

Kristen Nordhaug

## USA, JAPAN OG FINANSKRISA I ASIA

I 1990-årene gjorde en rekke land i Øst-Asia seg avhengige av store tilførsler av utenlandsk kapital i form av porteføljeinvesteringer og kortsiktige lån. Finanskrisa i 1997 demonstrerte problemene ved denne strategien. De tre hardest rammede landene Indonesia, Thailand og Sør-Korea hadde alle begrensede utenlandske valutareserver i forhold til utestående forefallende lån. De var derfor avhengige av de utenlandske kreditorenes tillit for å fornye disse lånene. Denne tilliten fordunstet sommeren og høsten 1997. De utenlandske investorene krevde inn lån og solgte unna lokale valutaer og verdipapirer i stor skala. Regjeringene i de tre landene måtte så gå den tunge veien til IMF.

Det fantes også østasiatiske land med store valutareserver og relativt liten utenlandsgjeld, først og fremst Japan, men også Hongkong (til juli 1997 britisk koloni, deretter «spesiell administrativ region» under Kina med stor grad av indre selvstyre), Singapore, Taiwan og Kina. Mens krisa spredte seg høsten 1997 ble det drøftet om disse landene skulle finansiere et regionalt «Asiatisk Valutafond» (AMF). Fondets skulle ha som oppgave å stabilisere valutaene til medlemslandene. USA brukte sin politiske innflytelse for å forhindre initiativet som ble skrinlagt november 1997.

USA intervenerte for å styrke IMF's makt til å kreve vidtgående reformer i de kriserammede landene. I denne artikkelen argumenterer jeg for at det også var maktpåliggende for USA å opprettholde et system der en betydelig andel av Øst-Asias valutareserver ble investert i amerikanske verdipapirer, særlig statsobligasjoner. Mer generelt forsøker jeg å knytte utbruddet og forløpet av Asia-krisa til utviklingen av spesielle handels- og finansrelasjoner mellom USA, Japan og Øst-Asia fra 1980-årene og framover.

### **Forbindelsen Reaganomics–japansk merkantilisme**

Etter Bretton Woods-systemets sammenbrudd tidlig i 1970-årene har verdensøkonomien vært preget av ustabilitet med skiftende internasjonale valutakurser og rentenivå. Avviklingen av fastkursen gull-dollar var et uttrykk for USAs svekkede realøkonomi. Men samtidig åpnet dette for å bruke den flytende dollaren som et våpen i den skjerpede internasjonale økonomiske konkurransen. Gjennom 1970-årene førte USA en løs pengepolitikk med avtagende dollarkurs for å styrke konkurranseevnen overfor rivaler som Vest-Tyskland og Japan. Denne politikken ble endret sommeren 1979 da USAs sentralbank brått hevet diskontorenten for å redusere den voksende inflasjonen og styrke tilliten til dollaren. Høyrentepolitikken tidlig i

1980-årene tiltrakk store oversjøiske dollarbeholdninger som ble investert i USA og kursen på dollar begynte å stige.

Under Reagan-administrasjonen (1981-89) eksploderte USAs betalings- og budsjettunderskudd. USAs eksport stagnerte som følge av svak produktivitetsvekst og høy dollarkurs, mens generøse skattereduksjoner for de bedrestilte fremmet en innenlandsk konsumboom med raskt økende import. Disse skattereduksjonene sammen med høye militærutgifter blåste også opp USAs budsjettunderskudd. USA kunne i større grad enn andre land leve med underskudd på betalingsbalansen. Landet var i beskjeden grad tvunget til å tjene inn utenlandsk valuta for å betale for import og utenlandske investeringer, siden disse transaksjonene i stor grad foregikk i dollar. Seddelpressa garanterte for USAs betalingsevne.

Et høyt rentenivå tiltrakk betydelige utenlandske dollarbeholdninger til USA. En stor andel av denne utenlandske kapitalen gikk til å dekke USAs voksende statsgjeld. Som følge av dollarens posisjon i internasjonale transaksjoner hadde utenlandske sentralbanker og private finansaktører en tilskyndelse til å holde store dollarbeholdninger og investere disse i sikre og lett innløselige amerikanske statsobligasjoner. Finansdepartementet i USA kunne dermed finansiere store deler av USAs statsgjeld gjennom salg av statsobligasjoner til utenlandske investorer. Internasjonale transaksjoner i statsobligasjoner styrket samtidig Wall Streets rolle som sentrum innen internasjonal finans. En stor andel av de utenlandske investeringene kom fra Japan.

Japans kredittsystem i etterkrigstida ble utformet for å kanalisere knappe kapitalressurser til produktive investeringer i industri og tilknyttet virksomhet. Aksjemarkedene var lite utviklet, kapitalen kom fra husholdningers sparing i banker. Disse innskuddene ble lånt videre til japansk næringsliv, spesielt de store japanske selskapskonglomeratene (*keiretsu*). Gjennom skattefordeler ble selskapene oppmuntret til å ta opp store lån i forhold til sin egenkapital. Risikoen forbundet med selskapenes høye gjeldsgrad ble forsøkt redusert gjennom «risikososialisering» i form av statlige garantier samt samarbeid og kryssende eierskap mellom selskaper og banker. En rekke statlige banker ledet av sentralbanken kontrollerte kreditttilførselen til Japans større banker og selskaper. Sentralbanken var i sin tur underordnet Finansdepartementet. Staten brukte sin kontroll over kreditten til en sterk styring av landets industriutvikling og eksport, mens det gradvis ble utviklet tette korporative nettverk mellom stat og næringsliv. De japanske selskapene «subsidierte» sine eksportframstøt med høye priser på beskyttede hjemmemarkeder.<sup>1</sup>

Japans vekst- og investeringsrater avtok i 1970-årene. Landet hadde da innhentet de vestlige OECD-landene og begynte å tjene stadig større overskudd på betalingsbalansen. Valutareservene økte, og bankene flommet over av spareinnskudd. Japan ble et kapitaloverskuddsland i 1980-årene og

investerte mye av dette overskuddet i USA, spesielt i langsiktige amerikanske statsobligasjoner. De sentrale investorene var japanske livsforsikrings-selskaper.<sup>2</sup>

De japanske investeringene i amerikanske statsobligasjoner ble fremmet av den høye dollarkursen fram til 1985. Den sterke dollaren påførte USA raskt voksende handelsunderskudd som forstyrret balansen i internasjonal handel. I september 1985 møttes finansministre og sentralbankdirektører fra G5-landene (USA, Japan, Vest-Tyskland, Frankrike, Storbritannia) på Plaza Hotell i New York for å få ned dollaren til et mer konkurransedyktig nivå.<sup>3</sup> Den påfølgende samordnede intervensjonen av sentralbankene i G5-landene førte til et kraftig dollarkursfall. Dollaren fortsatte å falle fram til 1987.

Devalueringen av dollaren førte til en reduksjon av USAs handelsunderskudd med europeiske land, men handelsunderskuddet med Japan fortsatte å øke i perioden 1985-87. I tillegg vokste USAs handelsunderskudd med de østasiatiske «fire tigre», Taiwan, Sør-Korea, Singapore og Hongkong enda raskere enn handelsunderskuddet med Japan. USAs totale handelsunderskudd fortsatte dermed å øke med en stadig større østasiatisk andel, og de svake amerikanske handelshallene presset dollaren videre ned. Dette rammet japanske investeringer i dollarbaserte verdipapirer.

I oktober 1987 dumpet japanske investorer store mengder amerikanske statsobligasjoner og aksjer. New York-børsen kollapset «Den svarte mandagen», 19. oktober 1987. Børsen i Tokyo hadde fulgt med i dragsuget hvis det ikke hadde vært for at dens datamaskinsystem automatisk avbrøt handel i verdipapirer som falt mer enn 15% i løpet av en dag. Dette ga Japans Finansdepartement tid til å organisere en bergingskampanje der de fire største japanske investeringsselskapene gikk inn og kjøpte store mengder amerikanske verdipapirer. Dette drev opp kursen på disse verdipapirene og reddet aksjemarkedene i New York, Tokyo og resten av verden.<sup>4</sup>

### **Japans boble: oppblåsing og kollaps**

Sentralbanken i Japan senket diskontorenten fra 5,0 prosent i januar 1986 til 2,5 prosent i februar 1987. Renta ble holdt på dette lave nivået fram til mai 1989. Denne lavrentepolitikken var en respons på problemene som den sterke yenen etter Plaza-avtalen påførte japanske eksportører. En løs pengepolitikk skulle drive i gang en investeringsboom for å blåse opp prisene på verdipapirer og eiendom som de japanske selskapene brukte som sikkerhet for å ta opp banklån. Dette skulle generere investeringsfond til japansk industri for å styrke konkurranseevnen med en varig høy yen-kurs. Dette resulterte i en enorm investering i produktiv kapasitet som bedret Japans internasjonale konkurranseevne på slutten av 1980-tallet. Myndighetene ville også bruke veksten i personlig inntekt fra finansboomen til å omstille japansk industri til en sterkere grad av hjemmemarkedsorientering med basis i økt personlig

konsum og boligbygging.<sup>5</sup> Men dette forsøket på å utvikle en ny etterspørselsledet japansk modell slo feil da myndighetene mistet kontrollen over finansbobla.

Den løse japanske pengepolitikken ble forlenget av «Den svarte mandagen» i oktober 1987. Et lavt innenlandsk rentenivå skulle «dytte» japansk kapital ut til amerikanske markeder og øke etterspørselen etter dollar for å heve dollarkursen i forhold til yenen.<sup>6</sup> Dette gikk sammen med viktige endringer i det japanske kredittsystemet. Japanske selskaper ble i større grad egenfinansiert gjennom utstedelse av aksjer. Store deler av den nye aksjekapitalen ble brukt til finansinvesteringer uten forbindelse med selskapenes kjerneaktiviteter. I mens måtte bankene omstille seg fra finansiering av store til små og mellomstore selskaper, og ikke minst finansiering av eiendomspekulasjon.<sup>7</sup> Spekulasjon drev prisene på verdipapirer og fast eiendom langt høyere opp enn Finansdepartementet opprinnelig hadde planlagt.

De japanske myndighetene forsøkte så å kjøle ned den overopphetede økonomien ved å sette opp renta i flere etapper fra desember 1989 til august 1990. Dette falt sammen med en reform av banksektoren i Japan for å oppfylle kravene til bankers egenkapital i forhold til utlån i samsvar med den såkalte «Basel-avtalen». Bankene måtte realisere sin «skjulte egenkapital» for å innfri disse kravene. Denne skjulte kapitalen besto av verdipapirer og eiendom som var registrert til priser langt under reell markedsverdi. I tillegg måtte bankene utstede nye aksjer. Salgene som nå fulgte presset ned prisene på verdipapirer og fast eiendom. Bankene måtte derfor utstede nye aksjer og selge ytterligere av sin «skjulte kapital» for å innfri kravene til egenkapital. I september 1990 var Japans finanssystem kommet inn i en ond sirkel med salg og stadig fallende verdier for aksjer og fast eiendom.<sup>8</sup>

Eiendomsprisene fortsatte å falle gjennom resten av 1990-årene og sikkerheten til de japanske bankenes utlån ble dermed stadig mindre verdt. Liberale regnskapsstandarder åpnet for at bankene kunne refinansiere lånere som reelt var insolvente. Håpet var at prisene på aksjer og eiendom igjen skulle stige slik at kredittsystemet kunne komme på fote. Japan gikk inn i en langvarig latent krise med økonomisk stagnasjon der omfanget av reelt ubetjente lån stadig økte.

De japanske investorene solgte unna sine amerikanske investeringer i stort omfang for å innfri sine lån hjemme i Japan. Med dette falt den japanske etterspørselen av langsiktige amerikanske statsobligasjoner. Dette presset opp det amerikanske rentenivået. George Bush måtte slite med en mindre økonomisk stagnasjon som følge av den høye renta.<sup>9</sup>

Den etterfølgende Clinton-administrasjonen (1993-) prøvde å løse disse problemene ved å redusere USAs budsjettunderskudd og bedre handelsbalansen. Handelsbalansen med Japan skulle bedres ved å presse ned dollarkursen i forhold til yenen. Et fall i dollaren i forhold til yenen var også en naturlig følge av at de japanske investorene solgte unna sine amerikanske

investeringer og vekslet store mengder dollar over til yen. Kursen endret seg fra 125 yen for en dollar i januar 1993 til 79/80 i mars/april 1995.<sup>10</sup> Dermed måtte japanske eksportører nok en gang slite med en sterk yen.

Fra 1992 begynte Japan igjen å føre en løs pengepolitikk for å stimulere den japanske økonomien uten at situasjonen bedret seg. Den kraftige økningen i yen-kursen i perioden 1993-95 forverret situasjonen ytterligere. I 1995 gikk en stripe av mellomstore japanske finansinstitusjoner konkurs, mens ubetjent gjeld anslått til 1.2 trillioner dollar truet hele det japanske banksystemet.<sup>11</sup>

Denne gangen var det USAs tur til å berge Japan ut fra opplyst egeninteresse. Et sammenbrudd i Japan med påfølgende japanske panikksalg av amerikanske statsobligasjoner ville ha presset opp den amerikanske renta og stoppet USAs økonomiske oppgang. Fra våren 1995 samarbeidet finansdepartementene og sentralbankene i USA og Japan for å forhindre dette. Sentralbanken i USA garanterte for en kreditt på 500 milliarder dollar som skulle sette japanske myndigheter i stand til å kjøpe opp amerikanske statsobligasjoner i tilfelle en krise i Japan utløste panikksalg. Videre ble det avtalt at japanske myndigheter skulle senke rentenivået og pøse inn store mengder penger i det japanske banksystemet. Følgelig ble Japans diskontorente senket til 1.00 prosent i april 1995, og til 0.50 prosent i august 1995. Disse tiltakene skulle stimulere aksjemarkedet, svekke yenen og la bankene profitere ved å bruke billige penger til å kjøpe japanske statsobligasjoner. En avtagende yen skulle også hjelpe Japan til å eksportere seg ut av krisa.

Sentralbanken i Japan støttet aktivt opp om dollaren gjennom store kjøp av amerikansk valuta og statsobligasjoner. Den fallende yen-kursen og avvikling av begrensninger på utenlandske investeringer for de japanske bankene fremmet så en ny bølge av kjøp av amerikanske statsobligasjoner som i sin tur forsterket fallet i yenen.<sup>12</sup> Fra april 1995 til mai 1997 falt yenen nesten 40 prosent i forhold til dollaren fra 80 til 127 yen for en dollar. I 1996 lot den japanske økonomien til å være trygg.

### **Regionaliseringen av Japans produksjon og finans**

Styrkingen av yenen etter Plaza-avtalen i 1985 forverret situasjonen for japanske eksportører. Fra 1986 ble også de nordøstasiatiske landene Sør-Korea og Taiwan presset av USA til å revaluere sine valutaer.<sup>13</sup> Imens hadde de sørøstasiatiske landene Thailand, Malaysia og Indonesia styrket sin konkurransevne gjennom devalueringer og begynte i stigende grad å tiltrekke utenlandske investorer. Kina fulgte etter i 1990-årene. Produsenter i Japan så vel som Taiwan og Sør-Korea begynte nå å allokere industriell produksjon i stor skala til Sør-øst-Asia og de sørlige kystregioner av Kina. Japanske direkte investeringer i Sør-Korea, Taiwan, Singapore, Hongkong, Indonesia, Kina, Thailand, Malaysia, Indonesia og Filippinene ble nesten

firedoblet fra i overkant av 600 millioner dollar pr. år 1981-86 til 2.370 millioner dollar i 1987.<sup>14</sup>

En ny bølge av direkte japanske utenlandsinvesteringer i regionen fulgte i 1990-årene, fremmet av en sterk yen og en løs pengepolitikk. Japans årlige direkte investeringer i bearbeidende industri i «Asia» (fortrinnsvis Øst-Asia) ble nærmere tredoblet fra 2,9 milliarder 8.1 milliarder dollar i tidsrommet 1991-95. Det skjedde en betydelig endring i strukturen i Japans utenriks-handel. USAs andel av Japans eksport falt fra 40,2 prosent i 1985 til 28,9 prosent i 1995, mens eksportandelen til Asia økte fra 18.8 til 43.6 prosent i samme tidsrom.<sup>15</sup>

De japanske investeringene stimulerte også handel innad i regionen. Høy yen-kurs tvang datterselskapene i regionen til å redusere kjøp av deler og komponenter fra Japan til fordel for lokale subkontraktører. De japanske selskapene oppmuntret også handel mellom regionale datterselskaper i deler og komponenter. Datterselskapene og en rekke lokalt eide selskaper fortsatte imidlertid å være avhengig av avanserte innsatsfaktorer og teknologi som var kontrollert av hovedkvarterene i Japan. Dessuten beholdt selskapene i Japan normalt produksjonen for hjemmemarkedet. Dette begrenset eksporten av ferdigvarer fra Øst-Asia til Japan, samtidig som regionen var avhengig av importerte avanserte japanske innsatsfaktorer i stadig større omfang.<sup>16</sup> Resultatet var ubalansert handel mellom Japan og det øvrige Øst-Asia og en påfølgende avhengighet for Øst-Asia av å ha et eksportoverskudd med vestlige OECD-land, spesielt USA.

Den nye arbeidsdelingen med Øst-Asia fungerte motsyklisk for Japans økonomi siden de regionale valutaene i stor grad var knyttet til dollaren. Regionens konkurransevne ble styrket når dollarkursen var lav i forhold til yenen. Dette styrket samtidig japansk eksport av strategiske kapitalvarer til Øst-Asia, samt japansk eide selskap i regionen. Ringvirkningene fra øst-asiatisk eksport kompenserte i noen grad for de problemer en sterk yen påførte Japans egen eksport til USA og andre vestlige OECD-land. Dette var situasjonen i perioden 1993-95. Omvendt ville styrkingen av dollaren overfor yenen i perioden 1995-97 fremme Japansk eksport utenfor Øst-Asia og svekke det øvrige Øst-Asias eksport. I neste omgang ville dette redusere Japans eksport til Øst-Asia og ramme japansk eide selskap i regionen.<sup>17</sup> I tillegg fløt det store finansstrømmer fra Japan til Øst-Asia i 1990-årene med den følge at Japans kredittinstitusjoner i økende grad var avhengige av stabilitet og økonomisk vekst i regionen.

Japans løse pengepolitikk skapte en overskuddslikviditet som «lekket ut» til Øst-Asia. Japanske banker lånte store beløp til regionen og den lave japanske renta tiltrakk også utenlandske investorer som tok opp lån i Japan og lånte videre til nabolandene. Samtidig hadde de fleste østasiatiske land (med viktige unntak som Kina og Taiwan) liberalisert sine kapitalkonti for å tiltrekke lån og porteføljeinvesteringer tidlig i 1990-årene. Netto innflyt av

privat kapital til Sør-Korea, Indonesia, Malaysia, Thailand og Filippinene økte fra 40,5 milliarder dollar i 1994 til 93,0 milliarder i 1996.<sup>18</sup>

Regionale sentralbanker forsøkte å «sterilisere» den inflasjonsdrivende virkningen av kapitaltilførselen ved å selge statsobligasjoner for å absorbere den økende pengemengden. Disse salgene av statsobligasjoner presset imidlertid opp det hjemlige rentenivået. Sammen med reduksjonen av det japanske rentenivået og kursfallet for yenen fra midten av 1995 økte dette differensen mellom innenlandsk og internasjonalt rentenivå, og fremmet ytterligere utenlandske lån og investeringer.<sup>19</sup>

### **Asia-syken: medisin og kvakksalveri**

Øst-Asias utenlandsgjeld steg kraftig utover i 1990-årene. Lånene var i stor grad kortsiktige (ett års innløsningstid eller mindre), mens de ble brukt til langsiktige investeringer. Dessuten var lånene ofte ikke forsikret mot kurs-svingninger. Veksten i utenlandsgjeld notert i dollar gjorde det derfor vanskelig å få til en «myk landing» ved å gi opp bindingen til den sterke dollaren etter 1995 og devaluere. I Indonesia, Thailand og Sør-Korea oversteg omfanget av kortsiktig gjeld landenes valutareserver, og valuta-reservenes andel av kortsiktig gjeld hadde stadig falt i perioden 1994-97.<sup>20</sup> Dermed var de tre landene avhengige av tilliten blant de utenlandske investorene.

Snøballen begynte å rulle i mai 1997 da den japanske sentralbanken antydte at den overveide å heve renta for å styrke yenen. Dette ble aldri gjennomført, men utenlandske investorer som hadde tjent på rentemarginene mellom Japan og Øst-Asia reagerte med å selge unna sørøstasiatisk valuta. I midten av mai begynte hedge-fond å spekulere mot Thailands baht, og myndighetene i Thailand og Singapore samarbeidet om å forsvare bahten. I mai og juni gikk en rekke større thailandske finansinstitusjoner konkurs. Thailand lot bahten flyte 2. juli og kursen falt kraftig.<sup>21</sup>

Etter at baht-krisa hadde brutt ut «oppdaget» investorene at en rekke av landene i Øst-Asia hadde store mengder forefallende gjeld og begrensede valutareserver. Hedge-fond spekulerte mot regionale valutaer og verdipapirer, mens sikkerhetssøkende utenlandske investorer flyktet fra regionen. Kreditorer nektet å fornye forefallende lån og kursene på valutaer og verdipapirer ble presset ned. I 1996 hadde det vært en *netto tilstrømning* av privat kapital på 93,0 milliarder dollar til Sør-Korea, Indonesia, Malaysia, Thailand og Filippinene. I 1997 var det en *netto utflyt* på 12 milliarder dollar.<sup>22</sup> Landene ble nå hardt rammet av onde sirkler av kapitalflukt som presset ned aksje- og valutakurser, påfølgende økt utenlandsgjeld samt innkreving av forefallende gjeld etterfulgt av kollaps av hjemlige kreditt- og finanssystemer. Thailand, Indonesia og Sør-Korea måtte gå den tunge veien til IMF for å få store krisekreditter og forplikte seg til omfattende økonomiske

reformer som motytelse. Thailand sluttet en avtale med IMF 5. august, Indonesia fulgte 31. oktober og Sør-Korea 4. desember.

Premisset for IMF's stabiliseringsprogrammer for de tre landene var at krisa hadde grunnlag i feilslåtte institusjoner og økonomisk politikk og at det derfor var nødvendig med omfattende reformer. IMF krevde handels- og investeringsliberalisering, endringer i forholdet mellom stat, næringsliv og kredittinstitusjoner samt nedlegging av forgjeldede kredittinstitusjoner. Dette økte panikken blant investorene. Det mest alvorlige tilfellet var Indonesia der seksten private banker ble nedlagt høsten 1997 etter krav fra IMF uten noen garanti for innskudd over 20 millioner rupiah (omtrent 5.000 dollar på den tid). Dette førte til en spredning av krisa ved at paniske innskyttere trakk innskuddene sine ut av banker som i utgangspunktet var solvente.<sup>23</sup>

IMF krevde videre offentlige innstramning og høy rente for å stabilisere valutaene. Dette viste seg å være feilslått. Krav om budsjettbalanse som landene ikke klarte å innfri svekket investorenes tillit. Et høyt rentenivå kan ha hatt samme effekt siden det med stor sannsynlighet ville øke de innenlandske gjeldsproblemene.<sup>24</sup>

IMF forsøkte å opptre som en siste garantist for finanssystemet (analogt til sentralbankens spesielle posisjon i nasjonale økonomier) heller enn som en megler i reforhandlinger av gjelden, slik organisasjonen hadde gjort under Latin-Amerikas gjeldskrise i 1980-årene. Men IMF var ingen skikkelig garantist. Fondene fra IMF ble delt opp i mindre andeler som skulle distribueres over den samlede programperioden, avhengig av landenes økonomiske reformer. Andelene var for små i forhold til forefallende gjeld til å berolige markedene, og distribusjonen ble forsinket av sene og kompliserte forhandlinger.<sup>25</sup>

IMF hadde Clinton-administrasjonen i ryggen. Denne støttet aktivt opp om multilaterale organisasjoner som IMF, OECD, WTO og APEC for å fremme internasjonal finansiell liberalisering uten innblanding fra Kongressen. I Øst-Asia var det misnøye med USAs opptreden høsten 1997. Bergingsfondet for Thailand i august 1997 var finansiert av IMF, Verdensbanken, Asiabanken og land i regionen, USA deltok ikke med egne fond. Det ble hevdet i regionen at USAs passive rolle hadde forsterket krisa.<sup>26</sup> Frustrasjon over USA og IMF sammen med japanske politiske ambisjoner skapte grobunn for et regionalt initiativ. I august 1997 foreslo ASEAN-landene et permanent regionalt valutafond (AMF) finansiert av de østasiatiske landene, men initiativet kom reelt fra Finansdepartementet i Japan. AMF skulle opprettholde monetær stabilitet på regionalt nivå. Det skulle ha en samlet finansiering på rundt 100 milliarder dollar med Japan som viktigste bidragsyter.<sup>27</sup>

I tillegg til Japan ville Kina, Taiwan, Hong Kong og Singapore være viktige bidragsytere. Disse landene hadde store overskudd på betalingsbalansen og betydelige reserver av utenlandsk valuta. Som Japan hadde de



investert store deler av dette overskuddet i amerikanske statsobligasjoner, særlig i 1990-årene. Deres samlede nettokjøp i perioden 1990-97 var på 107 milliarder dollar, nesten like mye som Japans kjøp for 116 milliarder dollar i samme periode. Sentralbankene i disse landene var storkjøpere av amerikanske statsobligasjoner. Høsten 1997 hadde Sentralbanken i Hongkong 60 milliarder dollar av sine valutareserver i amerikanske verdipapirer, hovedsakelig statsobligasjoner, mens Japans sentralbank holdt amerikanske statsobligasjoner til en samlet verdi av 170 milliarder dollar.<sup>28</sup>

Tokyo hadde en sterk interesse av å stabilisere regionens finansielle systemer. I 1996 hadde japanske banker 265 milliarder dollar i utestående lån til Øst-Asia, deriblant 84 milliarder til Thailand, Indonesia og Sør-Korea.<sup>29</sup> I tillegg signaliserte AMF-forslaget en ny japansk vilje til å ta på seg regionalt lederskap, kanskje var det også et skritt i retning av en østasiatisk «yensone». AMF var ment som et forsvarsverk for «den asiatiske modellen» mot IMF. Initiativtakeren var Eisuke Sakakibara, Japans mektige Visefinansminister for internasjonale forhold. Han hadde tidligere vært fortaler for en «asiatisk utviklingsmodell» som han hevdet var mer gunstig for utviklingsland enn den økonomisk liberale angloamerikanske modellen som Verdensbanken og IMF representerte. AMF skulle være mer fleksibel enn IMF og bistå med raske krisekreditter uten stramme krav om reformer.<sup>30</sup>

Japan lanserte AMF-ideen for vestlige land under et G7-møte i Hongkong i september 1997. EU-landene og IMF kritiserte umiddelbart forslaget. Under det påfølgende årsmøtet for IMF og Verdensbanken i Hongkong i september/oktober gikk også USAs visefinansminister, Lawrence Summers, hardt ut mot tiltaket. Argumentet mot AMF var at to rivaliserende valutafond ville føre til «moralsk hasard» ved at land kunne få tilgang til krisehjelp uten å måtte gjennomføre økonomiske reformer.<sup>31</sup>

Et AMF ville ha gått på tvers av amerikanske interesser av liberalisering av handel og finans i regionen. USAs avhengighet av østasiatiske kjøp av statsobligasjoner kan ha vært like viktig. Regionale sentralbankene måtte sannsynligvis ha solgt betydelige mengder amerikanske statsobligasjoner for å finansiere dette kostbare tiltaket med påfølgende amerikanske rentehevinger og økonomisk stagnasjon.<sup>32</sup>

USA tilbød nå å ta på seg et større ansvar for bergingsoperasjonene mot at AMF-planene ble oppgitt. Japan trakk sin støtte til AMF og de øvrige landene i regionen fulgte etter. AMF-forslaget ble skrinlagt i november 1997. APEC's møte i Vancouver 23-24. november støttet opp under IMF's lederskap i bergingsoperasjonene. Kort etter meldte Tokyo at Japans bidrag til det regionale bergingsfondet «bare» ville bli 20 milliarder dollar.<sup>33</sup>

Kostnadene ved å blokkere AMF-initiativet var sannsynligvis høye. «Smitteeffekten» fra finanskrisa i Thailand kunne ha blitt betydelig redusert hvis AMF-avtalen hadde vært på plass i september/oktober 1997. Kjennskapen til et fond på 100 milliarder dollar som var klar til å utstedes på kort

varsel kunne ha beroliget investorene på et tidspunkt da regionale valutaer med unntak av bahten fortsatt var forholdsvis stabile.<sup>34</sup>

### **Ny kurs i Sør-Korea**

USA hadde særlig stor innflytelse på IMF's avtale med Sør-Korea 4. desember 1997. Her ble det forlangt at Sør-Korea skulle liberalisere handel og utenlandsinvesteringer, gjennomføre reformer av selskaper og finansinstitusjoner, fjerne statlig innblanding i kredittinstitusjoners långivning, skjære ned på offentlige arbeidsprogrammer og svekke oppsigelsesvernet i landets arbeidslovgivning.<sup>35</sup> Det ble hevdet at IMF's regionalkontor hadde vært villig til å gi forholdsvis lempelige vilkår overfor Sør-Korea, men at USAs Finansdepartement gikk i mot dette med støtte fra IMF's direktør, Michel Camdessus.<sup>36</sup>

Stabiliseringsprogrammet for Sør-Korea slo raskt feil. Lånene var for små og ble utstedt for langsomt i forhold til forefallende gjeld. IMF og USAs Finansdepartement insisterte imidlertid på at Sør-Korea først måtte gjennomføre reformer i samsvar med tidsplanen i avtalen av 4. desember før en ny andel av krisekreditten ville bli frigitt i januar 1998.

Trusselen om en japansk krise førte til kursendring. Utover i desember var Sør-Koreas won og aksjer igjen på rask vei nedover. 12. desember varslet koreanske myndigheter at de overveide å innstille tilbakebetalingen av gjeld inntil videre. Krisen i Sør-Korea falt sammen med en ny runde i Japans bankkrise og Japans banker hadde store lån til Sør-Korea. Wall Street fryktet nå et finansielt sammenbrudd i Japan, og la press på USAs Finansdepartement for at det skulle endre sin posisjon. 15. desember meddelte IMF at organisasjonen overveide en rask overførsel av flere lån til Sør-Korea. En andel på 3,5 milliarder dollar ble overført 18. desember fulgt av et lån fra Verdensbanken på 3 milliarder dollar 23. desember. Den nye politikken ble formalisert i en ny avtale mellom IMF og Sør-Korea 24. desember.<sup>37</sup>

Imens hadde USAs Finansdepartement begynt å legge press på amerikanske banker for å få dem til å fornye Sør-Koreas kortsiktige gjeld. I neste omgang ble de sentrale kreditorbankene i Europa og Japan mobilisert gjennom de effektive nettverkene til internasjonal finanskapital. Etter en serie av kompliserte forhandlinger mellom bankene og den koreanske regjeringen ble det 23. januar oppnådd enighet om å utvide forfallsperioden for gjelden til 13 større internasjonale banker som sammen holdt 30-40 prosent av Sør-Koreas samlede utestående kortsiktige gjeld.<sup>38</sup> Avtalen ble senere utvidet til å omfatte mindre utenlandske kreditorer.

I 1998 skiftet IMF fokus med sterkere vektlegging av å konvertere fra kortsiktig til langsiktig gjeld. Organisasjonen oppga kravene om nedlegging av finansinstitusjoner og budsjettoverskudd. Dette åpnet for en langsom oppgang i Sør-Korea og Thailand, selv om de fortsatt sto under press for å

gjennomføre omfattende institusjonelle reformer og opprettholde et høyt rentenivå.<sup>39</sup> Omstruktureringen av Indonesias utenlandsgjeld ble hemmet av en desentralisert gjeldsstruktur. Stadige konflikter mellom IMF og Suharto samt usikkerhet omkring Suhartos helse og spørsmålet om hans etterfølger reduserte tilliten blant investorene til et lavmål.

Men sett fra verdensøkonomiens olympiske høyder var Indonesias problemer mindre viktige enn den internasjonale spredningen av krisa sommeren og høsten 1998 til Japan, Brasil og Russland samt problemene til det amerikanske hedge-fondet «Long Term Capital Management». Etter en turbulent sommer og høst 1998 klarte USAs sentralbankdirektør Alan Greenspan å gjenopprette tilliten i verdens finansmarkeder ved hjelp av tre fortløpende reduksjoner i USAs rente i oktober.

### **Oppsummering**

Fra 1980-årene tjente Japan store handelsoverskudd med USA. Samtidig styrket japanske investorer den amerikanske økonomien gjennom investeringer i USA, spesielt i amerikanske statsobligasjoner. USAs handelsunderskudd med Japan ble stabilisert fra slutten av 1980-årene, mens underskuddet med det øvrige Øst-Asia vokste. Den østasiatiske eksportoffensiven var i stor grad drevet med japanske direkte investeringer og nøkkelteknologi. Denne regionaliseringen av den japanske produksjonen kom som en forsvarsreaksjon på den høye yen-kursen i store deler av perioden 1985-95. Utover i 1990-årene investerte også flere andre østasiatiske land i amerikanske statsobligasjoner i stort omfang.

I 1990-årene slet det japanske finanssystemet med en latent krise som ved enkelte anledninger (1995, 1997) var nære ved å bryte ut. En krise i Japan kunne ha utløst et salg av store mengder amerikanske statsobligasjoner og stoppet oppgangen i USA. Derfor ble det et viktig anliggende for USA å holde Japan på rett kjørl. Tiltakene som ble satt i verk for å redde det japanske finanssystemet i 1995 bidro til å fremme overinvesteringer og stagnerende eksport i Øst-Asia. Med sin løse pengepolitikk fungerte Japan direkte eller indirekte som kilde til store deler av den finanskapitalen som gikk til Øst-Asia i form av lån og porteføljeinvesteringer, mens fallet til yenen i forhold til dollaren samtidig svekket konkurranseevnen til regionale valutaer.

Etter utbruddet av finanskrisa i 1997 støttet USA opp om IMF mot et regionalt valutafond, dels for å avverge et større regionalt salg av amerikanske statsobligasjoner for å finansiere dette fondet, dels for å bruke IMF som brekkstang for å «åpne Asia» og tilpasse regionale finanssystemer til anglo-amerikanske standarder. IMF førte en ineffektiv politikk med uthalte forhandlinger, krav om vidtgående institusjonelle reformer og innstrammingspolitikk, hvorav noen krav sannsynligvis svekket tilliten til de forgjeldete landene ytterligere blant de internasjonale investorene. Først når USAs

finanskapital begynte å frykte at Sør-Koreas krise skulle forsterke den japanske bankkrise og dermed også ramme USA ble IMF's og USA's politikk mer fruktbar med reforhandling av gjeld, og mildere krav til innstramning og reform.

Handlekraften til amerikanske myndigheter ble ytterligere demonstrert høsten 1998 da en krise i verdensøkonomien truet. Sentralbanken i USA klarte da å berolige de internasjonale markedene gjennom rentereduksjoner. Det er imidlertid usikkert om den amerikanske sentralbanksjefen Alan Greenspan eller hans etterfølgere kan gjenta dette mesterstykket neste gang verdensøkonomien står ved et veiskille.

### **Grenser for USA's monetære hegemoni?**

I 1997 hadde USA et handelsunderskudd på 104.7 milliarder dollar. I løpet av de ni første månedene av 1999 var underskuddet allerede på 191.6 milliarder dollar. Denne sterke økningen skyldes i stor grad at kriserammede land i Øst-Asia og Latin-Amerika reduserte importen fra USA. Dette rekordunderskuddet på handelsbalansen gikk sammen med avtakende utenlandske kjøp av amerikanske statsobligasjoner. I løpet av de første ni månedene av 1999 var det et netto utenlandsk salg av amerikanske statsobligasjoner på 1,3 milliarder dollar.<sup>40</sup>

Sentralbanker rundt omkring i verden har vært villige til å holde store deler av sine valutareserver i dollar som følge av dollarens rolle som verdensvaluta. Med lanseringen av euroen i 1999 kan dette være i ferd med å endres. Dollaren står nå overfor en valuta som representerer en økonomi av samme omfang som den selv, og denne økonomien har sågar en positiv utenriksbalanse. Hvis euroen blir et stabilt alternativ kan sentralbanker og internasjonale økonomiske aktører være mindre villige til å holde store reserver og gjennomføre sine transaksjoner i dollar, noe som også vil føre til nedgang i utenlandske kjøp av amerikanske statsobligasjoner.<sup>41</sup>

Amerikanske myndigheter kan være tvunget til å opprettholde et høyt rentenivå for å bevare dollarens status. Dette kan redusere den amerikanske sentralbankens muligheter til å senke renta for å stimulere verdensøkonomien i en krisesituasjon, slik den gjorde høsten 1998. USA's bidrag til å opprettholde den internasjonale etterspørselen kan også begrenses av hensyn til betalingsbalansen.<sup>42</sup> Redusert amerikansk import ville i sær ha alvorlige konsekvenser for Øst-Asia. USA vil da miste sin motsykliske rolle i en verdensøkonomi som i stigende grad er blitt medsyklisk.

Situasjonen er imidlertid åpen. Euroens framtid er fortsatt usikker. Fra juli til september 1999 var det et utenlandsk nettokjøp av amerikanske statsobligasjoner på 12,6 milliarder dollar. Kanskje var salget av amerikanske statsobligasjoner de første månedene av 1999 bare en kortvarig respons på

euroen uten varig virkning. Den nåværende oppgangen i Øst-Asia kan også føre til økt import fra USA slik at handelsunderskuddet faller.

Det er opp til de internasjonale investorene å felle den endelige dommen, som vanlig. Maktposisjonen til disse investorene skyldes i stor grad USAs liberaliseringsframstøt for å befordre internasjonal kapitalmobilitet. Samtidig utgjør USAs økonomi og politikk et forsvarsverk mot en større verdensomspennende finanskriser skapt av fri kapitalmobilitet. Linedanserferdighetene til Greenspan og hans kolleger i USAs sentralbank og finansdepartement er imponerende der de balanserer med verdensøkonomien uten sikkerhetsnett. Men hvorfor fikk de lov til å ta med seg verdensøkonomien opp på linen i første omgang?

## NOTER

- 1) Chalmers Johnson, *MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925-1975*, Stanford Cal. 1982, s. 203-6, 236-7; R. Taggart Murphy, *The Weight of the Yen: How Denial Imperils America's Future and Ruins an Alliance*, New York/London 1996, s. 90-107.
- 2) Murphy, *The Weight of the Yen*, s. 129-34, s. 144-5.
- 3) «Announcement of the Ministers of Finance and the Central Bank Governors of France, Germany, Japan, the United Kingdom, and the United States», i Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, 2. utgave, Washington D.C. 1989, s. 261-266.
- 4) Murphy, *The Weight of the Yen*, s. 194, 226-7.
- 5) Robert Brenner, «Uneven development and the long downturn: The advanced capitalist economies from boom to stagnation, 1950-1998», *New Left Review*, Nr. 229, 1998, s. 215-6; Murphy, *The Weight of the Yen*, s. 199, 204, 217; Bevaqua, «Whither the Japanese model? The Asian economic crisis and the continuation of Cold War politics in the Pacific Rim», *Review of International Political Economy*, 5:3, 1998, s. 412.
- 6) For supplerende forklaringer på hvorfor Japan fortsatte å føre en løs pengepolitikk 1987-89 se Funabashi, *Managing the Dollar*, s. 61; Murphy, *The Weight of the Yen*, s. 185-7; Ron Bevaqua, «Whither the Japanese model», s. 413.
- 7) D. H. Whittaker & Y Kurosawa, «Japan's crisis: evolution and implications», *Cambridge Journal of Economics*, 22:6, 1998, s. 763.
- 8) Murphy, *The Weight of the Yen*, s. 242-4; Whittaker & Kurosawa, «Japan's crisis», s. 763.
- 9) Murphy, *The Weight of the Yen*, s. 272.
- 10) Murphy, *The Weight of the Yen*, s. 286-7.
- 11) William Engdahl, «Bank of Japan tries a 'backdoor bailout'», *Executive Intelligence Review*, 22. Sept. 1997, s. 4-5.
- 12) Klaus Engelen, «How Bill Clinton really won», *The European*, 14-20 Nov. 1996; William Engdahl, «Bank of Japan tries a 'backdoor bailout'», s. 5.
- 13) C. H. Kwan, *Economic Interdependence in the Asia-Pacific Region: Towards a yen bloc*, London 1994, s. 14, s. 33.

- 14) T. J. Pempel, «Transpacific Torii: Japan and the Emerging Asian Regionalism», in Peter J. Katzenstein & Takashi Shiraishi, red., *Network Power: Japan and Asia*, Ithaca 1997, s. 60.
- 15) Beregnet ut fra *OECD Economic Surveys. Japan 1995*, s. 154, tabell K; *OECD Economic Surveys. Japan 1996*, s. 19, tabell 3, s. 229, tabell 1.
- 16) Mitchell Bernard & John Ravenhill, «Beyond Product Cycles and Flying Geese: Regionalisation, Hierarchy, and the Industrialisation of East Asia», *World Politics*, 47:2, 1995; Walter Hatch & Kozo Yamamura, *Asia in Japan's Embrace: Building a Regional Production Alliance*, Cambridge 1996, kap. 1-2.
- 17) Brenner, «Uneven development and the long downturn», s. 226.
- 18) Steven Radelet & Jeffrey D. Sachs, «The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects», *Brooking Papers on Economic Activity*, Nr. 1, 1998 [online] – URL: <http://www.cid.harvard.edu/publicat.htm>, tabell 1.
- 19) Paul Krugman, *The Return of Depression Economics*, Harmondsworth 1999, s. 86.
- 20) Radelet & Sachs, «The East Asian Financial Crisis», tabell 3.
- 21) Jonathan Fuerbringer, «How Asian Currencies Tumbled So Quickly», *New York Times*, 10 Dec., 1997; Nouriel Roubini, «Chronology of the Asian Currency Crisis and its Global Contagion», 1997 [online] – URL: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaChronology1.html>, indeks «Early May», «May 14-15», «May 23», «June 27», «July 2».
- 22) Radelet & Sachs, «The East Asian Financial Crisis», tabell 1.
- 23) Radelet & Sachs, «The East Asian Financial Crisis», s. 34.
- 24) Radelet & Sachs, «The East Asian Financial Crisis», s. 35-6.
- 25) Radelet & Sachs, «The East Asian Financial Crisis», s. 37.
- 26) Michael Vatikiotis, «Pacific Divide», *Far Eastern Economic Review*, 6.11.97, s. 14-16.
- 27) Anthony Rowley, «The Battle of Hong Kong», *Capital Trends*, 2:13, 1997 [online] – URL: <http://www.gwjapan.com/ftp/pub/nrca/ctv2n13b.html>; Eric Altback, «The Asian Monetary Fund Proposal: A Case Study of Japanese Regional Leadership», *Japan Economic Institute Report*, 47A, 19.12.97, s. 1.
- 28) Tallene for 1990-97 er beregnet ut fra *U.S. Treasury Bulletin*, diverse numre. Tallene for sentralbankenes beholdning av amerikanske statsobligasjoner er fra William Engdahl, «Japan's crisis threatens global financial crash», *Executive Intelligence Review*, 28. Nov. 1997, s. 5 og Peter Gowan, *The Global Gamble*, London 1999, s. 52.
- 29) Altback, «The Asian Monetary Fund Proposal», s. 5.
- 30) Richard Higgot, «The Asian Economic crisis: A Study in the Politics of Resentment», *New Political Economy*, 3:3, 1998, s. 341; Altback, «The Asian Monetary Fund Proposal», s. 6.
- 31) Nouriel Roubini, «Chronology of the Asian Currency Crisis», 1997, indeks «November 19».
- 32) Higgot, «The Asian Economic crisis», s. 345-6; Chalmers Johnson, «Economic crisis in East Asia: the clash of capitalisms», *Cambridge Journal of Economics*, 22:6, s. 658.
- 33) Anthony Rowley, «Asian Fund, R.I.P.», *Capital Trends*, 2:14, 1997 [online] – URL: <http://www.gwjapan.com/ftp/pub/nrca/ctv2n14g.html>. Myndighetene i

Japan kan ha vært tvilrådige angående AMF-tiltaket som truet den økonomiske og sikkerhetspolitiske alliansen med USA. Ron Bevacqua påstår sågar at japanske myndigheter regnet med at AMF-initiativet ville torpederes av USA. Hensikten var å presse USA til å ta et større finansielt ansvar for krisa. Se Bevacqua, «Whither the Japanese model?», s. 422-3. Støtten til tiltaket fra viktige aktører i regionen kan også ha vært beskjeden. En kilde hevder at Japans rival for regionalt hegemoni, Kina, stilltiende støttet IMF's linje. Se James Morgan, «Rescue fund for Asian countries established», *BBC News*, Far East, 19.11.97.

- 34) David Felix, «IMF: Still Bungling in Asia», *Journal of Commerce*, 09.07.98.
- 35) IMF, «Republic of Korea IMF Stand-By Arrangement, December 5, 1997» [online] – URL: <http://www.imf.org/external/country/KOR/index.htm>; Robert Wade & Frank Venoroso, «The Asian Crisis: The High Debt Model Versus the Wall Street–Treasury–IMF Complex», *New Left Review*, Nr. 228, 1998, s. 11-12; John A. Mathews, «Fashioning a new Korean model out of the crisis: the rebuilding of institutional capabilities», *Cambridge Journal of Economics*, 22:6, 1998, s. 752; Gowan, *The Global Gamble*, s. 111.
- 36) Gowan, *The Global Gamble*, s. 109.
- 37) Gowan, *The Global Gamble*, s. 112-13; «Korea Letter of Intent, December 24» [online] – URL: <http://www.imf.org/external/country/KOR/index.html>.
- 38) «Korea stares into the abyss», *Euromoney*, March 1998.
- 39) Radelet & Sachs, «The East Asian Financial Crisis», s. 32; Sali Tripathi, «Rev Up Spending», *Far Eastern Economic Review*, 29.10.98.
- 40) *Treasury Bulletin*, December 1999, Tabell CM-V.3.
- 41) Lester Thurow, «The Dollar's Day of Reckoning», *The Nation*, 11.01.99 [online] – URL: <http://www.thenation.com/>
- 42) Thurow, «The Dollar's Day of Reckoning».