

Birtist í *Vísbendingu* 9. febrúar 2001

Eru fjármálakreppur þess virði?

Jón Steinsson

Í upphafi hvers árs heldur bandaríska hagfræðingafélagið ársfund þar sem virtum hagfræðingi er boðið að halda hátíðarávarp. Á síðasta ári var það Larry Summers þáverandi fjármálaráðherra Bandaríkjanna sem áður var prófessor við Harvard háskóla sem hélt þetta ávarp og talaði um fjármálakreppur. En Summers var einmitt einn af þeim sem bar hitann og þungann af því að skipuleggja viðbrögð vestrænna ríkja við nýlegum fjármálakreppum í Mexíko, Tælandi, S. Kóreu, Indónesíu, Rússlandi og víðar. Það kemur því ekki á óvart að Summers hafi sitthvað áhugavert um þessi málefni að segja.¹

Í ávarpi sínu leggur Summers áherslu á mikilvægi alþjóðlegra fjármálamarkaða fyrir hagvöxt í heiminum. Grunnhlutvert fjármálamarkaða er að veita fé frá þeim sem eiga það en hafa ekkert við það að gera (almennings) til þeirra sem búa yfir þekkingu sem gerir þeim kleift að nota fjármagn til þess að búa til verðmæti (fyrirtækja og frumkvöðla). Mikilvægi þessa ferlis fyrir hagvöxt er gríðarlegur. Til þess að undirstrika mikilvægi þess bendir Summers á að í venjulegu þróuðu hagkerfi þar sem hlutfall fjármagns og landsframleiðslu (e. capital output ratio) er 3 á móti 1 þá leiðir 20 punkta hækkun á ávöxtun fjármuna til ábata sem er á við 6% af landsframleiðslu.

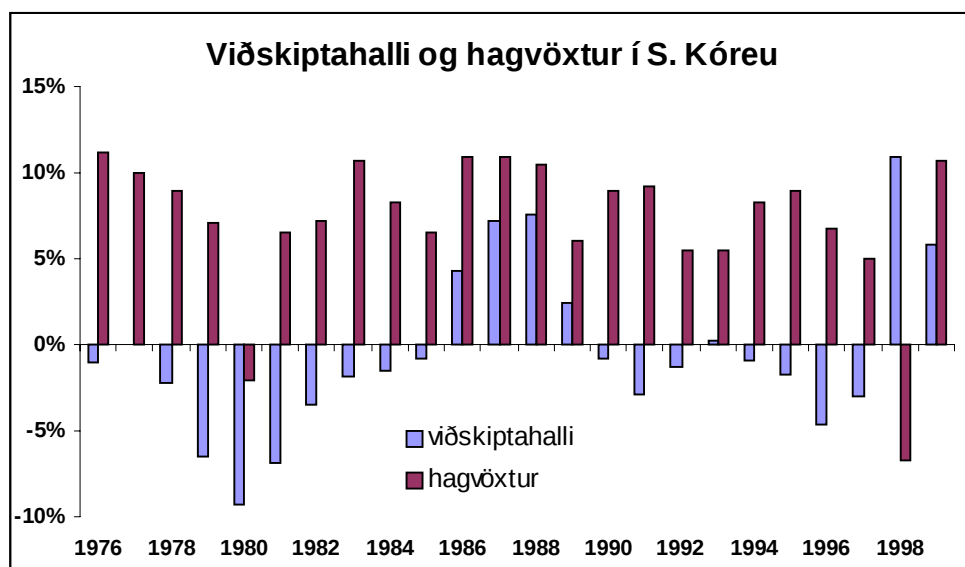
Enn fremur eru góð rök sem hníga að því að alþjóðlegir fjármálamarkaðir muni vera sérstaklega mikilvægir á næstu áratugum. Nánast öll fjölgun vinnufærra manna í heiminum á næstu áratugum mun eiga sér stað í þriðja heiminum og í nýlega iðnvæddum ríkjum Asíu. Á sama tíma er líklegt að stærstur hluti af sparnaði heimsins muni eiga upptök sín í iðnvæddum ríkjum Vesturlanda þar sem hlutfallslega mjög stór hluti fólks á Vesturlöndum verður á þessum tíma á þeim aldri þar sem sparnaður til elli ára er sem mestur. Það ætti því að vera ljóst að markaðir sem beina fé frá Vesturlöndum í arðbærar fjárfestingar í fátækari löndum munu skipta sköpum fyrir hagvöxt heimsins á þessum tíma.

Hin mikla umræða sem verið hefur um fjármálakreppur á síðustu árum hefur hins vegar boðið þeirri hættu heim að menn fari að efast um ágæti slíkra fjármagnsflutninga. Summers telur að best sé að hugsa um þróun alþjóðlegra fjármálamarkaða með samlíkingu. Hann líkir henni við upphafsár þotuflugs um miðbik 20. aldarinnar. Þotan gjörbreytti á skömmum tíma ferðalögum milli landa með því að gera ferðalög þægilegri, styttri hvað tíma snerti og öruggari. Hins vegar voru slysin sem áttu sér stað mun tilkomumeiri en áður, og í fyrstu voru þau nokkuð tíð. Á sama hátt, segir Summers, skila alþjóðlegir fjármálamarkaðir gríðarlegum ábata jafnvel þótt slysin sem á stundum eiga sér stað séu mun tilkomumeiri en áður. Og á sama hátt og rétt stefna stjórnvalda hvað þotur varðar fólst í því að lengja flugbrautir, bæta flugumferðastjórn og auka kröfur um hæfni flugstjóra en ekki í því að vera á móti fljótum ferðamátum, þá felst góð stefna stjórnvalda gagnvart alþjóðlegum fjármálamörkuðum í reglum sem lágmarka hættur á fjármálakreppum án þess þó að hamla framþróun markaðanna.

¹ Greinin er birt í *American Economic Review*, árgangi nr. 90, hefti nr. 2, maí 2000, bls. 1-16.

Það er langt því frá að allir séu sammála þessari röksemdafærslu Summers. Því hefur að undanfögnu ósjaldan verið haldið fram að fjármálakreppur séu þvert á móti óumflýjanlegar afleiðingar þeirrar óstjórnar sem í frjálsum fjármálamörkuðum felst. Í slík ummæli skortir hins vegar skynbragð á samhengi hlutanna. Það er vitaskuld rétt að fjármálakreppur og það harðræði sem þeim fylgdi hefði ekki átt sér stað án frjálsra alþjóðlegra fjármálamarkaða. En það gleymist hins vegar oft en ekki að frjálsir fjármálamarkaðir áttu stóran þátt í því að skapa þá velsæld sem skaðaðist á meðan á fjármálakreppunum stóð.

Þar að auki gleymist það oft en ekki að með samdrættinum sem fylgir fjármálakreppum gengur oftast nær einungis lítill hluti hagvaxtar síðustu áratuga til baka. Tökum S. Kóreu sem dæmi. S. Kórea hefur búið við gríðarlegan hagvöxt í nokkra áratugi sem hefur gert það að verkum að lífkjör í landinu hafa hækkað úr því að vera sambærileg við lífskjör í öðrum þriðja heims ríkjum í það að nálgast lífskjör í S. Evrópu. Á löngu árabili í kring um 1980 bjóð S. Kórea við mikinn og viðvarandi viðskiptahalla og síðan mikinn viðskiptaafgang í nokkur ár eftir það (sjá mynd). Þetta þýðir einfaldlega að uppbygging hagkerfisins í Kóreu hefur átt mikið undir aðgengi að alþjóðlegum fjármálamarkaðum í gegnum tíðina. Í kjölfar Asíukreppunnar dróst þjóðarframleiðsla saman um rýflega 6% árið 1998 (sem er vissulega talsverður skellur). En þrátt fyrir það var þjóðarframleiðsla það ár hærri en árið 1995. Með öðrum orðum tapaði S. Kórea ávinningi u.þ.b. tveggja ára vegna Asíukreppunnar. Einhvern tíma hefði þótt ágætt að fara 17 skref áfram og 2 aftur á bak (landsframleiðsla dróst síðast saman í S. Kórea árið 1980). Þess má síðan geta að hagvöxtur í S. Kóreu hefur verið gríðarlegur síðustu tvö ár og er landið nú umtalsvert betur stætt en það var áður en kreppan dundi yfir.



Í ávarpi sínu fjallaði Summers einnig um æskileg viðbrögð ríkja við fjármálakreppum. Það sem vekur helst athygli í þeirri umfjöllun er sú gríðarlega áhersla sem Summers leggur á rétt viðbrögð innlendra valdhafa. Okkur sem þekkjum fjármálakreppur síðustu ára aðallega í gegnum umfjöllun vestrænna dagblaða hættir oft til að halda að lang mikilvægast þátturinn í viðbrögðum við fjármálakreppum séu aðgerðir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Vestrænna ríkisstjórna sem hrista oft á tíðum gríðarlega fjármuni fram úr erminni til þess að stöðva fjármagnsflóttu frá löndum sem lenda í

fjármalakreppum. Summers leggur hins vegar mikla áherslu á líkurnar á því að slíkar aðgerðir af hálfu Vesturlanda takist ráðist að stórum hluta af viðbrögðum innlendra valdhafa.

Sérstaka áherslu leggur Summers á hættuna sem stafar af freisni fjárfesta (e. moral hazard). Óskilyrtur aðgangur ríkja í neyð að fjárhagsaðstoð frá Vesturlöndum getur leitt til þess að fjárfestar taki ekki nægilegt tillit til þeirrar áhættu sem því fylgir að fjárfesta í þjónuarlöndum þar sem þeir telja fullvíst að vestrænar ríkisstjórnir dragi þá að landi ef illa fer. Þetta gerir það að verkum að nauðsynlegt er að aðstoð af hálfu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fylgi ströng skilyrði um ábyrga stefnu innlendra stjórnvalda. Þar að auki er mikilvægt að slík aðstoð sé aðeins veitt þegar raunhæfar líkur eru á því að féð verði endurgreitt með hæfilegum vöxtum. Það er, að lánað sé á vöxtum aðeins yfir markaðsvöxtum gegn veði sem á eðlilegum tímum þætti fullnægjandi.

Þessi meginregla virðist óðum vera að riðja sér til rúms. Til dæmis má nefna að Rússland uppfyllti ekki þessi skilyrði haustið 1998 og því var skrífað fyrir frekari lán til Rússlands. Efleiddingar greiðslufalls Rússlands voru hins vegar mun meiri en menn bjuggust við. Þá um haustið urðu fjármálamarkaðir á Vesturlöndum fyrir svo miklum skakkaföllum af þessum sökum að lá við alsherjarhruni. Öflug viðbrögð Seðlabanka Bandaríkjanna gerðu það að verkum að betur fór en á horfði í fyrstu. Þó sýnir reynslan frá haustinu 1998 að það er þröngur og vandrataður meðalvegur mill þess annars vegar að lána of mikið og ýta þannig undir freisni og hins vegar að lána of lítið sem getur leitt til þess að tiltölulega saklausar fjármalakreppur verði að miklu erfiðari vandamálum.