

DN Debatt:

"Domedagsprofetiorna kommer för tidigt"

Assar Lindbeck och Dan Lindbeck analyserar den asiatiska finanskrisen: Västländernas skuld får inte glömmas bort.

Asiatiska företag och banker har underskattat riskerna när investeringar finansierats med stora lån. Det är en viktig faktor bakom den internationella finanskrisen. Men de som nu fördelar "skulden" får inte glömma bort de missbedömningar som gjorts av långgivare i västländerna. Troligen har Internationella valutafondens rekommendationer också förvärrat krisen. Dock verkar dagens domedagsprofetior över världsekonomin för tidigt utställda. Det skriver nationalekonomerna Assar Lindbeck och Dan Lindbeck.

Varför började den internationella finanskrisen i Asien? Och varför spreds finanskrisen så snabbt - till att börja med mellan länder i regionen men snart också till andra delar av världen?

Det kan vara pedagogiskt att dela upp förklaringarna i tre komponenter, även om de delvis flyter in i varandra: 1) bakgrundsfaktorer, 2) utlösande chocker, 3) spridningsmekanismer.

Med bakgrundsfaktorer menar vi grundläggande svagheter i ett lands ekonomi som ökar risken för finansiella kriser, särskilt när diverse chocker träffar den inhemska ekonomin. En avgörande svaghet som förtjänar att betonas mer än som vanligen sker är att både finansiella institutioner och produktionsföretag i Östasien ofta försummat sina balansräkningar. Genom att driva upp investeringar och produktion med hjälp av lånat kapital har man uppnått en stor hävstångseffekt när det gäller avkastningen på det egna kapitalet. Inriktningen på lågt eget kapital och stora lån har blivit något av en social norm bland företag i flera östasiatiska länder. Ett extremt exempel är konglomeraten i Sydkorea, för vilka skulderna ofta har varit fyra fem gånger det egna kapitalet.

Denna extrema skuldsättning ställde inte till några större problem så länge företagens intäkter ökade i snabb takt. Men den positiva hävstångseffekten bytte tecken när intäkterna växte långsammare, eller rent av föll. Sammansättningen av lånen visade sig också vara problematisk ur risksynpunkt. Lånen bestod nämligen i stor utsträckning av korta bankkrediter.

Risken för förstärkt ytterligare när både finansiella och icke-finansiella företag i ökad utsträckning började lita till utländskt kapital. I och för sig är det inte nödvändigtvis farligt att låna utomlands, särskilt inte till lönsamma investeringar. Problemet för flera länder i Östasien var att man i så stor utsträckning, särskilt sedan mitten av 90-talet, alltmer använde sig av korta utlandslån utan säkring mot växelkursrisker - uppenbart i tron att växelkursen var garanterad av myndigheterna.

Riskhanteringen i individuella företag och banker brast alltså allvarligt. Problemet skärptes av stora brister i företagens och de finansiella institutionernas redovisningssystem. Det tycks också ofta ha funnits en föreställning om att staten skulle komma till hjälp om banker och andra finansföretag eller stora produktionsföretag skulle råka ut för allvarliga finansiella problem. Normalt sett riskfyllda projekt betraktades därmed inte som särskilt riskfyllda av den enskilda placeraren.

Erfarenheten från Östasien under första hälften av 90-talet ger också en ny illustration till riskerna med att satsa på en fast växelkurs i en värld med stora och fria kapitalrörelser. Så fort den inhemska räntan tenderar att hamna ovanför den utländska ökar inflödet av kort kapital - så länge både låntagare och långgivare litar på att växelkursen ligger fast. Detta bidrog till den kraftiga kreditexpansionen i flera länder i Östasien. Ökningen av kreditvolymen uppgick ofta till 20-30 procent per år. Som man kan vänta sig återspeglades detta i uppblåsta tillgångspriser, inte minst för aktier och fastigheter. Tillgångspriserna kom att ligga långt över de nivåer som kan motiveras av rimliga förväntningar om framtida vinster, ungefär som i Sverige i slutet av 80-talet.

Det har också blivit alltmer uppenbart att det fattades många tvivelaktiga investeringsbeslut både på fastighetsmarknaden och i näringslivet i övrigt. I flera länder tycks dessa tendenser ha förstärkts av nepotism och politisering av investeringsbeslut.

Vinstbedömning och riskhantering var bristfälliga också bland utländska långgivare. Uppenbarligen betraktade långgivarna banker och produktionsföretag i Asien som goda kunder på grund av dessa länders omvittnade ekonomiska dynamik. Lågkonjunkturen och de låga räntorna i de utvecklade västländerna i början av 90-talet bidrog också till att långgivare sökte sig nya placeringsmöjligheter. På så sätt blev de sydöasiatiska länderna vid mitten av 90-talet magneter inte bara för direktinvesteringar och aktieplaceringar utan också, och framför allt, för internationella placerare av kort kapital.

Orealistiska vinstförväntningar och en underskattning av risker var alltså ett gemensamt drag för inhemska och utländska långgivare. Att riskbedömningen slog slint berodde inte minst på att långgivare underskattade de systemriskerna som uppkommer då enskilda aktörer kommer i finansiell knipa i finansiella system med en komplicerad väv av ömsesidigt beroende.

Bedömare som i dag vill fördela "skulden" för krisen mellan olika aktörer bör därför inte glömma bort de utländska långgivarnas missbedömningar.

Dessa bakgrundsfaktorer kom inte upp till ytan förrän ekonomierna i flera länder i Östasien i mitten av 90-talets utsattes för ett antal utlösande chocker, som i och för sig var långt ifrån dramatiska. Ett uppenbart exempel var stagnerande eller rent av fallande efterfrågan på ländernas exportprodukter. Fallande relativpriser på sådana produkter sammanhänge också med

överinvesteringar i vissa exportsektorer - ett av flera uttryck för de tidigare nämnda felinvesteringarna.

I länder med fast växelkurs bidrog också den stigande dollarn från och med andra halvåret 1996 till att flera asiatiska valutor blev övervärderade. Även den kinesiska devalveringen med 50 procent 1994 bidrog till övervärderingen.

Allt detta drev fram stora underskott i byteshandeln i flera länder i Östasien av storleksordningen 3-8 procent av BNP året innan krisen bröt ut. Det var ofrånkomligt att denna utveckling skulle skapa tvivel på vissa länders förmåga att hålla växelkurser fast. Valutaspekulationen och en snabb omsvängning från inflöde till utflöde av kort kapital kom som "brev på posten", eller snarare som elektroniska meddelanden. Ett extremt stort inflöde av kapital i östasiatiska länder (exklusive Japan) 1996 vände kommande år till ett betydande utflöde.

De relativt beskedliga chockerna kan tyckas ha resulterat i oproportionerligt stora konsekvenser både för närmast berörda länder och för världsekonomin som helhet. Men för att förstå konsekvenserna av krisen är det också viktigt att ta hänsyn till diverse spridningsmekanismer, som förstärkte och vidgade finanskrisen. Efter fruktlösa försök att försvara den fasta växelkursen mot valutaspekulation tvingades myndigheterna att acceptera en flytande växelkurs. Om centralbanken då försöker stimulera den inhemska ekonomin med lägre räntor hotar en fallande växelkurs att ytterligare undergräva kapitalbasen hos banker och produktionsföretag med stora lån i utländsk valuta. Finanskrisen fördjupades därmed.

Det är också troligt att finanskrisen förvärrades av de finanspolitiska åtstramningar som kom till stånd i vissa länder i inledningsskedet av krisen, delvis på IMF:s rekommendationer.

Bank- och valutakrisen spreds också mellan länder. En typ av spridning inträffade genom minskad inhemska efterfrågan i krisländerna, vilket drabbade andra länders export. En annan verkade genom förändringar i relativ konkurrenskraft till de deprecierande ländernas förmån. Ytterligare spridningseffekter kom till stånd genom negativa konsekvenser för råvarupriser.

Andra spridningsmekanismer verkar direkt via långivningen mellan länder. Ett exempel är att hälften av Thailands och en tredjedel av Indonesiens utländska skulder avser lån från japanska banker. Institutioner i östasiatiska länder sålde också ryska, ukrainska och brasilianska obligationer, vilket spred krisen till dessa länder. Banker i långivande länder fick också problem med de lån som de gett till inhemska företag med stor utländsk exponering.

Men den verkliga härdsmältan inträffade när långivare med korta lån insåg att också andra långivare var angelägna om att dra sig ur sina positioner. Det gällde nu för varje enskild långivare att dra sig ur före andra, i regel genom att inte förnya förfallna korta lån. Ingen ville

sitta med "Svarte Petter". Det är alltså inte fråga om någon irrationell finansiell panik. Däremot kan totaleffekten bli irrationell i den meningen att en alternativ situation, där alla skulle ha kommit överens om att förnya sina lån, eventuellt skulle ha varit bättre för flertalet aktörer.

Sådana komplikationer är inte ovanliga när enskilda aktörers agerande baseras på förväntningar om hur andra aktörer kommer att bete sig. En god jämvikt för systemet som helhet vore i detta fall att finansiella investerare behöll sina placeringar. Men det internationella finansiella systemet tycks under det senaste året i stället ha varit på väg in i en dålig jämvikt där alla försöker komma ur sina positioner så snabbt som möjligt. En sådan utveckling är i dag svår att undvika eftersom det i praktiken är näst intill omöjligt att koordinera alla placerare.

Den internationella smittan spreds ytterligare när långgivare började misstänka att det fanns massor av lik i garderoben också i andra "likartade" länder. Långgivare och värderingsinstitut, som tidigare anat problemen, började tycka upp garderobsdörrarna i alla misstänkta hus. De fann snabbt att de korta lånen, inte minst till utlandet, var långt större än de hade trott, och att valutareserverna i berörda länder var långt mindre än som tidigare framgått. En allmän flykt till länder med god transparens och finansiell stabilitet inleddes.

Krisen spreds därmed från land till land också utanför Östasien. Dock verkar dagens domedagsprofetior för världsekonomin väl tidigt utställda, liksom så många gånger förr.

Hur ska då finanskrisens verkningar begränsas och hur ska riskerna för nya allvarliga finanskriser hållas på mattan? Vi återkommer till dessa frågor i en andra artikel.

Assar Lindbeck

Dan Lindbeck