

SNF RAPPORT NR. 11/02

Asia-krisen – fem år senere

av

Stig Tenold

SNF prosjekt nr. 1302

“Politiske og økonomiske strukturendringer i Asia”

Prosjektet er finansiert av Norges forskningsråd
og Norges Rederiforbund

SIØS – Senter for internasjonal økonomi og skipsfart

SAMFUNNS- OG NÆRINGSLIVSFORSKNING AS
BERGEN, MAI 2002

© Dette eksemplar er fremstilt etter avtale
med KOPINOR, Stenergate 1, 0050 Oslo.
Ytterligere eksemplarfremstilling uten avtale
og i strid med åndsverkloven er straffbart og
kan medføre erstatningsansvar.

SIØS - SENTER FOR INTERNASJONAL ØKONOMI OG SKIPSFART

SIØS - Senter for internasjonal økonomi og skipsfart - er et felles senter for Norges Handelshøyskole (NHH) og Samfunns- og næringslivsforskning AS (SNF), med ansvar for undervisning, fri forskning, oppdragsforskning og forskningsformidling innen områdene skipsfartsøkonomi og internasjonal økonomi.

Internasjonal økonomi

SIØS arbeider med alle typer spørsmål knyttet til internasjonal økonomi og skipsfart, og har særskilt kompetanse på områdene internasjonal realøkonomi (handel, faktorbevegelser, økonomisk integrasjon og næringspolitikk), internasjonal makroøkonomi og internasjonal skattepolitikk. Forskingen ved senteret har i den senere tid vært dominert av prosjekter som har til hensikt å bidra til økt innsikt i globale, strukturelle problemer og virkninger av regional økonomisk integrasjon. Videre deltar man også aktivt i prosjekter som omhandler offentlig økonomi, nærings- og konkurransepolitikk.

Internasjonal transport

Et annet sentralt arbeidsområde for SIØS er internasjonal transport. På dette feltet har studier av konkurranseforholdet mellom ulike transportbærere i Europa og mulighetene for økt bruk av sjøtransport for å avlaste det landbaserte transportnettverket på kontinentet stått sentralt.

Maritim forskning

SIØS ser det som sin oppgave å være et bindeledd mellom den maritime næring og forskningsmiljøet ved SNF og NHH, og har gjennomført en serie prosjekter finansiert av Norges Rederiforbund, direkte rettet inn mot rederier og andre maritime bedrifter. Denne typen prosjekter har blant annet studert norske rederiers multinasjonale virksomhet, skipsbygging i Nord-Europa, og konkurransen i fergemarkedene.

Kompetansebase

SIØS' kompetansebase består av forskere ved SNF, assosierte medarbeidere ved NHH og LOS (UiB), samt ledende internasjonale økonomer som er knyttet til senteret gjennom langsiktige forbindelser. I løpet av de siste årene har man ved SIØS fått frem fem doktorgrader innen internasjonal økonomi og skipsfart, og staben inkluderer for tiden doktorgradsstipendiater.

Nettverk

Senteret er involvert i flere større EU-prosjekter, og samarbeider med sentrale forsknings- og utdanningsinstitusjoner over hele Europa. Spesielt nær kontakt har man til London School of Economics, University of Glasgow, Institute for Graduate Studie, Geneve og The Research Institute of Industrial Economics (IUI), Stockholm. Den vitenskapelige staben ved SIØS deltar i flere internasjonale forskningsnettverk, og har vært blant de fremste i Europa til å ta initiativ til dannelsen av nettverk.

INNHold

1. INTRODUKSJON	1
2. FRA REKORDVEKST...	3
2.1. VEKST FREM TIL 1997	4
2.2. GRUNNLAGET FOR VEKSTEN	7
3. ...TIL KRISE	11
3.1. FINANSKRISEN	14
3.2. VALUTAKRISEN	27
3.3. LIKHETER OG ULIKHETER I KRISELANDENE	44
4. ØKONOMISK KRISE OG GJENOPPHENTING	49
4.1. DEN ØKONOMISKE KRISEN	50
4.2. ULIKE SEKTORERS BETYDNING	53
4.3. SAMMENSETNINGEN AV BNP	59
5. ASIA NÅ	79
LITTERATUR	87
FIGURER	91

1. INTRODUKSJON

Sommeren 2002 er det fem år siden det som senere er blitt betegnet som Asia-krisen, brøt ut. Den andre juli 1997 valgte Thailands myndigheter å oppgi fastkurssystemet. Dette ble utgangspunktet for massive depresieringer og økonomiske problemer i en rekke land. Frikoblingen av Thailands valuta, *baht*, kan sees på som Asia-krisens ”skuddene i Sarajevo”. Perioden etter frikoblingen var preget av valutakursfall, kapitalutstrømning, internasjonale hjelpepakker, reduksjon i investeringsnivået, nedgang i økonomisk aktivitet og politiske endringer i flere asiatiske land.

Allerede kort tid etter at krisen var et faktum, ble den presentert som en mulig ”*defining event of the post Cold-War international order*” (Dibb, Hale & Prince, 1998:5). Problemene førte til stor publisitet og forskningsaktivitet, ikke bare omkring Asia-krisen *per se*, men også omkring det systemet som gjorde en regional krise av slike dimensjoner mulig. Denne rapporten er ikke ment som en innføring i debattene i kjølvannet av Asia-krisen eller som en gjennomgang av den store mengde litteratur som omhandler krisen, dens årsaker og dens virkninger. Formålet er å presentere bakgrunnen for problemene, vurdere hvordan krisen kom til uttrykk og se nærmere på den hurtige gjenopphevingen etter 1998.

Rapporten er delt i tre. Kapittel 2 gir innledningsvis en kort gjennomgang av den positive økonomiske utviklingen før krisen. I kapittel 3 presenteres Asia-krisens forløp, med vekt på utviklingen i finanssektoren og det kraftige fallet i verdien på flere asiatiske valutaer. Rammeverket kommer fra en tidligere publikasjon (Tenold, 1998b), hvor det påpekes at det som gjerne kalles Asia-krisen, i virkeligheten var tre relaterte kriser – en finansiell krise, en valutakrise og en økonomisk krise. Kapittel 4 inneholder en presentasjon av enkelte sentrale økonomiske indikatorer i de landene som ble hardest rammet av krisen, med vekt på gjenopphevingen etter krisen.

2. FRA REKORDVEKST...

Begrepet Asia-krise blir vanligvis brukt som betegnelse på de finansielle, valutamessige og økonomiske problemene i en håndfull asiatiske land på siste del av 1990-tallet. De landene som ble hardest rammet – og som vil være fokus for denne rapporten – var Indonesia, Malaysia, Sør-Korea og Thailand. Disse landene vil bli omtalt som ”kriselandene”. Et annet land som ble rammet av problemene, var Filippinene. Situasjonen for Filippinene var imidlertid delvis forskjellig fra de andre landene. Den økonomiske veksten før 1997 hadde vært betydelig lavere, og utslagene av krisen ble tilsvarende mindre dramatiske. For en god og grundig introduksjon til Filippinenes utvikling – både før, under og etter krisen – se Kind (2000).

Frem til 1997 var Indonesia, Malaysia, Sør-Korea og Thailand, sammen med land som Hongkong, Singapore og Taiwan, kjennetegnet ved kraftig økonomisk vekst og levestandardforbedring. Den høye økonomiske veksten – som i en publikasjon fra Verdensbanken ble betegnet som et mirakel – hadde medført at en rekke asiatiske land lyktes med å ta steget opp fra å være fattige utviklingsland til å bli mer eller mindre industrialiserte og moderniserte økonomier.¹

Som påpekt i Perkins (1994:655-659) og Tenold (1997b:337-344), var det imidlertid ikke noen ensartet utviklingsmodell som lå til grunn for den positive økonomiske utviklingen. Snarere var det store ulikheter mellom landene med hensyn til ressursgrunnlag, næringsstruktur, befolkningsmengde og geografisk størrelse. Det var også fundamentale forskjeller i politisk system og økonomisk politikk. De mest påfallende fellestrekkene er den geografiske konsentrasjonen – alle landene ligger i Øst- og Sørøst-Asia – samt det faktum at landene har oppnådd en økonomisk vekst som har vært høyere enn veksten både i industrialiserte land og i andre land på samme utviklingsnivå.

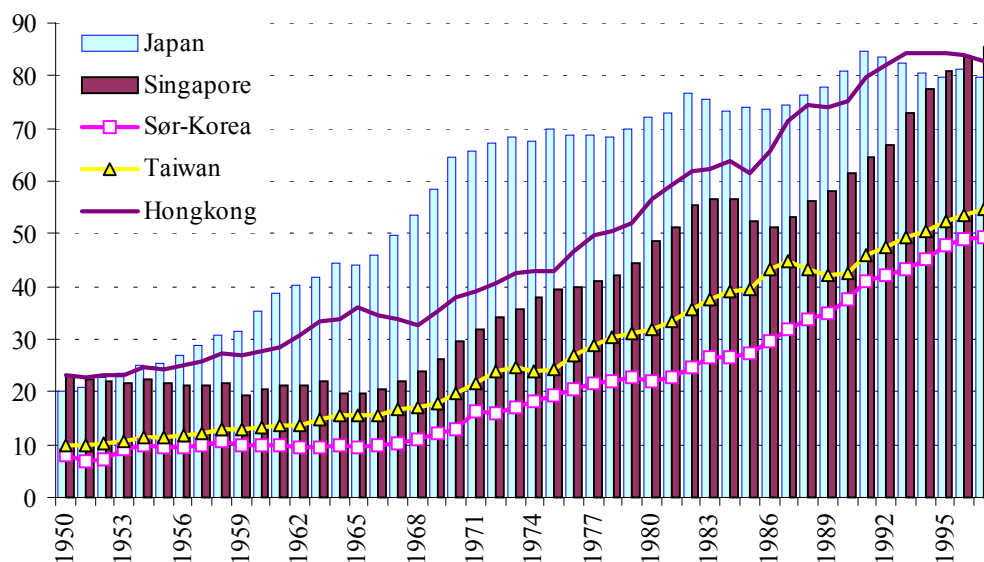
¹ Ifølge Verdensbanken innebar ”mirakelet” ikke bare kraftig økonomisk vekst, men ”*rapid growth with equity*” – se World Bank (1993:8-22). Spørsmålet om fordeling er imidlertid kontroversielt, og vil ikke bli nærmere diskutert i denne forbindelse.

2.1. VEKST FREM TIL 1997

Den økonomiske utviklingen i Asia i etterkrigstiden har vært preget av tre perioder med kraftige sprang i den økonomisk veksten i deler av regionen. Japan var først ut, og vokste langt sterkere enn andre industrialiserte land i de første tiårene etter andre verdenskrig. Fra 1950 til 1973 var den gjennomsnittlige årlige økonomiske veksten i Japan over ni prosent, mot i underkant av fem prosent for Vest-Europa og like under fire prosent for USA. Bruttonasjonalprodukt (BNP) per capita vokste årlig med over åtte prosent i Japan, mot rundt fire prosent i Vest-Europa og mindre enn 2,5 prosent i USA.²

Fra midten av 1960-tallet oppnådde Hongkong, Singapore, Sør-Korea og Taiwan lignende vekstrater som Japan. Den økonomiske veksten i disse landene holdt seg høy også da de fleste industrialiserte land opplevde stagflasjon i etterkant av oljeprissjokket i 1973. De fire landene ble gjerne betegnet som nyindustrialiserte land, eller asiatiske *"tigerøkonomier"*. Figur 1 viser hvordan landene i løpet av etterkrigstiden har tatt inn store deler av USAs økonomiske forsprang.

Figur 1. BNP per capita, prosent av USAs BNP per capita, 1950-97³

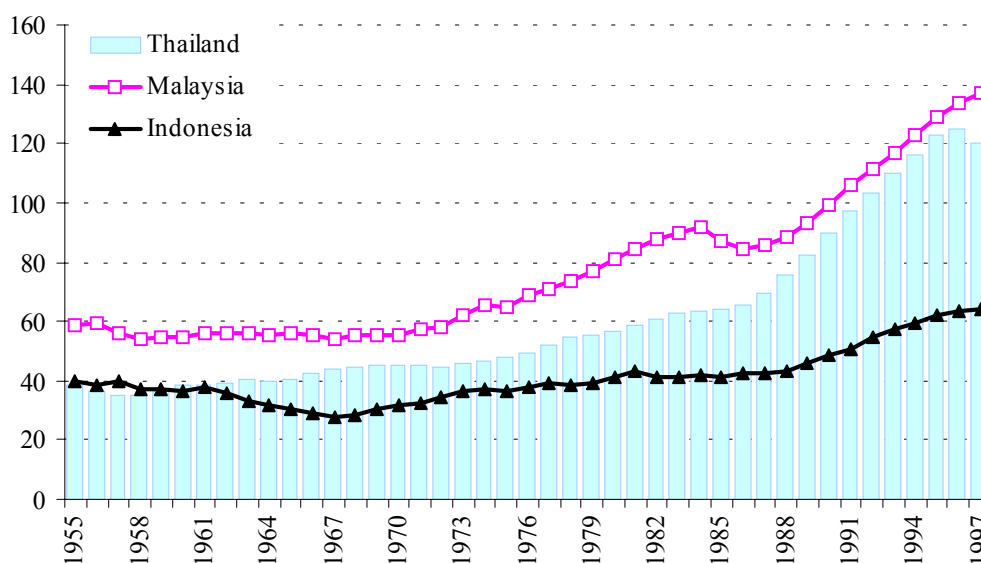


² Tall fra tabell B-19 og B-22 i Maddison (2001).

³ Beregnet med utgangspunkt i BNP per capita etter kjøpekraftsparitet, målt i 1990 internasjonale Geary-Khamis dollar. Tall fra tabell C1-c og C-3c i Maddison (2001).

Fra midten av 1980-tallet spredte den positive utviklingen seg til Indonesia, Malaysia og Thailand, ofte kalt ”andregenerasjons tigre”.⁴ Verdensbanken bruker samlebetegnelsen ”high-performing Asian economies” (HPAE) på de åtte landene ovenfor. Utviklingen står i klar kontrast til mange av de andre landene i regionen. En rekke asiatiske land har ikke tatt del i ”veksteventyret” – disse vil ikke bli nærmere behandlet i denne rapporten.

Figur 2. BNP per capita, prosent av verdens BNP per capita, 1955-97⁵



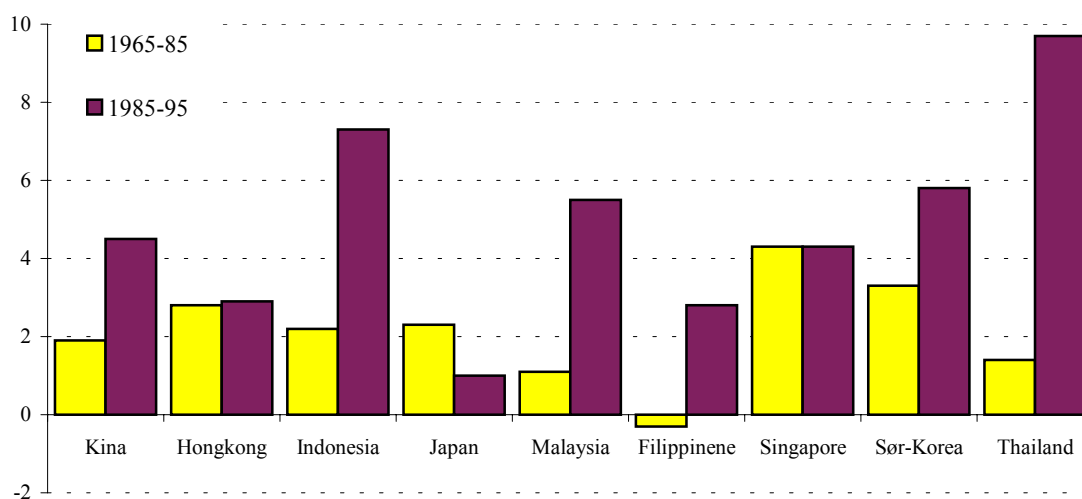
Vekstratene i første- og andregenerasjonstigre var høyere enn i de vestlige industrinasjoner. Med utgangspunkt i nyklassisk teori er dette ikke overraskende, siden nyklassiske modeller postulerer at potensialet for økonomisk vekst er høyere i velfungerende utviklingsland enn i mer modne økonomier. Veksttaket var imidlertid også vesentlig høyere enn i andre land i utviklingsfasen. I perioden fra 1965 til 1990 var den gjennomsnittlige veksten i BNP per capita i HPAE-landene mer enn dobbelt så høy som i andre land i det østlige Asia, tre ganger så høy som i Latin Amerika og Sør-Asia og fem ganger høyere enn i Afrika sør for Sahara. Den gjennomsnittlige årlige vekstraten på 5,5 prosent var dessuten nesten dobbelt så høy som den årlige vekstraten blant OECD-medlemmene (World Bank, 1993:2).

⁴ I Malaysia var vekstratene vesentlig høyere enn det internasjonale gjennomsnitt noe tidligere.

⁵ Beregnet med utgangspunkt i BNP per capita etter kjøpekraftsparitet, målt i 1990 internasjonale Geary-Khamis dollar. Tall fra tabell C3-c og C-5c i Maddison (2001).

Figur 3 er en sammenligning av den økonomiske veksten i enkelte asiatiske land – målt som BNP per capita – med den økonomiske veksten i andre land på samme utviklingsnivå. Figuren tar utgangspunkt i Verdensbankens inndeling av verdens land etter inntektsnivå. Selv om kategoriseringen er relativt grov, er den positive utviklingen i enkelte av landene i Asia utvetydig. Figuren indikerer ikke bare at levestandarden i landene i Øst- og Sørøst-Asia vokste hurtigere enn i andre land på samme inntektsnivå, men illustrerer også den kraftige forbedringen i land som Indonesia, Malaysia og Thailand fra midten av 1980-tallet.

Figur 3. Årlig vekst i BNP per capita, prosentpoeng over andre land i samme inntektsgruppe⁶



Den sterke veksten i Asia etter andre verdenskrig står i sterk kontrast til regionens utvikling før krigen. Fremveksten av en dynamisk, internasjonal økonomi på 1800-tallet og i første halvdel av 1900-tallet skjedde i stor grad uten noen vesentlig positiv påvirkning på asiatiske land. Asias andel av verdens BNP sank fra nærmere 60 prosent i 1820 til under 20 prosent i 1950. Etter 1950 er Asias andel av verdens BNP blitt doblet, mens regionens andel av verdens befolkning kun har økt fra 55 til 60 prosent.

⁶ Basert på tall fra Verdensbankens *World Development Report* i 1987 og 1997. Verdensbanken grupperer verdens land i fire kategorier: *low-income*, *lower-middle income*, *upper-middle income* og *high-income*. Grunnlaget for kategoriseringen er BNP per capita målt ved kjøpekraftsparitet. Landene er sammenlignet med andre land i samme kategori ved utgangen av perioden. Eksempelvis er Thailands tall for perioden 1965-85 (1,4 prosentpoeng) fremkommet ved en subtraksjon av den gjennomsnittlige veksten i *lower-middle income economies* (2,6 prosent) fra Thailands vekstrate (4 prosent). En slik kategorisering kan bidra til en undervurdering av veksten i Malaysia og Sør-Korea i første periode og Singapore og Sør-Korea i siste periode, da disse beveget seg fra kategorier med relativt lav vekst til kategorier med høyere vekst i løpet av perioden.

2.2. GRUNNLAGET FOR VEKSTEN

Den høye økonomiske veksten førte til at fattigdommen ble kraftig redusert, og den muliggjorde sterk vekst i gjennomsnittlig utdannelsesnivå og levealder. Utgangspunktet for den høye økonomiske veksten – og virkemidlene som ga de gode resultatene – varierte mellom de ulike landene. Likevel var det enkelte fellestrekk ved veksten i de hurtigvoksende asiatiske landene. Listen nedenfor presenterer enkelte sentrale momenter, som det har vært relativt lite kontrovers omkring.

- *Sterk vekst i arbeidsstyrken, både kvantitativt og kvalitativt.* Gunstig demografisk utvikling ga kvantitativ vekst, dvs. vekst i arbeidsstyrken og i den yrkesaktive delen av befolkningen. Dette siste momentet ble forsterket av økt kvinndeltagelse. Samtidig førte fokus på grunnutdanning til et kompetansenivå som la forholdene til rette for produksjon av enkle industriprodukter.
- *Høye og økende sparerater.* Spareratene i regionen var i mange tilfeller høye i internasjonalt perspektiv allerede fra 1960-tallet, og økte over tid. Det beste eksempelet på den sterke veksten i spareratene er Singapore, som gikk fra å ha negativ sparerate enkelte år på 1960-tallet, til å bli verdens mest sparevillige nasjon. Den relativt kraftige økonomiske veksten gjorde det dessuten mulig å redusere andelen av inntekten som ble brukt til konsum.
- *Høye og økende investeringsrater.* De kraftige investeringene var dels et resultat av det relativt høye innenlandske sparenivået. I et regime med lite internasjonal kapitalmobilitet, førte høye innenlandske sparerater til at kapitalen ble relativt rimelig. Minst like viktig i enkelte land var imidlertid vilje til å tiltrekke kapital gjennom utenlandske direkteinvesteringer (UDI). Gjennom UDI fikk landene tilgang på utenlandsk teknologi fra produsenter som ønsket å utnytte den rimelige, men relativt høyt kvalifiserte, arbeidskraften i regionen. Betydningen av UDI varierte imidlertid mellom de ulike landene. I Singapore spilte inngående UDI en nøkkelrolle for overgangen til mer avansert industriproduksjon, mens betydningen i Sør-Korea var mer begrenset. Japan og USA har vært spesielt viktige i forbindelse med inngående UDI i regionen. Den sterke tilstrømningen av utenlandsk teknologi og kapital kan til en viss grad forklares med økt internasjonal arbeidsdeling, knyttet til oppsplitting av verdikjeden.

- *Ekspert av industriprodukter.* I alle land har den økonomiske veksten falt sammen med hurtig økning i produksjonen og eksporten av industriprodukter. I utgangspunktet har landenes industriproduksjon naturlig nok vært konsentrert omkring relativt enkle varer. Over tid har imidlertid produktene – parallelt med veksten i inntekts- og kunnskapsnivået – blitt mer avanserte. Dette har gitt rom for at nye produsentland har kunnet ta markedsandeler innen enkel industriproduksjon, gjerne etter et ”vekststige”- eller ”flying geese”-mønster.
- *Gunstige internasjonale forhold, både med hensyn til tilbud av kapital og etterspørsel etter varer.* De internasjonale forholdene bestod for det første av god tilgang på teknologi og relativt rimelig kapital, noe som muliggjorde hurtig oppbygging av produksjonskapasitet. Videre førte inntektsveksten og kostnadsutviklingen i OECD-landene til at det var høy etterspørsel etter de produkter som asiatiske land hadde komparative fortrinn i produksjonen av. Japan og USA har ikke bare spilt en nøkkelrolle når det gjelder investeringer i regionen, men også vært sentrale i forbindelse med etterspørselen etter landenes produkter.
- *Fornuftig makroøkonomisk politikk.* Selv om landene har opplevd periodiske kriser, har myndighetene i større grad enn i andre utviklingsland lyktes med å legge forholdene til rette for økonomisk vekst. Inflasjonen har vært lavere enn i andre land på samme utviklingsnivå, og realrentene har vært relativt stabile. Samtidig har de offentlige budsjettene i stor grad vært preget av overskudd eller håndterbare, midlertidige underskudd.
- *Nasjonal mobilisering omkring økonomisk vekst.* Dette er et element som er vanskelig å kvantifisere, men som likevel har vært viktig for velstandsøkningen i flere asiatiske land. Det er klart at myndighetene i enkelte land – kanskje i særdeleshet i Malaysia og Singapore – har fått sin politiske legitimitet gjennom hurtig økonomisk vekst. Samtidig har den politiske stabilitet som følger av dette, muliggjort implementering av konsekvent og langsiktig økonomisk politikk. Den politiske situasjonen i Thailand har riktignok vært langt mindre stabil enn i de andre landene i regionen, men landets økonomiske politikk kan likevel karakteriseres som forutsigbar.

På de fleste av disse områdene skiller de hurtigvoksende asiatiske landene seg klart fra de asiatiske landene som har hatt en mindre positiv økonomisk utvikling. Selv om det er enighet

om at de trekk som er presentert ovenfor var viktige for den høye veksten i de fleste HPAE-landene, er det likevel stor uenighet om hvor stor betydning de ulike elementene har hatt.

Slik det ofte skjer med ”mirakler”, fikk debatten om HPAE-landenes økonomiske vekst tilnærmet religiøse overtoner. En av de ledende dissidentene, den amerikanske økonomen Paul Krugman (1994), populariserte et syn fremsatt i Young (1992). Ifølge Young og Krugman hadde veksten i de hurtigvoksende asiatiske landene i hovedsak vært basert på økning i innsatsfaktorene, heller enn forbedring i total faktorproduktivitet. Enkelt sagt: veksten var først og fremst et resultat av at mengden innsatsfaktorer økte, og ikke at de ble brukt mer effektivt. Slik vekst vil det ikke være mulig å opprettholde på lengre sikt. Krugman (1994:62-78) gikk så langt som å sammenligne HPAE-landenes utvikling med det mytiske sovjetiske ”veksteventyret” på 1950- og -60-tallet.

En rekke undersøkelser, blant annet Young (1995) og Rodrik (1997), har i ulik grad bekreftet betydningen av økningen i innsatsfaktorene. Bosworth & Collins (1996), Haggard & Kim (1997) og Crafts (1998) har imidlertid kommet frem til at den historiske utviklingen – og ikke minst perspektivene for den fremtidige veksten i regionen – ikke er så negative som skeptikerne har hevdet.

I 1998 falt BNP kraftig i Indonesia, Malaysia, Sør-Korea og Thailand. Det kan tilsynelatende virke som om problemene i regionen i siste del av 1990-tallet har bekreftet de pessimistiske perspektivene til Krugman, Young og andre kritikere. Asia-krisen var imidlertid mer kompleks enn som så, noe også Krugman (1998b) tilkjennegir: *”In short, I was 90 percent wrong about what was going to happen to Asia. However, everyone else was 150 percent wrong – they saw only the ‘miracle’, and none of the risks.”* Krugman og andre som var skeptiske til HPAE-landenes vekstpotensial forventet en avmatning av veksten på lang sikt. De hadde ikke spådd en finansiell og økonomisk kollaps av den type eller det omfang som faktisk fant sted.

3. ...TIL KRISE

Kollapsen i enkelte av HPAE-landenes økonomier på slutten av 1990-tallet henger til en viss grad sammen med tanken om at en egen asiatisk utviklingsmodell hadde muliggjort den kraftige økonomiske veksten. Det er imidlertid viktig å differensiere mellom land og årsakssammenhenger. For det første reflekterer den negative utviklingen i forbindelse med Asia-krisen til dels ulike trekk ved forskjellige land.⁷ For det andre kan det være formålstjenlig å synliggjøre de ulike aspektene ved problemene, gjennom å differensiere mellom krisens finansielle aspekt, fallet i valutakursene og nedgangen i økonomisk aktivitet. Selv om disse tre elementene er nært relatert, er det vanskelig å finne et utvetydig ”årsak-virkning”-mønster som går igjen i alle kriselandene.

I dette kapittelet presenteres Asia-krisens kronologi, med finanskrisen og valutakrisen som strukturelt rammeverk. I kapittel 4 vurderes finanskrisen, valutakrisen og den økonomiske krisen i sammenheng. Gjenopphevingen i etterkant av den økonomiske krisen presenteres også, og det vises at landene i ulik grad har lyktes med å oppnå kraftig vekst etter BNP-nedgangen i 1998.

Finans- og valutakriser er ikke uvanlige fenomener i den internasjonale økonomi. Hyppigheten av slike kriser har imidlertid økt i løpet av de siste tiårene. Park og Lee (2001) har identifisert 160 valutakriser i perioden 1970-97. Antallet valutakriser – etter en relativt streng definisjon – steg fra 33 på 1970-tallet til 72 i perioden 1990-97. Ved siden av problemene i Europa på begynnelsen av 1990-tallet (ERM-krisen), er imidlertid Asia-krisen den krisen som er blitt gjenstand for størst oppmerksomhet.

Det er flere årsaker til at Asia-krisen har fått større oppmerksomhet enn de fleste tidligere finans- og valutakriser. Det kan derfor være interessant å se på hva som skilte problemene i Asia fra lignende hendelser i andre land. Tre momenter står sentralt i denne forbindelse. For det første var krisen særegen i den forstand at landene hadde hatt en spesielt positiv utvikling – det vil si meget kraftig økonomisk vekst – i forkant av problemene. For det andre var fallet, nedgangen i økonomisk aktivitet, kraftigere enn under de fleste tidligere kriser. For det tredje var den påfølgende gjenopphevingen hurtigere enn det man tradisjonelt

⁷ Begrepet ”Asia-krisen” benyttes her som samlebetegnelse for finanskrisen, valutakrisen og den økonomiske krisen.

hadde observert i lignende situasjoner. Disse tre elementene gjør Asia-krise spesiell i historisk forstand.

Hva kan forklare problemene i kriselandene fra midten av 1990-tallet? Noe av fundamentet for krisen er å finne nettopp i den høye historiske veksten i flere av landene i regionen; Radelet og Sachs (1998:2) og Sharma (1998:29) kaller Asia-krise ”*a crisis of success*”. I markeder som vokser hurtig, er det ikke uvanlig at aktørene kan bli blinde for negative utviklingstrekk. Når problemene først kommer til overflaten, blir situasjonen preget av overreaksjon og selvforsterkende negative effekter. Utviklingen av sentrale realindikatorer vil bli analysert i kapittel 4. I denne sammenheng skal vi se på enkelte faktorer som kan belyse grunnlaget for krisen.

Forklaringene på problemene i Asia kan grovt sett deles inn i to hovedkategorier (Corsetti, Pesenti & Roubini, 1999:306). Den ene forklaringstypen fokuserer på endringene i markedets forventninger og tillit. Disse endringene presenteres som hovedårsaken til de finansielle problemene, forverringen over tid og den regionale spredningen. Ifølge disse forklaringene, som blant annet vektlegges av Radelet og Sachs (1998) og Park og Lee (2001), skyldes krisen i hovedsak en panikkartet reaksjon blant investorer. Radelet og Sachs (1998:3) påpeker dessuten at de økonomiske problemene ble forsterket av feilaktige tiltak og utilstrekkelige virkemidler, både når det gjelder lokale myndigheter og Det Internasjonale Pengefondet (IMF). Forklaringene fokuserer følgelig på aktører, mekanismer og responser i det internasjonale finanssystem, snarere enn på nasjonale faktorer.

Den andre forklaringstypen vektlegger strukturelle og politiske problemer i de landene som ble hardest rammet. Sentralt i årsakssammenhengen står nasjonale ubalanser. Fundamentale problemer utløste valuta- og finanskrisene, og førte deretter til økonomisk krise. Blant forskere som velger denne måten å vurdere krisen på, er det uenighet om hvor stor rolle investorenes reaksjoner spilte for den påfølgende økonomiske krisen. Det er enighet om at det var en tendens til overreaksjon i markedet, men ikke hvor viktig dette elementet var for den senere utviklingen. Eksempler på analyser som i hovedsak vektlegger de underliggende faktorene bak krisen, er Corsetti, Pesenti & Roubini (1999), Dornbusch (1998) og Krugman (1998).

Vurderinger av krisen og den nåværende situasjon i regionen vil bli påvirket av hvilken av forklaringene som brukes som utgangspunkt. En analyse som er basert på det første synet, vil typisk fokusere på elementer i den internasjonale økonomi, først og fremst

kortsiktige og langsiktige kapitalstrømmer over landegrensene og det internasjonale finansmarkedets funksjon. En analyse som tar utgangspunkt i det andre forklarings-spekteret, vil i større grad vektlegge utviklingen før krisen i de landene som ble hardest rammet. Slike analyser vil typisk fokusere på innenlandske faktorer, heller enn på mekanismene i internasjonale markeder.

I denne rapporten vil begge forklaringstypene bli lagt til grunn. På den ene side er det klart at innenlandske forhold var avgjørende, både for utbruddet og for spredningen av krisen. I ettertid er det blitt tydelig at en rekke sentrale indikatorer hadde hatt en usunn utvikling i perioden før problemene begynte. På den annen side bidro den kraftige negative responsen fra internasjonale investorer – og også fra innbyggere i kriselandene – til å forsterke problemene og gjøre utslagene spesielt store. Begge forklaringstypene kan dessuten bidra til å belyse og forklare den positive utviklingen i etterkant av sjokket.

Det kan være formålstjenlig å dele Asia-krisen i tre, og se på de finansielle, valutamessige og økonomiske problemene hver for seg. På tross av at disse tre elementene henger nært sammen – valutakrisen forsterket den finansielle krisen, som igjen bidro til den økonomiske krisen – kan en slik kategorisering bidra til å differensiere de ulike faktorenes betydning. Målet er altså ikke å ”plassere skyld”, men å vise hvordan utviklingstrekk på ulike områder virket sammen og skapte en krise av stort omfang.

3.1. FINANSKRISEN

Utgangspunktet for vår analyse av problemene i Asia er utviklingen i finanssektoren i de landene som ble hardest rammet. To relaterte elementer – veksten i utenlandsgjelden og anvendelsen av kapitalen – vil bli presentert i denne forbindelse. Det argumenteres for at forholdene i kriselandene ble endret i løpet av 1990-tallet. Tilstømningen av kapital og de høye lokale spareratene hadde tidligere i hovedsak gått til å bygge opp infrastruktur og eksportrettet industri. Stor investeringsaktivitet bidro til å øke den økonomiske veksten, noe som ga økt optimisme og igjen inviterte til økte investeringer. Fra midten av 1990-tallet ble imidlertid enkelte av landene ofre for overinvestering i enkeltsektorer, redusert eksportvekst og spekulative tendenser i aksje- og eiendomsmarkedene.

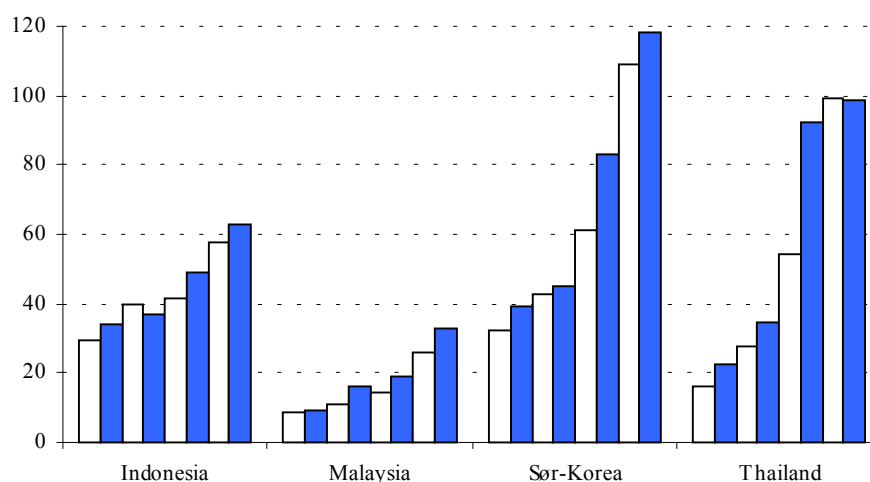
De finansielle problemene i forkant av krisene har mange av de karakteristika som gjerne opptrer i forbindelse med tradisjonelle bobler i finans- og eiendomsmarkedene. Det er for eksempel en rekke likhetstrekk mellom problemene i finanssektoren i Thailand og den norske bankkrisen rundt 1990. I begge tilfeller spilte utlånsvekst i forbindelse med deregulering, overoppheting i eiendoms- og aksjemarkedene, manglende kontroll med gråsoneselskaper og sviktende eksportinntekter sentrale roller. Tidligere sentralbanksjef Hermod Skånland har oppsummert årsakene til den norske bankkrisen som en kombinasjon av *”bad banking, bad policy and bad luck”* (Hanisch, Søylen & Ecklund, 1999:342). Dette er et forklaringsperspektiv som har gyldighet også for problemene i finanssektoren i flere av de landene som ble hardest rammet av Asia-krisen.

Selv om finanskrisen på mange måter minner om lignende kriser i USA, Japan og Europa, var den ulik de fleste tidligere kriser i land i utviklingsfasen. En klar kontrast i forhold til andre kriser i utviklingsland var at det var banker og andre finansinstitusjoner, snarere enn myndighetene, som stod for brorparten av opplåningen. Det var altså ikke tegn til store underskudd på statsbudsjettene og høy offentlig gjeld, av den type som førte til den internasjonale gjeldskrisen på begynnelsen av 1980-tallet. I kriselandene var statsbudsjettene rimelig balanserte – de fleste landene hadde marginale overskudd – samtidig som omfanget av utenlandsk gjeld i utgangspunktet ikke ble sett på som foruroligende høyt. To aspekter knyttet til sammensetningen av utenlandsgjelden – løpetid og valuta – representerte imidlertid et potensielt problem.

Utenlandsgjeld – løpetid og valuta

Perioden før krisen brøt ut var preget av kraftig kapitaltilstrømning til kriselandene. Figur 4 viser den sterke økningen i utenlandske lån fra 1990 til 1997. Veksten i utenlandsgjelden ble ikke motsvart av en tilsvarende økning i landenes fordringer. Sør-Koreas netto gjeld økte fra 30 milliarder dollar i 1993 til 80 milliarder dollar i første kvartal 1997. For Thailands vedkommende økte differansen mellom gjeld og fordringer med omkring 200 prosent, til 90 milliarder dollar. Den tilsvarende økningen for Indonesia var i underkant av 100 prosent. I 1996 var Thailands gjeld til banker som rapporterer til Bank for International Settlements (BIS) mer enn elleve ganger så stor som landets fordringer. Malaysia gikk fra å ha netto fordringer i utlandet i 1993, til en netto gjeld på omkring 16 milliarder dollar i 1997.⁸

Figur 4. Gjeld til BIS-bankers, milliarder dollar, Q4 1990-96 og Q2 1997⁹



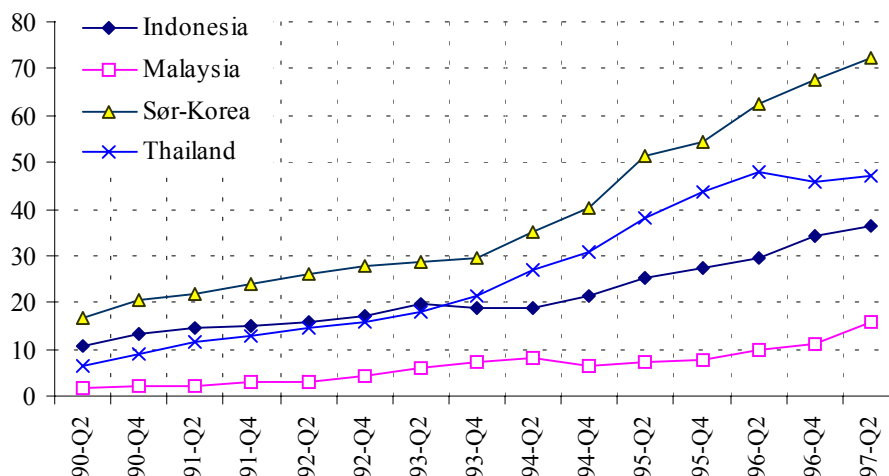
Kriselandenes gjeld til BIS-bankene økte altså kraftig i første halvdel av 1990-tallet. To aspekter ved gjeldsoppbyggingen spilte en sentral rolle i forbindelse med krisen. Det første momentet var valutasammensetningen av gjelden. Betydningen av dette elementet vil bli

⁸ Basert på tall fra Tabell 5A i forskjellige utgaver av *International Banking and Financial Market Developments*, utgitt av BIS.

⁹ Basert på serie J (Total liabilities to banks – locational) fra en database bygget opp i fellesskap av BIS, Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), IMF og Verdensbanken. Grafen viser gjeld i fjerde kvartal for årene 1990-96, samt gjeld i annet kvartal 1997, altså i forkant av krisen. Dataserien omfatter gjeld i forbindelse med lån fra banker i 28 forskjellige land. En annen serie, serie K (Total liabilities to banks – consolidated), fra samme kilde viser noe lavere tall, da denne kun omfatter banker med hovedkontor i ett av 23 land. Serie J er brukt som utgangspunkt for denne grafen, fordi den sammenfaller bedre med oversikter over totale låneopptak.

diskutert senere. Det andre sentrale aspektet var at andelen kortsiktige lån var høy da krisen brøt ut. Lån med løpetid på under ett år utgjorde mellom 55 prosent (Malaysia) og 68 prosent (Sør-Korea) av gjelden til BIS-bankene i andre kvartal 1997.¹⁰

Figur 5. Kortsiktig gjeld til BIS-banker, milliarder dollar, 1990-97¹¹



Figur 5 viser den sterke økningen i kortsiktig gjeld i perioden fra begynnelsen av 1990-tallet til andre kvartal 1997. Kortsiktig gjeld *per se* er imidlertid ikke nødvendigvis en god indikator på potensielle problemer. Både Hongkong, Singapore og Taiwan hadde en høyere andel kortsiktig gjeld enn kriselandene. I Hongkong og Singapores tilfelle reflekterer dette landenes stilling som regionale finansielle sentra. Taiwan var også mindre utsatt, siden landet, i motsetning til kriselandene, var netto kreditor.

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

¹⁰ Basert på serie G (Debt due within a year – liabilities to banks) som andel av serie K (Total liabilities to banks – consolidated). Datagrunnlaget for de to seriene samsvarer. Den kortsiktige gjeldens andel av serie J vil være lavere, men dette vil være villedende fordi datagrunnlaget varierer mellom de to seriene.

¹¹ Basert på serie G (Debt due within a year – liabilities to banks). Omfatter gjeld som forfaller innen de nærmeste 12 månedene i forbindelse med lån fra banker i 23 forskjellige land.

Det at en vesentlig grad av gjelden hadde en løpetid på mindre enn ett år, karakteriserte altså alle kriselandene. Den kortsiktige gjelden var også høy sett i forhold til landenes valutaeserver. I andre kvartal 1997 var Thailands kortsiktige gjeld en halv gang større enn landets offisielle valutaeserver. I Indonesia utgjorde den kortsiktige gjelden 177 prosent av valutaeservene, mens Sør-Koreas kortsiktige gjeld var mer enn dobbelt så stor som landets valutaeserver. I Malaysias tilfelle var situasjonen ikke like dramatisk.¹²

Forholdet mellom kortsiktig gjeld og valutaeserver hadde vært relativt stabilt i Indonesia, men hadde økt kraftig i Malaysia, Sør-Korea og Thailand. I Sør-Koreas tilfelle hadde lånene med løpetid på under ett år, som andel av reservene, økt fra 145 prosent i slutten av 1993 til 210 prosent i andre kvartal 1997, i Thailands tilfelle fra 87 prosent til 150 prosent. De potensielle problemene ble forsterket av at brutto valutaeserver var en dårlig indikator på den internasjonale likviditeten. Den thailandske sentralbanken hadde for eksempel forpliktet deler av reservene gjennom kontrakter i terminmarkedet. Dette innebar at de faktisk tilgjengelige reservene var lavere enn det bruttoreservene indikerte.

Også i Malaysia hadde den kortsiktige gjelden økt relativt til valutaeservene, fra 27 prosent i 1993 til i underkant av 60 prosent i andre kvartal 1997. Selv om den prosentvise økningen i Malaysias kortsiktige gjeld hadde vært kraftig, var nivået langt lavere enn i de andre landene. Dette er ett av flere eksempler på at forholdene i de ulike landene varierte i forkant av krisene.

Den kortsiktige gjeldens andel av valutaeservene har i ettertid vist seg å være et brukbart mål på landenes sårbarhet. Dersom landene ikke får anledning til å rullere den kortsiktige gjelden, vil valutaeservene kjapt bli brukt opp. I forbindelse med problemene i Asia så vi tydelig implikasjonene av dette. De tre landene hvor den kortsiktige gjelden var høyere enn en reservene – Indonesia, Sør-Korea og Thailand – var også de landene som hadde behov for betydelige internasjonale støttepakker i forbindelse med krisen.

En høy grad av kortsiktig kreditt var ikke det eneste problemet. Det andre sentrale aspektet ved utenlandsgjelden var at en vesentlig del av gjelden var notert i utenlandsk valuta, først og fremst amerikanske dollar. Aktørene hadde kun i ubetydelig grad sikret gjelden mot endringer i valutakursene. En av hovedårsakene til dette var at kreditorer og debitorer forventet at myndighetene fortsatt ville opprettholde en relativt stabil kurs i forhold til

¹² Basert på serie G (Debt due within a year – liabilities to banks) som andel av serie N (International reserve assets, excluding gold), fra databasen som er presentert ovenfor.

amerikanske dollar. Forventningene om at en stabil valutapolitikk ville bli gjennomført, medførte at den valutamessige risikopremien på lånene ble relativt lav. For investorer og låntagere ble forventningen om stabil valutakursutvikling feilaktig vurdert som om valutarisikoen var ikke-eksisterende. Utviklingen i kursen på kriselandenes valutaer før og under krisen vil bli nærmere diskutert i kapittel 3.2.

Den forventede stabiliteten i valutakursen – som ga lav risikopremie – var med på å legge grunnlaget for kraftig tilstrømning av rimelig kapital fra utlandet. Kapitaltilstrømningen gjorde det mulig å opprettholde de høye investeringsratene. Igjen er det slik at i lite turbulente tider – med marginale endringer i valutakursene – representerer en slik politikk kun en potensiell fare. Dersom den lokale valutaen derimot blir offer for en vesentlig depresiering, vil en slik strategi føre til en kraftig gjeldsøkning målt i lokal valuta. Låntagere som har sine inntekter i den depresierte valutaen, kan da komme til å få problemer med tilbakebetalingen, noe som vil gi en økning i andelen misligholdte lån.

Hvorfor vokste utenlandsgjelden så kraftig?

Den sterke veksten i opplåningen fra utlandet kan forklares med både nasjonale og internasjonale utviklingstrekk. For det første skyldtes veksten at finanssektoren i kriselandene ble liberalisert – her er parallellen til Norge åpenbar. ”Frisleppet” var delvis en respons på liberaliseringen av finanssektoren på internasjonalt nivå og delvis et resultat av at flere land på egen hånd økte finansinstitusjonenes adgang til å ta opp lån utenlands. Formålet med endringene var å sikre kapitaltilgangen, og resultatet ble da også at mengden kapital som ble lånt fra utlandet, økte kraftig. Vi kan si at kombinasjonen av nasjonal deregulering og høy lokal etterspørsel hadde en *pull*-effekt.

For det andre var de utenlandske rammebetingelsene gunstige – de internasjonale forholdene ga en *push*-effekt. De asiatiske landene kunne vise til høye avkastningsrater historisk sett. Dette elementet, koblet med relativt lave renter i industrialiserte land, gjorde at lån til asiatiske land ble sett på som attraktive for utenlandske banker og finansinstitusjoner. Gjennom lån til Asia kunne internasjonale banker og finansinstitusjoner dessuten diversifisere sine låneporteføljer. I perioden frem til krisen var det spesielt europeiske banker som økte sine utlån til regionen. Det faktum at landene førte en tilnærmet fastkurspolitikk relativt til dollar, fjernet tilsynelatende noe av risikoen ved å låne til Asia. Avkastningen var høyere enn i industrialiserte land preget av lave renter, samtidig som endringer i valutakursene ikke ble sett på som en trussel.

Kapitalen som strømmet til Asia – i form av UDI, portfolioinvesteringer og ikke minst lån – hadde sin motpost i store underskudd på driftsbalansen. For de hurtigvoksende landene i Asia er det samsvar mellom fortegnet på driftsbalansen i forkant av krisen og graden av problemer da markedet brøt sammen.

Tabell 1. Utvikling i driftsbalansen – prosent av BNP, 1990-97¹³

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Snitt (90-96)
Indonesia	-2,8	-3,7	-2,2	-1,3	-1,6	-3,2	-3,4	-2,2	-2,60
Malaysia	-2	-8,7	-3,7	-4,7	-6,2	-8,4	-4,9	-4,9	-5,51
Sør-Korea	-0,7	-2,8	-1,3	0,3	-1	-1,9	-4,8	-1,9	-1,74
Thailand	-8,5	-7,7	-5,7	-5,1	-5,6	-8,1	-8,1	-1,9	-6,97
Kina	3,1	3,3	1,3	-1,9	1,3	0,2	0,9	3,2	1,17
Singapore	8,3	11,3	11,4	7,6	16,1	16,8	15,7	15,4	12,46
Taiwan	6,8	6,9	4	3,2	2,7	2,1	4,1	2,7	4,26

Tabell 1 viser utviklingen i driftsbalansen med utlandet for enkelte av de sentrale asiatiske landene. Det er klare forskjeller mellom de landene som ble relativt hardt rammet av krisen og de landene som klarte seg bedre. Tabellen indikerer at det kan være en sammenheng mellom underskudd på driftsbalansen før krisen og problemene når krisen var et faktum. Kriselandene utmerker seg med røde tall på driftsbalansen gjennom store deler av 1990-tallet. Samtidig er det klart at *størrelsen* på driftsbalanseunderskuddene sier lite om hvor hardt landene ble rammet av den finansielle krisen. Indonesia, som ble hardest rammet, hadde historisk sett hatt betydelig lavere underskudd enn Malaysia og Thailand.

Den samme manglende forklaringsevne finner vi når det gjelder *sammensetningen* av driftsbalanseunderskuddene. UDI blir ofte sett på som en relativt gunstig form for kapitaltilstrømning. Dette skyldes at slike investeringer ofte innebærer et element av teknologioverføring, samtidig som de antas å ha en mer langsiktig karakter enn portfolioinvesteringer og lån. I utgangspunktet vil et driftsbalanseunderskudd som skyldes UDI, være mer bærekraftig enn underskudd finansiert med kortsiktige lån.

¹³ Basert på Corsetti, Pesenti & Roubini (1999:310). På grunn av ulike definisjoner er det marginale forskjeller mellom disse tallene og de som finnes i International Monetary Fund (1998:152-153).

Tabell 2 Inngående UDI som andel av underskuddet på driftsbalansen, 1990-96¹⁴

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonesia	-36,6	-34,8	-63,9	-95,2	-75,5	-67,6	-80,8
Malaysia	-268,1	-95,6	-239,2	-167,4	-96,1	-49,3	-110,5
Sør-Korea	-39,3	-14,2	-18,5	***	-21,0	-20,9	-10,1
Thailand	-33,6	-26,6	-33,5	-28,4	-16,9	-15,3	-15,9

Tabell 2 viser at UDI utgjorde en lav og synkende andel av underskuddene på driftsbalansen i Sør-Korea og Thailand, mens andelen for Indonesia og Malaysia var relativt høy. I 1996 tilsvarte inngående UDI i Sør-Korea og Thailand til sammen bare vel 2,3 milliarder dollar. Begge landene hadde imidlertid også selv UDI i andre land. Ser vi på nettotallene, vil UDI bare utgjøre vel ti prosent av driftsbalanseunderskuddet i Thailands tilfelle, og ikke 16 prosent som tabellen indikerer. I Sør-Korea var utgående UDI vel 4,4 milliarder dollar, og altså høyere enn inngående UDI. Situasjonen hadde vært slik gjennom hele 1990-tallet. En lav andel inngående UDI innebærer at relativt ustabile former for kapitaltilstrømning, som lån og portfolioinvesteringer, utgjorde en vesentlig del av underskuddet på driftsbalansen med utlandet.

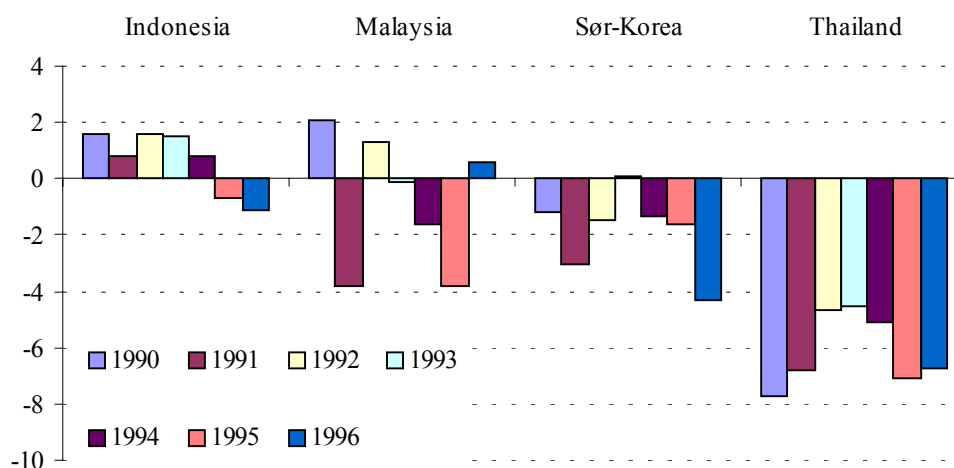
Underskudd på driftsbalansen er i seg selv ikke nødvendigvis noe problem. I Asia reflekterte underskuddene i utgangspunktet forventninger om fremtidige overskudd på handelsbalansen. Dersom opplåningen går til investeringer i konkurransedyktig, eksportrettet industri, vil kapitaltilstrømningen over tid bli reversert. Underskuddene kan imidlertid også indikere fremtidige problemer, for eksempel dersom den inngående kapitalen benyttes til konsum eller til å finansiere investeringer med lav avkastning. I slike tilfeller vil underskuddene være mer problematiske, fordi den fremtidige tilbakebetalingsevnen ikke vil bli økt.

Ett sentralt spørsmål blir derfor hvordan kapitalen fra utlandet ble anvendt. I ettertid er det to elementer som indikerer at den kraftige kapitaltilstrømningen ikke var udelt positiv, og begge disse elementene er knyttet til kapitalanvendelsen. Det første negative elementet var eksportutviklingen, det andre var innenlandske bobler i aksje- og eiendomsmarkedene.

¹⁴ Basert på kolonne 78BE (Dir. Investment in Rep. Economy) i prosent av kolonne 78AL (Current Account) fra IMFs *International Financial Statistics*. Andelen for Sør-Korea i 1993 er 59,5 prosent. Dette tallet er imidlertid misvisende, da landet det året hadde overskudd på driftsbalansen.

Redusert eksportvekst

En av hovedårsakene til underskuddene på driftsbalansen var at landene importerte mer varer og tjenester enn de eksporterte. I 1996 var Malaysia det eneste av kriselandene som hadde overskudd på vare- og tjenestebalansen. Thailand hadde et underskudd på vare- og tjenestebalansen tilsvarende 12 milliarder dollar, Sør-Korea et underskudd på 21 milliarder dollar og Indonesia et underskudd på 2,6 milliarder dollar.¹⁵ Både Hongkong, Kina, Singapore og Taiwan hadde overskudd på handelsbalansen. I denne forbindelse kan det være på sin plass å nevne at Kina, som hadde hatt underskudd både på driftsbalansen og handelsbalansen i 1993, tilsynelatende løste dette problemet ved å devaluere.¹⁶

Figur 6. Vare- og tjenestebalansen i prosent av BNP, 1990-96¹⁷

Eksportvekst – spesielt innen industriproduksjon – har som nevnt vært en av nøkkelfaktorene bak den høye økonomiske veksten i HPAE-landene. Asiatisk eksport – som andel av verdens varehandel – økte fra omkring 11 prosent i 1970 til nærmere en fjerdedel midt på 1990-tallet. Fra midten av 1990-tallet fant det imidlertid sted en klar avmatning i eksportveksten i flere av landene i regionen.

¹⁵ Tall fra IMFs *International Financial Statistics*-database, kolonne 78AF (Balance on Goods and Services).

¹⁶ Omfanget og effektene av endringene i den kinesiske valutakursen er omstridt. Kina opererte tidlig på 1990-tallet med et system med to kurser. Den faktiske valutakursen ble derfor ikke nødvendigvis gjenspeilet i de offisielle kursene. Fernal, Edison & Loungani (1998:3) hevder at endringene i Kinas valutakurs i 1994 i praksis medførte en effektiv devaluering på syv prosent, og ikke en tredjedel, slik offisielle tall viser.

¹⁷ Tallene er anslag som fremkommer ved å trekke importen av varer og tjenester i prosent av BNP fra eksporten av varer og tjenester i prosent av BNP. Figuren er basert på IMF (1998:148-151).

Flere av landene konkurrerte med hverandre, og ikke minst med Kina, i en rekke markeder som var preget av overkapasitet og fallende priser. I 1996 falt eksportveksten kraftig i alle de landene som ble hardt rammet av krisen. Verdien av Malaysias eksport økte med mer enn 25 prosent fra 1994 til 1995 – året etter var veksten nede i drøye syv prosent. Tilsvarende falt Sør-Koreas eksportvekst fra over 30 prosent til under fire prosent. Thailand hadde en eksportvekst på vel 25 prosent mellom 1994 og 1995 – i 1996 fant det sted en absolutt nedgang i eksporten.¹⁸

Reduksjonen i eksportveksten hadde to hovedårsaker. Den nevnte overkapasiteten i sentrale sektorer førte til prisreduksjon og fallende inntekter. Ett eksempel på dette er markedet for halvledere (semiconductors), som stod for mer enn ti prosent av eksporten fra Malaysia, Singapore og Sør-Korea. I 1996 falt prisene på halvledere med nærmere 80 prosent. Dette bidro til å presse prisene på andre viktige eksportprodukter – hvor halvledere var en viktig komponent – og førte til lavere vekst i verdien av landenes eksport (Bank for International Settlements, 1997:40).

Den andre årsaken til de sviktende eksportinntektene var at flere av landene fikk redusert konkurransevne. Dette skyldtes delvis økt lavpriskonkurranse fra Kina, delvis at valutaene appresierte i forhold til enkelte land som var viktige konkurrenter. Valutaene i de landene som ble hardest rammet av krisen, var som nevnt nært knyttet til amerikanske dollar. Appresieringen av USAs valuta fra begynnelsen av 1995 gjorde eksportproduktene mindre konkurransedyktige i det internasjonale marked. Kriselandene ble følgelig utsatt for en knipetangsmanøver. Kinas stadig viktigere posisjon i den internasjonale økonomi førte til at arbeidsintensive eksportprodukter ble mindre konkurransedyktige. På samme tid medførte appresierende valutaer at konkurransevnen ble svekket, spesielt i forhold til Japan, i markedene for mer avanserte produkter.

Bobler i aksje- og eiendomsmarkedene

Eksportutviklingen alene kan ikke forklare problemene knyttet til underskuddene på driftsbalansen. Et annet negativt trekk var at kapitalen fra utlandet i økende grad ble kanalisert til spekulative investeringer i aksje- og eiendomsmarkedet. Igjen er det mulig å identifisere en

¹⁸ Tallene er basert på eksportverdien i dollar, med data fra Asian Development Bank som utgangspunkt. I ettertid har det vist seg at eksportveksten i Thailand i 1995 var ”blåst opp” som en følge av uriktig rapportering fra bedrifter som ønsket tilbakebetaling av omsetningsavgift. Dette illustrerer ett av problemene i forbindelse med krisen i regionen, nemlig at det er usikkerhet om hvor pålitelige dataene er.

endring i utviklingen i løpet av 1990-tallet. Kapitalen som ble lånt fra utlandet, gikk i økende grad til risikable investeringer og investeringer med lav avkastning. Ett mål på investeringenes effektivitet er kapitalens grenseproduktivitet (Incremental Capital-Output Ratio – ICOR), som viser forholdet mellom investeringsraten og produksjonsveksten. I alle kriselandene – med unntak av Indonesia – ble investeringene mindre produktive i perioden 1990-96, sammenlignet med siste del av 1980-tallet.¹⁹

I første del av 1990-tallet kan utviklingen i aksje- og eiendomsmarkedene i flere av kriselandene karakteriseres som en "boom-bust"-syklus (se Kindleberger (1996) for en interessant gjennomgang av trekkene ved og stadiene i slike sykler). Graden av bobleoppbygging varierte imidlertid mellom de ulike kriselandene. Thailand hadde hatt den kraftigste veksten på begynnelsen av 1990-tallet, og var det landet hvor utviklingen først ble kraftig negativ – i 1996 falt verdien av aksjene på Bangkoks børs med mer enn en tredjedel. Toppen var imidlertid nådd allerede sommeren 1994. Verdifallet før krisen brøt ut hadde naturlig nok negative implikasjoner for aktører med lånefinansierte investeringer. Også i Sør-Korea falt aksjemarkedet i løpet av 1996, men landet hadde ikke noen eiendomsboble av Bangkok-proporsjoner som forsterket finansnæringens problemer.²⁰

Indonesia gikk mot strømmen – her var aksje- og eiendomsmarkedene relativt solide helt til den regionale krisen brøt ut sommeren 1997. Den malaysiske børsindeksen steg også i løpet av 1996, og var ved utgangen av 1996 oppe på omtrent samme nivå som den hadde vært ved utgangen av 1993. Corsetti, Pesenti & Roubini, (1999:319-320) gir en oversikt over eiendoms- og aksjemarkedene i en rekke asiatiske land. Sør-Korea og Thailand peker seg ut med spesielt negativ utvikling i 1995 og 1996.

Det var ikke bare den generelle nedgangen i aksjekursene som skapte problemer i Sør-Korea og Thailand i forkant av krisen. Problemer i spesifikke selskaper var viktige, og noen mye omtalte enkelttilfeller bidro til å svekke investorenes tillit. I Sør-Korea gikk industrikonglomeratet *Hanbo Steel* konkurs i januar 1997, med mer enn seks milliarder dollar i gjeld. Tidligere var de sør-koreanske *chaebolene* sett på som "too big to fail" – tilfellet *Hanbo Steel* viste at dette ikke var riktig. I løpet av 1997 kollapset to andre store *chaebol*, *Sammi* og *Jinro*. De nære forbindelsene mellom industrikonglomeratene og sør-koreanske

¹⁹ Bank for International Settlements (1998:35) gir en oversikt over utviklingen i ICOR for perioden ovenfor – se også Wade (1998:7) for en sammenligning av periodene 1987-92 og 1993-96.

²⁰ I Sør-Korea kan man til en viss grad si at *chaebolene* – landets gigantiske industrikonglomerater – hadde den forsterkende rolle for finansnæringens problemer som eiendomsspekulantene hadde i Thailand.

forretningsbanker innebar at problemer i *chaebolene* hadde direkte implikasjoner for banknæringens sunnhet.

I Thailand ble *Somprasong Land*, et ledende eiendomsselskap, ute av stand til å betjene sin utenlandsgjeld. Også krisen i *Finance One*, landets største finansieringsselskap, fikk mye oppmerksomhet. Disse to tilfellene synliggjorde svakheter i finansnæringen, og bar bud om at problemene hadde et omfang utover de enkelte selskap. Strukturelle trekk ved næringen – ikke dårlig styring i individuelle selskaper – lå til grunn for problemene. Enkeltilfellene i Sør-Korea og Thailand henledet internasjonale investorers oppmerksomhet mot de potensielle farene i finansnæringen i regionen. Verdifall på aksjer og eiendommer i Thailand og manglende avkastning i Sør-Koreas industrikonglomerater illustrerte den anstrengte situasjonen i en rekke selskaper. Et annet viktig element var at de negative enkeltilfellene førte til økende skepsis omkring myndighetenes evne til å håndtere en situasjon som var mer preget av finansiell krise enn realøkonomisk vekst.

Vi har nå etablert at det var fundamentale problemer i Asia før krisen brøt ut. Den negative eksportutviklingen, samt bobler i aksje- og eiendomsmarkedene i flere av landene, skapte et press på privat næringsaktivitet generelt og finansnæringen spesielt. Hvordan kan redusert eksportvekst og lavere avkastning gi en kraftig krise? Svaret finner vi ved å se disse elementene i relasjon til den kraftige kapitaltilstrømmingen og svakheter i finanssektoren i kriselandene. Den lite gunstige utviklingen i kapitalanvendelsen hadde nemlig én viktig implikasjon – at lokale kreditorer kom i en utsatt situasjon. Etter hvert som låntagere med uheldige investeringer fikk problemer med å betjene sin gjeld, ble bedriftenes problemer forskjøvet til finansnæringen. Spekulasjonen i eiendoms- og aksjemarkedet og oppbyggingen av overflødig eksportkapasitet, førte til at andelen misligholdte lån økte i forkant av krisen.

Thailand som utgangspunkt

Den sterke veksten i utenlandslånene før krisen var et resultat av at lokale banker og andre nasjonale finansinstitusjoner hadde benyttet seg av liberaliseringen og de gunstige internasjonale rammebetingelsene.²¹ Samtidig var myndighetenes kontroll med og regulering av finanssektoren relativt svak. Dette hang blant annet sammen med dereguleringen på begynnelsen av 1990-tallet, og igjen er parallellen til 80-tallets Norge åpenbar. Problemene

²¹ Flere utenlandske banker benyttet seg også av muligheten til å etablere seg i Thailand.

kommer klarest til syne i Thailand, som kan fungere som illustrasjon på de vidtrekkende og tidvis uheldige effektene av liberaliseringen og kapitaltilstrømningen.

Reformene i Thailands finanssektor i første halvdel av 1990-tallet hadde tre hovedformål (Lauridsen, 1998:142-143). For det første skulle investeringsnivået sikres gjennom høy innenlandsk sparing og tilstrømning av utenlandsk kapital. For det andre skulle finanssektorens evne til å konkurrere internasjonalt forbedres. For det tredje skulle reformene legge forholdene til rette for Thailands posisjon som en viktig regional finansiell aktør. Dette siste momentet er i seg selv interessant – både Kuala Lumpur (Malaysia) og Bangkok (Thailand) hadde som mål å utfordre Hongkong og Singapore som regionale finanssentra.

To elementer ved liberaliseringen i Thailand er spesielt illustrerende, og spilte en nøkkelrolle i forbindelse med finanskrisen. Det første var fremveksten av finansinstitusjoner i det som kan karakteriseres som et gråmarked. Det var i stor grad disse institusjonene som finansierte den spekulasjonspregede boblen i eiendomsmarkedet. Utlånene fra slike finansinstitusjoner, som kun i begrenset grad var regulert av myndighetene, vokste betydelig raskere enn bankenes utlån. Det andre sentrale elementet ved liberaliseringen var opprettelsen av *The Bangkok International Banking Facility* (BIBF), som skulle sikre tilgangen på utenlandske midler. BIBF skulle både gi utenlandske banker bedre vilkår for å etablere seg i Thailand, og gi lokale banker mulighet til å operere med dollar-innskudd og -utlån. I årene fra 1993 til 1996 ble mer enn 50 milliarder dollar kanalisert gjennom BIBF, blant annet som et resultat av at thailandske skatteregler favoriserte ordningen.²²

På begynnelsen av 1990-tallet var Bangkok preget av en voldsom byggeaktivitet. Boblen i eiendomsmarkedet i Thailand sprakk i 1995. Aksjemarkedets utvikling var da som vi har sett, allerede negativ. Fallet i eiendomsverdiene og aksjekursene førte til at flere investorer fikk problemer med å betjene sin gjeld. Lignende problemer fantes også blant eksportbedriftene. De mest utsatte bankene, og ikke minst finansinstitusjonene i gråmarkedet, reagerte med å skyve problemene under teppet – i enkelte tilfeller skjedde dette med myndighetenes godkjennelse.

Vinteren og våren 1997 var flere thailandske finansinstitusjoner ikke lenger i stand til å opprettholde sine internasjonale låneforpliktelser, som en følge av at de selv satt på store porteføljer av misligholdte lån. Situasjonen i Thailands finanssektor var så alvorlig at

²² Ifølge Bank for International Settlements (1996:8) var BIBF hovedkanalen for den enorme tilstrømningen av kortsiktig kapital til Thailand.

myndighetene i slutten av juni 1997 måtte innstille virksomheten i 16 selskaper i gråmarkedet. En nasjonal finanskriser var under oppseiling. Internasjonale aktørers skepsis til Thailands økonomiske stilling – og presset på landets valuta – økte deretter kraftig. Den negative holdningen gjaldt ikke bare finansnæringens utsatte stilling. Det faktum at myndighetene hadde sett gjennom fingrene med finansnæringens problemer, ble med rette sett på som negativt.

Analysen ovenfor har avdekket to negative elementer knyttet til finanssektoren i kriselandene, og da spesielt i Thailand. For det første var tilgangen på utenlandsk kapital stor, og denne kapitalen hadde i en viss utstrekning gått til lite gunstige investeringer. Resultatet var at porteføljen av misligholdte lån var økende. For det andre var lånene i stor grad kortsiktige. Dessuten var gjelden i betydelig grad notert i utenlandske valutaer, og da først og fremst i amerikanske dollar. Dette hadde to implikasjoner. På den ene side medførte det at lånene måtte rulleres for å opprettholde kreditt-tilgangen. Rullering av kreditt er i utgangspunktet ikke noe problem, med mindre det finner sted store endringer i kreditorenes (de utenlandske bankenes) vurdering av låntagerne (thailandske banker, finansinstitusjoner og foretak). På den annen side var det en potensiell valutarisiko knyttet til lånene. Dersom valutakursene ble endret i negativ retning, for eksempel ved at fastkurspolitikken ble oppgitt, ville gjeldsbyrden, målt i lokal valuta, bli urovekkende stor. En slik endring ville blant annet føre til en ytterligere økning i andelen misligholdte lån.

Den pressede situasjonen i finanssektoren innebar at flere av de asiatiske landene, og da særlig Thailand, stod overfor en potensiell finanskriser ved inngangen til 1997. Thailands frikobling av den lokale valutaen i juli 1997, førte til at det som i utgangspunktet var en potensiell kriser, ble et reelt problem. I løpet av en drøy måned hadde verdien på Thailands valuta sunket med 20 prosent, og en rekke andre land i regionen var også blitt tvunget til å oppgi fastkurspolitikken.

Hvorfor kom sammenbruddet så plutselig og hvorfor ble det så sterkt? Stikkordet i denne forbindelse er ”sårbarhet”. Hovedproblemet i Thailand, som i de fleste andre kriselandene, var at en endring i investorenes holdning ville få dramatiske effekter.

3.2. VALUTAKRISEN

Den foregående analysen har vist at det er flere koblinger mellom forholdene i finansmarkedet og valutakursutviklingen. For det første var appresieringen av kriselandenes valutaer i perioden fra 1995 til sommeren 1997 med på å legge grunnlaget for problemer i eksportbedriftene. Disse problemene kom blant annet til uttrykk i en økning i andelen misligholdte lån. For det andre hadde den implisitte stabiliteten i valutakursen – sammen med optimismen omkring regionens økonomiske utvikling – vært med på å sikre tilstrømning av kapital til regionen. Dette hadde bidratt til ekspansjonen i innenlandske finansinstitusjoners utlån, og dermed også til bobleoppbyggingen. For det tredje hadde den store andelen lån som var notert i utenlandske valutaer, ført til at finansinstitusjonene var sårbare for endringer i valutakursene.

De kraftige fallene i asiatiske valutakurser bekreftet to trekk som er kjent fra tidligere valutakriser. For det første førte valutakrise i ett land til en økning i sannsynligheten for kriser i andre land, via mekanismer som vil bli presentert senere. Denne spredningen finner sted på tross av forskjeller i det makroøkonomiske grunnlaget. For det andre hadde krisen et klart geografisk senter, og foregikk også i løpet av et begrenset tidsrom. Disse aspektene gjør at valutakrisene i Asia har fellestrekk med for eksempel ERM-krisen i 1992 og tequila-krisen i Latin Amerika midt på 1990-tallet (World Bank, 1998:71).

Økonomer legger gjerne vekt på at kriser i banksektoren ofte har en nær sammenheng med valutakriser; bank- og valutakriser kalles gjerne tvillingkriser. I Thailand – som igjen vil være utgangspunktet for analysen – er det imidlertid riktigere å se på problemene som en kombinasjon av *finans-* og valutakrise, heller enn *bank-* og valutakrise. Årsaken til dette er at problemlånene i stor grad gjaldt den uregulerte delen av finanssektoren, snarere enn bankene. Selv om også thailandske banker fikk problemer, hadde de ført en langt mer edruelig utlånspolitikk enn andre finansinstitusjoner i forkant av krisen. I løpet av 1997 tvangsinnstilte thailandske myndigheter virksomheten i 58 finansieringsselskaper – nærmere to tredjedeler av selskapene i gråmarkedet. Kun to av de suspenderte selskapene fikk fortsette driften etter at myndighetene hadde vurdert porteføljene.

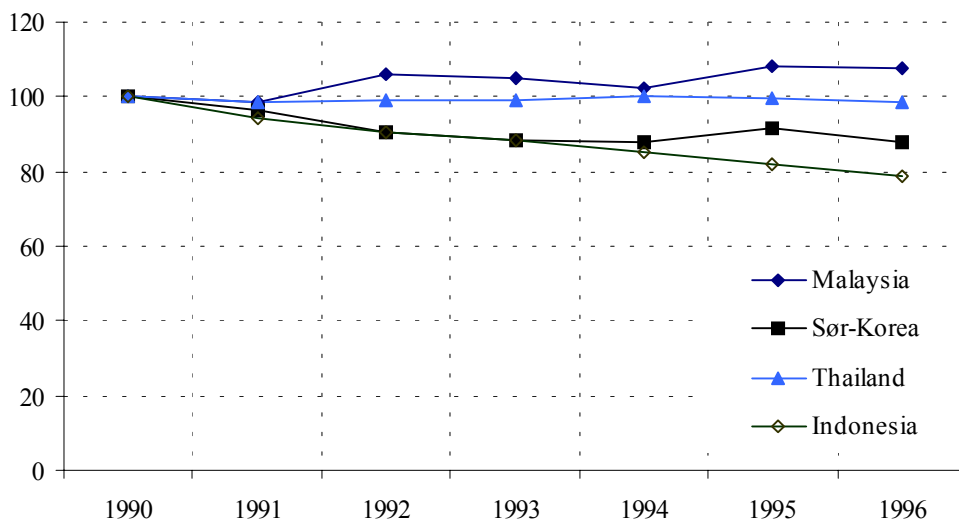
Hvordan påvirket de potensielle problemene i finansnæringen valutakursutviklingen? Den sterke depresieringen etter frikoblingen av *baht* var delvis et resultat av usikkerheten knyttet til landets finansielle institusjoner. Ironisk nok førte fallet i valutakursen til at

problemene i finanssektoren ble forsterket. På den ene side bidro problemene, usikkerheten og sårbarheten i finanssektoren til at presset på landenes valutaer økte. På den annen side førte fallet i valutakursene til en kraftig økning i forpliktelsene, målt i lokal valuta, og også til sterk vekst i andelen misligholdte lån. Dette innebar at de gryende problemene som banker og andre finansieringsinstitusjoner hadde stått overfor, ble akutte.

Fra stabile valutakurser.....

Kriselandene hadde i perioden frem til 1997 ført en relativt stabil valutapolitikk, hvor valutaene var tilnærmet faste og i ulik grad knyttet til amerikanske dollar. Variasjonene i landenes valutakurser var følgelig nært korrelert med fluktuationene i dollarkursen.

Figur 7. Valutakurser relativt til dollar, årlige gjennomsnitt (1990=100), 1990-96²³



I perioden fra 1990 til 1996 varierte den årlige gjennomsnittskursen på Malaysias valuta i et snevert bånd på mellom 2,53 og 2,75 *ringgit* per dollar. Thailands valuta var enda mer stabil, og fluktuerte mellom 25,1 og 25,6 *baht* per dollar.²⁴ Årsaken til dette var at kursen på *baht* ble holdt fast i forhold til en valutakurv hvor amerikanske dollar veide relativt tungt. Verdien på koreanske *won* viste større variasjoner. Sør-Koreas valuta deprimerte fra 683 *won* per dollar i

²³ Tall fra de nasjonale oversiktene i IMF (1998). Linjene viser årlige gjennomsnitt (rf). Verdier over 100 innebærer appresiering av valutaen relativt til dollar, mens verdier under 100 reflekterer en depresiering relativt til situasjonen i 1990.

²⁴ Basert på årlige gjennomsnitt. Tall basert på daglige noteringer viser naturlig nok noe større avvik, men også da er kursene relativt stabile – se tabell 3.

begynnelsen av 1990 til rundt 800 *won* per dollar i 1993. Den var så relativt stabil frem til sommeren 1996, før den igjen begynte å synke i verdi. Kursen på Sør-Koreas valuta var i underkant av 900 *won* per dollar da krisen brøt ut sommeren 1997. Kursen på Indonesias valuta, *rupiah*, krøp sakte nedover, og *rupiah* depresierte totalt sett med i overkant av 20 prosent i forhold til dollar i perioden fra 1990 til 1996.

Tabell 3. Valutakurssvingninger relativt til dollar, januar 1990-mai 1997²⁵

	Gjennomsnitt	Høyest	Avvik	Lavest	Avvik
Malaysia	2,60 <i>ringgit</i>	2,43 (juni -95)	6,2 prosent	2,79 (juni -91)	7,4 prosent
Sør-Korea	781 <i>won</i>	687,3 (jan. -90)	12 prosent	896,7 (mars -97)	14,8 prosent
Thailand	25,36 <i>baht</i>	24,54 (april -95)	3,3 prosent	26,09 (april -97)	2,9 prosent

Tabell 3 indikerer at verdien på valutaene i Malaysia, Sør-Korea og Thailand var meget stabil i forhold til amerikanske dollar. Til sammenligning falt den offisielle kursen på den kinesiske valutaen fra 4,78 til 8,31 *yuan* per dollar. Verdien på Japans valuta steg fra nærmere 160 *yen* per dollar i april 1990 til 81 *yen* per dollar vel fem år senere. Våren 1997 hadde kursen sunket igjen, og lå da mellom 120 og 130 *yen* per dollar. Amerikanske dollar – og de valutaene som hadde dollar som anker – opplevde altså en appresiering på vel 50 prosent relativt til *yen* i løpet to år. Denne appresieringen hadde negative implikasjoner for landenes eksport.

Analyser av prisingen av de asiatiske valutaene i forkant av krisen gir ingen entydige indikasjoner på hvorvidt kriselandenes valutaer var over- eller undervurderte. Ifølge Chinn (1998:9) gir ulike beregningsmetoder fundamentalt forskjellige resultater. I ekstremtilfellet viser beregninger av kjøpekraftsparitet en overvurdering av indonesiske *rupiah* på over 30 prosent når konsumpriser er basis, men en undervurdering på mer enn fem prosent når engrospriser er basis. Selv om beregninger basert på kjøpekraftsparitet indikerer at de fleste valutaene var overvurderte, gjør usikkerheten knyttet til beregningene at det er vanskelig å slå fast graden av overvurdering. Chinn (1998:18) konkluderer imidlertid med at "*the implied currency overvaluations appear small [...] when placed against the magnitude of the subsequent currency crashes.*" Kursutviklingen i forbindelse med valutakrisen kan i høyeste grad karakteriseres som et betydelig sjokk, snarere enn som en jevn tilpasningsprosess.

²⁵ Dataseriene kommer fra Federal Reserve Board. For å plukke ut ekstremverdier er tallene basert på ti dagers glidende gjennomsnitt med utgangspunkt i daglige noteringer. Det kan virke underlig at 2,43 karakteriseres som høyeste verdi på *ringgit*, mens 2,79 er laveste verdi. Dette skyldes at man ved en kurs på 2,43 får mer dollar for en gitt mengde *ringgit* enn ved en kurs på 2,79 – verdien på *ringgit* er altså høyere, selv om kursen tilsynelatende er lavere. Tilsvarende blir det riktig å si at *yen*-kursen steg fra 160 til 80.

...til kraftige depresieringer

Nedgangen i verdien på kriselandenes valutaer fra sommeren 1997 var meget kraftig, både når man sammenligner med andre valutakriser og når man tar i betraktning stabiliteten i den foregående periode. Gjennom intervensjoner i valutamarkedet klarte thailandske myndigheter å holde verdien på *baht* relativt stabil frem til begynnelsen av juli 1997. Etter at fastkurspolitikken ble oppgitt, sank valutaen fra 25 *baht* per dollar til vel 30 *baht* per dollar i løpet av en måned. Fra midten av august begynte valutaen å synke ytterligere, og i januar 1998 var kursen helt nede i 56 *baht* per dollar. I løpet av et halvt år fant det altså sted en halvering av verdien i forhold til den tidligere, relativt faste kursen.

Frikoblingen av Thailands valuta førte til et massivt press også på andre valutaer i regionen. En drøy uke etter at Thailands valuta begynte å flyte, ble *Bangko Sentral*, Filippinenes sentralbank, tvunget til å gi opp forsvaret av *peso*, etter å ha tapt en åttendedel av sine internasjonale reserver på ti dager (Henderson, 1998:285-286). IMF utvidet sitt eksisterende engasjement i landet, og stilte lånefasiliteter på en milliard dollar til disposisjon. I slutten av juli måtte filippinske myndigheter trekke på disse pengene – den første av en rekke utbetalinger fra internasjonale institusjoner i forbindelse med krisene i Asia.²⁶

Filippinenes problemer illustrerer at presset på valutaene raskt ble spredt fra Thailand til andre land i regionen. Myndighetene i de forskjellige landene reagerte imidlertid på ulike måter. Hongkongs myndigheter brukte omkring én milliard amerikanske dollar på å forsvare sin egen Hongkong-dollar i løpet av en totimers periode i juli 1997. Andre land, som Indonesia, Malaysia og Singapore, valgte å gi opp sin eksisterende valutapolitikk. Myndighetene i disse landene tillot større svingninger eller valgte styrt flyt av kursene.

Etter den initielle nedgangen i løpet av juli, roet markedene seg noe ned. Thailands myndigheter fikk – i likhet med Filippinene – internasjonal hjelp, gjennom et nødlån med en ramme på opptil 17,2 milliarder dollar. Dette lånet presenteres gjerne som en ”redningspakke fra IMF”. I tillegg til IMF var det imidlertid en rekke institusjoner og land som stilte opp, blant annet Japans Eximbank, Asian Development Bank, Verdensbanken, Australia, Brunei, Kina og Singapore. Ironisk nok deltok også de andre kriselandene – Indonesia, Malaysia og Sør-

²⁶ Asia-krisens kronologi er presentert en rekke steder, for eksempel i Henderson (1998), Kaminsky & Schmukler (1999) og tabell 39 i Corsetti, Pesenti & Roubini (1999). Talleksempelene i teksten er i stor grad tatt fra Henderson (1998:285-309).

Korea – med støtte. Dette kan ses på som et tegn på at situasjonen i disse landene ennå ikke var blitt prekær.

I begynnelsen av oktober startet en ny runde med spekulative angrep på de regionale valutaene. Hongkongs myndigheter lyktes igjen med å opprettholde kursen, men virkemidlene var dramatiske og dagslånsrentene måtte økes til nærmere 300 prosent. Malaysiske *ringgit* falt med fem prosent i løpet av få timer, og også filippinske *peso* og indonesiske *ringgit* ble notert til nye bunnivå. Den åttende oktober offentliggjorde Indonesias myndigheter at også de ville søke assistanse via IMF.

En rekke internasjonale *rating*-byråer hadde i løpet av høsten endret sin vurdering av de asiatiske landenes valutaer og gjeld. Dette indikerer at krisen var blitt regional i sin karakter. Sør-Korea, det viktigste HPAE-landet – ved siden av Japan – var kun blitt rammet i liten grad av de thailandske problemene. Sør-Korea hadde imidlertid selv problemer innenlands. Den siste uken i oktober valgte Standard & Poor's – ett av de ledende *rating*-byråene – å nedjustere vurderingen av Sør-Koreas "*sovereign credit rating*".²⁷ Justeringen reflekterer at Standard & Poor's var blitt mer negative med hensyn til landets muligheter til å betjene sine forpliktelser i utenlandsk valuta.

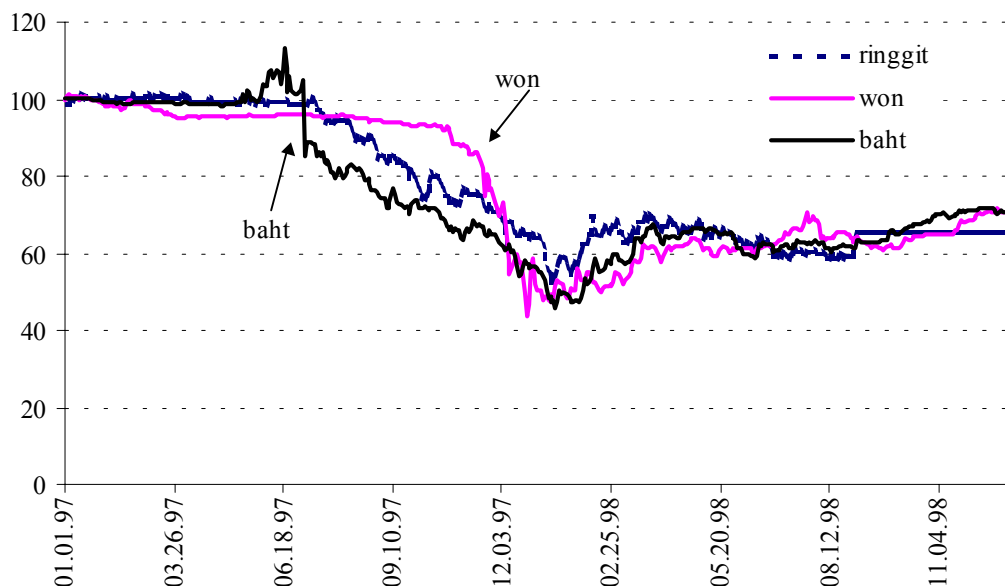
Sør-Koreas valuta hadde depreciert med vel åtte prosent frem til slutten av oktober. Dette var en beskjeden reduksjon sammenlignet med de fleste andre landene i regionen. Skepsis til gjeldssituasjonen i de koreanske industrikonglomeratene førte imidlertid til økende press på valutaen. Myndighetene ble i midten av november tvunget til å oppgi forsvaret av valutakursen. Resultatet var dramatisk. Verdien på *won* falt fra 992 *won* per dollar den 14. november 1997 til 1960 *won* per dollar lille julaften samme år. På drøye fem uker var verdien på Sør-Koreas valuta blitt tilnærmet halvert.

Også i Sør-Korea utgjorde antatte problemer i næringslivet generelt, og finansnæringen spesielt, bakgrunnen for valutaspekulasjonen. De tidligere nevnte konkursene i flere av de ledende industrikonglomeratene i løpet av første del av 1997 skapte økt mistillit, og flere *chaebol* hadde dessuten søkt om kreditorbeskyttelse. *Chaebolenes* ekspansive investeringsprosjekter var i betydelig grad lånefinansierte – selskapenes gjeld var meget høy i forhold til egenkapitalen. De tette båndene mellom enkelte av industrikonglomeratene og Sør-Koreas banker forverret situasjonen. Mønsteret var delvis det samme som i Thailand –

²⁷ En oversikt over ratingen av de forskjellige kriselandene finnes i *Asia Economic Monitor*, April 2002 (34). I løpet av november og desember ble Sør-Koreas rating redusert ytterligere tre ganger.

forretningsbankene hadde lånt utenlandsk valuta og lånt ut *won*, uten å sikre seg mot valutakursendringer.

Figur 8. Daglige valutakurser relativt til dollar (januar 1997=100), 1997-98²⁸



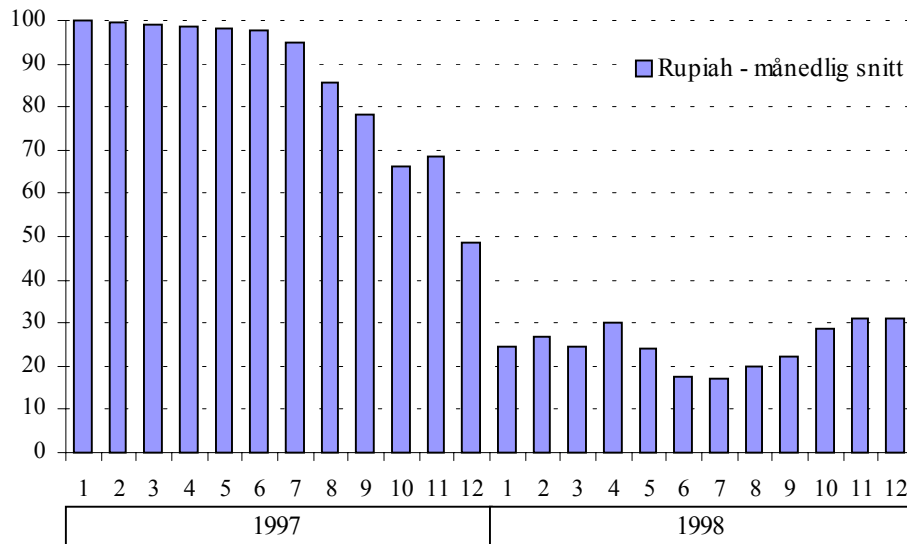
Figur 8 viser den trinnvise depresieringen i Malaysia, Sør-Korea og Thailand. Figuren viser at bunnen ble nådd rundt årsskiftet 1997/1998. Fra våren 1998 stabiliserte de tre landenes valutaer seg på verdier som lå vel en tredjedel under det nivået de hadde ligget på ett år tidligere. Malaysias rette linje (faste kurs) fra begynnelsen av september 1998 skyldes innføringen av kapitalkontroll, noe som sikret at verdien på valutaen lå fast på 3,8 *ringgit* per dollar. Malaysia valgte altså andre virkemidler enn Sør-Korea og Thailand. Effekten av kapitalkontrollen er diskutert i Dornbusch (2001), i Edison & Reinhart (2000) og i Kaplan & Rodrik (2001).

Indonesia, som hadde den sterkeste nedgangen i valutakursen, er ikke med i figuren, siden daglige noteringer ikke er tilgjengelige fra Federal Reserve Board. Utviklingen i Indonesias valuta er vist separat i figur 9. Figuren er basert på gjennomsnittlige månedlige noteringer. Dette fanger ikke opp de største svingningene – eksempelvis ble kursen notert til 17.100 *rupiah* per dollar i slutten av januar 1998, mens gjennomsnittet den måneden var 9.662 *rupiah* per dollar. I motsetning til de andre valutaene ble ikke verdien på *rupiah*

²⁸ Tall fra Federal Reserve Boards database.

stabilisert våren 1998. Den politiske uroen i perioden omkring Suhartos avgang i mai kan forklare fallet i valutakursen sommeren 1998.

Figur 9. Verdien på *rupiah* relativt til dollar (januar 1997=100), 1997-98²⁹



Hvorfor opplevde en rekke asiatiske valutaer en slik dramatisk depresiering i etterkant av frikoblingen av *baht*? Tre kanaler kan bidra til å forklare spredningen av valutakrisen fra Thailand til andre land i regionen, men det er uklart hvor viktige de enkelte kanalene var. Den første kanalen som kan forklare spredningen, var samhandel og konkurranse i eksportmarkedene – altså det vi kan kalle en realøkonomisk kanal, knyttet til forholdene i internasjonale varemarkeder. Den andre kanalen for spredning var finansielle forbindelser, for eksempel investeringer og lån over landegrensene. Dette er en kanal som er blitt stadig viktigere, etter hvert som internasjonale finans- og kapitalmarkeder er blitt mer integrerte. Den tredje kanalen var av mer psykologisk art. Generell skepsis til de økonomiske, politiske og finansielle forholdene i Asia førte til at internasjonale investorer trakk tilbake kapital fra regionen. Også dette var med på å spre krisen.

²⁹ Basert på månedlige gjennomsnittskurser (536RF) fra ulike utgaver av *International Financial Statistics*, utgitt av IMF.

Den realøkonomiske kanalen – samhandel og konkurranse

En årsak til at valutakrisen ble spredt fra Thailand til andre asiatiske land, var de nære økonomiske forbindelsene mellom landene i regionen. Den intraregionale handelen hadde økt kraftig – og hurtigere enn handelen med resten av verden – i løpet av 1980- og 1990-tallet. Til en viss grad reflekterer det store omfanget av handel mellom HPAE-landene et regionalt spesialiseringsmønster – arbeidsintensive deler av produksjonsprosessen blir utført i land hvor arbeidskraften er relativt rimelig (Indonesia, Malaysia og Thailand), mens teknologisk avanserte innsatsfaktorer blir produsert i andre land (Japan, Singapore, Sør-Korea og Taiwan). Siden handel innad i Asia utgjorde en betydelig del av landenes eksport, ville en forventet etterspørselsnedgang i Thailand virke mer negativt på de andre landene i regionen enn på land i andre deler av verden. Dette kom på toppen av at Japans importetterspørsel allerede var begrenset på grunn av resesjonen i landet.

En relatert spredningsmekanisme var konkurranse i eksportmarkedene. Betydningen av dette elementet kan kanskje best eksemplifiseres ved den sviktende tilliten til Sør-Koreas valuta. I perioden etter at Thailands myndigheter lot *baht* flyte, depresierte flere av de regionale valutaene. Kursen på valutaene i Singapore og Taiwan – land som konkurrerte med Sør-Korea i en rekke viktige markeder – hadde falt mer enn kursen på *won* frem til slutten av oktober. Bedringene i disse landenes konkurranseevne ville derfor komme til å forsterke den negative utviklingen som Sør-Koreas eksport hadde hatt i året før krisen. Redusert konkurranseevne ville følgelig gi ytterligere problemer for Sør-Koreas allerede hardt pressede storbedrifter. Det faktum at den økonomiske veksten også ble redusert i land som Singapore og Taiwan – som ikke ble direkte rammet av finans- eller valutakriser – er en annen indikasjon på at samhandel og konkurranse i eksportmarkedene påvirket regionale økonomier i større grad enn land som lå utenfor Asia.

Regional samhandel og konkurranse i eksportmarkedet representerer et realøkonomisk grunnlag for spredningen av problemene. Det er to årsaker til at betydningen av denne kanalen i første omgang sannsynligvis var begrenset. Den første årsaken er at de realøkonomiske effektene først vil komme til uttrykk over tid. Nedgangen i aktiviteten i Thailands økonomi ville ikke umiddelbart manifestere seg i redusert etterspørsel etter importvarer, og bedringen i Thailands konkurranseevne ville ikke umiddelbart komme til uttrykk i økt eksport. Nå kan det riktignok innvendes at *forventede* effekter, snarere enn *observerte* effekter, kan forklare den hurtige spredningen av krisene. Var de forventede

realøkonomiske effektene av Thailands depresiering så store at resultatet måtte bli en regional valutakrise?

Dette spørsmålet bringer oss over til den andre årsaken til at den realøkonomiske kanalen ikke må tillegges for stor vekt, nemlig at de andre kriselandenes samhandel og konkurranse med Thailand var begrenset. Thailand stod for to prosent av eksporten fra Indonesia og Sør-Korea og fire prosent av eksporten fra Malaysia. Thailands betydning som konkurrent i de andre landenes eksportmarkeder var også begrenset (World Bank 1998:72). Når hele komplekset vurderes, er det imidlertid viktig å huske på at betydningen av den realøkonomiske kanalen øker for hvert land i regionen som får problemer.

Etter hvert som finans- og valutakrisene antok en regional karakter, var det klart at resultatet ville bli en nedgang i den aggregerte etterspørselen. Realøkonomisk sett var situasjonen i 1997 ikke prekær. IMF's anslag for Sør-Koreas økonomiske vekst ble eksempelvis oppjustert i løpet av året, og Thailand var det eneste landet med nedgang i den økonomiske aktiviteten i 1997. De fundamentale problemene i finans- og valutamarkedene førte imidlertid til en reduksjon i vekstforventningene for 1998, og aktørenes tilpasning ble i stor grad påvirket av det de vurderte som fremtidige problemer. Det faktum at optimismen ble snudd til pessimisme, påvirket for eksempel investeringene i en rekke av landene.

Den finansielle kanalen – investeringer og lån

Relativt nære finansielle koblinger mellom landene i regionen kan også bidra til å forklare spredningen av krisen. Regionale investeringer og lån er ett eksempel på slike koblinger.³⁰ Intraregionale investeringer i eiendommer, aksjer og andre verdipapirer hadde vært med på å forsterke bobletendensen i årene før krisen. Manglende internasjonal diversifisering – for eksempel en stor andel investeringer i og lån til andre land i regionen – bidro til at aktørene ble spesielt sårbare for en regional nedgangskonjunktur. I Sør-Korea fikk for eksempel flere store bedrifter økonomiske problemer som følge av uheldige investeringer i Indonesia og Thailand. Her ser vi hvordan direkte finansielle forbindelser fra ett land til et land i krise, var med på å spre uføret.

Den finansielle kanalen virket imidlertid ikke bare direkte ved at investeringer i og lån til kriselandene hadde negative implikasjoner. En minst like viktig spredningsmekanisme

³⁰ I mange analyser av spredningsmekanismer, for eksempel Kawai, Newfarmer & Schmukler (2001), inkluderes UDI i den realøkonomiske kanalen, snarere enn i den finansielle kanalen.

var den indirekte betydningen av den finansielle kanalen. Institusjoner som hadde ytt lån til for eksempel Thailand, reagerte på problemene i landet med å endre sine låneporteføljer for å redusere den totale risikoeksponeringen. På denne måten fikk hendelsene i Thailand stor betydning også for andre land i regionen.

Responsen på fallet i *baht*-kursen og økningen i misligholdte, thailandske lån, var at lån til andre land i regionen ble revurdert. Banker og finansinstitusjoner som hadde tapt eller kom til å tape store beløp i Thailand, kunne redusere sin samlede risikoeksponering ved å overføre midler fra relativt risikable land – som Indonesia, Malaysia og Sør-Korea – til sikrere markeder. En slik reduksjon i risikoeksponeringen kunne oppnås ved at kortsiktige lån til risikable debitorer ikke ble rullert, eller ved at kreditt ble trukket tilbake.

Japanske banker og finansinstitusjoner stod for over halvparten av kreditten til Thailand da krisen brøt ut, og mer enn en tredjedel av lånene til Malaysia og Indonesia (Bank for International Settlements, 1998). Forventede tap som følge av fallet i kursen på *baht* og Thailands økonomiske utføre, gjorde japanske banker spesielt sårbare. For å redusere denne sårbarheten ble kreditten til andre land i regionen redusert, noe som bidro til spredningen av krisen.³¹ Dette var imidlertid ikke noe som bare gjaldt japanske banker – det var en generell tendens at internasjonale aktører endret sine porteføljer da finans- og valutakrisene i Asia var et faktum.

Den finansielle kanalen kan også være med på å forklare hvorfor Asia-krisen fikk ringvirkninger selv for land med begrensede realøkonomiske forbindelser til regionen. I etterkant av finans- og valutakrisene i Asia ble investorer stadig mer skeptiske til risiko, og tidlig på høsten 1998 hadde risikopremien på lån til for eksempel latinamerikanske land økt dramatisk. Problemer i Russland og Brasil – som i seg selv delvis var blitt utløst av krisene i Asia – var viktige i denne forbindelse. Bank for International Settlements (1999:31) påpeker at "*the financial turmoil which erupted with the floating of the baht in mid-1997 has since spread to a large number of emerging market economies*". En rekke gunstige politiske tiltak førte imidlertid til at investorenes tillit ble gjenopprettet i løpet av høsten, og forholdene i de internasjonale finansmarkedene ble mindre urolige. For en nærmere presentasjon av utviklingen i emerging markets, se Bank for International Settlements (1999:31-60).

³¹ Tilbaketrekingen av kapital gjaldt i stor grad tradisjonelle lån. Når det gjelder UDI til landene i regionen, er bildet mer sammensatt – se Edgington & Hayter (2001).

Sentimentkanalen – fra positivt til negativt fortegn

Det siste elementet som kan forklare spredningen av valutakrisen er ikke direkte knyttet til faktiske realøkonomiske og finansielle forbindelser, men relatert til holdningen til kriselandene. Denne spredningsmekanismen – som vi kan kalle sentimentkanalen – var knyttet til *stereotyping* og ideen om en egen asiatisk utviklingsmodell. Spredningen ble forsterket av flokkatferd blant investorer og kreditorer. Kawai, Newfarmer og Schmukler (2001:21) påpeker nettopp dette – at utslagene i valuta- og aksjekursene under Asia-krisen tilsynelatende var kraftigere enn det de grunnleggende, økonomiske forbindelsene mellom landene skulle tilsi.

Den sterke kapitaltilstrømningen til de asiatiske landene i forkant av krisen var, som vi har sett, delvis et resultat av den positive forhistorien. Ideen om at spesielle forhold i "*de asiatiske tigrene*" hadde lagt grunnlaget for kraftig økonomisk vekst stod sentralt. Den japanske økonomen Takatoshi Ito (1999:7) har identifisert en "*virtuous cycle*" – det vi kan kalle en god sirkel, eller positiv runddans. Kraftig økonomisk vekst sikret tilstrømning av kapital, noe som igjen ga høy økonomisk vekst og sterk eksportvekst. Denne runddans fikk imidlertid negativt fortegn i 1996-97. Årsaken til dette var utviklingen som ble beskrevet ovenfor, med hensyn til eksport og kapitalanvendelse.

Itos "*virtuous cycle*" utviklet seg altså til en "*vicious cycle*". Det var i første omgang problemene i Thailand som førte til at bildet av at asiatiske land hadde et "spesielt" vekstpotensial, slo sprekker. Holdningsendringen fikk imidlertid vidtrekkende konsekvenser også utenfor Thailand, etter hvert som investorene endret sitt syn på det asiatiske økonomiske mirakel. Dersom Thailand hadde vist seg å operere på falske vilkår, hvorfor skulle ikke dette også gjelde de andre landene i regionen?

Selv om det i ettertid er lett å identifisere problemer i de landene som ble hardt rammet av krisene, var situasjonen tilsynelatende en annen i forkant av problemene. Asia-krisene kom overraskende på de aller fleste, ikke bare innad i Asia, men også i forhold til internasjonale investorer.³² Wade (1998:12-13) har ett mulig svar på hvorfor internasjonale investorer plutselig forandret sin holdning til landene, og dette elementet er knyttet til endringer i vurderingen av landenes økonomiske utvikling.

³² De som hadde uttrykt skepsis til hvorvidt den asiatiske utviklingen var bærekraftig, hadde fokusert på andre utviklingstrekk enn de faktorene som skapte krisen. Skeptikerne hadde dessuten en mye lenger tidshorisont, og forventet en langsiktig reduksjon i veksten, ikke en plutselig kollaps.

Wade hevder at internasjonale *rating*-firmaer i perioden før krisen vurderte landenes økonomiske stilling på en tradisjonell måte, med utgangspunkt i makroøkonomiske indikatorer som gjeld i forhold til BNP, eksportutvikling, inflasjon og det offentlige budsjettbalanse. Med et slikt utgangspunkt var det ingenting som tilsa en krise av de dimensjoner som man faktisk fikk. Etter at problemene i Thailand kom til syne, ble imidlertid vurderingsgrunnlaget endret. Resultatet var at investorene ble oppmerksomme på svakheter som tidligere stort sett var blitt ignorert. Indikatorer som andelen kortsiktig gjeld i forhold til valutaservene, valutasammensetningen av gjelden og gjeldsmengden relativt til egenkapitalen i bedriftene, avdekket den sårbare situasjonen som flere av landene var i.³³

Da problemene først var kommet til overflaten – og den store sårbareheten var blitt synlig – endret investorenes holdning seg. Investorene hadde i perioden med kraftig vekst vært fornøyd med høy avkastning på sine investeringer i regionen, og ikke vært spesielt opptatt av spørsmål knyttet til selskapenes regnskapsførsel og rapportering. Da det ble klart at en rekke bedrifter og finansinstitusjoner hadde problemer, ønsket investorene naturlig nok mer informasjon om den faktiske økonomiske situasjonen knyttet til investeringene. Det at informasjonen var vanskelig tilgjengelig, ble da et problem. Resultatet var i mange tilfeller at kapitalen ble trukket tilbake. Dette kunne skje ved at lån ikke ble rullert, ved at samarbeidsprosjekter mellom lokale og internasjonale investorer ble skrinlagt eller ved at eierposter ble avhendet.

Mangel på pålitelig informasjon – det som gjerne kalles utilstrekkelig ”*transparency*” – hadde altså ikke blitt betraktet som et problem i perioden før krisen, men fikk betydning etter at krisen var et faktum. En lignende endring av vurderingene som følge av krisen, ser vi når det gjelder holdningene som utenlandske investorer og kreditorer hadde til myndighetene i kriselandene. Den negative utviklingen ble forsterket av økt skepsis til hvorvidt myndighetene var i stand til å takle problemene. Myndighetene i kriselandene ble i stor grad sett på som en nøytral, eller endog positiv, faktor i forkant av krisen. Da problemene meldte seg, ble innstillingen til myndighetene negativ. Tegn på handlingslammelse og vikarierende motiver, i første omgang hos den sittende thailandske regjering, forsterket denne holdningen.

³³ I flere asiatiske land, men spesielt i Sør-Korea, var bedriftenes gjeld meget høy i forhold til egenkapitalen. Dette skyldtes imidlertid delvis et institusjonelt og historisk trekk. Befolkningens ønske om å spare gjennom bankinnskudd, snarere enn gjennom aksjer, har gitt lite utbygde aksje- og obligasjonsmarkeder, sammenlignet med for eksempel USA.

Indonesias styre er det beste eksempelet på koblingen mellom politisk usikkerhet og økonomisk sårbarhet. Høsten 1997 ble det hevdet at *"Indonesia's government has been doing almost everything right"* (*The Economist*, 11. oktober, 1997:98). Bakgrunnen for dette var at det makroøkonomiske rammeverket ble sett på som solid, og at de første tiltakene i forbindelse med krisen ble vurdert som fornuftige. Indonesia hadde heller ikke hatt kraftige spekulasjonbobler eller overinvestering av den type som hadde funnet sted i henholdsvis Thailand og Sør-Korea. Det positivt ladede utsagnet fra *The Economist* stemmer imidlertid dårlig med ettertidens vurdering av myndighetene i det landet som etter hvert ble hardest rammet av krisen. Montes og Abdusalamov (1998:179) hevder at *"[t]o emphasise the external as opposed to the internal sources of Indonesia's crisis, would be to minimise the government's role in causing it"*.

Det syn at den nasjonale politikken – snarere enn regionale spredningsmekanismer – var viktig i Indonesias tilfelle, kommer også frem i en analyse utført av den indonesiske økonomen Yooji Abumanyu (2000). Han vurderer to mulige forklaringer på fallet i verdien på *rupiah*, henholdsvis spredning fra andre land i regionen og myndighetenes politiske utspill. Analysen viser ikke noen entydig sammenheng mellom utviklingen på *rupiah* og bevegelsene for andre valutaer i regionen. Utviklingen på det politiske plan hadde derimot en klar effekt på valutakursen. Det paradoksale er at uavhengig av innholdet i de politiske utspillene, var markedets reaksjon negativ.

De tre kanalene som er presentert ovenfor – den realøkonomiske kanalen, den finansielle kanalen og sentimentkanalen – kan være med på å forklare spredningen av krisen fra Thailand til andre land i regionen. For fullt ut å forstå grunnlaget for endringene i forbindelse med krisen, må vi imidlertid se nærmere på hva som karakteriserte sammenbruddet, og da spesielt enkelte trekk ved tilpasningene til aktørene i det internasjonale finansmarked.

Kapitalflukt

Den innledende analysen har gjort det klart at det var grunnlag for en endring i holdningen til kriselandene. Samtidig er det imidlertid mye som tyder på at investorenes og kreditorenes reaksjoner var overdrevne – det er dette fenomenet som ofte omtales som *"overshooting"* – og preget av flokkatferd. Det var også et element av selvoppfyllende profeti i investorenes handlinger. Dersom de forventet en nedgang i kursen på for eksempel thailandske *baht*, og handlet deretter, ville resultatet kunne bli et fall i verdien på Thailands valuta. Det som gjerne

kalles andregenerasjons modeller for valutakriser (Obstfeld (1986) er ett eksempel), fokuserer nettopp på at valutakriser kan oppstå som et resultat av selvoppfyllende profeti.

Enkelte økonomer har definert internasjonale aktørers atferd som hovedgrunnet for krisen. Jeffrey Sachs, fra Harvard Institute of International Development, hevdet i desember 1997 at "[t]here is no 'fundamental' reason for Asia's financial calamity except financial panic itself. Asia is reeling not from a crisis of fundamentals but from a self-fulfilling withdrawal of short-term loans" (*Financial Times*, 11. desember 1997). Investorenes flokkatferd kan forklares med at det er rasjonelt å gjøre som andre investorer gjør. Når andre investorer kanalisere sine kapitalstrømmer til et gitt marked, øker sannsynligheten for at prisene øker, og det er rasjonelt å følge med. Når andre investorer rømmer markedet, øker sannsynligheten for at prisene vil falle, og det blir rasjonelt å trekke seg ut. De selvoppfyllende profetiene vil altså fungere.

Ifølge denne tankegangen var utgangspunktet for krisen ikke nødvendigvis problemer knyttet til de grunnleggende makroøkonomiske forholdene. Det som bestemte aktørenes handlinger var hvordan de oppfattet det makroøkonomiske grunnlaget, samt hvordan de vurderte andre aktørers oppfatning av situasjonen. Dersom kreditor A forventet at andre kreditorer ikke ville rullere de kortsiktige lånene, fikk kreditor A selv et insentiv til ikke å fornye sin kreditt – han kunne da risikere å bli sittende igjen med Svarte-Per. Resultatet av en slik tankegang er flokkatferd av den typen som ofte finner sted i forbindelse med bankkriser. Fenomenet kalles gjerne *Torschlusspanik* – aktører i en utsatt posisjon ønsker å komme seg ut før dørene lukkes.

Hvor viktig var flokkatferden? Kaminsky & Schmukler (1999) har sett nærmere på de tyve kraftigste reaksjonene (verdifall og verdistigning) i aksjemarkedene i ni asiatiske land i perioden fra januar 1997 til mai 1998. Vurderingene tar utgangspunkt i dollarverdien av aksjene, noe som innebærer at det er et vesentlig moment av valutakursendring involvert i forklaringene.³⁴ Analysen viser at en rekke av de største endringene ikke kan forklares ved politiske eller økonomiske nyheter, men snarere skyldes flokkatferd: "*some of the largest one-day swings [...] seem to be driven by herd instincts of the market itself*" (Kaminsky &

³⁴ Når det gjelder de tyve dagene med de største endringene i hvert land, kan utviklingen i valutakursen forklare omkring en tredjedel av endringen i Thailand og Malaysia, halvparten av endringen i Sør-Koreas tilfelle og nesten tre fjerdedeler av endringen for Indonesia. For alle dager i perioden varierer påvirkningen fra valutakursen i kriselandene mellom 39 prosent (Malaysia) og to tredjedeler (Indonesia), se figur 1 i Kaminsky & Schmukler (1999). For landene med mer stabile valutakurser er betydningen naturlig nok mindre.

Schmukler, 1999:21). Betydningen av at investorene trekker i samme retning øker dessuten etter hvert som krisen drar ut i tid. Dette kan være en indikasjon på at usikkerheten og omfanget av asymmetrisk informasjon stiger i løpet av krisen.

I omkring en tredjedel av tilfellene finner Kaminsky og Schmukler tegn til flokkatferd, altså sterk økning eller nedgang i aksjemarkedene som ikke kan forklares med ny informasjon. I de tilfellene hvor ny informasjon var tilgjengelig, reagerte markedene på ulike faktorer, som vist i tabell 4. Tabellen viser også hvorvidt grunnlaget for kursoppgangen var nyheter som gjaldt den lokale økonomi eller innenlandsk politikk, eller nyheter som kom fra andre land. Tabell 4 bekrefter vår tidligere påstand om at nasjonale, politiske nyheter var spesielt viktig i forbindelse med Indonesias utvikling.

Tabell 4. Bakgrunnen for store endringer i aksjemarkedene, januar 1997-mai 1998³⁵

Grunnlag	Antall	Viktigst (antall tilfeller per land)	Nyheter		
			Land	Hjemme	Ute
Politisk	33	Indonesia (8) og Taiwan (5)	Hongkong	13	7
Økonomisk	29	Japan (7) og Taiwan (7)	Indonesia	19	1
Kapitalkontroll	7	Malaysia, Taiwan og Thailand (alle 2)	Japan	20	0
Finanspolitikk	7	Indonesia og Thailand (begge 2)	Sør-Korea	18	2
Pengepolitikk	12	Filippinene (4) og Sør-Korea (2)	Malaysia	13	7
Int. avtaler	23	Sør-Korea (7) og Malaysia (5)	Filippinene	15	5
Kreditt rating	7	Sør-Korea (4)	Singapore	7	15
			Taiwan	13	7
Ingen nyheter	62	Hongkong og Filippinene (begge 13)	Thailand	16	4

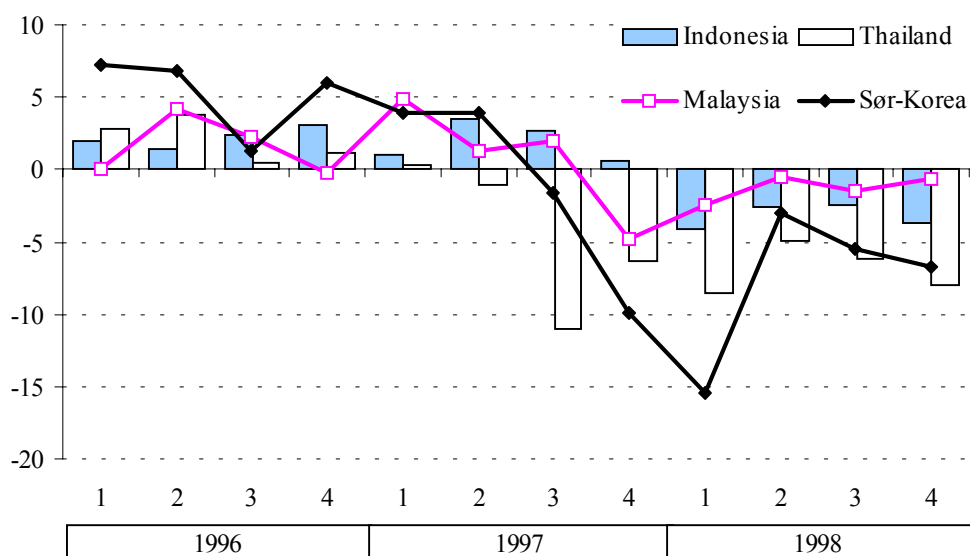
Teoriene om flokkatferd antyder at aktørene reagerer ulikt på gode og dårlige nyheter. Kaminsky & Schmukler (1999:16) støtter dette synet – gode nyheter hadde mindre betydning for aksjemarkedet enn dårlige nyheter. Dette kan skyldes at dårlige nyheter i en krisesituasjon leder til økt usikkerhet, og dermed forsterker flokkatferden. Selv om den initiale responsen på negative nyheter var relativt sterk, var de langsiktige effektene tydeligere i forbindelse med positive nyheter og aksjeoppgang.

Investorenes flokkatferd kan være med på å forklare fenomenet ”overshooting”, altså overdrevne korreksjoner i valuta- og aksjemarkedene. Endringene i kapitalstrømmene fra sommeren 1997 var ekstremt kraftige. Mens perioden frem til sommeren 1997 var karakterisert ved kraftig tilstrømning av kapital til kriselandene, ble strømmene negative i siste del av året. Nedgangen var så kraftig at for året som helhet fant det sted en utstrømning

³⁵ Basert på tabell 2 i Kaminsky & Schmukler (1999).

av kapital for de fire kriselandene sett under ett. Endringen i kapitaltilstrømningen fant sted på ulike tidspunkt i de forskjellige kriselandene – igjen ble Thailand først rammet, noe figur 10 tydelig viser.

Figur 10. Banklån – strømmer, 1996-98³⁶



Figur 10 illustrerer den kraftige endringen i banklånene. I perioden fra første kvartal 1996 til og med andre kvartal 1997 – en periode på 18 måneder – var den netto tilstrømningen av banklån til de fire kriselandene i overkant av 60 milliarder dollar. I de neste atten månedene gikk strømmene motsatt vei, og banklånene ble redusert med 104 milliarder dollar. Den sterke endringen i nettostrømmene kan være med på å beskrive Itos ”vicious cycle”: sterk kapitalutstrømning førte til fall i valutakursen, depresieringene rammet realøkonomien og ikke minst finanssektoren, og ga svak økonomisk utvikling og finansielle problemer. De negative perspektivene for den økonomiske utviklingen og finansnæringens utføre gjorde investorer pessimistiske, med økt kapitalutstrømning som resultat. Utviklingen var imidlertid spesielt påtagelig for banklånene – slik det fremkommer i figur 10 – og ikke like dramatisk for andre former for kapitalstrømmer.

Anslagene for endringene i og sammensetningen av kapitalstrømmene varierer mellom ulike kilder. Tabell 5 viser data fra to av de mest brukte kildene – Institute of International Finance (IIF) og International Monetary Fund (IMF). Som vi ser, er avvikene

³⁶ Basert på serie A (Bank loans - flows) fra den tidligere nevnte databasen til BIS, OECD, IMF og Verdensbanken.

relativt store, blant annet på grunn av ulike definisjoner. Tendensene er likevel utvetydige. Dataseriene blir noe villedende i forhold til fokus for denne rapporten, da de også inkluderer Filippinene. På grunn av at Filippinene er relativt ubetydelig i forhold til de andre landene, kan tabellene nedenfor likevel brukes som en indikasjon på den massive endringen i de private kapitalstrømmene.

 Tabell 5. Netto privat kapitaltilstrømning, milliarder dollar, 1995-2000³⁷

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Institute of International Finance						
Netto private strømmer	94,2	118	5,6	-37,1	-5,8	7,6
Netto egenkapital	15,5	16,8	5,2	17,8	30,8	24,4
....UDI, netto	4,4	4,8	6,8	13,3	15,3	13
....portefølje, netto	11	12	-1,7	4,5	15,4	11,4
Netto privat kreditt	78,7	101,2	0,5	-54,9	-36,5	-16,8
....hvorav banker, netto	64,7	69,4	-16,9	-48,4	-32,8	-16,1
International Monetary Fund						
Netto private strømmer	54,9	74,1	-6	-31,9	-18,3	-19,8
Netto UDI	10,3	11,7	10,2	11,4	8,9	5,1
Netto portefølje	18,6	27,6	8,8	-9	13,1	6,9
Andre private, netto	26	34,7	-25	-34,3	-40,3	-31,9

Tabell 5 viser at det spesielt var tilgangen på kreditt som snudde i forbindelse med den sterke kapitalutstrømningen. Utenlandske direkteinvesteringer (UDI) viste seg å være langt mer stabile enn internasjonale lån, og nettosvingningene i portefølje-investeringene var også mindre enn svingningene i den private kreditten.

Nettosvingningene fra 1996 til 1997 utgjorde ifølge tallene fra IIF mer enn 100 milliarder dollar. Dette tilsvarer mer enn ti prosent av BNP i de fem landene i forkant av krisen. I etterkant av perioden som er presentert figur 10, har strømmene av banklån fortsatt vært negative. Størrelsen på utstrømningen er imidlertid meget liten i forhold til de kraftige utslagene under krisen. Etter andre kvartal 1998 har den samlede kapitalflukten vært beskjeden, men det har ikke funnet sted noen massiv tilstrømning som i perioden før krisen. Selv om "the vicious cycle" ser ut til å være over, er det ikke noe som tyder på en ny "virtuous cycle". Årsakene til dette er blant annet at situasjonen i finanssektoren i landene fortsatt kan karakteriseres som negativ, samt at internasjonale investorer har innsett at vekst basert på kraftig kapitaltilstrømning ikke nødvendigvis er bærekraftig.

³⁷ Tallene fra Institute of International Finance er tatt fra *Asia Economic Monitor* (Desember 2001:8). IMFs anslag er tatt fra *World Economic Outlook* (Oktober 2001:9).

3.3. LIKHETER OG ULIKHETER I KRISELANDENE

Analysen over har vist at en rekke fellestrekk preget Indonesia, Malaysia, Sør-Korea og Thailand i forkant av finans- og valutakrisene. Likevel kan det være klargjørende å kort presentere enkelte av de mer spesielle forholdene som lå til grunn for problemene. På samme måte som veksteventyret hadde forskjellig basis i ulike land, varierte også krisens fundament og karakter.

Alle kriselandene hadde vært preget av store underskudd på driftsbalansen med utlandet og sviktende eksportvekst, blant annet som følge av at de lokale valutaene var knyttet relativt nært til en appresierende amerikansk dollar. Et annet element var kraftig tilstrømning av kapital før krisen var et faktum, koblet med kraftig kapitalutstrømning idet problemene kom til overflaten. Mengden kapital som kom til, i forhold til for eksempel landenes valutaeserver, og formen på kapitalen (UDI, portfolioinvesteringer eller lån), varierte noe mellom de ulike kriselandene. Fellestrekkene var imidlertid at tilstrømningen økte betydelig i første del av 1990-tallet, og at reguleringen av bankene og de andre finansinstitusjonene etter hvert ble oppfattet som begrenset og utilstrekkelig.

Thailands problemer bærer preg av en tradisjonell ”boom and bust”-syklus, koblet til bobler i aksje- og eiendomsmarkedene og sterk vekst i utlåne i gråmarkedet. Myndighetenes manglende vilje til å rydde opp i finansnæringen var med på å svekke tilliten til hvorvidt landet var i stand til å håndtere problemene. Store underskudd på driftsbalansen med utlandet, en overvurdert valuta og begrensede valutaeserver la grunnlag for spekulasjonspress. Sentralbankens forsøk på å opprettholde valutakursen ble meget kostbare. Av reservene på 30 milliarder dollar, var 28 milliarder ”brukt opp” gjennom avtaler i terminmarkedet. På sett og vis kan man si at den endelige effekten av Thailands boblesprekk – og landets manglende evne til å håndtere problemene og det spekulative presset – ble frikoblingen av *baht* i juli 1997, som hadde store ringvirkninger for hele regionen.

I Sør-Korea hadde problemene også delvis sin bakgrunn i landets finanssektor. Nøkkelen er imidlertid de store industrikonglomeratene og deres nære relasjon til bankene. *Chaebolene* har en betydelig stilling i Sør-Koreas økonomi, men en rekke av dem hadde store økonomiske problemer. Skepsisen til Sør-Koreas økonomi var tosidig. På den ene siden var det skepsis til *chaebolenes* ekspansive investeringer og manglende inntjeningssevne. Manglende muligheter til å vurdere *chaebolenes* økonomi – blant annet som følge av

uoversiktlige og upålitelige regnskapsrutiner – forsterket denne skepsisen. På den annen side ble det stilt spørsmål ved bankenes evne til å takle dårligere tider – blant annet på grunn av de nære forbindelsene mellom industrikonglomeratene og bankene. Situasjonen var ikke ulik det den hadde vært i Japan i forkant av boblesprekken der på slutten av 1980-tallet, et problemkompleks som japanske banker fortsatt sliter med ettervirkningene av.

I løpet av 1997 kom skepsisen til uttrykk ved at internasjonale investorer ikke ønsket å rullere lån til sør-koreanske banker, og Ito (1999:30) karakteriserer Sør-Koreas finanskriser som et klassisk *"bank run"*. Myndighetene bidro ikke til å øke tilliten da de høsten 1997 brukte valutareservene som garanti for at bankene ikke skulle gå overende. Koordinerte internasjonale tiltak julen 1997 (i regi av IMF og G7-landene) var nødvendig for å hindre en total kollaps av Sør-Koreas banknæring. Kumar og Debroy (1999:15) legger vekt på endringer i samarbeidet mellom myndigheter, banker og industribedrifter for å forklare problemene. De påpeker at *"signs of the impending crisis would have been visible much earlier if government agencies and foreign investors had cared to look for them in the corporate sectors rather than in the macro variables [...] where all attention was focused."*

Tilfellet Indonesia var som vi har sett spesielt, og sentimentkanalen var nok særdeles viktig for den plutselige forverringen i Indonesias stilling. Det kan være nærliggende å karakterisere landets problemer som en politisk fundert økonomisk kollaps. Opplåningen fra utlandet var i større grad enn i andre land foretatt direkte av indonesiske selskaper. Landets finansnæring hadde imidlertid også problemer. Myndighetenes håndtering av disse problemene viste seg å øke usikkerheten, og hadde derfor meget uheldige effekter. Den tette koblingen mellom indonesiske bedrifter, banker og myndigheter – gjerne via uoversiktlige eierposter knyttet til President Suharto, hans familie og hans medarbeidere – hadde klare negative implikasjoner. Indonesia var det landet som ble hardest rammet av beskyldningene om *"crony capitalism"* (kompiskapitalisme) og manglende økonomisk styring.

Malaysias utvikling før og under krisen skiller seg delvis fra de andre kriselandene. Sårbarheten i forkant av krisen var ikke like påfallende som i for eksempel Thailand. Utviklingstrekkene var imidlertid i stor grad av samme type, spesielt i forbindelse med boblen i aksje- og eiendomsmarkedet. Malaysia ba ikke IMF om støtte, men valgte i stedet andre virkemidler for å løse krisen. På sett og vis kan Malaysias måte å håndtere krisen på vurderes som et motstykke til den IMF-regisserte tilpasning som fant sted i Indonesia, Sør-Korea og Thailand. Malaysias statsminister Mahathir Mohammed var dessuten langt tydeligere enn

ledere i andre land når det gjaldt grunnlaget for krisen – han kom med kraftig kritikk av utenlandske spekulanter, internasjonale finansmarkeder og internasjonale institusjoner.³⁸

I Malaysia utspilte det seg en politisk maktkamp parallelt med finans- og valutakrisene. Mye tyder på at denne maktkampen – mellom statsministeren og finansminister Anwar Ibrahim – til en viss grad reflekterte uenighet om den økonomiske politikken. Innføringen av kapitalkontroll fant sted i september 1998, på samme tid som Anwar Ibrahim ble ”løst” fra sin stilling. Krisen ser ut til å ha ført til ytterligere maktkonsentrasjon i Malaysia, hvor United Malay National Organisation (UMNO) har ledet det som kan karakteriseres som en ettpartistat, og hvor Mahathir Mohammed har sittet som statsminister siden 1981. I en periode fungerte Mahathir ikke bare som statsminister, men også som innenriksminister og finansminister.

På det politiske plan skiller Malaysia seg ut fra de andre landene i regionen. I Indonesia, Sør-Korea og Thailand fant det sted klart definerte maktskifter parallelt med krisen. Samtidig som finans- og valutakrisene til en viss grad var et resultat av manglende tiltro til de sittende myndigheter og deres politikk, er det klart at krisene bidro til å fremskynde politiske endringsprosesser på det nasjonale plan. Malaysia avviker altså fra de andre landene på to områder. For det første valgte landet å løse problemene på egen hånd, snarere enn å søke støtte fra IMF. For det andre har det tilsynelatende ikke funnet sted noe politisk kursendring i etterkant av problemene.

Malaysias *Sonderweg* har vært omstridt. Det er ikke enkelt å vurdere hvorvidt selektiv intervensjon, for eksempel kapitalkontroll av den typen som ble innført i Malaysia, fungerte bedre enn de løsninger som IMF skisserte. Verdensbanken (2000:34) sitter som de fleste andre på gjerdet, og hevder at *”overall, the Malaysian economy turned the corner well. [...] Controls may have helped Malaysia’s performance, but so did its better initial conditions and strong policy actions in the early days of the crisis.”* En av grunnene til at det er vanskelig å vurdere de ulike tilpasningene, for eksempel Malaysias sololøp i forhold til de IMF-koordinerte programmene i andre land, er at politikken varierte over tid.

IMF-programmene i Indonesia, Sør-Korea og Thailand er blitt kraftig kritisert for å ha hatt en uheldig virkning på de impliserte økonomiene. Betingelsene knyttet til støtten ble

³⁸ I denne forbindelse kan det påpekes at de aktørene som forlot Asia i flokk, og derfor ble karakterisert som ”spekulanter” av Mahathir Mohammed, var de samme som hadde kommet til Asia i samlet tropp, og blitt tatt imot som ”investorer”. I motsetning til ”spekulanter” er dette begrepet ikke negativt ladet.

imidlertid endret underveis, og etter hvert som krisen ble mer alvorlig, ble de foreskrevne tiltakene stadig mindre restriktive. Dette ser vi spesielt i forbindelse med finanspolitikken – frem til begynnelsen av 1998 var denne klart kontraktiv, med budsjettbalanse, eller små overskudd, som mål. Over tid ble mer ekspansive tiltak anerkjent som en riktigere respons på problemene. Det er i ettertid åpenbart at krisen ville vært langt mer alvorlig dersom de opprinnelige planene om stramme offentlige budsjetter hadde blitt iverksatt. Disse var imidlertid laget med utgangspunkt i at landene ville få en ”myk landing” – en reduksjon i vekstratene, snarere enn en kraftig nedgang i den økonomiske aktiviteten.

Også i pengepolitikken ser vi at IMF-programmene i utgangspunktet kan ha lagt seg på en for streng linje. I første omgang foreskrev IMF en stram pengepolitikk, som skulle gi mer stabile valutakurser og demme opp inflasjonstendenser i økonomiene. En slik politikk hadde imidlertid en betydelig negativ effekt på finanssektoren i landene. Høye renter ga økte problemer i foretak, banker og finansinstitusjoner – som allerede i utgangspunktet var hardt presset. Penge- og kredittpolitikken i kriselandene ble følgelig preget av en vanskelig avveining. På den ene side kunne landene føre en politikk med høye renter, som skulle sikre valutakursen. En slik politikk hadde negative implikasjoner for finansnæringen, bidro til å øke mengden misligholdte lån, og virket også sterkt begrensende på den økonomiske aktiviteten. På den annen side kunne landene føre en mer ekspansiv pengepolitikk, noe som kunne bidra til inflasjonspress og en ytterligere depresiering av valutaene. Myndighetene i landene vaklet mellom disse to alternativene i krisens første fase.

Vurderingene av politikken som ble ført i forbindelse med Asia-krisene varierer voldsomt, og en av de mer konstruktive effektene av krisene i Asia har vært mer forskning på og diskusjon omkring IMFs rolle. I denne rapporten er det ikke anledning til å gå inn på spørsmålet om effektene av IMFs program, verken når det gjelder effektene i de enkelte land eller når det gjelder det mer overordnede spørsmålet om ”moralsk hasard”. I neste kapittel skal vi konsentrere oss om den økonomiske krise som fulgte valuta- og finanskrisene, og også se nærmere på gjenopphenting i regionen.

4. ØKONOMISK KRISE OG GJENOPPHENTING

Finans- og valutakrisene førte til en dramatisk endring i den økonomiske utviklingen i flere av HPAE-landene. Thailand hadde vært ”verdensmester i økonomisk vekst” i perioden fra 1985 til 1995 – både i 1997 og 1998 sank landets BNP. Også i Indonesia, Malaysia og Sør-Korea ble hurtig økonomisk vekst erstattet av nedgang i verdiskapningen. Selv i de landene som vi ikke har definert som kriseland, fant det sted en nedgang i den økonomiske veksten. I Singapore sank BNP-veksten fra 8,5 prosent i 1997 til 0,1 prosent i 1998, i Taiwan fra 6,8 prosent i 1997 til 4,8 prosent i 1998. Kina var det eneste landet i regionen som lyktes i å beholde vekstmomentet – den økonomiske veksten var ifølge offisiell statistikk mer enn 7,8 prosent i 1998, en nedgang på bare ett prosentpoeng i forhold til 1997. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til tallene for verdiskapning i Kina.

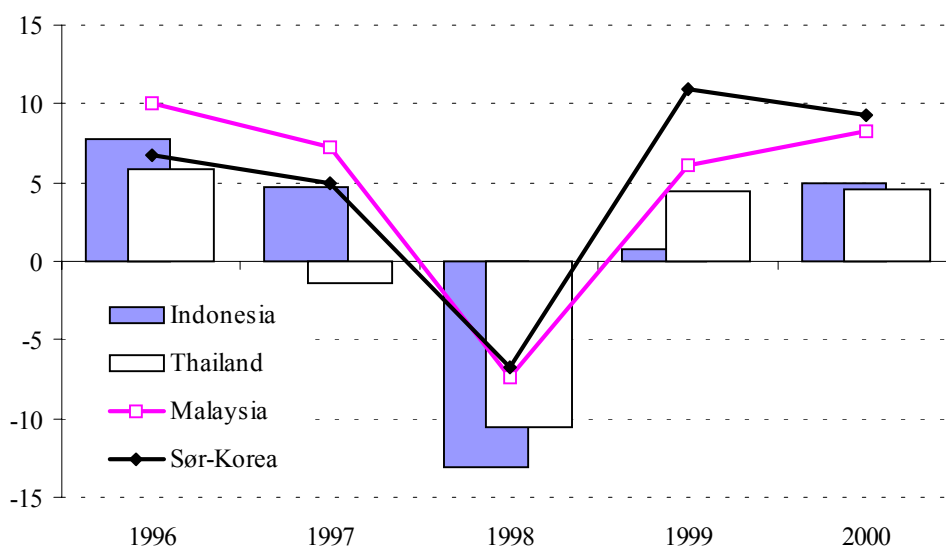
Formålet med dette kapittelet er å analysere utviklingen i enkelte sentrale indikatorer før, under og etter krisen. Den kanskje viktigste indikatoren er utviklingen i BNP i kriselandene. Nedgangen i verdiskapningen var som nevnt kraftigere enn i lignende, tidligere kriser. Imidlertid var også gjenopphevingen etter krisen hurtigere enn i andre tilfeller. I dette kapittelet skal vi se på enkelte momenter ved BNP-utviklingen i kriselandene, og blant annet vise at reduksjonen i BNP i hovedsak skyldtes en kraftig reduksjon i investeringene.

Andre elementer som vil bli presentert, er utviklingen i landenes eksport og import og forbedringen i vare- og tjenestebalansene. Fallet i valutakursen skulle ifølge økonomisk teori tilsi en bedring i landenes konkurransevne, og følgelig også en økning i eksporten. Betydningen av dette elementet var imidlertid i første omgang begrenset, men slo senere gjennom med full styrke. På dette området ble kriselandene godt hjulpet av internasjonale konjunkturer. Forbedringen i landenes handelsbalanser kom først som en følge av en kraftig reduksjon i importen, men over tid ble eksport av industriprodukter sentralt for gjenopphevingen.

4.1. DEN ØKONOMISKE KRISEN

I ettertid er det åpenbart at en rekke indikatorer tilsa at den økonomiske situasjonen i kriselandene ikke var udelt positiv i forkant av problemene. Underskuddene på driftsbalansen med utlandet, og ikke minst andelen kortsiktig gjeld i forhold til valutareservene, var blant elementene som signaliserte sårbarhet. Andre faresignaler var den reduserte avkastningene på investeringene i regionen, knyttet til bobleoppbygging og redusert eksportvekst, samt de potensielt store problemene i finanssektoren. Samtidig er det viktig å påpeke at selv om disse mulige problemområdene i ettertid virker selvfølgelige, var det ikke gitt at de ville skape en krise av de dimensjoner som man faktisk fikk.

Figur 11. Årlig BNP-vekst i kriselandene, 1996-2000³⁹

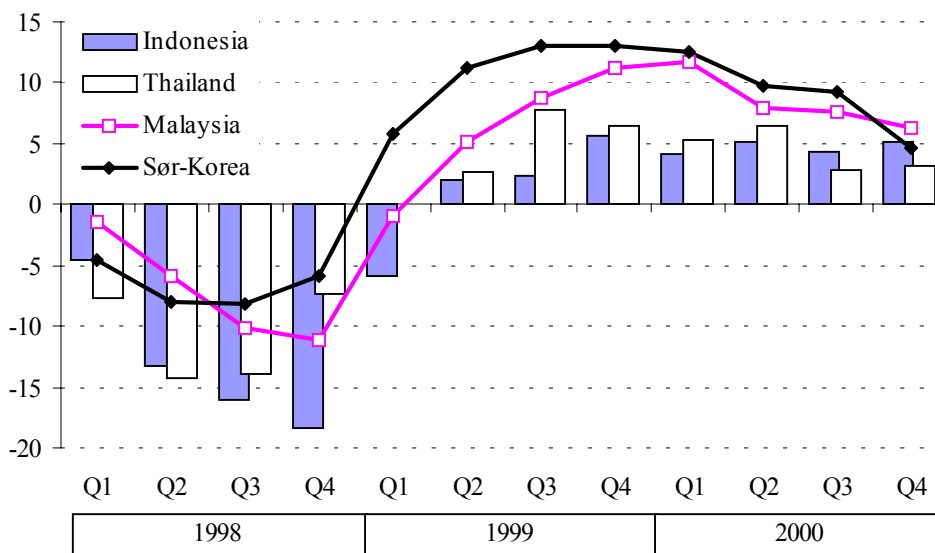


Figur 11 viser den dramatiske endringen i BNP-utviklingen i kriselandene. To aspekter ved figuren er spesielt verd å legge merke til. For det første var nedgangen i økonomisk aktivitet i kriselandene, med unntak av Thailand, begrenset til ett år: 1998. For det andre varierte problemene mellom de ulike landene. Reduksjonen i Indonesias BNP var for eksempel nesten dobbelt så kraftig som nedgangen i Sør-Koreas BNP. I Indonesia og Thailand var nedgangen mer markant, og oppgangen etter krisen mer dempet, enn i Malaysia og Sør-

³⁹ Basert på data fra de nasjonale oversiktene i *Key Indicators 2001*, utgitt av Asian Development Bank (ADB).

Korea. Spesielle elementer i de ulike landene kan forklare dette mønsteret. Akkurat som bakgrunnen for krisen varierte mellom landene, var det forskjeller i grunnlaget for gjenopphentingen.

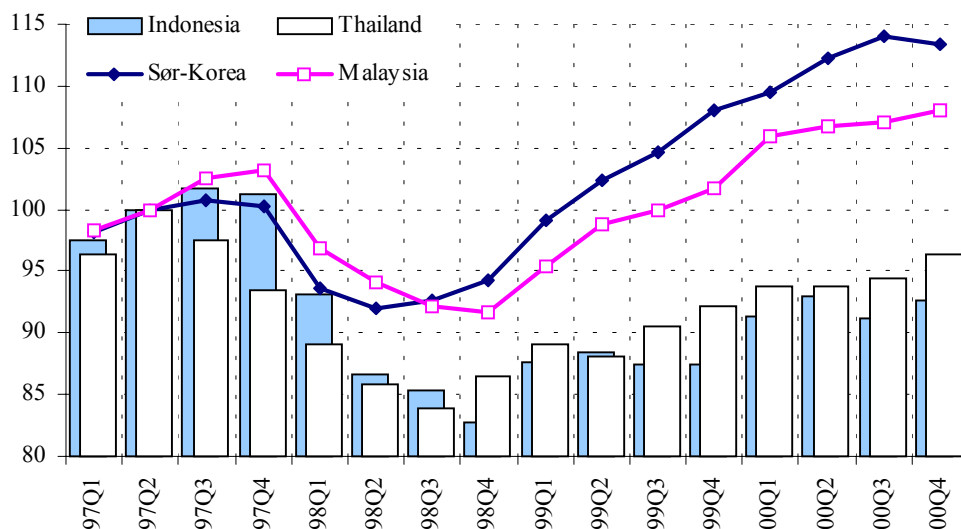
Figur 12. Kvartalsvis BNP-vekst i kriselandene, prosent y-o-y, 1998-2000⁴⁰



Figur 12 – som viser den kvartalsvise utviklingen i BNP på årlig basis – gir en mer detaljert presentasjon av tallene som ligger til grunn for figur 11. Vi ser at nedgangen snudde allerede i tredje kvartal 1998 for Sør-Koreas og Thailands del, og to kvartaler senere for Indonesia og Malaysia. Fra andre kvartal 1999 var den økonomiske veksten – på årsbasis – positiv i alle kriselandene. Utviklingen i Sør-Korea var spesielt oppmuntrende. Tosifrede vekstrater sørget for at verdiskapningen allerede i andre kvartal 1999 var kommet opp på det samme nivået som før krisen.

Figur 13 er en indekstert oversikt over BNP-utviklingen, basert på sesongjusterte tall. Figuren har altså et noe annet grunnlag enn figur 12. Den kvartalsvise BNP-indeksen viser at det kun var tre kvartaler med nedgang i BNP i Sør-Koreas tilfelle, mot fire i Malaysias tilfelle og fem kvartaler med nedgang i Indonesia og Thailand.

⁴⁰ Basert på annualiserte (year-on-year) tall fra ulike utgaver av *Asia Recovery Report* og *Asia Economic Monitor*. Dette er to kvartalsvise publikasjoner, utgitt av Asian Development Bank.

Figur 13. Kvartalsvis BNP (97Q2=100, sesongjustert), 1997-2000⁴¹

Figur 13 viser at førkrisenivået ble nådd igjen allerede i løpet av 1999 i Malaysia og Sør-Korea. I Indonesia og Thailand var nedgangen kraftigere, og landene hadde ved utgangen av år 2000 lavere verdiskapning enn før krisen. Dette henger delvis sammen med forskjellene i grunnlaget for krisen. Thailand var det landet som var mest sårbart i forkant av krisene, og utviklingen i Indonesia kan karakteriseres som total økonomisk kollaps. I Malaysia og Sør-Korea var situasjonen mindre dramatisk, noe som reflekteres i at nedgangen i økonomisk aktivitet var mer dempet og gjenoppbyggingen gikk hurtigere.

I kjølvannet av finans- og valutakrisene fant det altså sted en kraftig nedgang i økonomisk aktivitet. Indonesia, som var det landet som opplevde det kraftigste fallet i valutakursen, var også det landet som ble hardest rammet av den økonomiske krisen. De sosiale effektene av den økonomiske krisen var også mer påfallende i Indonesia enn i de andre kriselandene. Indonesia hadde den laveste gjennomsnittsinntekten og den høyeste andelen fattige allerede før krisen, og hadde også et relativt begrenset sosialt sikkerhetsnett.

Hvorfor førte finans- og valutakrisene til resesjon i kriselandene? En oversikt over enkelte av mekanismene som ledet fra finansiell krise og valutakrise til økonomisk krise, er gitt i Tenold (1998:41:50). Disse mekanismene vil ikke bli nærmere presentert i denne forbindelse. I stedet vil vi se nærmere på hvordan den økonomiske krisen kom til uttrykk, gjennom en oppsplitting av tallene for BNP-utviklingen.

⁴¹ Tall fra "ARIC indicators" – en online-database tilhørende ADBs *Asian Recovery Information Centre*.

4.2. ULIKE SEKTORERS BETYDNING

Utslagene av den økonomiske krisen kan vurderes på flere måter. En mulighet er å se på aktiviteten i forskjellige sektorer, med det formål å identifisere sektorene med den kraftigste nedgangen i verdiskapningen. En slik sammenligning avdekker igjen at det var forskjeller blant kriselandene. Ett fellestrekk var imidlertid at jordbrukssektoren viste langt mer beskjeden produksjonsnedgang enn de andre sektorene, på tross av den negative påvirkningen fra værphenomenet El Niño.⁴²

Tabell 6. Sektormessig reduksjon i aktiviteten i 1998⁴³

	Indonesia	Malaysia	Sør-Korea	Thailand
Jordbruk	-1,3	-2,8	-6,6	-3,2
Industri	-11,4	-13,4	-7,4	-11,1
Bygg og anlegg	-36,4	-24	-8,6	-39
Tjenester	-16,5	-0,4	-7,2	-10

Tabell 6 viser at jordbrukssektoren ble relativt upåvirket av krisen, og viste mer stabilitet enn de andre næringene. Jordbrukssektorens andel av verdiskapningen varierte imidlertid kraftig mellom de ulike kriselandene. I Sør-Korea var jordbrukssektoren liten, og jordbruksprodukter utgjorde under to prosent av landets eksport i 1997. I Indonesia var jordbrukssektoren langt viktigere, og jordbruksprodukter utgjorde mer enn ti prosent av landets eksport. Det var faktisk jordbrukssektoren som ga det største positive bidraget til den økonomiske veksten i Indonesia i 1999 (*Asia Recovery Report*, Mars 2000:20).

Verdiskapningen i tjenestesektoren ble redusert i alle kriselandene, og i Indonesia var tjenestesektorens nedgang kraftigere enn fallet i industriproduksjonen. Landet skiller seg imidlertid ut i så måte. I Malaysia var nedgangen i tjenesteproduksjonen marginal, og under én prosent. I Sør-Korea sank både industriproduksjonen og aktiviteten i bygge- og anleggsnæringen mer enn tjenesteproduksjonen. I Thailand viste tjenestesektoren nedgang både i 1997 og 1998, men sektorens andel av BNP var likevel økende, siden andre sektorer hadde en mer negativ utvikling.

Under den økonomiske krisen var det spesielt industriproduksjonen og bygge- og anleggsvirksomheten som pekte seg ut i negativ retning, med betydelig nedgang i alle

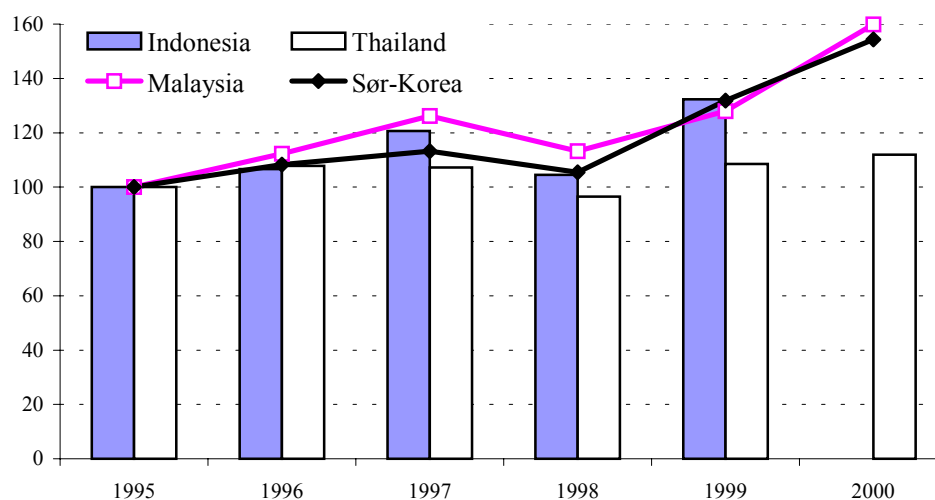
⁴² I Malaysia var nedgangen i jordbrukssektoren kraftigere enn nedgangen i tjenestesektoren.

⁴³ Basert på tall fra de nasjonale oversiktene i *Asia Recovery Report*, Desember 2001.

kriselandene fra 1997 til 1998. Over tid ble imidlertid industriproduksjonen viktig for gjenopphevingen i de fleste av kriselandene, mens bygge- og anleggsvirksomheten i regionen fortsatt er begrenset.

Figur 14 er en indeks som viser utviklingen i industriproduksjonen i de landene som ble hardest rammet av den økonomiske krisen. Mønsteret er ikke ulikt utviklingen i samlet BNP – figuren viser nedgang fra 1997 til 1998 og varierende grad av gjenoppheving etter dette. Igjen ser vi også at utviklingen i Thailand var preget av en moderat nedgang allerede i 1997, et år da industriproduksjonen fortsatt var økende i de andre kriselandene.

Figur 14. Industriproduksjonsindeks (1995=100), 1995-2000⁴⁴



I Malaysia, Sør-Korea og Thailand var det forbedringen i industriproduksjonen som dominerte gjenopphevingen etter krisen. Sør-Korea kan tjene som eksempel. I tredje kvartal 1999 hadde industriproduksjonen i Sør-Korea vokst med mer enn en fjerdedel relativt til situasjonen ett år tidligere. Veksten fra 1998 til 1999 var på mer enn 20 prosent. Året etter var det en avmatning av veksten, men Sør-Koreas industriproduksjon vokste likevel med mer enn 15 prosent fra 1999 til 2000.

Også i Malaysia og Thailand vokste produksjonen i industrisektoren kraftig. I Malaysia økte industriproduksjonen med 13,5 prosent fra 1998 til 1999, og med over 20

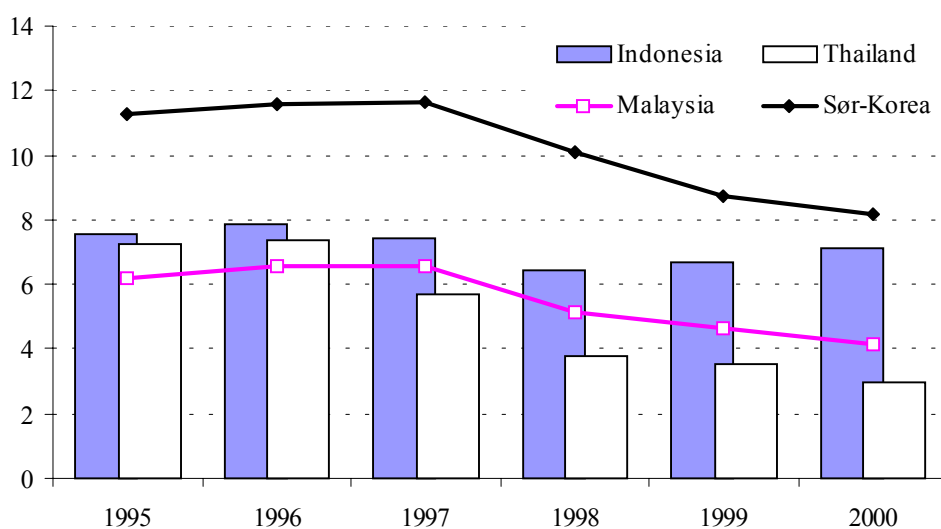
⁴⁴ Tall fra ADBs database *Key Indicators 2001*. Basert på kolonnen "Production indexes - manufacturing". Tall for Indonesia i år 2000 er ikke tilgjengelige.

prosent fra 1999 til 2000. I Thailand var veksten lavere, noe som reflekteres i at landets gjenoppheining var mer dempet. Thailands industriproduksjon økte med 11,5 prosent fra 1998 til 1999, men bare med i underkant av seks prosent fra 1999 til 2000.

Den sterke veksten i industriproduksjonen etter 1998 henger sammen med en kraftig økning i eksporten av industriprodukter. Industrisektoren i Malaysia, Sør-Korea og Thailand nøy blant annet godt av den kraftige internasjonale etterspørselen etter elektroniske produkter i 1999. Sterk vekst i den amerikanske økonomien og forbedrede konjunkturer i Japan og ASEAN-landene (Association of Southeast Asian Nations) hadde en klart positiv effekt i 1999 og 2000. Landene ble imidlertid rammet av den internasjonale nedgangskonjunkturen, og i de første kvartalene av 2001 var industriveksten langt lavere.

Den sektoren som har falt sterkest i forbindelse med krisene, og hvor nedgangen har vist seg å være mest seiglivet, er bygge- og anleggsvirksomheten. Bygge og anleggsvirksomhet utgjorde imidlertid en mindre andel av verdiskapningen enn industriproduksjonen, slik at den nasjonaløkonomiske betydningen av nedgangen ble mindre dramatisk.

Figur 15. Bygge- og anleggsvirksomhet, andel av BNP, 1995-2000⁴⁵



Figur 15 viser bygge- og anleggsvirksomheten som andel av BNP i kriselandene. Figuren viser både at det var en kraftig nedgang etter 1997, og at gjenoppheiningstiden stort sett var preget av utflating, heller enn av vekst.

⁴⁵ Tall fra ADBs database *Key Indicators 2001*. Basert på kolonnen "Construction" som andel av "GDP by industrial origin".

Selv om figur 15 gir en god indikasjon på den reduserte aktiviteten i bygge- og anleggsnæringen, vil figuren, fordi den er basert på BNP-andel, undervurdere den faktiske reduksjonen fra 1997 til 1998. Nedgangen etter 1998 vil dessuten i noen grad bli oppveiet av den korresponderende økningen i BNP. Den langsiktige tendensen har imidlertid vært klart negativ. I alle kriselandene har den reduserte aktiviteten i bygge- og anleggsvirksomheten utgjort en kraftig negativ impuls for den økonomiske utviklingen. Effekten kunne imidlertid vært verre – i Indonesia har offentlige infrastrukturprosjekter bidratt til å øke aktiviteten, og i Malaysia har offentlige boligprosjekter hatt en positiv virkning. Nedgangen i den private bygge- og anleggsvirksomheten vil derfor være mer dramatisk enn det de aggregerte tallene indikerer.

Tabell 7. Bygge- og anleggsvirksomhet, årlig vekst, 1996-2000⁴⁶

	1996	1997	1998	1999	2000
Indonesia	12,8	7,4	-36,4	-0,8	6,7
Malaysia	16,2	10,6	-24	-4,4	1
Sør-Korea	6,9	1,4	-8,6	-9,1	-3,7
Thailand	6,9	-26,4	-39	-5,4	-9,7

Tabell 7 viser den årlige veksten eller nedgangen i bygge- og anleggsnæringen, basert på tall fra ADB. Thailands ”byggeboble” sprakk med et fantastisk smell, og landet har hatt nedgang i bygge- og anleggsvirksomheten fire år på rad. Bakgrunnen for den kraftige reduksjonen var blant annet en voldsom kapasitetsoppbygging i forkant av krisene, og Thailand stod i denne forbindelse i en særstilling. I siste kvartal 1998 utgjorde andelen ledige kontorlokaler i Bangkok nærmere 30 prosent og var til alt overmål fortsatt økende. Også Indonesia og Malaysia hadde stor overkapasitet – i underkant av en fjerdedel av kontorene stod ledige i Jakarta, og i Kuala Lumpur var andelen 15,5 prosent.⁴⁷ I Sør-Korea var overkapasiteten i eiendomssektoren betydelig mindre.

En sammenligning av sektorenes bidrag til BNP i perioden 1995-96, altså før krisen, og i perioden 1998-99, etter at krisen var et faktum, avdekker at de ulike sektorenes andel av BNP ikke ble dramatisk endret i kjølvannet av krisen. Tabell 8 viser utviklingen for Indonesia og Malaysia, mens tabell 9 viser endringene i Sør-Korea og Thailand. Det er klart av tabellene at

⁴⁶ Tall fra de nasjonale oversiktene i *Asia Economic Monitor*, Desember 2001.

⁴⁷ Tall fra *Asia Recovery Report*, Mars 2000 (19, 36 og 53).

det ikke er noe entydig mønster med hensyn til hvilke sektorer som fikk økt sin andel av verdiskapningen, og hvilke sektorer som fikk redusert betydning.

Tabell 8. Sektorenes andel av BNP i Indonesia og Malaysia, 1995-96 og 1998-99.

Endringer i prosentpoeng og prosent.⁴⁸

	Indonesia				Malaysia			
	1995-96	1998-99	pp.	prosent	1995-96	1998-99	pp	prosent
Agriculture	16,9	18,9	2,0	11,7	12,3	12,0	-0,2	-1,8
Mining	8,7	11,1	2,4	27,5	6,4	6,8	0,4	7,0
Manufacturing	24,9	25,5	0,6	2,2	27,2	30,2	3,0	11,2
Electricity, gas and water	1,3	1,2	-0,1	-5,9	2,6	3,3	0,7	25,4
Construction	7,7	6,6	-1,2	-14,9	6,4	4,9	-1,5	-23,5
Trade	16,5	15,7	-0,8	-5,1	15,1	14,9	-0,2	-1,3
Transport and communications	6,7	5,2	-1,5	-22,1	6,7	6,8	0,2	2,7
Finance	8,5	6,8	-1,7	-19,6	12,3	13,0	0,7	5,9
Public administration	5,7	4,7	-1,0	-17,4	7,1	6,6	-0,5	-7,1
Others	3,1	4,3	1,2	39,7	6,7	7,0	0,3	5,1

Tabell 9. Sektorenes andel av BNP i Sør-Korea og Thailand, 1995-96 og 1998-99.

Endringer i prosentpoeng og prosent.

	Sør-Korea				Thailand			
	1995-96	1998-99	pp.	prosent	1995-96	1998-99	pp	prosent
Agriculture	6,0	5,0	-1,0	-16,6	11,1	11,9	0,8	7,0
Mining	0,4	0,4	-0,1	-19,3	1,3	1,8	0,5	42,6
Manufacturing	29,1	30,8	1,7	5,8	28,3	30,3	2,0	7,1
Electricity, gas and water	2,1	2,6	0,5	24,0	2,4	2,8	0,4	16,9
Construction	11,4	9,4	-2,1	-17,9	7,3	3,6	-3,7	-50,1
Trade	12,2	10,8	-1,4	-11,8	15,7	15,8	0,2	1,0
Transport and communications	6,6	6,9	0,4	5,5	7,3	8,0	0,7	9,2
Finance	18,4	19,6	1,2	6,7	7,5	4,3	-3,2	-43,1
Public administration	4,2	4,4	0,2	5,2	3,8	4,3	0,5	14,1
Others	9,5	10,1	0,6	5,9	15,3	17,1	1,8	11,8

Tabell 8 og tabell 9 viser at det har vært endringer i sektorenes betydning. Det utkrystalliserer seg imidlertid ikke noe utvetydig mønster når det gjelder utviklingen i de forskjellige

⁴⁸ Basert på tall fra ADBs database *Key Indicators 2001*. For Malaysia er det statistiske feilledd på 2,7 prosent for 1995-96 og 5,6 prosent for 1998-99, på grunn av spesielle beregningsmetoder i forbindelse med importskatt og "imputed bank charges". For de andre landene er feilleddene under 0,01 prosent.

næringenes betydning. Jordbrukssektoren ble for eksempel viktigere i Indonesia, men mindre betydningsfull i Sør-Korea. Det er for øvrig påfallende at jordbruket og ”*mining*” (som inkluderer oljeutvinning) er blitt viktigere i Indonesia – dette er typisk ressursbaserte næringer som er blitt relativt lite påvirket av kollapsen i landets økonomi og finansielle system. Industriproduksjonen har hatt rollen som motor i de andre landene. I Malaysia, Sør-Korea og Thailand er industriproduksjon den sektoren som har hatt den kraftigste økningen i BNP-andelen, målt i prosentpoeng.

For de fleste andre sektorene er bildet blandet – de er blitt viktigere i enkelte land og mindre viktige i andre. Ett eksempel er finansnæringen, som har gått kraftig tilbake i Thailand, gått noe tilbake i Indonesia, men økt sin andel av BNP i Malaysia og Sør-Korea. I tråd med det vi har sett ovenfor, ble bygge- og anleggsvirksomhetens andel av BNP kraftig redusert i alle landene. Dette er den sektoren som på regional basis har fått den kraftigste smellen i forbindelse med den økonomiske krisen.

Den korte gjennomgangen ovenfor har vist at de ulike sektorenes utvikling varierte både i forbindelse med krisen og i forbindelse med gjenoppbyggingen. Et alternativ til å se på de ulike sektorenes utvikling, er å vurdere utviklingen i de ulike komponentene i bruttonasjonalproduktet – på hvilke områder kom nedgangen i BNP til uttrykk?

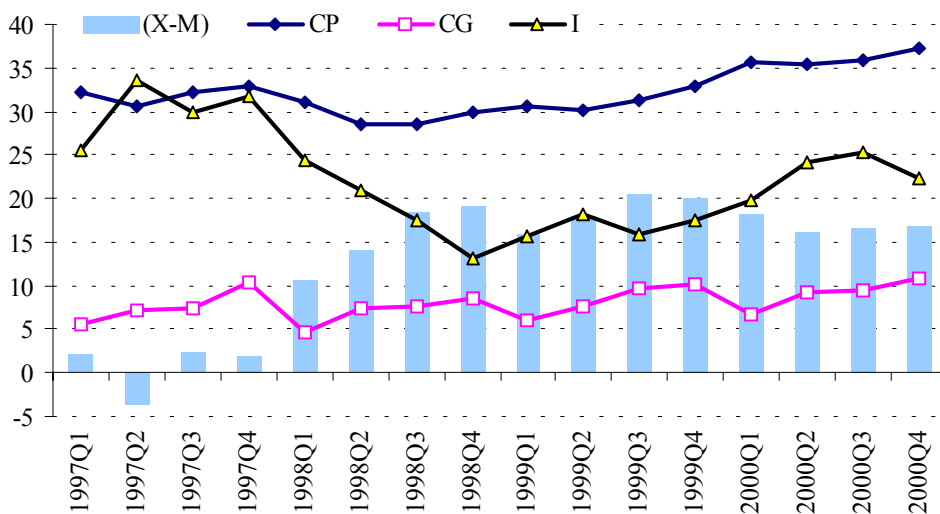
4.3. SAMMENSETNINGEN AV BNP

Gjennomgangen av de ulike sektorenes bidrag til BNP kan ses på som en produksjonsside-tilnærming til verdiskapningen. Den påfølgende presentasjonen legger derimot vekt på anvendelse, snarere enn sektormessige bidrag. I tradisjonelle, forenklete fremstillinger blir bruttonasjonalproduktets komponenter vanligvis definert som konsum (gjerne splittet opp i privat konsum og offentlig konsum), investeringer og handelsoverskudd. Betydningen av de ulike elementene varierte under krisen – i denne gjennomgangen er det spesielt utviklingen i investeringene som er gjenstand for diskusjon.

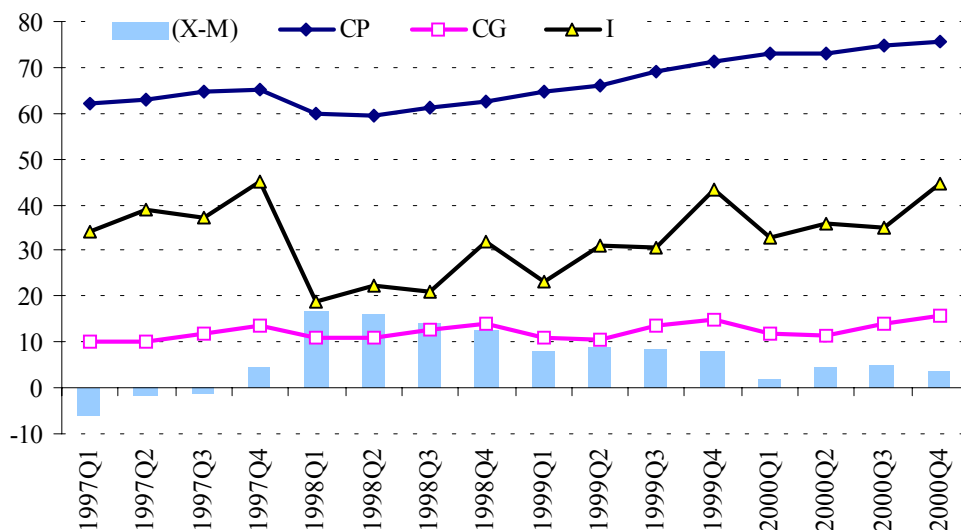
Figurene 16 til 18 viser den kvartalsvise BNP-sammensetningen i tre av kriselandene, og illustrerer hvordan de ulike komponentene har utviklet seg. Kvartalsvise BNP-tall er ikke tilgjengelige for Indonesia. Figurene er basert på løpende verdier i nasjonal valuta. Inflasjonselementet vil føre til at nedgangen i BNP i 1998 blir undervurdert, og at reduksjonen i de ulike komponentene vil fremstå som noe svakere enn den faktisk var. Tilsvarende vil gjenopphevingen etter 1998 virke sterkere enn det en fastpris-beregning ville vist. For de tre landene som er presentert, utgjør dette imidlertid ikke noe stort problem. I Malaysia var den årlige gjennomsnittlige inflasjonsraten tre prosent i den presenterte fireårsperioden, mot 3,7 prosent i Sør-Korea og 3,8 prosent i Thailand. Dette elementet har dessuten størst betydning i 1998 – for årene 1999 og 2000 var den gjennomsnittlige inflasjonsraten under én prosent i Thailand, 1,6 prosent i Sør-Korea og i overkant av to prosent i Malaysia.

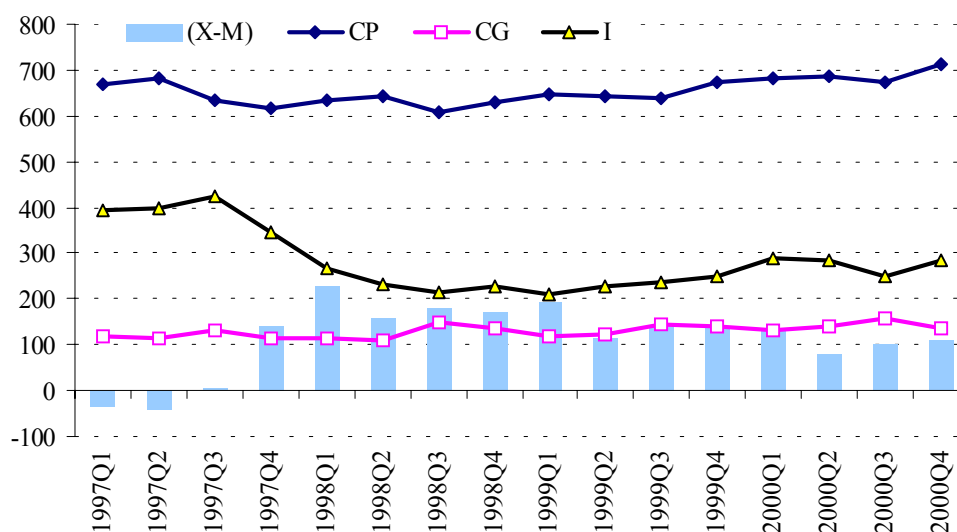
I figurene er BNP splittet opp i fire elementer – privat konsum (CP), offentlig konsum (CG), investering (I) og vare- og tjenestebalanse (X-M). Investeringene inkluderer både realkapitalinvesteringer og endringer i lager. Statistiske feilkilder er ikke tatt med i figurene – disse utgjør i snitt 1,4 prosent av BNP for Thailand og 0,7 prosent av BNP i Sør-Korea. I Malaysia er avvikene mellom summen av komponentene og de oppgitte BNP-tallene ubetydelige.⁴⁹

⁴⁹ Tallene som ligger til grunn for figurene, er tatt fra IMF's *International Financial Statistics*-database. De benyttede kolonnene er 96F (Household Consumption Expenditure), 91F (Government Consumption), 89E (Gross Fixed Capital Formation), 93I (Changes in Inventories), 90C (Exports of Goods and Services) og 98C (Imports of Goods and Services). Statistiske feilkilder er beregnet med utgangspunkt i kolonne 99B (Gross Domestic Product).

Figur 16. Kvartalsvis BNP-sammensetning i Malaysia, milliarder *ringgit*, 1997-2000

BNP-utviklingen i Malaysia illustrerer at de ulike komponentene utviklet seg i forskjellig retning i forbindelse med krisen. I Malaysias tilfelle ser vi dessuten at offentlig konsum er relativt lavt i begynnelsen av hvert år, for så å øke frem mot slutten av året. Et lignende mønster, som reflekterer periodiseringsproblemer, ser vi også i de andre landene.

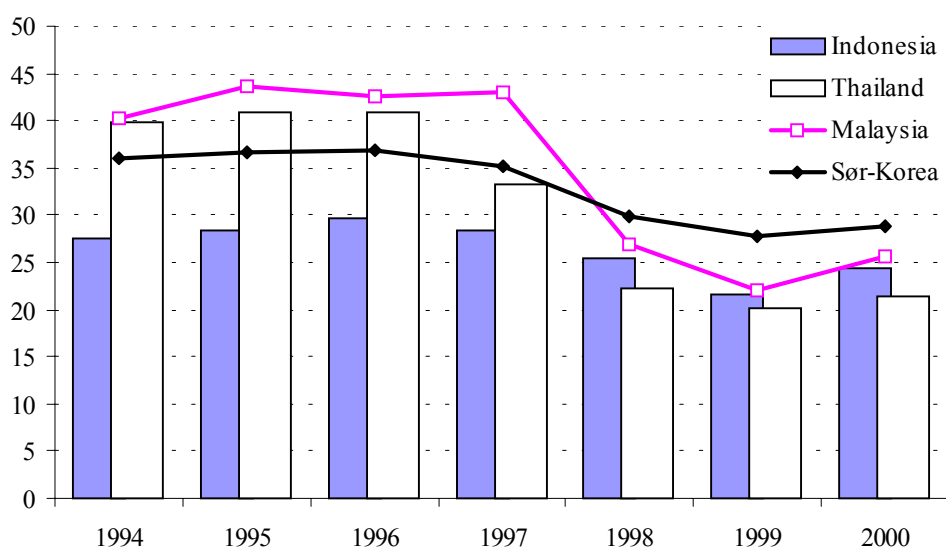
Figur 17. Kvartalsvis BNP-sammensetning i Sør-Korea, 1000 milliarder *won*, 1997-2000

Figur 18. Kvartalsvis BNP-sammensetning i Thailand, milliarder *baht*, 1997-2000

Figurene over viser at de ulike BNP-komponentene utviklet seg meget forskjellig i forbindelse med den økonomiske krisen. Den økonomiske aktiviteten ble redusert i 1998 på grunn av en kraftig nedgang i den innenlandske etterspørselen. Etterspørselen etter konsumvarer sank noe, blant annet som følge av lavere realinntekt og formuesreduksjon. Langt viktigere var imidlertid den kraftige nedgangen i investeringene. Det var flere årsaker til denne investeringsnedgangen, blant annet finanskrisen og kapitalflukten, med påfølgende likviditetsproblemer og begrensninger på kreditt-tilgangen. De nedjusterte forventningene til den fremtidige økonomiske veksten hadde dessuten en negativ effekt på omfanget av investeringene i regionen.

Investeringene faller kraftig

Som vi har sett tidligere, kom de dårligere tidene først til Thailand – reduksjonen i thailandske investeringer hadde startet allerede i 1997. Figur 19 viser det samme mønsteret som de kvartalsvise BNP-tallene, nemlig en kraftig endring i investeringsratene i forbindelse med krisen. For alle kriselandene utgjør investeringene i dag en lavere andel enn tidligere. Frem til krisen brøt ut var imidlertid investeringsratene høye i internasjonalt perspektiv. Reduksjonen har vært størst i Malaysia og Thailand – som hadde de høyeste ratene før krisen – og tilsynelatende lavest i Indonesia og Sør-Korea.

Figur 19. Bruttoinvestering i prosent av BNP, 1994-2000⁵⁰

Når det gjelder utviklingen i investeringsnivået er det imidlertid rom for ulike vurderinger, avhengig av hvilke indikatorer som benyttes som utgangspunkt for analysen. Det er ingen tvil om at bruttoinvesteringene, som andel av BNP, har falt kraftig. Tallene som figur 19 bygger på, viser imidlertid en mindre markant nedgang enn andre kilder.

Ifølge Verdensbankens *World Development Indicators* (WDI) falt bruttoinvesteringene i Indonesia fra 32 prosent i 1996 til 12 prosent i 1999 – en langt kraftigere reduksjon enn den som kommer fram av figur 19. Tallene fra WDI inkluderer imidlertid endringer i lager. I alle kriselandene, med unntak av Malaysia, var situasjonen karakterisert ved lageroppbygging i forkant av krisen, og reduksjon i lagrene da krisen var et faktum. Dette fører til at tall som inkluderer endringer i lager, vil indikere en langt kraftigere reduksjon i investeringene enn kilder som ikke tar hensyn til lagerendringer. Indonesia kan tjene som eksempel. I 1997 økte lagrene i Indonesia, mens de i 1999 ble kraftig redusert. Investeringsraten i 1997 blir derfor høyere om lagerendringer inkluderes (31 mot 30 prosent), mens bruttoinvesteringene i 1999 blir betydelig lavere (12 mot 22 prosent).

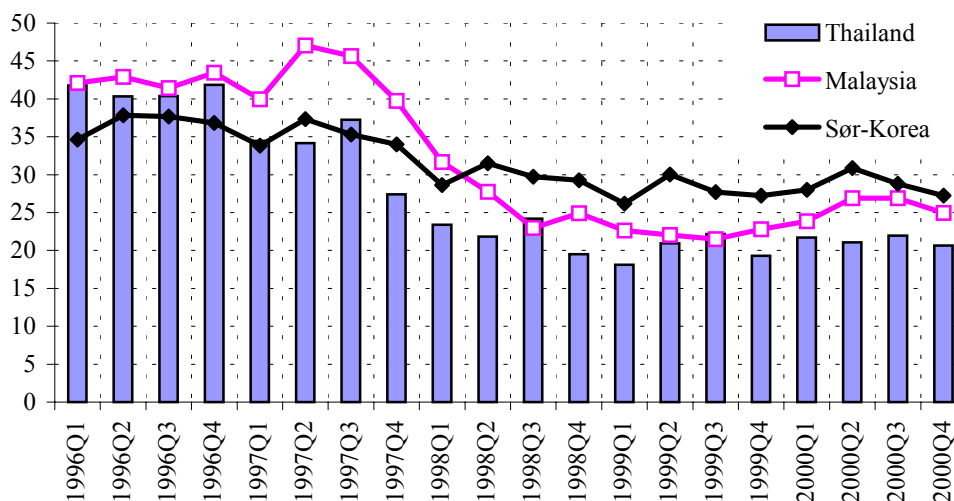
Tabell 10 dokumenterer fallet i investeringsraten fra perioden 1996-97 til perioden 1998-2000. Kolonne 6 og 7 viser avvikene mellom tall fra WDI og tall som viser realkapitalinvesteringer, uten hensyn til lagerendringene.

⁵⁰ Tall fra ADBs database *Key Indicators 2001*. Basert på kolonne 026 (Gross Fixed Capital Formation), som andel av kolonne 023 (Expenditure on GDP). Tallene samsvarer med data fra IMF's *International Financial Statistics*-database. Igjen må det tas hensyn til at BNP sank fra 1997 til 1998, slik at den faktiske nedgangen i investeringene vil være større enn det som fremkommer av figuren.

Tabell 10. Bruttoinvestering fra ulike kilder. Avvik og nedgang i prosentpoeng.⁵¹

	ADB 1996-97	WDI 1996-97	ADB 1998- 2000	WDI 1998- 2000	ADB 1996-97	Avvik 1998-2000	Nedgang ADB	Nedgang WDI
Indonesia	29,0	31,5	23,8	15,7	2,5	-8,1	-5,2	-15,8
Malaysia	42,8	42,0	24,8	25,3	-0,8	0,5	-18,0	-16,7
Sør-Korea	35,9	36,0	28,8	26,3	0,1	-2,4	-7,2	-9,7
Thailand	37,1	37,5	21,2	20,7	0,4	-0,5	-15,9	-16,8

De siste to kolonnene i tabell 10 viser at nedgangen i investeringsratene i kriselandene, med unntak av Malaysia, blir mer dramatisk dersom endringene i lager tas med i beregningen. Tre elementer kan bidra til å forklare den kraftige endringen i lagerutviklingen. For det første førte økte finansielle kostnader og likviditetsproblemer i enkeltbedrifter til at det ikke lenger var ønskelig å opprettholde store lagre. For det andre førte valutakursfallet, og bedringen i landenes konkurransevne til at varene ble mer konkurransedyktige. Importerte innsatsfaktorer ble imidlertid mer kostbare målt i landenes valuta. For det tredje førte den økte usikkerheten omkring den fremtidige utviklingen til et ønske om å redusere lagrene.

 Figur 20. Kvartalsvis bruttoinvestering, andel av BNP, 1996-2000⁵²


⁵¹ Tallene i kolonne 2 og 4 kommer fra ADBs database *Key Indicators 2001*. Basert på kolonne 026 (Gross Fixed Capital Formation), som andel av kolonne 023 (Expenditure on GDP). Tallene i kolonne 3 og 5 er tall for "Gross Capital Formation", oppgitt som prosent av BNP i WDI's online-database.

⁵² Tall fra IMF's *International Financial Statistics*-database, kolonne 89E (Gross Fixed Capital Formation) som andel av kolonne 99B (Gross Domestic Product). Andelene tar ikke hensyn til lagerendringer. Kvartalsvise tall er ikke tilgjengelige for Indonesia.

Figur 20 viser den kvartalsvise utviklingen i investeringsratene, og tar ikke hensyn til lagerendringer. Vi ser at andre og tredje kvartal 1997 – altså tiden omkring valutakrisens startpunkt – var de siste kvartalene hvor investeringenes andel av BNP holdt seg på omtrent samme nivå som før krisen. I Thailand var investeringsraten noe lavere i 1997 enn i 1996. Den dramatiske nedgangen kom imidlertid først etter tredje kvartal 1997. I løpet av tre kvartaler falt investeringenes andel av BNP med 42 prosent (nesten 18 prosentpoeng) i Malaysia og med en tredjedel (15,5 prosentpoeng) i Thailand. I Sør-Koreas tilfelle var både den absolutte og den relative reduksjonen mer beskjeden – investeringsraten i Sør-Korea nådde imidlertid bunnen (målt som andel av BNP) så sent som i første kvartal 1999.

Den kraftige reduksjonen i investeringsraten i alle kriselandene hadde sterke, negative implikasjoner for verdiskapningen. Investeringene var ikke bare den BNP-komponenten som falt mest, men også den delen av BNP som senest snudde i positiv retning. Det er en rekke årsaker til at investeringene i regionen var på et relativt lavt nivå selv etter at gjenopphenting etter krisen var begynt.

Problemene i finansnæringen – som begrenset bankenes og finansinstitusjonenes evne til å yte kreditt – var en viktig faktor bak investeringsnedgangen. Finansnæringen i kriselandene har vært under kraftig omlegging, og usikkerheten i økonomiene generelt og finanssektoren spesielt har lagt en demper på investeringslysten. Det har også vært diskutert hvorvidt regionen har vært utsatt for et "*credit crunch*" – altså hvorvidt det eksisterte etterspørsel etter kreditt som banker og kredittinstitusjoner ikke kunne tilfredsstille. For en gjennomgang av denne diskusjonen, se Lane *et al.* (1999:51).

Tre trekk ved finanssektoren i landene er spesielt viktige i forbindelse med investeringsnedgangen. For det første spilte den dramatiske endringen i internasjonale kapitalstrømmer en vesentlig rolle. Tilstrømmingen av kapital hadde fungert som et supplement til innenlandsk sparing, og muliggjort den sterke innenlandske utlånsveksten før krisene brøt ut. Utstrømmingen av lånemidler trakk i motsatt retning. Greene (2002:8-19) viser hvordan endringen i internasjonale kapitalstrømmer bidro til en reduksjon i BNP, gjennom å redusere mulighetene for finansiering av private investeringer.

For det andre ble bankenes evne til å låne ut kapital begrenset. Valutakursfallet og de økende realrentene førte til at en rekke firmaer ble illikvide (inntektene var ikke tilstrekkelige til å betjene gjelden) og insolvente (gjelden oversteg verdiene). Det var spesielt fallet i valutakursen som hadde slike negative effekter – se presentasjonen av Claessens, Djankov og

Ferrie (1998) i Lane *et al.* (1999:51). Den store mengden misligholdte lån – som økte kraftig i forbindelse med valutakursfallet – og manglende kapitalbase gjorde det vanskelig for bankene å yte kreditt. ”*Bank runs*” fra usikre innskytere var med på å redusere kapitalbasen, først og fremst i indonesiske banker, men også i Sør-Korea og Thailand.

For det tredje økte betydningen av asymmetrisk informasjon. Usikkerheten knyttet til kreditorenes finansielle stilling gjorde at det ble tilnærmet umulig for bankene å diskriminere mellom dårlige og gode låntakere. Dårlige låntakere ville typisk være bedrifter med fundamentale problemer, for eksempel som et resultat av feilslåtte investeringer. Gode låntakere ville være økonomisk sett solide bedrifter, som var blitt rammet av problemene på midlertidig basis. Vanskene med å skille mellom disse to typene låntakere, førte til at kreditten ble stoppet for ”alle” låntakere. Manglende kreditt kunne gi anstrengt likviditet også i bedrifter som i utgangspunktet var ”gode”. I dette tilfellet var det ikke bankenes evne til å låne ut penger, men bankenes vilje til å yte kreditt, som stod sentralt.

Problemene i finansnæringen var imidlertid ikke den eneste årsaken til investeringsnedgangen – det finnes også en rekke forklaringer på bedriftsnivå. Overkapasitet i enkelte sektorer, og da spesielt i eiendomsmarkedet, virket negativt på investeringslysten. Høye realrenter la også en demper på bedriftenes investeringer. I en rekke bedrifter har dessuten økonomiske problemer gjort investering – og ikke minst tilgang på lånemidler – vanskelig.

Reduksjonen i foretakenes investeringsvilje var en viktig årsak til reduksjonen i investeringene. Ghosh & Ghosh (1998) har sett nærmere på spørsmålet om det var tegn til ”*credit crunch*” i tre av kriselandene. Var det slik at bedrifter med kapitalbehov ikke fikk tilgang på kreditt? Ghosh & Ghosh finner at etterspørselen etter kapital i Indonesia var høyere enn tilbudet i siste del av 1997, noe som innebærer en grad av kredittrasjonering. I Sør-Korea og Thailand falt imidlertid etterspørselen etter kreditt mer enn tilbudet, slik at tilbudssiden ikke var den begrensende faktor.

To momenter påvirker imidlertid resultatene i analysen til Ghosh & Ghosh. For det første er det viktig å ha i bakhodet at analysen vurderer økonomien som helhet. Dette innebærer at utslagene på bedriftsnivå kan ha vært negative, selv om dette ikke fanges opp av modellen. En rekke i utgangspunktet kredittverdige foretak, som hadde behov for kapital, kan ha hatt vansker med å få kreditt. Effektene av asymmetrisk informasjon og problemene med å skille mellom gode og dårlige låntakere, kan derfor ha vært meget negative. Resultatet vil da

bli spredning av det økonomiske uføret. For det andre er fokus i artikkelen til Ghosh & Ghosh forholdet mellom kreditt-tilbud og -etterspørsel ved det gjeldende rentenivå. Det høye realrentenivået var i seg selv en begrensende faktor, og kan forklare at bedriftenes investeringer ble kraftig redusert, selv om det ikke var tegn til ”*credit crunch*”.

Forholdet mellom tilgang på kreditt og kostnaden ved kreditt er analysert av Dollar & Hallward-Driemeier (1998), som har sett på situasjonen i 1200 thailandske industribedrifter. De viser hvordan krisen påvirket aktiviteten i bedrifter i ulike bransjer, og hvordan størrelsen på bedriften påvirket tilpasningen. Tilgang på kapital blir i liten grad vektlagt som en årsak til den reduserte økonomiske aktiviteten – bare 20 prosent av bedriftene så på dette som et vesentlig problem. Kostnadene ved kapital blir derimot fremført som et viktigere moment av thailandske bedrifter. Mellom halvparten og to tredjedeler av bedriftene – avhengig av bransje – så på dette som et vesentlig problem. De to viktigste årsakene til reduksjonen i aktiviteten var imidlertid lavere etterspørsel og høyere priser på importerte innsatsfaktorer.⁵³

Dollar & Hallward-Driemeier (1998:15) viser klart koblingen mellom krisen og reduksjonen i investeringene. Halvparten av bedriftene som i første halvdel av 1997 hadde planlagt å øke produksjonskapasiteten, valgte å ikke ekspandere. Kim & Stone (1999) peker på en annen sammenheng, nemlig at en rekke foretak ble tvunget til å redusere investeringene for å hindre konkurs. Dette elementet blir spesielt viktig i land hvor lånekapital, snarere enn egenkapital, har vært den vanlige måten å finansiere ekspansjon på.

Konsumet reduseres – og tar seg opp igjen

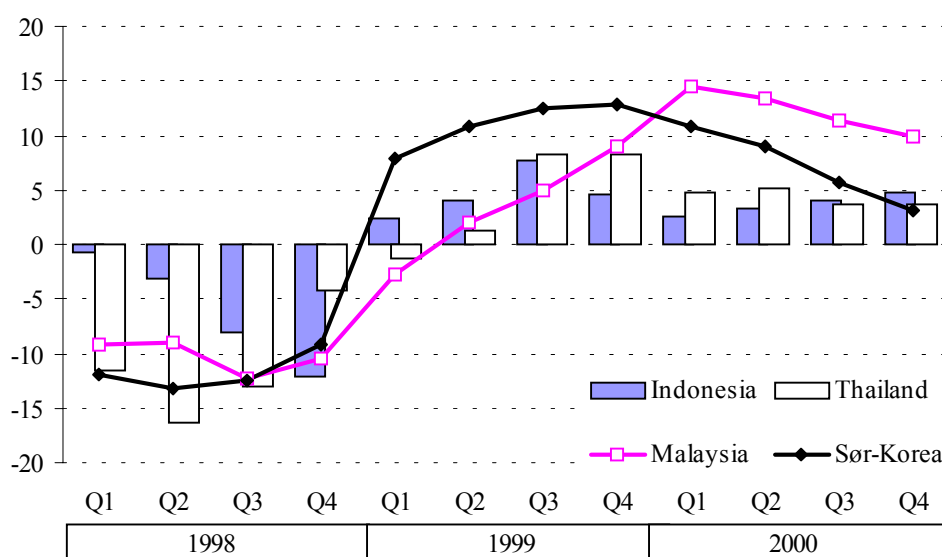
Konsumets andel av BNP var langt mer stabil enn investeringenes andel. Dette er et utviklingstrekk som også er kjent fra andre kriser – se for eksempel oversikten over utviklingen i Norge på slutten av 1980-tallet i Hanisch, Søylen & Ecklund (1999:289). Mønsteret i konsumutviklingen varierte imidlertid mellom de forskjellige landene, og det var også forskjeller i utviklingen i privat og offentlig konsum. Nedgangen i privat konsum var sterkest i Thailand, hvor det var en marginal reduksjon i det private konsumet i 1997 og kraftig nedgang i 1998. I de andre landene var nedgangen i privat konsum begrenset til 1998. Tabell 11 viser utviklingen i privat og offentlig konsum i de fire kriselandene.

⁵³ Undersøkelsen gjelder samlet økonomisk aktivitet, og ikke bare investering.

Tabell 11. Utvikling i privat og offentlig konsum, 1996-2000⁵⁴

	Indonesia		Malaysia		Sør-Korea		Thailand	
	Offentlig	Privat	Offentlig	Privat	Offentlig	Privat	Offentlig	Privat
1996	2,7	9,7	0,7	6,9	8,2	7,1	11,9	5,8
1997	0,1	7,8	5,7	4,3	1,5	3,5	-2,7	-1,1
1998	-15,4	-6,2	-8,9	-10,2	-0,4	-11,7	3,6	-11,5
1999	0,7	4,6	18,5	3,3	1,3	11	0,9	4
2000	6,5	3,6	1,7	12,2	1,3	7,1	6,5	4,3

Under krisens første fase spilte det offentlige konsumet en stabiliserende rolle. Med unntak av Indonesia, var nedgangen i offentlig konsum mindre enn reduksjonen i det private konsumet. En rekke faktorer kan forklare den kraftige nedgangen i det private konsumet. De viktigste elementene var fallende realinntekter, økt usikkerhet med hensyn til inntekter og sysselsettingsmuligheter og redusert tilgang på konsumkreditt. Det var imidlertid tegn til at veksten i det private konsumet i Sør-Korea var synkende også før krisen, og i Thailand ble det private konsumet redusert allerede i 1997.

 Figur 21. Kvartalsvis utvikling i privat konsum, prosent y-o-y, 1998-2000⁵⁵


Figur 21 viser den kvartalsvise utviklingen i det private konsumet. Grafen illustrerer den dramatiske nedgangen i det private konsumet i 1998. Selv om reduksjonen er kraftig, blekner den i forhold til nedgangen i investeringsnivået. Etter hvert som krisene avtok i styrke, ble bidraget fra innenlandske konsumenter positivt. Man kan si at fortegnet på de momentene

⁵⁴ Tall fra de nasjonale oversiktene i *Asia Economic Monitor*, Desember 2001.

⁵⁵ Tall fra de nasjonale oversiktene i *Asia Economic Monitor*, Desember 2001.

som ble presentert ovenfor, skiftet fra negativt til positivt. Mens verdifallet på aksjer og eiendommer hadde gitt redusert konsum i forbindelse med krisen, førte verdiøkning til en bedring i konsumet under gjenopphentingen.

Ett interessant moment i forbindelse med nedgangen i det private konsumet er at husholdningene i liten grad reduserte sparingen – eller tok opp lån – for å opprettholde konsumet. En årsak til dette kan være at konsumentene i land med begrensede kredittmarkeder har relativt liten mulighet til å låne midler for å ”jevne ut” konsumet i midlertidige nedgangsperioder. Tall fra Sør-Korea og Thailand bekrefter dette mønsteret (World Bank, 2000:121-122).

I Sør-Korea begynte det private konsumet å ta seg kraftig opp i første del av 1999, blant annet som et resultat av at økende realinntekter, fallende realrenter og forbedrede forhold i arbeidsmarkedet ga en bedring i ”*consumer confidence*”. I de andre landene kom omslaget senere eller var mer dempet, men bidro likevel til å styrke den innenlandske etterspørselen i løpet av 1999.

I Park & Lees analyse av gjenopphentingen etter finansielle kriser (2001:17), spiller det finanspolitiske elementet – målt som vekst i offentlig konsum – en nøkkelrolle blant de makroøkonomiske variablene. Park & Lee (2001:23-24) viser den nære sammenhengen mellom gjenopphentingen og overgangen til ekspansiv penge- og finanspolitikk i forbindelse med krisene i Malaysia, Sør-Korea og Thailand.

Selv om det offentlige konsumet bidro til å opprettholde aktivitetsnivået, viser utviklingen på kvartalsbasis store variasjoner. En årsak til dette kan være problemene knyttet til periodisering. I Thailand virket offentlig konsum positivt på verdiskapningen i 1998. Det var imidlertid reduksjon i første halvdel av året, og deretter kraftig økning. I Sør-Korea var reduksjonen i offentlig konsum bare svakt negativ.

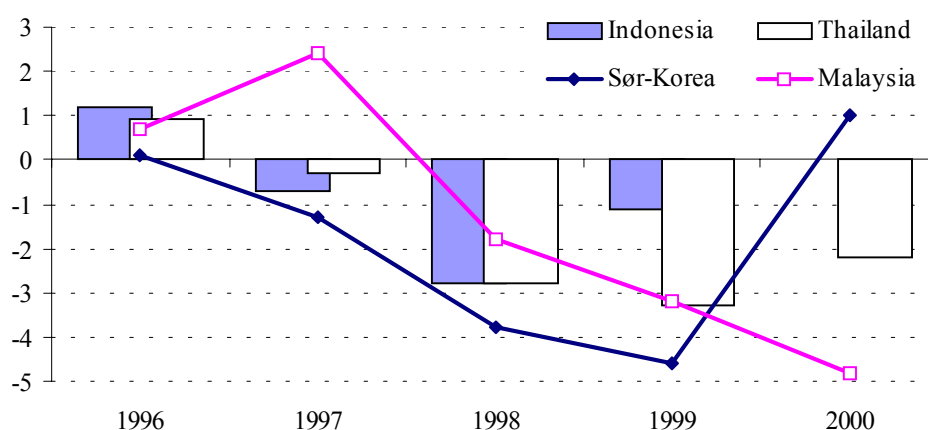
I forbindelse med gjenopphentingen varierte betydningen av det offentlige konsumet blant kriselandene. I Malaysia fant det sted en kraftig økning i 1999, og da spesielt i de to siste kvartalene. I Sør-Korea og Thailand var veksten i offentlig konsum langt mer dempet. I Indonesia var myndighetenes muligheter til å føre en ekspansiv finanspolitikk begrenset av tilgangen på midler.

Park & Lee (2001:10) viser at det på en generell basis (med utgangspunkt i 160 finanskriser) er store forskjeller i utviklingen i offentlig konsum mellom land som introduserer IMF-regisserte programmer og land som velger å klare seg på egenhånd. Mens

veksten i offentlig konsum året etter krisen var over 6,5 prosent for land som valgte å klare seg uten støtte fra IMF, fant det sted en reduksjon på 5,1 prosent for land som innførte IMF-programmer.⁵⁶

I stedet for kvartalsvise tall over utviklingen i det offentlige konsumet (som er tilgjengelige i de nasjonale oversiktene i ADBs *Asia Economic Monitor*), kan det være formålstjenlig å se på hvordan de offentlige budsjettene utviklet seg på årsbasis. En slik oversikt vil ikke bare være påvirket av offentlig konsum, men også reflektere myndighetenes investeringer. Dette vil være et bedre mål på effektene av endringene i finanspolitikken – i Malaysia og Sør-Korea ble for eksempel myndighetenes andel av de totale investeringene doblet fra 1997 til 1998.⁵⁷

Figur 22. Utviklingen i offentlige budsjetter, prosent av BNP, 1996-2000⁵⁸



Figur 22 illustrerer at landene gikk fra å ha relativt små overskudd på de offentlige budsjetter i forkant av krisene, til å få betydelige underskudd. Denne utviklingen går på tvers av de opprinnelige IMF-programmene i Indonesia, Sør-Korea og Thailand, noe som reflekterer at programmene ble endret etter hvert som alvoret i krisen ble åpenbart.

Overgangen fra overskudd til underskudd på de offentlige budsjettene hadde to hovedårsaker. På den ene side reflekterer endringene en politisk kursdreining, i retning av mer

⁵⁶ Det er også forskjeller i pengepolitikken mellom land som gjennomfører IMF-programmer og land som ikke har slike programmer. Park & Lee (2001:17) finner imidlertid at betydningen av pengepolitikken er mindre viktig enn effektene av finanspolitikken.

⁵⁷ Se oversikten i Park & Lee (2001:43-44).

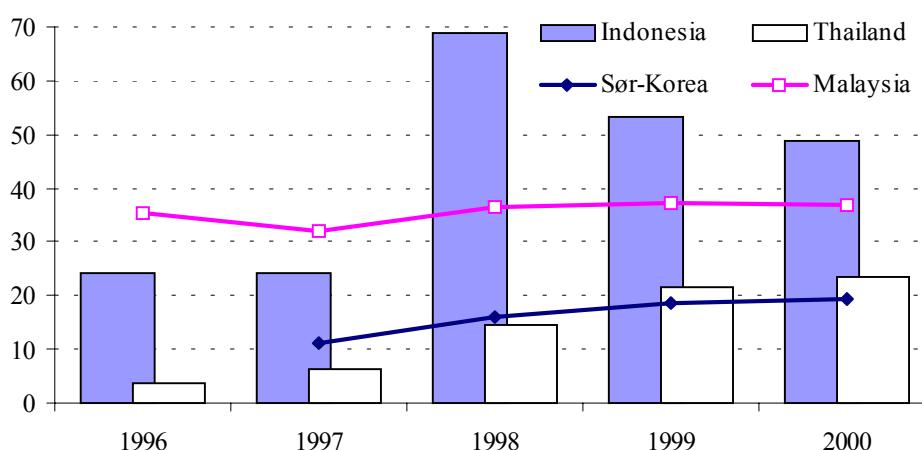
⁵⁸ Tall fra de nasjonale oversiktene i *Asia Economic Monitor*, Desember 2001.

ekspansiv finanspolitikk. I tillegg til utgifter i forbindelse med restrukturering av banksektoren, satte myndighetene i gang prosjekter som skulle veie opp for manglende sosiale sikkerhetsnett. Formålet med disse programmene var å dempe effektene av krisen for de mest utsatte delene av befolkningen. Blant tiltakene var direkte overføringer, støtte for å sikre fattiges levestandard, økte bidrag til arbeidsledige og sysselsettingstiltak.

På den annen side er endringene i budsjettbalansen et resultat av de underliggende økonomiske forholdene, blant annet nedgang i økonomisk aktivitet og fallende valutakurser. Det reduserte aktivitetsnivået i forbindelse med krisen hadde for eksempel en negativ effekt på det offentlige inntekter, siden grunnlaget for inntektsskatt, omsetningsavgifter og importskatter ble redusert. Endringene i valutakursene bidro også til å redusere skattetilgangen, siden en rekke bedrifter fikk økte utgifter knyttet til gjeldsbetjening, og følgelig fikk redusert sitt skattegrunnlag.

Grunnlaget for endringene i finanspolitikken i Indonesia, Sør-Korea og Thailand er diskutert i Lane *et. al* (1999:56-66), mens World Bank (2000:113-139) gir en oversikt over tiltakene som ble iverksatt i alle kriselandene. En av effektene av at de offentlige utgiftene økte, mens inntektene ble redusert, er at offentlig gjeld har økt kraftig. Figur 23 viser den offentlige gjelden som andel av BNP. Figuren avdekker både store forskjeller i forkant av krisen og store ulikheter i veksten under krisen.

Figur 23. Offentlig gjeld, andel av BNP, 1996-2000⁵⁹



⁵⁹ Tall for "Central Government Debt as % of GDP" fra de nasjonale oversiktene i *Asia Economic Monitor*, Desember 2001.

Figur 23 viser at den offentlige gjelden har økt i alle kriselandene. Når det gjelder 1998, ble imidlertid økningen i den offentlige gjelden forsterket av nedgangen i BNP. Selv med konstant offentlig gjeld, ville reduksjonen i den økonomiske aktiviteten innebære en økning i gjeldens andel av BNP.

Tallene som ligger til grunn for figur 23 er imidlertid i noen grad villedende, da de ikke inkluderer alle aspekter ved myndighetenes gjeld. I Thailands tilfelle vil for eksempel gjelden i offentlige foretak og gjeld knyttet til restrukturering av finanssektoren ikke være inkludert. Dersom disse elementene tas med i beregningen, var gjeldsgraden i slutten av 1999 ikke i overkant av 20 prosent, som figuren indikerer, men mer enn 50 prosent (*Asia Recovery Report*, Mars 2000:55). Kostnadene ved å få finanssektoren på beina igjen har vært sentrale for budsjettunderskuddene og gjeldsoppbyggingen i alle kriselandene.

Endringen i retning av ekspansiv penge- og finanspolitikk var en av årsakene til at gjenoppheitingen etter krisene gikk raskt. Edruelig finanspolitikk i forkant av krisen hadde gjort det mulig å øke offentlig konsum og investeringer. Fra midten av 1998 bidro myndighetenes tiltak til å øke verdiskapningen. Den viktigste stimulansen til veksten var imidlertid ikke den innenlandske utviklingen, men snarere impulsene fra utlandet. ADB er ikke i tvil: "*external developments have helped Asia get back on its feet*" (*Asia Recovery Report*, Mars 2000:8).

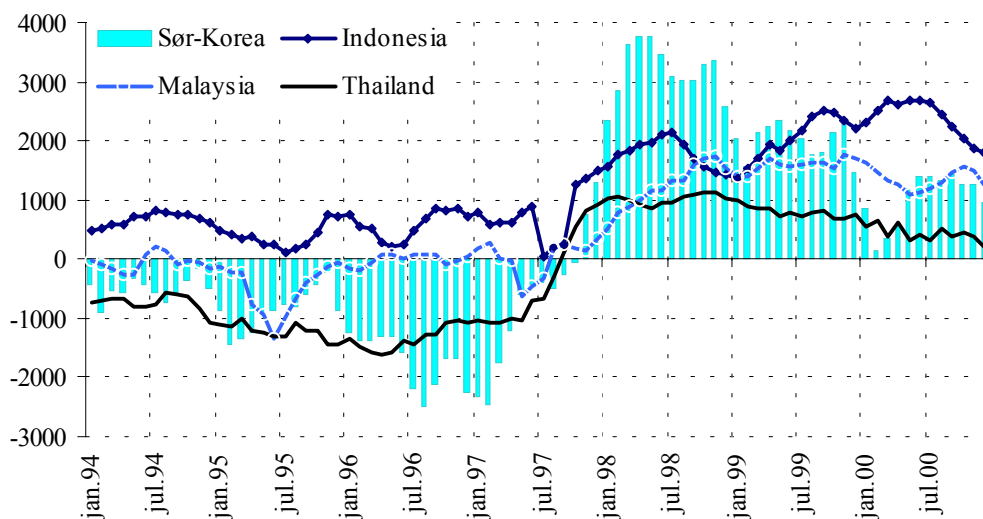
Handelsbalansen skifter fortegn

Analysen ovenfor har vist at nedgangen i BNP i kriselandene kom til uttrykk i en kraftig reduksjon i investeringene, samt en begrenset og midlertidig reduksjon i privat konsum. Også det offentlige konsumet falt innledningsvis. Over tid bidro imidlertid ekspansiv finanspolitikk positivt til verdiskapningen. Hovedårsaken til at BNP falt mindre enn reduksjonen i den innenlandske etterspørselen skulle tilsi, var en kombinasjon av imports substitusjon og bedring i landenes eksport. Figurene 16-18 viste dette tydelig.

Den reduserte eksportveksten i 1996, som bidro til økende underskudd på vare- og tjenestebalansen, var ett av momentene ved den negative utviklingen i forkant av krisen. Det dramatiske skiftet fra kapitaltilstrømning til kapitalflukt krevde endringer i driftsbalansen med utlandet. I løpet av 1997 ble handelsbalansene i kriselandene kraftig forbedret, og underskuddene skiftet til overskudd. Månedlige oversikter over handelen med utlandet viser at sommeren 1997 – da valutakursene kollapset – også markerte et vannskille for landenes

utenrikshandel. Figur 24 viser utviklingen for balansen i varehandelen, og endringene sommeren 1997 kommer meget klart frem.

Figur 24. Månedlig varehandelsbalanse, millioner dollar (sesongjustert), 1994-2000⁶⁰



Det å utelukkende fokusere på handelen med varer, vil imidlertid være misvisende. Indonesia hadde for eksempel hatt overskudd på varehandelsbalansen i forkant av krisen. Vare- og tjenestebalansen hadde derimot stort sett vært negativ, siden netto tjenesteimport mer enn oppveide overskuddet i varehandelen. Et fellestrekk for alle kriselandene var at de store underskuddene i handelen med tjenester stod for en vesentlig grad av det samlede underskuddet på vare- og tjenestebalansen.

I 1996 var underskuddet på tjenestehandelen over åtte milliarder dollar i Indonesia, nesten tre milliarder dollar i Malaysia, mer enn seks milliarder dollar i Sør-Korea og 2,5 milliarder dollar i Thailand.⁶¹ I Sør-Korea og Thailand utgjorde disse underskuddene henholdsvis 30 og 21 prosent av underskuddet på vare- og tjenestebalansen.⁶²

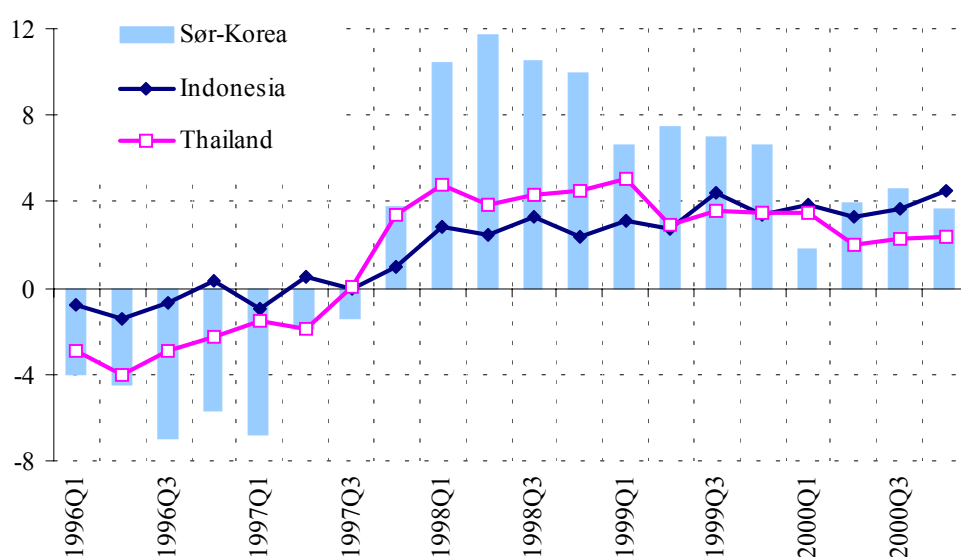
⁶⁰ Tall fra online-databasen til *Asian Recovery Information Centre*, tilgjengelig gjennom Asian Development Bank. For å unngå store svingninger er dataserien omgjort til tre måneders glidende gjennomsnitt. Grunnlaget for tallene varierer noe fra andre kilder som er brukt i denne rapporten, og tallene er derfor ikke direkte sammenlignbare med kildene som viser utviklingen på årsbasis.

⁶¹ Tall fra IMFs *International Financial Statistics*-database, kolonne 78AD (Services: Credit) og kolonne 78AE (Services: Debt).

⁶² Tall fra IMFs *International Financial Statistics*-database, kolonne 78AD (Services: Credit) minus kolonne 78AE (Services: Debt) som andel av kolonne 78AF (Balance on Goods and Services).

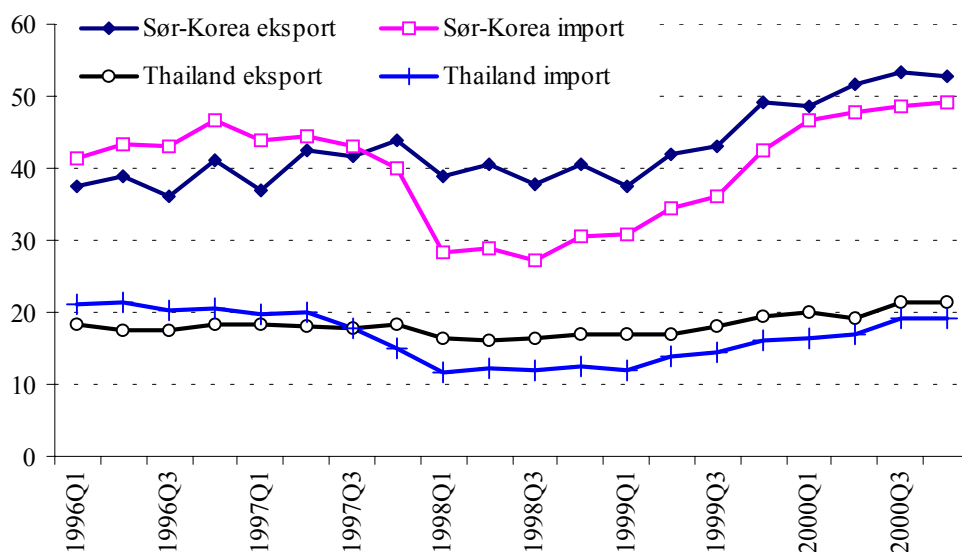
Figur 25 viser den kvartalsvise utviklingen i vare- og tjenestebalansen i tre av kriselandene. Figuren illustrerer den tydelige endringen fra underskudd til overskudd i løpet av 1997. En slik forbedring av vare- og tjenestebalansen kan ha to forklaringer. På den ene side kan det være et resultat av at importen reduseres. På den annen side kan det være et resultat av at landene får økt sin eksport. I forbindelse med Asia-krisen bidro begge disse elementene til å snu underskuddene fra før krisen – importen ble kraftig redusert og eksporten økte. Det var imidlertid forskjeller i forbindelse med timingen av de to mekanismene.

Figur 25. Vare- og tjenestebalanse – kvartalsvis utvikling, milliarder dollar, 1996-2000⁶³



I første omgang ble vare- og tjenestebalansene forbedret som en følge av en kraftig reduksjon i importen. Over tid fikk imidlertid eksportveksten fra regionen en stadig mer sentral rolle. Figur 26, som viser utviklingen i Sør-Koreas og Thailands utenrikshandel, illustrerer dette poenget. I siste halvdel av 1997 fant det sted en kraftig nedgang i importen til de to landene. Bakgrunnen for dette var blant annet nedgangen i innenlandsk konsum og investeringer. Verdien av eksporten ble imidlertid også redusert i denne perioden, men eksportverdien falt betydelig mindre enn importen. Først fra begynnelsen av 1999 begynte verdien av landenes eksport å øke kraftig.

⁶³ Tall fra IMFs *International Financial Statistics*-database, kolonne 78AF (Balance on Goods and Services). Tall for Malaysia er ikke tilgjengelige.

Figur 26. Utvikling i eksport og import av varer og tjenester, milliarder dollar, 1996-2000⁶⁴

Figur 26 viser grunnlaget for overgangen fra underskudd til overskudd på vare- og tjenestebalansene i Sør-Korea og Thailand. Mønsteret er det samme også i Indonesia og Malaysia – verdien av importen falt betydelig mer enn verdien av eksporten. Figur 26 viser at det ikke fant sted noen kraftig økning i eksportverdien umiddelbart etter de kraftige fallene i valutakursene i 1997. Det er flere årsaker til dette.

For det første ble bedringen i landenes konkurransevne i noen grad nøytralisert av at flere land – som delvis konkurrerte i de samme eksportmarkedene – opplevde et fall i valutakursene. For det andre var etterspørselen i viktige markeder – først og fremst i Japan og andre asiatiske land – begrenset. For det tredje bidro en reduksjon i eksportprisene til at effektene av veksten i eksportvolumet ble nøytralisert. Landene ble utsatt for et kraftig negativt sjokk i bytteforholdet. For Indonesia, Malaysia og Thailand var for eksempel effektene av prisnedgangen kraftigere enn volumøkningen i 1998, noe som ga lavere dollarverdi for landenes eksport, på tross av økning i eksportvolumet (se Higgins & Klitgaard, 2000 for en oversikt). For det fjerde innebar problemene i finanssektoren at en rekke bedrifter fikk problemer med å opprettholde aktiviteten. Selv om bedriftenes produkter var konkurransedyktige i det internasjonale marked, gjorde finansielle begrensninger at det ikke var mulig å opprettholde eller øke produksjonen (jfr. tidligere diskusjon).

⁶⁴ Tall fra IMFs *International Financial Statistics*-database, kolonnene 78AA og 78AD (eksport) og 78AB og 78 AE (import).

Tabell 12. Utvikling i varehandel. 1996 i forhold til 1998 og 1999, milliarder dollar⁶⁵

	1996	1998	1999	Prosent endring 96-98	Prosent endring 96-99
Indonesia					
Eksport	49,8	48,8	48,7	-1,9	-2,3
Import	42,9	27,3	24,0	-36,3	-44,1
Malaysia					
Eksport	76,9	71,8	83,9	-6,6	9,2
Import	-72,9	-54,1	-61,2	-25,7	-16,1
Sør-Korea					
Eksport	130,0	132,1	145,2	1,7	11,7
Import	-144,9	-90,5	-116,8	-37,6	-19,4
Thailand					
Eksport	54,7	52,9	56,8	-3,3	3,9
Import	-63,8	-36,6	-42,8	-42,7	-33,0

Tabell 12 bekrefter at bedringen i handelsbalansen i første omgang var et resultat av at importen ble kraftig redusert. Sør-Korea var det eneste landet som økte eksportverdien – målt i dollar – mellom 1996 og 1998. I 1999 økte imidlertid verdien av Thailands eksport, men veksten var enda kraftigere for Malaysia og Sør-Korea. Det faktum at verdien av Indonesias eksport i 1999 var lavere enn den hadde vært i 1996, skyldes ikke bare den økonomiske kollapsen i landet. Et annet viktig element var at Indonesia – som oljeeksportør – ble negativt påvirket av utviklingen i energiprisene.

Veksten i eksporten i 1999 var delvis et resultat av positiv utvikling i den internasjonale økonomi. Den amerikanske høykonjunkturen – som på dette tidspunkt ikke var begynt å avta – hadde en klar positiv effekt. Et vesentlig element i denne høykonjunkturen var investering i informasjonsteknologi, noe som hadde gunstig virkning på eksporten av elektronikk fra Malaysia og Sør-Korea. Den positive utviklingen varte frem til tredje kvartal 2000, da veksten i eksporten av elektronikkprodukter begynte å falle kraftig. Parallelt med den økte etterspørselen etter industriprodukter fant det sted en forbedring i bytteforholdet med utlandet. Forbedringen i eksportvolumet ble altså ikke nøytralisert av lavere priser, som i 1998.

Utviklingen i landenes handelsbalanser viser at det ikke har vært tegn til noen J-kurve effekt. Det fant altså ikke sted noen forverring av handelsbalansen i umiddelbar etterkant av depresieringene. Forklaringen på ”Mysteriet med den manglende J-kurve” er nedgangen i

⁶⁵ Basert på oversiktene over eksport og import i *Balance of Payments* i ADBs database *Key Indicators 2001*. De ulike oversiktene over tall for importen og eksporten i ADBs database varierer – blant annet regnes tall for import *cif* for Indonesia og *FOB* for Malaysia. Tallene gir likevel en indikasjon på utviklingen.

importtterspørselen. Den kraftige nedgangen i økonomisk aktivitet førte til en betydelig reduksjon i etterspørselen etter importprodukter. Resultatet var at handelsbalansene raskt ble positive, uten noen midlertidig forverring av den type som ofte observeres i forbindelse med depresiering (se presentasjonen av J-kurve effekten i Caves, Frankel & Jones, 1999:291-293).

Oppsummering

I de landene som ble hardest rammet av krisene i Asia, sank BNP meget kraftig i 1998. Analysen av BNP-utviklingen i kriselandene har avdekket at de ulike elementene utviklet seg i forskjellig retning i forbindelse med krisene, og at det spesielt var en reduksjon i den innenlandske etterspørselen som lå til grunn for nedgangen i verdiskapningen. Tabell 13 og tabell 14 kan ses på som etterpørselsvarianter av tabell 8 og tabell 9. Tabellene viser hvordan sentrale komponenters andel av BNP har endret seg i forhold til årene 1995-96.

Tabell 13. Andel av BNP i Indonesia og Malaysia, 1995-96, 1998-99 og 2000.

Endringer i prosentpoeng.⁶⁶

	Indonesia					Malaysia				
	95-96	98-99	pp	2000	pp	95-96	98-99	pp	2000	pp
Privat konsum	62,0	70,7	8,7	67,3	5,3	46,9	41,5	-5,4	42,6	-4,3
Offentlig konsum	7,7	6,2	-1,5	7,0	-0,7	11,7	10,5	-1,2	10,6	-1,1
Brutto realinvestering	29,1	23,4	-5,7	24,3	-4,7	43,0	24,4	-18,6	25,6	-17,4
Lagerendring	2,2	-9,1	-11,3	-6,5	-8,7	-0,5	0,0	0,5	1,2	1,7
Vare- og tjenestebalanse	-0,9	8,8	9,8	7,8	8,8	-1,1	23,6	24,7	19,9	21,0

Tabell 14. Andel av BNP i Sør-Korea og Thailand, 1995-96, 1998-99 og 2000

Endringer i prosentpoeng.

	Sør-Korea					Thailand				
	95-96	98-99	pp	2000	pp	95-96	98-99	pp	2000	pp
Privat konsum	55,3	55,4	0,1	57,3	2,0	53,4	55,4	2,0	56,4	3,0
Offentlig konsum	9,9	10,7	0,7	10,2	0,3	10,1	11,2	1,1	11,5	1,5
Brutto realinvestering	36,7	28,7	-8,0	28,7	-8,0	40,9	21,2	-19,7	21,3	-19,5
Lagerendring	0,8	-4,7	-5,5	0,0	-0,9	0,8	-1,0	-1,9	1,3	0,5
Vare- og tjenestebalanse	-2,9	10,0	12,9	2,8	5,6	-6,5	14,3	20,7	8,2	14,7
Statistisk feilledd	0,1	-0,2		1,1		1,3	-1,0		1,2	

Tabell 13 og tabell 14 viser endringene i verdiskapningen i kjølvannet av krisene. To

⁶⁶ Basert på tall fra ADBs database *Key Indicators 2001*. Endringene i prosentpoeng gjelder perioden 1998-99 relativt til 1995-96 og år 2000 relativt til 1995-96.

momenter har vært spesielt påtagelige, nemlig den kraftige reduksjonen i investeringenes andel av BNP og overgangen fra underskudd til overskudd på vare- og tjenestebalansene.

Investeringenes andel av BNP har sunket kraftig i alle landene. Barro (2001:3) påpeker at det faktum at investeringsratene forble lave i 1999 og 2000, kan tyde på en permanent endring. Han trekker imidlertid en parallell til andre bank- og valutakriser. I disse tilfellene har det også vært en tendens til at investeringsratene først har økt etter at andre indikatorer – inkludert den økonomiske veksten – har tatt seg opp igjen.

Tre aspekter bør bli tatt i betraktning i forbindelse med utviklingen i investeringsratene. For det første antyder Barros analyse at det er for tidlig å si hvorvidt det nivået som investeringene lå på i perioden 1998-2000, representerer et nytt, langsiktig nivå. For det andre utgjorde lagerendringer en del av fallet i investeringene, spesielt i 1998 og 1999. Ser vi på realinvesteringene – som er en bedre indikator på utviklingen i landenes produksjonskapasitet – var nedgangen mindre dramatisk enn det tall for de samlede investeringer indikerer. For det tredje bør man ta hensyn til at kriselandene hadde meget høye investeringsrater – i internasjonalt perspektiv – før krisen brøt ut. Disse høye ratene reflekterte til en viss grad at en rekke investeringer med lav avkastning ble gjennomført, og det var den kraftige kapitaltilstrømningen som muliggjorde det høye investeringsnivået. En reduksjon kan derfor reflektere at investeringene har falt til et sunnere og mer bærekraftig nivå.

Det andre påfallende elementet med verdiskapningen er at landene har gått fra å konsumere mer enn de produserte, til å ha store overskudd på vare- og tjenestebalansen. Analysen har vist at det i første omgang var en kraftig reduksjon i importen som muliggjorde dette. Frem til utgangen av 1998 ble økningen i landenes eksportvolum mer enn oppveiet av reduksjonen i eksportprisene. I løpet av 1999 og første del av 2000 vokste imidlertid verdien av landenes eksport kraftig.

Gunstig internasjonal konjunkturutvikling – reflektert i kraftig eksportvekst – var den viktigste årsaken til at gjenopphevingen etter krisen gikk meget hurtig i Malaysia og Sør-Korea. Bidraget fra utenlandsk etterspørsel virket også positivt i Indonesia og Thailand, men gjenopphevingen har ikke gått like raskt som i Malaysia og Sør-Korea. Den internasjonale konjunkturutviklingen snudde imidlertid fra positiv til negativ i 2001, og den drahjelpen som eksporten fikk, ble etter hvert begrenset. Dette hadde klare negative implikasjoner for kriselandene. Avslutningsvis skal vi se på hvordan den reduserte veksten i den internasjonale økonomi har påvirket landene i Asia.

5. ASIA NÅ

I 2001 ble flere av landene i Øst- og Sørøst Asia utsatt for det første store, eksterne sjokket etter den økonomiske krisen i 1998. Bakgrunnen var den synkroniserte nedgangskonjunktoren i industrilandene. Sjokket i 2001 var imidlertid vesensforskjellig fra det sjokk og de fundamentale problemer som førte til Asia-krisen. Resultatet for kriselandene var redusert økonomisk vekst, ikke redusert økonomisk aktivitet som i 1998.

I 2001 var impulsene i første rekke realøkonomiske, og knyttet til etterspørselen etter eksportprodukter. Problemene hadde altså en helt annen karakter enn utviklingen i 1997-98, og landenes tilpasning ble følgelig en annen. Det er også til en viss grad andre land som er blitt rammet av problemene – nedgangen i økonomisk aktivitet i Singapore har for eksempel vært langt sterkere enn i de landene som vi tidligere har definert som kriselandene.

Tabell 15. BNP-utvikling, 1999-2001⁶⁷

	1999	2000	2001
Indonesia	0,8	4,9	3,3
Malaysia	6,1	8,3	0,4
Sør-Korea	10,9	9,3	3,0
Thailand	4,4	4,6	1,8
<i>Singapore</i>	<i>6,9</i>	<i>10,3</i>	<i>-2,0</i>

Tabell 15 viser utviklingen i BNP i kriselandene, samt i Singapore, i perioden 1999-2001. Det er tydelig at noe av det kraftige vekstmomentet som hadde preget gjenopphevingen, forsvant. Hovedårsaken til nedgangen i den økonomiske veksten var problemene i den internasjonale økonomi. Etterkrigstidens lengste amerikanske høykonjunktur tok slutt, og USA var offisielt i resesjon fra mars 2001. Også i de andre OECD-landene var veksten begrenset – i Europa var den økonomiske veksten i 2001 under to prosent, mens Japans opplevde sine fjerde resesjon på ti år. Det var spesielt utviklingen i USA og Japan som hadde negative implikasjoner for kriselandene.

Det er to hovedårsaker til at kriselandene ble relativt hardt rammet av den negative utviklingen i verdensøkonomien. For det første er de landene som har vært fokus for denne

⁶⁷ Tall fra *Asia Economic Monitor*, April 2002 (29).

rapporten, preget av en stor grad av åpenhet. Eksport betyr mye for verdiskapningen, og er blitt viktigere i etterkant av Asia-krisen. Dette innebærer at landene er spesielt sårbare dersom etterspørselen på verdensmarkedet reduseres. For det andre utgjør eksport av elektroniske produkter, herunder informasjonsteknologi, en relativt stor del av landenes eksport. Kollapsen i IT-sektoren var et viktig element ved den internasjonale nedgangskonjunkturen.

Mens internasjonal etterspørsel i stor grad var drivkraften bak gjenopphevingen i 1999 og 2000, ble bidraget negativt i løpet av 2001. Dette kom blant annet til uttrykk gjennom lavere vekst i industriproduksjonen. I Sør-Korea falt veksten i industriproduksjonen til to prosent, mot 18 prosent i de to foregående år. I Malaysia ble verdien av industriproduksjonen redusert med fem prosent, mot en gjennomsnittlig vekst på 17 prosent i 1999 og 2000 (*Asia Economic Monitor*, April 2002:5). Det bør imidlertid bemerkes at veksten i industriproduksjonen – uavhengig av utviklingen i den internasjonale etterspørselen – sannsynligvis ville blitt redusert. Årsaken til dette er at den kraftige veksten i 1999 og 2000 i noen grad reflekterte en forbedring i kapasitetsutnyttelsen, altså en relativt lite kostbar form for ekspansjon.

Mens alle kriselandene ble negativt rammet av de internasjonale impulsene gjennom en reduksjon i eksportveksten, hadde den innenlandske utviklingen et positivt bidrag i 2001. Situasjonen var altså diametralt forskjellig fra utviklingen i forbindelse med krisene. Under krisene sviktet den innenlandske etterspørselen, mens eksporten var stabil og etter hvert økte kraftig i verdi. I 2001 sviktet den internasjonale etterspørselen, mens den innenlandske etterspørselen bidro til å opprettholde verdiskapningen. En av årsakene til at den innenlandske etterspørselen ble opprettholdt, var at myndighetene hadde anledning til å bruke ekspansiv penge- og finanspolitikk for å sikre aktivitetsnivået. Som vi har sett, gjorde hensynet til valutakursen at ekspansiv pengepolitikk ikke ble benyttet i Asia-krisens første fase.

Koblingen mellom utviklingen i den internasjonale økonomi og den reduserte økonomiske veksten i Asia i 2001 illustrerer hvor viktig verdensmarkedet har vært for verdiskapningen i en rekke asiatiske land. Det faktum at den internasjonale nedgangskonjunkturen tilsynelatende har vært relativt kortvarig, har derfor positive implikasjoner for kriselandenes utvikling i 2002 og 2003. Mens den gjennomsnittlige veksten i kriselandene i 2001 var i overkant av to prosent, er prognosene i underkant av fire prosent for 2002 og i underkant av fem prosent for 2003.⁶⁸ Selv om prognosene for den økonomiske

⁶⁸ Uveide aritmetiske gjennomsnitt, basert på tall fra *Asia Economic Monitor*, April 2002 (29).

veksten ligger langt lavere enn de høye vekstratene i første del av 1990-tallet, er det altså forventet en klar forbedring i forhold til 2001.

Finanskrisen, valutakrisen og den økonomiske krisen viste at den kraftige økonomiske veksten på begynnelsen av 1990-tallet hadde hatt en rekke usunne elementer. Krisene bidro på mange måter til å fremtvinge kursendringer i de landene som ble hardt rammet. Dette ser vi på det politiske plan – hvor man i tre av kriselandene har hatt klare skift i det politiske regimet. Endringene er imidlertid også tydelige når det gjelder landenes økonomi.

En av hovedutfordringene for kriselandene har vært å rydde opp i problemene i finanssektoren. En rekke tiltak ble gjennomført allerede i løpet av krisens første fase, og over tid er denne ”førstehjelpen” blitt erstattet av reformer som har mer langsiktige mål. Tiltakene kan plasseres i to kategorier. Den første kategorien er de kortsiktige tiltakene. Det har vært gjennomført en kraftig restruktureringsprosess, direkte rettet mot banker og finansinstitusjoner med økonomiske problemer. Formålet har vært å sikre institusjonenes kapitaltilgang, beskytte innskytere og få kontroll over misligholdte lån. Over 80 banker er blitt stengt eller midlertidig overtatt av myndighetene, og nærmere 300 andre finansinstitusjoner har måttet innstille sin aktivitet.⁶⁹ Selv om virkemidlene har variert mellom de ulike kriselandene, har myndighetenes engasjement i bank- og finanssektoren økt kraftig. I dag er en reduksjon av myndighetenes deltagelse et sentralt mål i forbindelse med restruktureringen i alle landene.

På den annen side har det funnet sted en endring i rammeverket for den økonomiske aktiviteten generelt, og finansnæringen spesielt. Krisene avdekket en rekke problemområder, blant annet knyttet til strukturelle svakheter i foretak og finansinstitusjoner. I perioden etter krisene har myndighetene i kriselandene – ikke minst under påtrykk fra internasjonale institusjoner – forsøkt å forbedre reguleringsregimet. Dette har kommet til uttrykk i klarere regelverk med hensyn til bokføringsrutiner, revisjonskrav, lovverk og åpenhet. To aspekter har vært spesielt viktige. For det første er det blitt stilt større krav til åpenhet i familiedominerte selskaper (spesielt i Indonesia og Thailand) og industrikonglomerater (først og fremst i Malaysia og Sør-Korea). For det andre er forholdet mellom foretakene, finansinstitusjonene og myndighetene blitt endret (dette gjelder spesielt i Indonesia og Sør-Korea).

⁶⁹ Se World Bank (2000:67-94) eller *Asia Economic Monitor* (Desember 2001, 113-136) for en gjennomgang av reformprosessen. Langt de fleste av bankene som ble stengt, var indonesiske.

Grunnlaget for krisene varierte som vi har sett mellom de ulike landene. Det er derfor naturlig at endringene i det institusjonelle rammeverket også tilpasses hvert enkelt land – det er lite trolig at det finnes en ”one-size-fits-all”-løsning som kan nøytralisere svakhetene. I etterkant av krisene har da landene også reagert ulikt på utfordringene. Selv om forholdene langt på vei er lagt til rette for nødvendige reformer, har gjennomføringen ikke vært uproblematisk. Det er ulike årsaker som ligger til grunn for dette. Ironisk nok har sen gjenopphenting hindret restrukturering i Indonesia og Thailand, mens hurtig økonomisk vekst har ført til treghet i reformprosessene i Malaysia og Sør-Korea.

I Indonesia og Thailand har omfanget av de økonomiske problemene gjort det vanskelig å gjennomføre reformer. Myndighetene i Indonesia har hatt lite spillerom på grunn av begrensede økonomiske ressurser og stor grad av politisk usikkerhet. På mange områder har den usikre politiske og institusjonelle situasjonen hindret nødvendige, men komplekse, restruktureringstiltak. I Thailand har myndighetene tatt klare grep, inkludert blant annet endringer i grunnloven, for å forbedre det institusjonelle rammeverket. Omfanget av krisen, spesielt i finanssektoren, har imidlertid ført til at Thailands myndigheter også i fremtiden står overfor vanskelige oppgaver, for eksempel når det gjelder å kvitte seg med misligholdte lån som de har overtatt fra finansinstitusjonene.

Både i Malaysia og Sør-Korea har den hurtige gjenopphenting etter krisene gjort det mulig å skyve enkelte av de ”vanskeligste” reformene under teppet. I Malaysia kan myndighetenes restrukturering av finanssektoren karakteriseres som vellykket. Malaysiske myndigheter har i større grad enn myndighetene i de andre kriselandene lyktes med å selge misligholdte lån overtatt fra banksektoren til private aktører. Dette reflekterer at utgangspunktet for finanskrisen var langt mindre dramatisk enn i Indonesia og Thailand, men er også et resultat av at malaysiske myndigheter ikke overtok en like stor andel av de misligholdte lånene som myndighetene i andre land. I Sør-Korea er også restruktureringen av finanssektoren godt på vei. Det er større problemer knyttet til reformene blant *chaebolene* og andre foretak. Ifølge ADB har det vært tegn til ”*reform fatigue*” blant de tre gruppene som er involvert i denne prosessen: myndighetene, *chaebolene* og fagforeningene (*Asia Recovery Report*, September 2001:19). Når det gjelder Sør-Koreas utvikling, er det imidlertid enorme ulikheter, både blant de ulike industrikonglomeratene og blant de oppsplittede grenene av enkelte *chaeboler*. Restruktureringsprosessen har avdekket store forskjeller mellom gode og dårlige forretningsområder.

De strukturelle reformene er kriselandenes viktigste utfordring på kort sikt. En forbedring i rammeverket vil imidlertid ha store implikasjoner for den økonomiske utviklingen på lengre sikt. Vil det igjen være mulig for landene i Øst- og Sørøst-Asia å oppnå vekstrater som er over det internasjonale gjennomsnittet, slik situasjonen var i forkant av krisene, eller vil landene – som storebror Japan – oppleve problemer også på lang sikt?

Krisene i 1997-98 og den reduserte økonomiske veksten i 2001, har ført til at tre av kriselandene – Indonesia, Malaysia og Thailand – i dag har et inntektsnivå *per capita* som ligger i samme leie som før krisene, eller endog er noe lavere. De siste fem årene kan derfor ses på som ”tapt” med hensyn til økonomisk vekst. Dette er en klar kontrast til den positive utviklingen i forkant av krisene, da landene hadde en forbedring i levestandarden som var eksepsjonelt kraftig i internasjonalt perspektiv. Samtidig er det institusjonelle utgangspunktet for høye vekstrater bedre enn det var umiddelbart før krisene rammet landene.

Park & Lee (2001:34-35) viser at valutakriser ikke har noen direkte effekt på den økonomiske veksten på lang sikt. De viser imidlertid til at krisene kan medføre endringer i enkelte variable, og at disse endringene kan implikasjoner for den økonomiske veksten. En reduksjon i investeringsraten kan ha negativ effekt på den økonomiske veksten på mellomlang sikt, mens en forbedring i institusjonenes kvalitet i forbindelse med restrukturering og reformer kan ha en positiv virkning. Som vi har sett tidligere, er det for tidlig å si noe om hvordan disse elementene har slått ut i kriselandene.

Crafts (1998:4) påpeker at perioder med ekstremt hurtig vekst i BNP *per capita* historisk sett bare har funnet sted når land som i utgangspunktet ligger et stykke bak den ledende nasjonen med hensyn til inntekt og produktivitet, gjennomfører en ”*catching up*”-prosess. Denne situasjonen karakteriserte Europa og Japan i de første tiårene etter andre verdenskrig, og de andre HPAE-landene i forkant av krisene i Asia. Når dette ”*catching up*”-potensialet er uttømt, vil landene typisk oppleve en reduksjon i den økonomiske veksten.

HPAE-landene er i dag langt nærmere de ledende nasjonene når det gjelder kapitalmengde, produktivitet og inntektsnivå, enn det de var da ”*catching up*”-prosessen startet. Potensialet for gjenoppheving via høy kapitalakkumulasjon og teknologidiffusjon er derfor redusert. Denne konvergensen er i seg selv en viktig årsak til at det vil være vanskelig å oppnå økonomisk vekst på det nivå som man hadde før krisene.

Samtidig er det klart at en rekke av de faktorene som har gitt høy økonomisk vekst, fortsatt vil ha en gunstig virkning på vekstpotensialet. Koblingen til den internasjonale

økonomi, den relativt rimelige arbeidsstyrken, de høye spareratene og relativt velfungerende institusjoner vil sannsynligvis virke positivt også i fremtiden.⁷⁰ På dette området kan til og med krisene ha hatt en godartet effekt. For det første førte krisene til et mer nyansert bilde av landenes økonomiske vekst. Et mer ”edruelig syn” på det asiatiske mirakel reduserer sannsynligheten for at selvforsterkende strømmer av utenlandsk kapital bygger opp under ubalanser i økonomiene. For det andre kan krisene ha fremtvunget en nødvendig forbedring av det strukturelle rammeverket, og dermed ha bidratt til å heve kvaliteten på landenes institusjoner. Dette gjelder både i forbindelse med kravet om ”*transparency*” og i forbindelse med reguleringer av økonomisk aktivitet. Også på det politiske plan har det funnet sted endringer som kan ha positive implikasjoner på lang sikt.

Grunnlaget for den kraftige økonomiske veksten som fant sted i HPAE-landene i forkant av krisene, er omdiskutert. Det er imidlertid helt klart at ekstensiv vekst – knyttet til akkumulasjon av kapital, vekst i arbeidsstyrken og forbedringer i utdannelsesnivået – spilte en sentral rolle. Den fremtidige veksten må i større grad baseres på bedre utnyttelse av innsatsfaktorene (jfr. diskusjonen i kapittel 2.2). Hvordan vil HPAE-landene være i stand til å tilpasse seg en utvikling der kvalitet, snarere enn kvantitet, er nøkkelen til økonomisk vekst?

Ett element som er sentralt for å vurdere dette spørsmålet, er hvilken rolle kvalitetsforbedring – målt som økning i total faktorproduktivitet – spilte før krisen. En rekke analyser viser at dette elementet ikke har vært så ubetydelig som de mest skeptiske kritikerne har hevdet (Bosworth & Collins, 1996, Haggard & Kim, 1997 og Crafts, 1998). Dette betyr på den ene side at HPAE-landene har vært i stand til å utnytte produktivetsforbedringer på veien mot økt levestandard. Analysene viser blant annet at økning i total faktorproduktivitet over tid er blitt et viktigere bidrag til den økonomiske veksten.⁷¹ På den annen side innebærer det faktum at det fortsatt er store forskjeller i produktiviteten mellom vestlige industrinasjoner og HPAE-landene, at det også i fremtiden vil være betydelig rom for opphenting.

Ett moment som vil være avgjørende for de fremtidige vekstratene er hvorvidt landene er i stand til å utnytte det opphentingspotensialet som fortsatt eksisterer. Dersom landene ikke klarer å utnytte dette potensialet, vil den økonomiske veksten sannsynligvis falle ned på det

⁷⁰ Mens investeringsratene har falt kraftig i forbindelse med krisen, har det ikke vært noen dramatisk endring i spareratene.

⁷¹ Analysene viser også at veksten i total faktorproduktivitet i førstegenerasjons-tigrene har vært sterkere enn i de andre landene, noe som innebærer at det kan være en sammenheng mellom modenhet/inntektsnivå og evnen til å utnytte innsatsfaktorene mer effektivt.

langsiktige nivå (i underkant av tre prosent årlig) som karakteriserer modne industriland. Dersom landene lykkes i å utnytte potensialet for effektivitetsforbedringer, vil den økonomiske veksten kunne bli høyere i Asia enn i vestlige land. Lavere bidrag fra faktorakkumulasjon vil imidlertid føre til at den økonomiske veksten ikke kan bli like hurtig som den var i forkant av krisene.

Perspektivene for tigreneres fremtidige vekst vil altså være avhengig av evnen til å utnytte ressursene mer effektivt. Dersom landene klarer dette, er det sannsynlig at den økonomiske veksten i regionen blir høyere enn i mer modne økonomier, men lavere enn de historiske vekstratene i regionen. Økonomienes evne til å sikre mer effektiv ressursutnyttelse vil blant annet være avhengig av de nasjonale institusjonene. Krisene på slutten av 1990-tallet medførte et brutalt brudd med den historiske veksten i regionen, men en av de mulige effektene av krisene er et forbedret institusjonelt rammeverk. Dersom dette er tilfellet, vil krisene i Asia ha hatt to viktige funksjoner. På den ene side har krisene avdekket sårbarheten i regionen og bevist at ingen trær – heller ikke i Asia – vokser inn i himmelen. På den annen side har krisene tvunget frem en betimelig og nødvendig forbedring av det institusjonelle rammeverket. I beste fall vil denne forbedringen være med på å legge grunnlaget for vedvarende hurtig økonomisk vekst i regionen.

LITTERATUR

- Abumanyi, Yoopi (2001) "From Currency to Economic Crisis", in Masuyama, Vendenbrik & Yue (2000).
- Bank for International Settlements (1997) *67th Annual Report – 1st April 1996-31st March 1997*, Basel: Bank for International Settlements.
- Bank for International Settlements (1999) *69th Annual Report – 1st April 1998-31st March 1999*, Basel: Bank for International Settlements.
- Bank for International Settlements (1996) *International Banking and Financial Market Developments*, Basel: Bank for International Settlements.
- Bank for International Settlements (diverse utgaver) *International Banking and Financial Market Developments*, Basel: Bank for International Settlements.
- Bank for International Settlements (1998) *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, First Half 1997*, Basel: Bank for International Settlements.
- Barro, Robert J. (2001) "Economic Growth in East Asia before and after the Financial Crisis", *NBER Working Paper* 8330, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Bosworth, Barry P. & Susan M. Collins (1996) "Economic Growth in East Asia: Accumulation versus Assimilation", *Brookings Papers on Economic Activity* 26 (2):135-203.
- Caves, Richard E., Jeffrey A. Frankel & Ronald W. Jones (1999) *World Trade and Payments*, Reading: Addison-Wesley.
- Chandrasekhar, C.P. & Jayati Gosh (1998) "Hubris, Hysteria, Hope: The Political Economy of the Crisis and Response in Southeast Asia", in Jomo (1998), 63-83.
- Chang, Ha-Joon (1999) "Industrial Policy and East Asia – The Miracle, the Crisis, and the Future", manuscript – second draft, May 1999, University of Cambridge.
- Chang, Ha-Joon (1998) "The Role of Institutions in Asian Development", *Asian Development Review* 16(2):64-95.
- Chinn, Menzie D. (1998) "Before the Fall: Were East Asian Currencies Overvalued?", *NBER Working Paper* 6491, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti & Nouriel Roubini (1999) "What caused the Asian currency and financial crisis?", *Japan and the World Economy* (11):305-373.
- Crafts, Nicholas F.R. (1998) "East Asian Growth before and After the Crisis", *IMF Working Paper* 98/137, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Dibb, Paul, David D. Hale & Peter Prince (1998) "The Strategic Implications of Asia's Economic Crisis", *Survival – The IISS Quarterly* 40(2):5-26.
- Dollar, David & Mary Hallward-Drimeier (2000) "Crisis, Adjustment, and Reform in Thailand's Industrial Firms", *The World Bank Research Observer* 15(1):1-22.
- Dornbusch, Rudi (1998) "Asian Crisis Themes", manuskript, Boston: Massachusetts Institute of Technology.
- Dornbusch, Rudi (2001) "Malaysia: Was it different?", *NBER Working Paper* 8325, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Edgington, David W. & Roger Hayter (2001) "Japanese direct foreign investments and the Asian financial crisis", *Geoforum* (32):103-120.

- Edison, Hali J. & Carmen M. Reinhart (2000) "Capital Controls during Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand", *International Finance Discussion Paper 662*, Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Fernal, Johan, Hali Edison & Prakash Loungani (1998) "Was China the First Domino? Assessing Links between China and the Rest of Emerging Asia", *International Finance Discussion Paper 604*, Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Ghosh, Swati R. & Atish R. Ghosh (1999) "East Asia in the Aftermath: Was There a Crunch?", *IMF Working Paper 02/25*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Greene, Joshua E. (2002) "The Output Decline in Asian Crisis Countries: Investment Aspects", *Working Paper 98/8*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Haggard, Stephan (2000) *The Political Economy of the Asian Financial Crisis*, Washington D.C.: Institute for International Economics.
- Haggard, Stephan & Eysung Kim (1997) "The Sources of East Asia's Economic Growth", *Access Asia Review 1* (1), The National Bureau of Asian Research, 35-72.
- Hanisch, Tore Jørgen, Espen Søylen & Gunhild Ecklund (1999) *Norsk økonomisk politikk i det 20. århundre*, Kristiansand: Høyskoleforlaget,
- Henderson, Callum (1998) *Asia falling: making sense of the Asian crisis and its aftermath*, New York: McGraw-Hill.
- Higgins, Matthew & Thomas Klitgaard (2000) "Asia's Trade Performance after the Currency Crisis", *FRBNY Economic Policy Review September 2000*, New York: Federal Reserve Bank of New York, 37-49.
- International Monetary Fund (1998) *International Financial Statistics Yearbook*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (diverse utgaver) *World Economic Outlook*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Jomo, K.S. (red.) (1998) *Tigers in Trouble – Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Hong Kong: Hong Kong University Press.
- Kaminsky, Graciela L. & Sergio L. Schmuckler (1999) "What Trigger Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis", *World Bank Policy Research Working Paper 2094*, Washington: The World Bank. Også trykket i *Journal of International Money and Finance* (18):537-560.
- Kaplan, Ethan & Dani Rodrik (2001) "Did the Malaysian Capital Controls Work?" *NBER Working Paper 8142*, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Kawai, Masahiro, Richard Newfarmer & Sergio Schmukler (2001) "Crisis and Contagion in East Asia – Nine Lessons", *World Bank Policy Research Working Paper 2610*, Washington: The World Bank.
- Kim, Se-Jik & Mark R. Stone (1999) "Corporate Leverage, Bankruptcy, and Output Adjustment in Post-Crisis East Asia", *IMF Working Paper 99/143*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Kind, Hans Jarle (2000) "The Philippines – the sick man of Asia? Economic development in the Philippines after 1946", *SNF Working Paper 24/00*, Bergen: Stiftelsen for Samfunns- og Næringslivsforskning.
- Kindleberger, Charles P. (1996), *Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises*. 3rd Edition, London: MacMillan.
- Krugman, Paul (1994) "The myth of Asia's miracle", *Foreign Affairs* 73 (6):62-78.
- Krugman, Paul (1998) "What happened to Asia?", manuskript, Massachusetts Institute of Technology.
- Krugman, Paul (1998b) "Will Asia bounce back?", speech for Credit Suisse First Boston, Hong Kong, March 1998.

LITTERATUR

- Kumar, Rajiv & Bibek Debroy, "The Asian Crisis: an alternate view", *Economic Staff Paper No. 59*, Manila: Asian Development Bank.
- Lane, Timothy *et al.* (1999) "IMF-supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand – A Preliminary Assessment", *Occasional Paper 99/178*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Lauridsen, Laurids (1998) "Thailand: Causes, Conduct and Consequences" in Jomo (1998), 137-161.
- Maddison, Angus (2001) *The World Economy: A Millennial Perspective*, Geneva: Development Centre of the Organisation for Economic Co-Operation and Development.
- Masuyama, Seiichi, Donna Vandenbrink & Chia Siow Yue (2000) *Restoring East Asia's Dynamism*, Tokyo: Nomura Research Institute.
- Montes, Manuel F. & Muhammad Ali Abdusalamov (1998) "Indonesia: Reaping the Market", in Jomo (1998), 162-180.
- Obstfeld, Maurice, "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises," *American Economic Review* 76:72-81.
- Park, Yung Chul & Jong Wha Lee (2001) "Recovery and Sustainability in East Asia", *NBER Working Paper* 8373, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Perkins, Dwight H. (1994) "There are at least three models of East Asian Development", *World Development* 22 (4):655-661
- Radelet, Stephen & Jeffrey Sachs (1998) *The onset of the East Asian financial crisis*, NBER Working Paper 6680, Cambridge: National Bureau of Economic Research. Også publisert som "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Paper* 28 (1): 1-74.
- Rodrik, Dani (1997) "TFPG Controversies, Institutions and Economic Performance in East Asia", *CPER Discussion Paper* 1587, London: Centre for Economic Policy Research.
- Sharma, Shalendra D. (1998) "Asia's Economic Crisis and the IMF", *Survival* 40 (2):27-52.
- Tenold, Stig (1997a) "Aspects of Economic Growth and Development in East- and Southeast-Asia", *NUPI-rapport* 220, Oslo: Norsk Utenrikspolitisk Institutt.
- Tenold, Stig (1997b) "De økonomiske mirakler i Sørøst-Asia", *Internasjonal Politikk* 55 (3):325-352.
- Tenold, Stig (1998a) "Fra tigersprang til mageplask", *NUPI-rapport* 236, Oslo: Norsk Utenrikspolitisk Institutt.
- Tenold, Stig (1998b) "Tre kriser i Asia", *Internasjonal Politikk* 56 (3): 339-360
- Tønnesson, Stein (1998b) "Asia-krisens politikk", *Internasjonal Politikk* 56 (3): 361-392
- World Bank (diverse utgaver) *World Development Report*, Washington D.C: World Bank.
- World Bank (1993) *The East Asian Miracle: economic growth and public policy*, New York: Oxford University Press
- World Bank (2000) *East Asia – Recovery and Beyond*, Washington D.C: World Bank.
- Young, Alwyn (1992) "A tale of two cities: Factor accumulation and technical change in Hong Kong and Singapore", *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press,
- Young, Alwyn (1995) "The tyranny of numbers: Confronting the statistical realities of the East Asian growth experience", *Quarterly Journal of Economics* CX(3):641-680

FIGURER

1. BNP per capita, prosent av USAs BNP per capita, 1950-97	4
2. BNP per capita, prosent av verdens BNP per capita, 1955-97	5
3. Årlig vekst i BNP per capita, prosentpoeng over andre land i samme inntektsgruppe	6
4. Gjeld til BIS-banker, milliarder dollar, Q4 1990-96 og Q2 1997	15
5. Kortsiktig gjeld til BIS-banker, milliarder dollar, 1990-97	16
6. Vare- og tjenestebalansen i prosent av BNP, 1990-96	21
7. Valutakurser relativt til dollar, årlige gjennomsnitt (1990=100), 1990-96	28
8. Daglige valutakurser relativt til dollar (januar 1997=100), 1997-98	32
9. Verdien på <i>rupiah</i> relativt til dollar (januar 1997=100), 1997-98	33
10. Banklån – strømmer, 1996-98	42
11. Årlig BNP-vekst i kriselandene, 1996-2000	50
12. Kvartalsvis BNP-vekst i kriselandene, prosent y-o-y, 1998-2000	51
13. Kvartalsvis BNP (97Q2=100, sesongjustert), 1997-2000	52
14. Industriproduksjonsindeks (1995=100), 1995-2000	54
15. Bygge- og anleggsvirksomhet, andel av BNP, 1995-2000	55
16. Kvartalsvis BNP-sammensetning i Malaysia, milliarder <i>ringgit</i> , 1997-2000	60
17. Kvartalsvis BNP-sammensetning i Sør-Korea, 1000 milliarder <i>won</i> , 1997-2000	60
18. Kvartalsvis BNP-sammensetning i Thailand, milliarder <i>baht</i> , 1997-2000	61
19. Bruttoinvestering i prosent av BNP, 1994-2000	62
20. Kvartalsvis bruttoinvestering, andel av BNP, 1996-2000	63
21. Kvartalsvis utvikling i privat konsum, prosent y-o-y, 1998-2000	67
22. Utviklingen i offentlige budsjetter, prosent av BNP, 1996-2000	69
23. Offentlig gjeld, andel av BNP, 1996-2000	70
24. Månedlig varehandelsbalanse, millioner dollar (sesongjustert), 1994-2000	72
25. Vare- og tjenestebalanse – kvartalsvis utvikling, milliarder dollar, 1996-2000	73
26. Utvikling i eksport og import av varer og tjenester, milliarder dollar, 1996-2000	74

TABELLER

1. Utvikling i driftsbalansen – prosent av BNP, 1990-97	19
2. Inngående UDI som andel av underskuddet på driftsbalansen, 1990-96	20
3. Valutakurssvingninger relativt til dollar, januar 1990-mai 1997	29
4. Bakgrunnen for store endringer i aksjemarkedene, januar 1997-mai 1998	41
5. Netto privat kapitaltilstrømning, milliarder dollar, 1995-2000	43
6. Sektormessig reduksjon i aktiviteten i 1998	53
7. Bygge- og anleggsvirksomhet, årlig vekst, 1996-2000	56
8. Sektorenes andel av BNP i Indonesia og Malaysia, 1995-96 og 1998-99	57
9. Sektorenes andel av BNP i Sør-Korea og Thailand, 1995-96 og 1998-99	57
10. Bruttoinvestering fra ulike kilder. Avvik og nedgang i prosentpoeng	63
11. Utvikling i privat og offentlig konsum, 1996-2000	67
12. Utvikling i varehandel. 1996 i forhold til 1998 og 1999, milliarder dollar	75
13. Andel av BNP i Indonesia og Malaysia, 1995-96, 1998-99 og 2000	76
14. Andel av BNP i Sør-Korea og Thailand, 1995-96, 1998-99 og 2000	76
15. BNP-utvikling, 1999-2001	79