

Aktuell utdyping: Asia - V eller W?

1 Bakgrunn

Denne utdypingen drøfter den økonomiske situasjonen i Øst-Asia godt og vel 2 år etter at regionen ble rammet av finanskrisen. Innledningsvis beskrives kort årsakene til krisen. Deretter redegjøres det for den kraftige oppgangen som skjedde i 1999. Fjorårets oppgang kom raskere og sterkere enn hva de fleste hadde ventet. Det er fortsatt usikkert om den kraftige vekstoppgangen kun er midlertidig eller om landene igjen går inn i en periode med like sterk vekst som før.

2 Hva gikk galt?

Før krisen ble den økonomiske utviklingen i de øst-asiatiske landene sett på som en suksess. Den sterke veksten over mange år hadde bidratt til en bedring i levekårene. Samtidig var inflasjonen lav, statsfinansene gode, investeringene høye og eksportveksten solid. Mot denne bakgrunn var det liten oppmerksomhet om de faktorer som senere bidro til krisen.

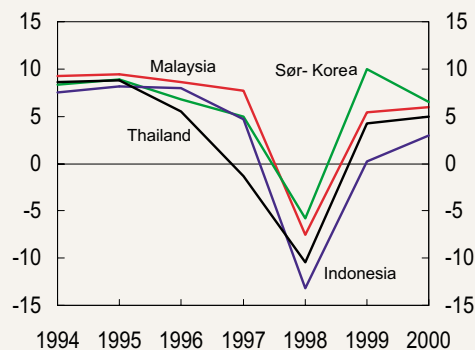
På 1990-tallet fant det sted en betydelig kapitalinngang til flere land i Øst-Asia. Mesteparten av kapitalinngangen, ledsaget av kraftig investeringsoppgang, ble formidlet gjennom innenlandske finansinstitusjoner. Liberalisering av innenlandske finansmarkeder hadde ikke blitt fulgt opp med tilstrekkelig tilsyn og regulering. Flere av finansinstitusjonene var underkapitalisert, og kredittvurderingene var i mange tilfeller mangelfull. Lengre perioder med makroøkonomisk stabilitet og høy vekst hadde ledet til manglende realisme i risikovurderingen hos utenlandske kreditorer, låntakere og myndigheter.

De fleste landene klarte lenge å unngå en betydelig appresiering av valutaen slik en har sett i andre land som har opplevd kraftig kapitalinngang. Dette ble oppnådd gjennom uformell binding av valutakursen og en pengepolitikk basert på sterilisering av kapitalinngangen.

Uformell binding til amerikanske dollar ble tatt som en implisitt garanti for en fast nominell valutakurs. Dette sammen med et rentenivå som var høyere enn dollarrenten, ansporet foretaks- og finanssektoren til å finansiere langsiktige investeringer med kortsiktig utenlandsopplåning. Låneopptakene økte i en allerede sterkt belånt foretakssektor. De faste valutakursene resulterte i svekket konkurransevne etter hvert som amerikanske dollar stadig ble sterkere mot blant annet japanske yen etter 1995. En konsekvens av dette var at flere av de asiatiske landene fikk nedgang i eksportinntektene, målt i dollar, samt økende underskudd på driftsbalansen i årene før krisen.

Et kollaps fulgte da avtakende avkastning, dårligere vekstutsikter, svekkelse av driftsbalansen og voksende tvil om valutakursregimet førte til en rask endring i investorenes tillit og klare tendenser til flokkadferd (se egen ramme om finansiell uro). Investorene ble urolige og var ikke lenger villige til å rullere landenes kortsiktige utenlandsgjeld. I flere land, særlig Sør-Korea, Thailand, Indonesia, Malaysia og i noe mindre grad Filippinene, utviklet det som i utgangspunktet var en valutakrise seg raskt til

Figur 1 BNP-vekst i utvalgte asiatiske land. Prosentvis årlig vekst



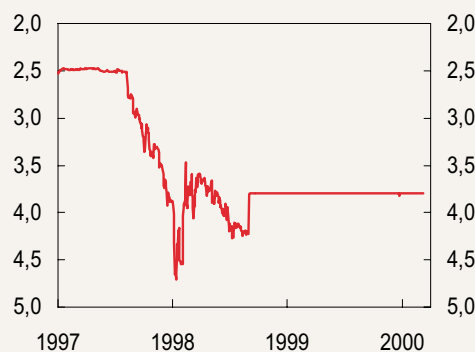
Kilde: IMF og Norges Bank

Tabell 1. Kortsiktig utenlandsgjeld som andel av valuta-reservene. Prosent

	Indonesia	Sør-Korea	Malaysia	Thailand
1993	159,7	199,1	25,5	92,5
1994	160,4	227,6	24,3	99,5
1995	189,4	240,7	30,6	114,2
1996	176,6	340,2	41,0	99,7
Juni-97	158,5	395,3	41,6	119,9
Sep-97	159,0	446,5	49,9	131,4
Des-97	217,1	751,6	71,9	133,1

Kilde: IMF

Figur 2 Valutakursutvikling mot USD. Malaysia (Ringgit/USD)



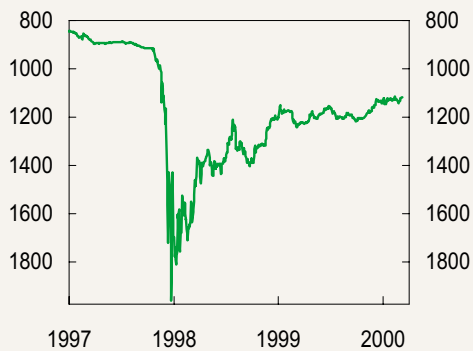
Kilde: Datastream

Figur 3 Valutakursutvikling mot USD.
Thailand (Baht/USD)



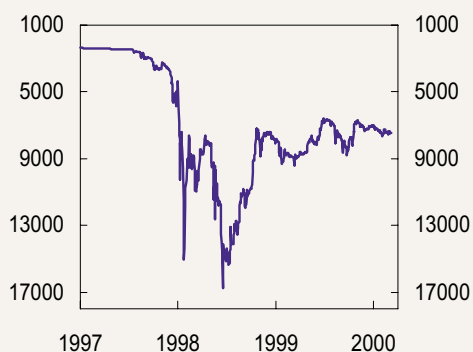
Kilde: Datastream

Figur 4 Valutakursutvikling mot USD.
Sør-Korea (Won/USD)



Kilde: Datastream

Figur 5 Valutakursutvikling mot USD.
Indonesia (Rupiah/USD)



Kilde: Datastream

en krise i hele det finansielle systemet. Høy grad av intra-regional handel betydde at virkninger av et fall i etterspørselen raskt smittet over til andre land i regionen, inkludert Hongkong, Singapore, Kina og i noe mindre grad Taiwan.

BNP-fallene i 1998 ble større enn hva en i utgangspunktet forventet. I Indonesia, som var hardest rammet, falt BNP med 13,2 prosent, og inflasjonen steg en periode til 80 prosent. Grunnen til de kraftige BNP-fallene var blant annet at valutadepresiering og nedgang i aksjekursene førte til et meget kraftig fall i privat sektors formue. Problemene i banksektoren bidrog til sviktende tillit i privat sektor. Manglende sosiale sikkerhetsnett førte til et kraftig fall i privat konsum. Dette bidrog sammen med svekkelsen av valutaene og manglende internasjonal finansiering til kraftig nedgang i importen. I Sør-Korea falt privat konsum med 9,6 prosent, mens importen falt med 22 prosent i 1998.

3 Rask oppgang

I 1999 var det en overraskende sterk oppgang i de øst-asiatiske landene. BNP-veksten i Sør-Korea var om lag 10 prosent etter et fall på 5,8 prosent i 1998. Tilsvarende tall for Thailand var et fall på 10,4 prosent og en oppgang på 4 prosent i 1999. En god del av oppgangen reflekterer trolig at det er en tendens til at økonomiene henter seg inn igjen etter et sterkt tilbakeslag i etterspørselen. Etter hvert som situasjonen stabiliserte seg vendte utenlandsk kapital tilbake. Selv om dette bidrog til en betydelig appresiering gjennom 1998 og 1999, er valutakursene fortsatt mellom 24 og 68 prosent svakere enn før krisen. Dette førte til at konkurransevnen ble dramatisk forbedret, noe som la grunnlag for eksportvekst.

Økonomiens tilbudsside var intakt

Tilbudssiden ble lite påvirket av krisen, med unntak av investeringene, som falt og deretter flatet ut i 1999. Tallene for Sør-Korea viser et fall i investeringene på 21 prosent i 1998 og en antatt vekst ifølge OECD på 5 prosent i 1999. Kapitalbeholdningen, arbeidskraften og teknologien var – i motsetning til i transformasjonslandene i Øst- og Sentral-Europa – fortsatt anvendelig. På kort sikt var således skranken på veksten hele den produksjonskapasiteten som ikke ble benyttet i 1998. Denne skranken var neppe begrensende for veksten i 1999.

Eksportvekst som følge av styrket konkurransevne

Flere etterspørselskomponenter økte. Et viktig trekk ved oppgangen var eksportveksten, som bidrog til betydelig økning i industriproduksjonen. Både bedret konkurransevne etter kraftige valutadepresieringer og vekst i den eksterne etterspørselen bidrog til oppsvinget i eksporten.

Økningen i etterspørselen ble i utgangspunktet drevet fram av økt internasjonal etterspørsel etter elektronikkvarer¹, særlig halvledere. Etterspørselen steg trolig som følge av frykt for problemer i forbindelse med tusenårsskiftet samt økt internasjonal satsing på Internett. Elektronikketterspørselen vil antakeligvis holde seg sterk også i 2000. Eksporten vil også dra fordel av oppgang i den globale veksten, i tillegg til økning i intra-regional handel.

Ekspansiv penge- og finanspolitikk ...

Den makroøkonomiske politikken har bidratt til å støtte opp under oppgangen. Raskt avtakende inflasjon og en delvis reversering av valutakursfallet gjorde det mulig for de asiatiske sentralbankene å sette ned styringsrentene til historiske bunnivåer. Med unntak av Malaysia, har alle kriselandene fortsatt med en pengepolitikk som innebærer flytende valutakurs og opprettholdelse av tidligere kapitalliberalisering. Malaysia introduserte et fastkursregime og selektiv kontroll av kapitalbevegelser i september 1998. Selv om det er blitt foretatt gradvise lettelse i kontrollen på porteføljestrømmer, opprettholdes fortsatt valutakontrollen.

Pengepolitikken vil trolig fortsatt kunne bidra til å støtte opp under den økonomiske veksten. Til tross for kraftig økonomisk vekst, ser ikke landene ut til å stå overfor omfattende inflasjonspress. Dette må ses på bakgrunn av at det fortsatt er ledige ressurser i økonomiene.

Den umiddelbare finanspolitiske reaksjonen på krisen var å vedta enkelte kontraktive tiltak. IMF (Det internasjonale valutafondet) krevde et budsjettoverskudd på 1 prosent av BNP som betingelse for å gi lån til landene. IMF argumenterte for at en tilstrømning i finanspolitikken var nødvendig for å redusere underskuddene på driftsbalansen. I tillegg ble det antatt at en stram finanspolitikk ville bidra til å styrke tiltroen til landenes økonomier og dermed hindre videre valutadepresiering og tiltakende prisstigning. Etter hvert som størrelsen på problemene, spesielt i finanssektoren, ble klarlagt, ble finanspolitikken lagt om i mer ekspansiv retning. Thailand, Sør-Korea, Malaysia og Indonesia hadde budsjettunderskudd på mellom 3 og 6 prosent av BNP i 1999. Før krisen hadde landene budsjettoverskudd i størrelsesorden 1-2½ prosent av BNP. De finanspolitiske tiltakene har variert fra rekapitalisering av finanssektoren til bedring av det sosiale sikkerhetsnettet (Sør-Korea og Indonesia) og mer tradisjonell politikk som kutt i indirekte skatter (Thailand).

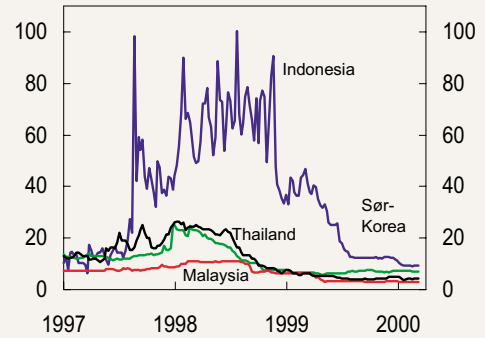
Ifølge OECD (Economic Outlook 66) kan de offentlige utgiftene til restrukturering av finanssektoren beløpe seg fra en tredel av BNP i Thailand til 50 prosent i Indonesia.

... har bidratt til økt konsum

De positive effektene av en ekspansiv penge- og finanspolitikk har særlig vist seg i form av bedring i næringslivets og konsumentenes tillit til den økonomiske utviklingen samt høyere aksjekurser. Dette har gitt positive formueseffekter. Disse faktorene bidrar til å motvirke de negative effektene på konsumet av høy arbeidsledighet og svak lønnsutvikling. I 1999 økte privat konsum med henholdsvis 9 prosent i Sør-Korea og 2,5 prosent i Malaysia.

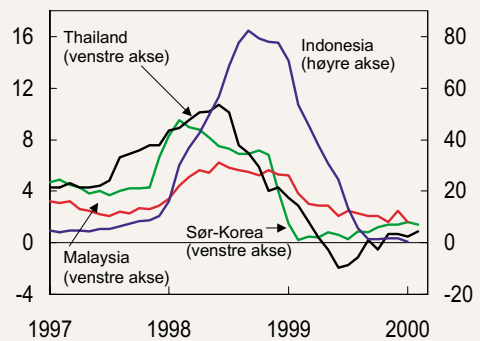
¹ Av totale eksport utgjør elektronikkvarer mer enn 50 prosent i Malaysia, 45 prosent i Filippinene, nærmere 40 prosent i Sør-Korea og omtrent en tredel i Thailand.

Figur 6 Kortsiktige renter



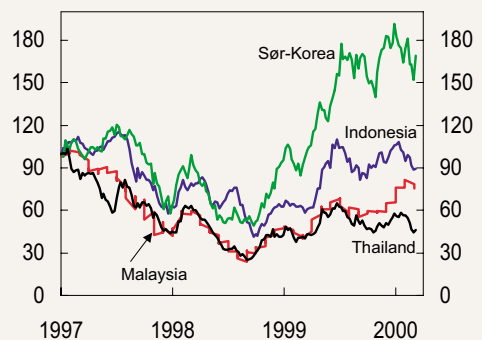
Kilde: Datastream

Figur 7 Konsumprisutvikling. Tolv-månedersvekst. Prosent



Kilde: Datastream

Figur 8 Børsindekser. Uke 1 1997=100



Kilde: Datastream

4 Utsiktene fremover

4.1 Vil oppgangen fortsette?

Så langt har oppgangen vært V-formet. Dette var også det mønsteret en så i forbindelse med Mexico-krisen i 1994/95. Trolig vil veksttakten avta i 2000 etter hvert som gjeninnhentingseffektene etter det kraftige BNP-fallet i 1998 reduseres. OECD venter at BNP-veksten i Sør-Korea inneværende år blir 6,5 prosent.

Landene er trolig blitt mindre sårbare overfor eksterne sjokk, men oppgangen er skjør. På helt kort sikt er det vanskelig å forestille seg en likviditetskrise lik den i 1997-98. Den kortsiktige utenlandsgjelda har i stor grad blitt nedbetalt. Samtidig har store handelsoverskudd gjort det mulig for kriselandene å bygge opp betydelige valutareserver.

Fortsatt oppgang vil avhenge av flere forhold: oppgang i Japan, fortsatt sterk amerikansk økonomi og opprettholdelse av politisk stabilitet i regionen.

Avtakende bidrag fra nettoeksporten – privat konsum overtar

Bidraget til BNP-veksten fra nettoeksporten vil ventelig avta i mesteparten av regionen. Det ventes fortsatt overskudd på handels- og driftsbalansene. Overskuddene vil imidlertid falle etter hvert som importen tar seg opp. Allerede i 1999 ble bidragene til BNP-veksten fra nettoeksporten betydelig redusert, mens bidragene fra privat konsum og lageroppbygging tok seg opp.

Det største vekstbidraget ventes å komme fra privat konsum. Husholdningene ble i mindre grad enn foretakssektoren rammet av krisen. Både sysselsetting og lønninger er nå i ferd med å stige, og husholdningenes tiltro til den økonomiske utviklingen styrkes. Med høye sparerater i utgangspunktet gir dette rom for økt konsumtilbøyelighet og økt konsum. Et tegn på dette er bilsalget, som typisk leder an en konsumoppgang. Bilsalget viste sterk vekst mot slutten av fjoråret.

Nye utfordringer for finanspolitikken

Den finanspolitiske stimuleringen ventes å avta. Dette vil trolig ikke endre utsiktene i betydelig grad, siden denne faktoren i utgangspunktet aldri var en hoveddrivkraft bak veksten.

Offentlige budsjettunderskudd og offentlig gjeld har økt etter hvert som myndighetene har satt i gang tiltak for å styrke innenlandsk etterspørsel og refinansiere banksektoren. Landene hadde gode statsfinanser før krisen, noe som gav muligheter for å føre en ekspansiv finanspolitikk etter krisen. Manøvreringsmulighetene i finanspolitikken er nå blitt mindre. Det er fortsatt usikkert hva de totale kostnadene etter finanskrisen vil bli.

Endret pengepolitikk – redusert fare for spekulative angrep?

Omlaggingen av pengepolitikken med overgang til flytende valuta kan bidra til å redusere grunnlaget for spekulative angrep fremover. Fleksible valutakurser kan være mer utsatt for kortsiktig volatilitet, mens faste valutakurser vil være mer mottakelige for store skift når de ikke lenger kan forsvares. Både Thailands og

Sør-Koreas forsøk på forsvare valutakursen gjennom intervensjoner førte til at valutareservene ble brukt opp uten at kursene stabiliserte seg, og endte til slutt med en kraftig depresiering av valutaen.

Basert på erfaringene de siste årene ser det i økende grad ut til at valget for fremvoksende økonomier enten står mellom å oppgi en selvstendig pengepolitikk helt ved å benytte et annet lands valuta eller innføre et seddelfond, eller å gå til den andre ytterlighet og innføre et flytekursregime.

Den raske oppgangen – et hinder for videre strukturreformer?

Det er fra flere hold, blant annet IMF, uttrykt bekymring for at den raske oppgangen vil gjøre landene «selvtilfredse» og redusere støtten til strukturreformer. Den raske oppgangen vil kunne tolkes som at krisen er over, og at det ikke lenger er fare for en ny krise.

Krisen har så langt ikke ledet til fundamentale strukturreformer i landene. Det er imidlertid gjort fremgang i tilsynet av banksektoren. I foretakssektoren har reformtiltakene så langt fokusert på å forbedre konkurslovgivningen. Det er fortsatt behov for strukturreformer for å unngå nye kriser, samt legge grunnlaget for vekst på lang sikt.

Sammenliknet med andre fremvoksende markeder spiller bankenes utlån en betydelig rolle i Øst-Asia. Mye ledig kapasitet og svak innenlandsk etterspørsel de to siste årene har medført at bankenes problemer og manglende finansiering trolig ikke har utgjort en begrensning for foretakssektoren. Næringslivets etterspørsel etter investeringskapital har vært lav, men etter hvert som innenlandsk etterspørsel tar seg opp, vil disse foretakene trenge ny kapital. Dersom bankene ikke er i stand til å låne ut, vil oppgangen kunne bremses. En løsning av problemene i banksektoren er derfor viktig.

4.2 Vil de høye vekstratene kunne vende tilbake?

Mange vil oppfatte oppgang i Asia som en tilbakevending til veksttakten på begynnelsen av 1990-tallet. Flere av faktorene som gav de høye vekstratene i Øst-Asia er fortsatt til stede, og utenlandsk kapital strømmer igjen tilbake til regionen.

Standard økonomisk teori antar at økonomisk vekst er en funksjon av kapital- og arbeidsinnsats og såkalt total faktorproduktivitet. Økning i total faktorproduktivitet krever bedring i utnyttelsen av innsatsfaktorene og organiseringen av produksjonen. Over flere år har det vært en debatt om betydningen av de ulike faktorene når det gjelder det asiatiske vekstmiraklet.

Flere økonomer, blant annet amerikaneren Paul Krugman, har siden midten av 1990-tallet hevdet at den raske veksten i Asia i hovedsak var et resultat av betydelig kapitalinnsats og rask vekst i arbeidsstyrken, og ikke en bedring i den totale faktorproduktiviteten. På denne måten hadde prosessen noe til felles med erfaringene fra de tidligere planøkonomiene. Veksten kunne holdes oppe ved økende kapital- og arbeidskraftinnsats, men ville etter hvert begrenses ved stadig avtakende avkastning. Kort sagt kan en si at Krugman-skolen så på det asiatiske vekstmiraklet som en illusjon, og mente det snart ville ta slutt, så sant ikke balansen mellom de ulike vekstfaktorene endret seg.

Asia-krisen ble av mange tolket som at Krugmans spådom var riktig, selv om Krugman selv aldri eksplisitt forutså en slik krise.

Trolig var ikke den raske veksten i kapitaldannelsen på 1990-tallet bærekraftig. I perioden nådde investeringene meget høye nivåer. Bruttoinvesteringene i Sør-Korea, Malaysia og Thailand oversteg 40 prosent av BNP før krisen. Det kunne i økende grad stilles spørsmål ved avkastningen på disse investeringene. En del av investeringene, blant annet i fast eiendom, var klart spekulativt basert.

På den annen side er de asiatiske landene mye mindre kapitalintensive enn de tradisjonelle industrilandene. Thailand, Indonesia og Malaysia har kun opplevd to tiår med rask vekst, og deres kapitalbeholdning i forhold til BNP er lav sammenlignet med utviklede industriland.

Det samme gjelder utdanning. Det kan derfor fortsatt være høy avkastning på økte investeringer i utdanning (særlig i Thailand og Indonesia).

Dette impliserer at vekstbidraget fra økt kapital- og arbeidsinnsats sannsynligvis ikke er oppbrukt. Det vil trolig bli en utflatning av den økonomiske veksten i Asia over tid etter hvert som ledig arbeidskraft sysselsettes og kapitalbeholdningen når nivåer på linje med mer utviklede økonomier. Men veksten i Asia vil kunne holde seg høyere enn i de utviklede landene for en tid, også uten sterk økning i produktiviteten.

På lengre sikt vil potensialet for kapital- og arbeidskraft som drivkraft bak den økonomiske veksten avta, og veksten vil i større grad måtte være avhengig av økning i produktiviteten. Dette vil kreve reformer. Hvis asiatiske myndigheter derfor ikke lykkes med de lovte reformene, vil det svekke grunnlaget for raskere vekst i produktiviteten.

5 Oppsummering

Deler av produksjonsgapet i de asiatiske økonomiene er redusert, men det er trolig fortsatt rom for høy vekst i en periode før produksjonsgapet er lukket. Privat konsum er i ferd med å ta seg opp, men veksten i de private investeringene er fortsatt lav, noe som må ses på bakgrunn av betydelig ledig produksjonskapasitet. Eksporten påvirkes av konkurranseevnen, som fortsatt er god, selv om valutaene har styrket seg. Ytterligere styrking av valutaene kan imidlertid bli en begrensende faktor for den økonomiske veksten. Høy vekst lenger fremover vil kreve investeringer og økt produktivitet.

Det kan ikke utelukkes at landene vil kunne få en W-formet økonomisk utvikling. Dette kan bli resultatet dersom innenlandske investeringer og konsum ikke tar seg opp, eller det kommer en ny tillitskrise. Bankenes problemer kan redusere tilgangen på kapital og slik sett begrense investeringene. Mangelfull omlegging av strukturpolitikken kan være en mulig kandidat for å utløse en tillitskrise.