilt en viktig rolle i å ståsette IMF's krav om en radikal liberalisering av kapitalbevegelser i Sør-Korea. Finansdepartementet gjorde det klart for Sør-Koreas regjering at finansiell liberalisering var en betingelse for at USA ville bidra med midler til IMF's redningsfond. Finansdepartementets forståelse var at finansiell liberalisering ville være til fordel for amerikanske selskaper, og at dette ville sikre politisk støtte for USAs bidrag.<sup>17</sup>

Finansdepartement i USA klarte også å forpurre Japans forsøk på internasjonalt lederskap i løsningen av finanskrisa. Sommeren 1997 foreslo Japan å opprette et asiatisk fond for landene som var utsatt for krisa. Amerikanerne ønsket ikke at japansk kapital skulle flyte til Asia i stedet for til USA (japanske finansinstitusjoner holder amerikanske statsobligasjoner – Treasury Bills – for 350 milliarder dollar), eller at Japan skulle ta lederskapet i en asiatisk redningsoperasjon. USAs visefinansminister Lawrence Summers insisterte på at IMF måtte lede en slik operasjon. Japanerne ga etter i et møte i Manila i november 1997.<sup>18</sup>

### **Avslutning**

Finansielle kriser har alltid ført til at eiendom og makt er blitt overført til dem som har beholdt sine aktivaverdier intakte og kan gi kreditt. Krisa i Asia er ikke noe unntak. Uavhengig av spørsmålet om delaktighet og strategisk kalkulasjon i forbindelse med krisa, er det ingen tvil om at vestlige og japanske selskaper er de store vinnerne. Som vi har allerede har nevnt, har overføringen til utenlandske eiere begynt. Stemningen er euforisk. Denne kommentaren fra lederen av en britisk investeringsbank er talende: «Det er spennende når noe som i går var verdt en milliard dollar, plutselig bare er

verdt 50 millioner dollar».<sup>19</sup> Kombinasjonen av drastiske devalueringer og liberalisering av finanssystemene ledet av IMF, samt en rekonvalesens kontrollert av IMF, kan bidra til den største overføringen av aktivaverdier fra nasjonale til utenlandske eiere i de siste femti årene, enormt mye større enn de tilsvarende overføringene fra nasjonale til amerikanske eiere i Latin-Amerika i 1980-årene eller i Mexico etter 1994.<sup>20</sup> Man minnes et utsagn som tillegges Andrew Mellon: «Under en depresjon blir aktivaverdiene returnert til sine rettmessige eiere».<sup>21</sup>

Krisa har også vært god for de multilaterale økonomiske institusjonene, inkludert IMF, Verdensbanken og WTO. Ved at IMF og Verdensbanken har bistått refinansieringen og koblet vilkårene for refinansiering til de asiatiske regjeringenes aksept av WTOs regler, har alle tre organisasjoner bedret sin forhandlingsposisjon og mulighet til å overtale asiatiske regjeringer til å omstrukturere de nasjonale økonomiene i vestlig retning. For dem var krisa en kjærkommen anledning. På den andre siden kan både disse organisasjonene og de asiatiske regjeringene som skal administrere krisa, rammes av politisk motstand. Selv Henry Kissinger advarte nylig mot en slik eventualitet: «Til og med asiatiske venner som jeg respekterer for deres moderate synspunkter, hevder at Asia nå står overfor en amerikansk kampanje for å svekke konkurransen fra Asia. ... Når Asia ved utgangen av denne krisa gjenoppstår som en dynamisk del av verden, vil det være av avgjørende betydning at USA blir regnet som en venn som ga konstruktive råd og hjelp ut fra allmenninteresser, ikke som en bølge som ut fra amerikanske egeninteresser påtvang disse landene en bitter sosial og økonomisk medisin.»<sup>22</sup>

Hvor lang tid vil det ta før landene som er rammet av krisa gjenvinner produksjonsnivået og nasjonalinntektene fra 1996? Sør-Korea slapp ut av gjeldskrisa i 1980-årene i løpet av et par år fordi landet raskt var i stand til å gjenoppta den kraftige eksportveksten. De latinamerikanske landene var ute av stand til å øke eksporten raskt nok til å unnsnippe inflasjon og problemer med betalingsbalanse og vansmektet i mer enn et tiår. Hvilket av disse eksemplene er det som viser framtida for de asiatiske skyldnerne? En delårsak til at den sørkoreanske økonomien klarte å gjenvinne seg så raskt var at de latinamerikanske landene i stor grad falt ut av verdensmarkedet. Nå vil derimot de asiatiske landene forsøke å eksportere seg ut av problemene samtidig.

Hvor lenge krisa vil vare, er delvis avhengig av hvordan de lykkes med dette, noe som i sin tur avhenger av veksten i japanske, amerikanske og europeiske markeder og de asiatiske økonomienes tilgang til dem. Det vil også avhenge av i hvilken grad internasjonale utlånere samarbeider med hverandre og låntakerne om å refinansiere lånene. Dette vil i sin tur forutsette at IMF oppgir kravene om finansiell omstrukturering og konsentrerer seg om å organisere gjeldslette. Hvis Asia klarer å gjenoppta sin raske vekst i løpet

av de neste to årene, og hvis USA går inn i sin egen nedgang når boblene i aksje- og eiendomsmarkedet brister, må kanskje USA igjen forsøke å lære fra den asiatiske modellen om hvordan den farefulle amerikanske kapitalismen bør reformeres.

Uansett hva som skjer i framtida, er lærdommen fra krisa i Asia at det må stilles spørsmål ved ønskeligheten av frie bevegelser for kortsiktig kapital. Det er en tendens til at vi blander sammen liberalisering av handel og kapital og antar at de kan behandles på lik linje. Men Bhagwatis poeng er at de to har fundamentalt ulike virkninger. Innflytelsesrike røster som Verdensbankens seniorrådgiver Pieter Bottelier og Martin Wolf i *Financial Times* ønsker også å ta opp spørsmålet om frie kapitalbevegelser til fornyet debatt.<sup>23</sup> Da er kanskje ikke ideen om en ny Bretton Woods-konferanse så fjern om den først kunne virke.

Her kan det være grunn til å minne om John Maynard Keynes sitt berømte utsagn: «Ideer, kunnskap, kunst, gjestfrihet, reiser – dette er fenomener som ut fra sin natur bør være internasjonale. Men la varer være hjemmeproduisert når det er fornuftig og praktisk mulig, og se framfor alt til at finansene hovedsakelig er nasjonale».<sup>24</sup> Nå står vi imidlertid overfor en mektig stormtropp av internasjonale organisasjoner og multinasjonale selskaper som vil maksimere friheten for internasjonal kapital på hele kloden. Spørsmålet er om de som ser en slik uhemmet frihet som en fare for menneskelig velferd, kan mønstre nok institusjonell muskelkraft til å kjempe i mot.

*Oversatt fra engelsk av Kristen Nordhaug*

## NOTER

- \* Vi takker Adrian Wood, Manfred Bienefeld, Martin Wolf, Robert Brenner, J.D. von Pischke, Francis Daniels, Paul Streeten, Richard Doner, David Seckler, Ronald Dore, Bruce Scott, Peter Evans, Robert K. Merton, Albert Fishlow, Devesh Kapur og David Hale for kommentarer til et første utkast av denne artikkelen.
- 1) For eksempel Jeffrey Sachs: «The wrong medicine for Asia», *New York Times*, 03.11.97; Alice Amsden og Yoon Dae-Euh: «Behing Korea's plunge», *New York Times*, 29.10.97; Joseph Stiglitz: «More instruments and broader goals: moving toward the post-Washington Consensus», 1998-forelesning, WIDER, Helsinki. Stiglitz er sjefsøkonom i Verdensbanken. Han har ikke lagt skjul på sin uenighet med Valutafondets innstrammingspolitikk. I *Wall Street Journal* blir han sitert for dette utsagnet: «Man må ikke dytte disse landene inn i en alvorlig nedgang, men fokusere på forhold som førte til krisa og tiltak mot dette, ikke tiltak som gjør det mer vanskelig å løse problemene». Artikkelen nevner også at «Stiglitz sin kritikk er et unntak fra den vanlige praksis at konflikter mellom de to organisasjonene foregår bak lukkede dører». IMF's finanssjef David Williams sier at «en meningsutveksling kan være sunt, men nært sammenknyttede organisasjoner bør ikke gå ut med ulike makroøkonomiske analyser». Se «World Bank questions IMF plan: austerity in Asia may worsen crisis», *Wall*

*Street Journal*, 08.01.98. Imidlertid er ikke ledelsen i de utøvende delene av Verdensbanken enig med Stiglitz. Deres synspunkter ligner mer på Valutafondets.

- 2) Jeffrey Sachs: «The IMF and the Asian flu», *The American Prospect*, mars/april 1998, s. 17.
- 3) Som regel består egenkapitalen hovedsaklig av aksjekapital. I tillegg kommer tilbakeholdt profitt som på passivasiden i selskapenes balanser gjerne blir kategorisert som fond av en eller annen type. Det er vanskelig å finne pålitelige data for den gjennomsnittlige gjeldsgraden i de asiatiske økonomiene. Når dette skrives, er vi fortsatt på leting etter mer sikre data. Men at den er mye høyere enn i vestlige land, er det ingen tvil om.
- 4) Årsakene til den høye sparingen i husholdene er lite kjente.
- 5) Se Robert Wade: *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*, Princeton University Press, Princeton 1990; Chalmers Johnson: *MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925-1975*, Stanford University Press, Stanford 1982; Stephan Haggard: *Pathways from the Periphery: The Politics of Growth in Newly Industrializing Countries*, Cornell University Press, Ithaca, NY 1990; Linda Weiss og John Hobson: *States and Economic Development*, Polity Press, London 1995. Modellen med høy gjeld og nært samarbeid mellom privat og offentlig sektor er mer passende for Øst-Asia enn for Sørøst-Asia. Innad i Sørøst-Asia er den mer treffende for Malaysia og Singapore enn for Thailand og Indonesia.
- 6) Richard Doner and Ansil Ramsay: «Thailand: from economic miracle to economic crisis», paper, Policy Forum for School of Advanced International Studies, Washington DC, 05.02.98.
- 7) Dette var del av en avtale mellom det amerikanske og japanske Finansdepartementet. Devalueringen skulle hjelpe Japan til å eksportere seg ut av problemene sine. Japanerne skulle så bruke av eksportoverskuddet til å kjøpe amerikanske statsobligasjoner (*Treasury Bills*). Dette skulle bidra til å holde det amerikanske rentenivået nede på et politisk ønskelig nivå og fremme Bill Clintons gjenvalg som president. Se Klaus Engelen: «How Bill Clinton really won», *The European*, 14-20.11.96; Chalmers Johnson, «Cold war economics melt Asia», *The Nation*, 23.02.98, s. 16-19.
- 8) Men japanske banker har fortsatt å gi eksportkreditter til japanske filialer i Sørøst-Asia og til «lokale selskaper» knyttet til japansk dominerte nettverk.
- 9) «Republic of Korea: IMF Stand-by Agreement: Summary of the Economic Program, December 5, 1997».
- 10) Jagdish Bhagwati er enig i dette: «[Kapitalmarkeder] er svært ustabile. Forventninger kan plutselig endre seg. Kanskje er du sunn og frisk, men blir likevel smittet av lungebetennelse. Og da må du gjøre unevnelige ting med økonomien din for å gjenvinne tillit fordi du nå er hektet på systemet ... Markedet kan reagere mot deg når du ikke har gjort noe galt, og du må kanskje gjøre noe som virkelig er galt for å overbevise markedet om at du gjør det rette! ... Jeg ville utsette frihet for kapitalbevegelser i lang tid framover». Intervju, *Times of India*, 31.12.97.
- 11) Eisuke Sakakibara sitert av Reuters, 28.12.97.
- 12) Martin Feldstein: «Refocusing the IMF», *Foreign Affairs*, mars/april 1998, s. 20-33.

- 13) James Tobin: «Why we need sand in the market's gears», *Washington Post*, 21.12.97.
- 14) Intervju, *Times of India*, 31.12.97
- 15) Denne prosessen har pågått omtrent et år. Under IMF's og Verdensbankens årsmøter i Hong Kong i september 1997 ble interim-komiteen i prinsippet enig om at Valutafondet i sin politikk framover skal påvirke og anspore landene til å etablere full valutakonvertibilitet.
- 16) Guy de Jonquie's: «Vision of a global market: WTO members are hoping to deregulate financial services», *Financial Times*, 10.04.97, s. 28.
- 17) Se Paul Blustein og Clay Chandler: «Behind the S. Korean bailout: speed, stealth, consensus», *Washington Post*, 28.12.97, s. 1.
- 18) Se Calmers Johnson: «Cold war economics melt Asia», *The Nation*, 23.02.98, s. 16-19. Jfr. også våre merknader i note 7).
- 19) Clay Harris & John Ridding: «Asia provides golden buying opportunities», *Financial Times*, 26.02.98, s. 16.
- 20) Se «South Korea: Bargains galore», *Economist*, 07.02.98 for en gjennomgang av tidligere eksempler.
- 21) Andrew Mellon, amerikansk finansmann og politiker, var finansminister i USA i perioden 1921-32. (o.a.)
- 22) Henry Kissinger: «The Asian collapse: one fix does not fit all economies», *Washington Post*, 09.02.98, Op-Ed, s. A19.
- 23) Jfr. Martin Wolf: «Caging the bankers», *Financial Times*, 20.01.98; og Pieter Botteliers foredrag på Verdensbankens konferanse om finanskrisa i Asia, gjengitt av Reuters, Paris 02.02.98.
- 24) John Maynard Keynes: *Collected Writings of John Maynard Keynes*, bd. XXI [1933], «Activities 1931-39», redigert av Donald Moggeridge. London: MacMillan og Cambridge University Press, 1982, s. 237.