

Hvorfor rammet Øst-Asia krisen i 1997, Sør-Korea hardere enn Taiwan? En komparativ analyse av finansiell liberalisering i Sør-Korea og Taiwan.

Institutt for sosiologi og statsvitenskap, NTNU

Komparativ politikk

POL2900: Bacheloroppgave i statsvitenskap vår 2019

Tim Himle Levinh

Innholdsfortegnelse

1 Oppsummering	3
2 Innledning: Øst-Asia krisen	3
3 Teoretisk rammeverk.....	4
3.1 Hva kjennetegner en økonomisk Krise?	4
3.2 Keynes og multiplikatoreffekten	5
3.3 Hva forårsake finanskriser? Kindleberger og Minsky	6
3.4 Krisemodellen til Kindleberger	7
3.5 Minsky om bankers rolle i finanskriser	8
3.6 Nettoeksport og valutakurs	9
3.7 Paul Krugman og Jeffrey Sachs om valutaspekulasjon og valutakriser	10
4 Empiri.....	12
4.1 Valg av land og tidshorison for den komparative analysen	12
4.2 Finansiell liberalisering i Sør-Korea	13
4.3 Liberalisering av Sør-Koreas banksystemet	14
4.4 Liberalisering av valutakurssystemet i Sør-Korea	14
4.5 Krisen i Sør-Korea	15
4.6 Finansiell liberalisering i Taiwan	18
4.7 Liberalisering av valutakurssystemet i Taiwan	19
4.8 Liberalisering av banksystemet i Taiwan	19
4.9 Taiwan under Øst-Asia krisen	20
5 Drøfting	21
5.1 Sammenligning av liberaliseringsprosessene	21
5.2 Hvorfor ga finansiell liberalisering økonomisk krise i Sør-Korea, men ikke i Taiwan ..	22
6 Konklusjon	27
7 Litteraturliste	28

1Oppsummering

Den økonomiske krisen som fant sted i Øst-Asia i 1997, har lenge blitt diskutert blant økonomer. Selv flere år etter krisen, er det ikke oppnådd noe konsensus om rollen finansiell liberalisering hadde, i å forårsake krisen. Hovedsakelig kan forskning rundt krisen kategoriseres i to leire. En leir har pekt på finansiell liberalisering som grunnen til at øst-asiaterne opplevde en av århundrets verste økonomiske kriser. Andre forskere har antydnet at mangel på finansiell liberalisering var årsaken til krisen. I denne avhandlingen vil finansiell liberalisering i Sør-Korea og Taiwan sammenlignes. Problemstillingen til avhandlingen blir: Hvorfor rammet Øst-Asia krisen Sør-Korea hardere enn Taiwan? Avhandlingen vil vise at mye av tidligere forskning har tolket finansiell liberalisering feil. Det kommer fram at det er ulike måter å implementere finansiell liberalisering på. Spesielt kan rask liberalisering lik den i Sør-Korea, øke risikoen for å bli usatt for økonomiske kriser. Rask liberalisering kan gi ugunstig utvikling som kan gi opphav til finans og valutakriser. Sammen kan slike kriser videre resulterte i økonomiske nedgangstider.

2Innledning: Øst-Asia krisen

Fra 1980 til 1997 opplevde flere land i Øst-Asia sterk økonomisk vekst og økt levestandard (Larsen, 2015, s.241 & 242). Dette var grunnen til at enkelte land i regionen ble kalt «tigerøkonomier» (Larsen, 2015, s.241). Blant «tigrene» var for eksempel Sør- Korea, landet hadde for eksempel en bruttonasjonalprodukts vekst på nesten 8% per år fra 1980 til 1997(Mishkin, 2006, s.86). Slik vekst var vanlig blant «tigrene» da Taiwan, Malaysia, Indonesia, Singapore og Thailand, alle hadde lignende vekst (Larsen, 2015, s.241). Tigerens vekst ble skildret som det øst-asiatiske mirakelet. I 1997 snudde derimot veksttrenden, da et sammenbrudd av den thailandske valutaens verdi utløste en økonomisk krise, som spredte seg utover Øst-Asia (Larsen, 2015, s.266). Veksttrenden snudde, og flere av «tigrene» opplevde tilbakefall, og millioner ble arbeidsløse. Krisen har vært et omdiskutert tema siden. Millioner ble berørt av krisen, og på det verste fryktet man at krisen skulle spre seg til Europa (Larsen, 2015, s.261).

Av tidligere forskning på Øst-Asia krisen, har det blitt nevnt flere årsaker til at krisen skjedde. Forskningsresultatene kan deles i 3 grupper (Thurbon, 2001, s.242).

Flere forskere har skildret finansiell liberalisering som grunnen til at krisen fant sted (Krugman, 2000, s.108 & 333). I motsetning til dem, har en annen gruppe forskere faktisk pekt på manglende liberalisering, som en årsak til krisen (Krugman, 2000, s.333). En mindre gruppe forskere har også fokusert på hvordan liberaliseringen ble gjennomført. Denne siste gruppen har hevdet at det er ulike måter å gjennomføre finansiell liberalisering på. Samtidig har de hevdet at rask liberalisering, var årsaken til økonomiske kriser i Asia fra 1997 til 1998 (Thurbon, 2001, s.242).

For å teste den sistnevnte gruppens teori, vil denne avhandlingen sammenligne finansiell liberalisering i to øst-asiatiske land, hvor ett ikke ble rammet av krisen. Problemstillingen avhandlingen vil svare på er: hvorfor rammet øst-Asia krisen i 1997, Sør-Korea hardere enn Taiwan? Ved å svare på dette spørsmålet, vil teoriene om finansiell liberaliserings betydning for Øst-Asia krisen testes.

Videre vil avhandlingens struktur skildres. Avhandlingen vil først gjennomgå teorier som kan forklare hvordan økonomiske kriser oppstår. For deretter å gjennomgå empiri rundt liberaliseringsprosessene og krisen i begge landene. Deretter vil empirien diskuteres opp mot teorien. Avhandlingen vil videre konkludere med hvorfor Øst-Asia krisen rammet Sør-Korea hardere enn Taiwan. Konklusjonen kan også svare på om det finnes ulike måter å liberalisere på, og om rask liberalisering kan gi uønsket økonomisk utvikling.

3 Teoretisk rammeverk

3.1 Hva kjennetegner en økonomisk krise?

For å kunne vise til teorier om hvorfor krisen rammet Sør-Korea hardere enn Taiwan, blir det nødvendig å definere hva en økonomisk krise er.

Holden (2016) har en definisjon. Et vanlig mål på hvor rikt et land er, blir bruttonasjonalproduktet, fra nå omtalt som BNP. BNP angir verdien til alle tjenester og goder som er produsert i et land under en viss tidsperiode (Holden, 2016, s.46 & 47). BNP har også en sterk samvariasjon med antall sysselsatte i et land. En enkel generaliserbar definisjon av en økonomisk krise er at BNP minker under en lengre periode (Holden, 2016, s.47). Dette kan medføre dårligere levestandard og høyere arbeidsledighet (Holden, 2016:47-49). Hva som utgjør BNP kan ellers oppsummeres i reallikningen til John Maynard Keynes (Holden, 201, s.52).

Realligningen og økonomiske teorier som er bygget på den, oppsummerte Keynes i verket; *The general theory of money interest and employment* publisert i 1936. Stilwell (2012) og Skidelsky (2015) har videre tolket dette verket. For Keynes ville BNP bli bestemt utfra den effektive etterspørselen i en økonomi¹, hva som forårsaket etterspørsel forenklet han til 5 variabler. Reallikningen; $Y=C+I+G+NX$ viser til at BNP (Y) i en økonomi avhenger av etterspørsel forårsaket av konsum(C), private realinvesteringer (I), offentlig tjenester (G) og nettoeksporten til et land (NX) (Stilwell, 2012, s. 275 &276). Mindre konsum, investeringer, offentlige tjenester og nettoeksport, blir alle kilder til økonomiske nedgangstider i et land (Stilwell, 2012, s.275-279).

3.2 Keynes og multiplikatoreffekten

Spesielt for alle variablene bak BNP er at de påvirker BNP via det Keynes omtalte som multiplikatoreffekten. Keynes antok at konsum var positivt avhengig av inntekt/BNP (Skidelsky, 2015, s.198). Når høyere verdiskapning gir høyere inntekt og dermed høyere lønninger, gir høyere inntekt mer konsum, som igjen gir høyere inntekter (Skidelsky, 2015, s.197). Slik vil en økning av for eksempel offentlige utgifter, gi økt konsum som igjen vil gi økt BNP, som dermed vil gi økt konsum som igjen vil gi økt BNP. At etterspørsel er preget av selvforsterkende effekter var det Keynes kalte multiplikatoreffekten (Skidelsky, 2015, s.198).

Ellers nevnte Keynes også andre faktorer enn konsum som grunnen til at BNP vekst og fall er selvforsterkende. Investeringer var i tillegg også noe Keynes linket til multiplikatoreffekten (Stilwell, 2012, s.279). For Keynes var investeringer drevet av optimisme og forventninger til økonomien. Høykonjekturer det vil si BNP vekst blir også selvforsterkende på grunn av høyere forventninger til investeringers avkastning (Skidelsky, 2015, s.204).

For å motvirke selvforsterkende endringer i økonomien, anbefalte ellers Keynes stabiliseringspolitikk. Stabiliseringspolitikk innebærer bruk av statsbudsjettet og sentralbankens rentesetting for å motvirke drastiske etterspørselsendringer i økonomien (Skidelsky, 2015, s.215).

¹ Keynes gikk dermed imot det som var tidligere ortodoks økonomisk tenkning. Tidligere var det vanlig å se på økonomisk verdiskapning fra tilbudssiden. Flere av Keynes ideer er omdiskuterte. Med det sagt er reallikningen hans stort sett allment akseptert blant økonomer i dag (Stilwell, 2012, s.268 & 313-315).

Ved ekspansiv politikk foreslo Keynes lavere rente og skatt, og høyere offentlig forbruk, noe som gir høyere etterspørsel og BNP. Ekspansiv politikk blir da gunstig, for å motvirke negative etterspørselendringer (Skidelsky, 2015, s.217). I tillegg anbefalte Keynes kontraktiv stabiliseringspolitikk, det motsatte av ekspansiv, for å hindre for sterk BNP vekst. Keynes anerkjente at for sterk vekst kunne gi økninger i prisnivået, altså inflasjon. Høy inflasjon ble videre sett på som begrensende for videre økonomisk vekst (Stilwell, 2012, s.271).

Med Keynes teori får man altså et forenklet bilde av økonomien, og hvordan små endringer i etterspørsels variabler kan føre til store endringer i verdiskapning. Samtidig kom Keynes med råd for å stabilisere økonomien (Holden,2016, s.155). Allikevel har Keynes teorier noen begrensninger.

Keynes viste til hvordan endringer i offentlig forbruk kunne oppstå. Endret statlig politikk og inntektsnivå, blir det som i hovedsak utløser endret offentlig forbruk. Keynes forklarte også at konsumendringer som oftest blir forårsaket av inntekts og BNP endringer (Stilwell, 2012, s.277-283) Likevel er det behov for mer spisset teori, for å skildre hvordan endringer i investeringsnivå og nettoeksport oppstår. Videre vil teorier rundt investeringssjokk og finanskriser oppsummeres.

3.3 Hva forårsaker finanskriser? Kindleberger og Minsky

Når det investeres i en økonomi gir det økt konsum/inntekt og potensielt økt produktivitet (Holden,2016, s.478). Et problem blir derimot at investeringsnivået i en økonomi, raskt kan gå fra høyt til lavt (Mishkin,2006, s.50-51). Økonomen Hyman Minsky hadde teorier om dette; han bygget på Keynes ideer om at investeringer kan bli drevet av optimisme (Kindleberger & Aliber, 2005, s.21).

Minskys hovedteori skildres i verket hans *The financial instability hypotheses* publisert i 1982, verket har blitt oppsummert i en 5-steps modell i Kindleberger (2005). 5-steps modellen viser hvordan finanskriser kan oppstå (Kindleberger & Aliber, 2005, s.21). Finanskriser er en vanlig betegnelse på en investeringskrise, når investeringsnivået går fra høyt til lavt (Mishkin,2006, s.50). Noe annet som er vanlig under en finanskrise er at banksystemet sliter; når enkelte banker går konkurs og færre vil låne penger (Mishkin,2006, s.51).

3.4 Krisemodellen Til Kindleberger

1Felles for mange finanskriser er et innledende positivt etterspørselssjokk, altså plutselig økende etterspørsel (Kindleberger & Aliber, 2005, s.22). En liten teknologisk eller finansiell endring kan ses på som årsaker til slikt, for eksempel nye maskiner eller gode utlånsrenter (Kindleberger & Aliber, 2005, s.23). Sjokket vil videre skape positive forventninger til potensiell profitt i en eller flere sektorer. Denne fasen av kriseutviklingen kalte Minsky «displacement», hvor man får en endring, som gir ekstra verdiskapning, i en eller flere sektorer (Kindleberger & Aliber, 2005, s.22).

2 Videre blir det mer lønnsomt å investere i oppgangssektorene. Flere investeringer vil gi en høykonjunktur (Kindleberger & Aliber, 2005, s.23). Det blir naturlig at pengetilbudet øker. Banker vil søke profitt, ved å gi ut lån slik at flere kan investere. Steget kalte Minsky «The boom», stadiet hvor økonomisk vekst begynner å bli drevet av utlån (Kindleberger & Aliber, 2005, s.23 & 24).

3Neste steg innebærer at investeringsoptimisme preger økonomien. Etterspørsel etter formuesobjekter fra oppgangssektorene øker. Formuesobjekter som aksjer og obligasjoner har av natur begrenset tilbud (Kindleberger & Aliber, 2005, s.24). Det gir økte priser ved økt etterspørsel. Profittmuligheter vil tilta, og det vil investeres spekulativt. Markedet er typisk preget av eufori med investorer som tar høy risiko. Høyere børsverdi gjør at selskaper tar mer risiko og lånefinansierer prosjekter. Banker blir også preget av eufori og låner ut mer risikofylt. Denne fasen kalles den «euforiske», når optimisme og forventninger driver opp verdipapirprisene og gir høyt investeringsvolum (Kindleberger & Aliber, 2005, s.24 & 25).

4Neste steg går ut på at enkelte selger seg ut av investeringer og verdipapirmarkedet. Realister innser at veksten ikke kan vedvare, og relokerer formuene sine (Kindleberger & Aliber, 2005, s.25). Det er flere som forlater markedet, og disse investorene erstattes ikke, slik at prisen på formuesobjekter går ned. Investeringspresset opphører når aktører innser at de har tatt for stor risiko. «Profit taking» kalte Minsky denne fasen (Kindleberger & Aliber, 2005, s.26).

5 Mot slutten oppstår «panikkfasen», før krisen er komplett. Prisene faller fordi folk selger seg ut. Fasen er kjennetegnet av at «boblen sprekker»: stadig flere vil ønske å selge formuesobjekter for å minimere tap. Følgelig går bedrifter, som har investert hyppig, med tap. Verdien til verdipapirer faller, og færre investerer. Det oppstår store verditap i økonomien (Kindleberger & Aliber, 2005, s.26-28).

6 Til slutt opplever man krisestadiet: hvor investeringsvolum, verdipapirpriser, og sysselsettingsnivå faller. Flere individer har tapt penger, og pessimisme gir mindre aktivitet i økonomien (Kindleberger & Aliber, 2005, s.28).

3.5 Minsky om bankers rolle i finanskriser

I Minsky, Fazzari og Papadimitriou (1992) har videre bankenes rolle i hvordan finanskriser kan utvikle seg blitt oppsummert. Deres rolle som utlånere og mottagere av innskudd, gjør at de er essensielle for investeringer i en økonomi. Tar banker stor risiko, vil også investorer gjøre det samme. Minsky hadde en typologi med 3 typer banker. Hedge-bankene ble omtalt som de mest stabile bankene. Kjentetegnet til disse bankene er evnen til å betale tilbake innskudd med egne midler, det vil si kapital. Hedge-bankene vil låne ut ansvarlig, og ha en stor pengereserve, altså ha god kapitaldekning (Minsky, Fazzari & Papadimitriou, 1992, s.38).

I kontrast til Hedge-bankene er spekulative-banker kjennetegnet av å måtte ta opp lån, for å betale tilbake innskudd. De spekulative bankene vil altså ta risiko når de låner ut. Bankene vil låne ut så mye, at de må låne betydelige summer av andre banker for å holdes i drift (Minsky et al., 1992, s.39). Sist er Ponzi-bankene omtalt som de mest ustabile bankene av Minsky. En Ponzi-bank har ikke kapitaldekning til hverken å kunne betale renter eller tilbakebetale innskudd. Slike banker låner ut store summer, og er avhengige av stor etterspørsel etter lån, for å overleve (Minsky et al., 1992, s.40).

For Minsky vil en stabil økonomi bare ha Hedge-banker og lite spekulativ virksomhet (Minsky, et al., 1992, s.41). Problemet var ifølge Minsky at perioder med økonomisk optimisme, kunne gi flere spekulative banker. Ved displacement dukker typisk flere spekulative banker opp. Spekulative banker låner hyppig og uforsiktig ut. Denne type banker gir videre grunnlag for «boom» fasen i økonomien. Etter «boom» og euforifasen kan videre Spekulative banker bli Ponzi-banker. Det at banker selv spekulerer og tar risiko, er avgjørende for at man eventuelt får «euforiske» tilstander (Kindleberger & Aliber, 2005, s.). Problemet med «euforiske» tilstander er at det oftere investeres på grunn av optimisme, enn virkelige gode investeringsutsikter. Dette resultere i at investeringsnivået ikke er opprettholdbart, noe som videre gir en finanskriser (Kindleberger & Aliber, 2005, s.24 & 25).

Noen spekulative banker og alle Ponzi-bankene vil ikke ha dekning til å betale tilbake innskudd (Kindleberger & Aliber, 2005, s.29-31). Når banker ikke kan dekke innskuddene sine og låner ut risikofylt, går de konkurs. Folk mister videre oppsparte midler (Minsky, et al., 1992, s.40-42). Moralsk risiko er et begrep som kan beskrive bankenes atferd i forkant av en

finanskrise. Ved moralsk risiko tar bankene høy risiko uten hensyn til partene de har forpliktet seg til (Mishkin,2006, s.27).

3.6 Nettoeksport og valutakurs

Minskys og Kindleberger skildret hvordan interne finanskriser kan oppstå. Men ut ifra reallikningen til Keynes, vet vi at endret nettoeksport også kan forårsake en økonomisk krise (Holden,2016, s.156) Felles for nettoeksport og investeringsvolum er at valutakurs har betydning for begge. Omfattende endringer i valutakurs kan begrense både investeringsvolum og nettoeksport (Krugman,2000, s.37). Dette gjør det naturlig å inkludere teorier om årsaker til endringer i nettoeksport og valutakurs. Ved å trekke inn slik teori, vil denne avhandlingen ha et bedre grunnlag for å skildre hvordan økonomiske kriser kan oppstå.

Holden (2016) har oppsummert flere generelle tendenser med nettoeksport. Nettoeksporten eller handelsbalansen til et land er differansen mellom eksport og import. Hvis et land importerer mer enn de eksporterer, taper de inntekt og verdiskapning. Desto høyere verdiskapningen er i et land, jo mer vil et lands innbyggere importere (Holden,2016, s.395-400). Et lands import er også et annet lands eksport. Derfor vil hvor mye et land eksporterer, bli påvirket av andre lands inntektsnivå (Holden,2016, s.395-397).

Videre har et lands valutakurs stor betydning for et lands handelsbalanse. Valutakursen er bytteforholdet mellom to valutaer. Høyere bytteforhold og dermed høyere kurs, vil innebære at man kan kjøpe mer dollar for kroner. Valutakurs påvirker både eksport og import (Holden,2016, s.395). Ved høyere valutakurs altså en appresiering, blir det billigere for et land å importere. Samtidig blir landets goder dyrere og vanskeligere å eksportere ved appresiering. Ved lavere valutakurs altså ved en depresiering vil import bli dyrere, samtidig blir det enklere å eksportere med lavere priser (Holden,2016, s.395-400).

En valutas verdi bestemmes ut fra forholdet mellom etterspørselen etter en valuta og valutaens tilbud. Jo flere som etterspør en valuta, desto mer vil valutaens verdi øke. En Valutakurs er dermed bestemt av forholdet mellom etterspørsel og tilbud av ulike valutaer (Holden,2016, s.396).

Verdens land kan kategoriseres i tre grupper med ulike tilnærminger til kontroll av valutakurs. Enkelte land har det som kalles fastkursystem. Systemet innebærer en målsetning om en konstant valutakurs, opp mot en gitt nasjons valuta (Holden,2016, s.348). Fastkursland vil justere rentenivået for å oppnå ønsket valutakurs. Høyere rentenivå i et land gjør at der blir

mer lønnsomt å ha et lands valuta i landets banker. Sentralbanker i forskjellige land justerer rentenivå ved å endre grunnrenten; renten andre banker må betale for å låne av sentralbanken (Holden, 2016, s.247).

Valutaintervensjoner; det vil si store kjøp og salg av ens egen valuta, er også vanlig for fastkursland. Andre land følger det som kalles frikursprinsippet. Det innebærer at landet lar valutakursen «flyte», man gjør ikke noe for å stabilisere valutakursen (Holden, 2016, s.350). En mellomting mellom systemene kan kalles et hybrid system. Det innebærer at man lar kursen utvikle seg fritt innenfor visse grenser. Hybridsystemet vil altså innebære at staten til tider griper inn for å endre kursdannelsen.

3.7 Paul Krugman og Jeffrey Sachs om valutaspekulasjon og valutakriser

Et problem med hybrid og fastkurssystem er at de kan bli utsatt for det som kalles spekulative angrep. På 70-tallet framstilte økonomen Paul Krugman en teori om spekulative angrep, Kishtainy (2017) gir ellers en forenklet versjon av teorien hans (Kishtainy, 2017, s.184). Krugman skildret hvordan man kan tjene godt på spekulative kjøp og salg av valuta. Verdien til lands valutaer blir bestemt ut fra hvor mange som etterspør valutaen. Hvis man vet eller tror at et lands valuta vil miste verdi, burde man selge valutaen og kjøpe en annen. Bytter man ut en valuta før dens verdi faller, vil man tjene på beslutningen. Det å selge valuta i stor skala, vil i seg selv skape negativt press på valutaens verdi. Hvis mange nok spekulanter kjøper og selger en valuta til et land som følger fastkursprinsippet, kan systemet komme til å bryte sammen. Da det kan bli for dyrt for et land å beskytte sin valuta. Alle spekulantene som kjøper og deretter selger før en bunnpris nås, vil tjene; «kappløp til bunnprisen» vil typisk tiltrekke flere spekulanter (Kishtainy, 2017, s.184). Spekulanter profitterer på å få en formue i en valuta som er mer verdt (Kishtainy, 2017, s.185).

Krugman skildret betydningen av reserver av utenlandsk valuta og rom for å endre rentenivå, for å unngå valutaspekulasjon. En god reserve av utenlandsk valuta, og mulighet til å endre rentenivå ble skildret som avskrekkende for spekulativ aktivitet. (Kishtainy, 2017, s.185). Krugmans teori bygget på at fastkursland med begrenset evne til å justere valutakurs med høy inflasjon, ville være spesielt usatte for spekulative angrep. Krugman mente fastkursland som holdt valutakurs konstant til tross for høy inflasjon, kunne ende opp med å gi valutaen sin «kunstig» høy verdi. (Kishtainy, 2017, s.184-187).

Krugman (2000) oppsummerer videre potensielle konsekvenser av slike angrep og annen forskning relatert til hvordan valuta kan overprises. Vellykkete angrep på valutakurssystemer var noe Krugman mente ville innledede en valutakrise. Valutakriser innebærer omfattende negative svingninger til verdien til et lands valuta. Valutakriser er ofte fulgt av finanskriser. Ved en kraftig depresiering vil typisk enkelte lands finanssystem få problemer med å betale tilbake utenlandske lån. Tilbakebetalingsproblemer kan videre resultere i en finanskrise (Krugman, 2000, s.334). Det at valutakriser skader økonomien, er allikevel ikke helt gitt. I teorien vil en depresiering øke et lands nettoeksport. Problemet er at valutakursusikkerhet påvirker eksport negativt, på kort sikt. Usikkerheten valutakriser forårsaker, hemmer altså nettoeksporten kortsiktig (Larsen, 2016, s.257).

For Krugman blir dermed troverdigheten til fastkurslands evne til å stabilisere dets valuta, viktig for å unngå spekulasjon. Alternativt må fastkursland ha kapasitet til å forsvare seg selv mot «valutaangrep». Det kritiske med valutaspekulasjon blir at det kan utløse valutakriser (Krugman,2000, s.56).

Riktignok har ikke alle økonomer vært enige med Krugman angående valutakriser. Jeffrey Sachs har hevdet at en valutakrise også kan finne sted i fastkursland med god «forsvarskapasitet» og lav inflasjon. Tro i seg selv kan gi opphav til spekulative angrep, kraftige nok til å påvirke «sterke» fastkurslands valutakurs ifølge Sachs (Krugman, 2000, s136-138). Sachs mente også at selv land med flytende valutakurs potensielt kunne oppleve valutakriser. For Sachs kan prinsippet om flytende kurs også gi «overpriset valuta. Sachs har vist til tidligere forskning som har kommet fra til at spekulativ prisvekst i aksjemarkedet og stor lånegiving, kan gi overpriset valuta. Tror spekulanter at en valuta har blitt overpriset på grunn av en finansiell boble, vil de selge valuta i stort kvantum. Slik utvikling kan resultere i en valutakrise i land med flytende kurs (Krugman, 2000, s.108).

Med et teoretisk fundament til å forstå hvordan økonomiske kriser kan oppstå, blir det videre naturlig å begrunne studiets casevalg.

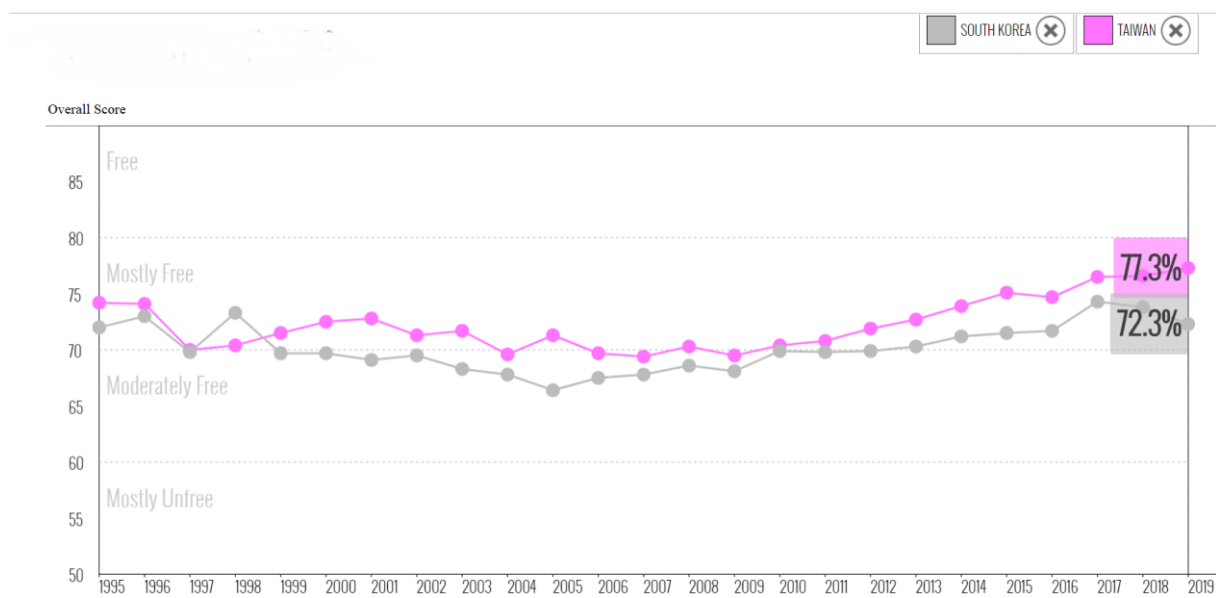
4 Empiri

4.1 Valg av land og tidshorizont for den komparative analysen

Studiet vil teste om rask iverksetting av finansiell liberalisering kan ha forårsaket økonomisk krise i Asia. Dette vil testes ved å undersøke om forskjellige liberaliserings prosesser i to land før krisen, var grunnen til at kun ett av dem ble rammet av Øst-Asia krisen. Grunnene til at det ene landet ble rammet av krisen, vil også potensielt forklare hvorfor enkelte typer liberalisering kan gi kriser og hvorfor.

Valget av landene baserte seg på at begge måtte ha blitt liberalisert i forkant av Øst-Asia krisen, og at kun ett ble rammet av krisen.

Både Sør-Korea og Taiwan liberaliserte sine økonomier i forkant av krisen, samtidig som implementeringen av liberaliseringen foregikk på forskjellig måter (Thurbon, 2001, s.241). Indeksen til økonomisk frihet, måler økonomisk frihet basert på grad av markedsfrihet, finansiellfrihet, investeringsfrihet og lignende. En score på 100 i indeksen vil innebære at en økonomi er så «fri» som nesten mulig. Taiwan og Sør-Korea har begge jevnt scoret rundt 70 på denne indeksen fra i 1995 (The Heritage Foundation, 2019). Grafen basert på data fra begge landene illustrerer dette.



Kilde: (The Heritage Foundation, 2019)

Finansiell liberalisering er en prosess hvor man åpner opp for mindre statlig regulering av økonomien, for å sikre friere kapitalflyt. Deregulering av bankinstitusjoner og valutakurssystemer er typisk (Mishkin, 2006, s.51).

Scorene til landene på indeksen til økonomisk frihet, kan vitne om at begge landene var liberaliserte i forkant av krisen. Liberaliseringen ble intensifert i Sør-Korea fra 1993(Mishkin, 2006, s.87). Tilsvarende ble finansiell liberalisering i Taiwan i større grad prioritert fra 1993(Thurbon, 2001, s.251). Dette gjør sammenligning av landenes liberalisering mellom 1993 og 1998 naturlig.

Landene blir også sammenlignet fordi ett ble rammet hardere av krisen enn det andre. Sør-Korea ble spesielt hardt rammet av Øst-Asia krisen, verdiskapningen falt med 5.8% i 1998. (Mishkin, 2006, s. 96). I kontrast hadde Taiwan en verdiskapningsvekst på 4.6% året krisen inntraff (Strand, Chen & Ball 2011, s.22 & 23).

I komparativ metode kan det være viktig å «sikre» at analyseenheter er likest mulig. Likhet mellom analyseenhetene, kan ses på som sikrende for at forskjeller mellom enhetene ikke påvirker årsakssammenhengen man skal undersøke (Møller, 2015, s.101-105). Sør-Korea og Taiwan har flere likheter som har gjort sammenligningen hensiktsmessig. Landene brukte begge lik eksportorientert økonomisk politikk, for å nå et høyt velstandsnivå innen 1998. Landene var relativt like i utviklingsnivå, befolkningsstørrelse, BNP-nivå og er i samme region (Studwell, 2013, s.82-92, 142 &152-155). Likheter mellom landene var det som stadfestet casevalgene. Alternativt kunne Thailand erstattet Sør-Korea, men det at utviklingsnivået i Thailand var lavt og utslagsgivende for landets krise, gjør Sør-Korea bedre egnet som analyseenhet (Studwell, 2013, s.165 & 225).

4.2 Finansiell liberalisering i Sør-Korea

Fra 1993-1997 foregikk omfattende finansiell liberalisering i Sør-Korea (Thurbon,2001, s.243). I 1993 ble Kim Young Sam valgt som president. Fra 1993 ble liberaliseringsreformer hyppig og raskt implementert (Thurbon,2001, s.243 & 244). Young-Sam administrasjonen ønsket at Sør-Korea skulle få innvilget en medlemskapssøknad til organisasjon for økonomisk samarbeid og utvikling, fra nå referert til som OECD (Mishkin, 2006, s.89). For å møte flere av inntakskriteriene til OECD, ble finansiell liberalisering sett på som nødvendig (Thurbon, 2001, s.244 & 245). Sør-Koreas finansielle liberalisering skjedde primært via deregulering av landets bankvesen og valutakurssystem.

4.3 Liberalisering av Sør-Koreas banksystem

Fra 1993 ble Sør-Koreas finanssystem reformert (Thurbon, 2001, s.245). Banker ble privatisert. I motsetning til tidligere, fikk ikke banker lenger noen restriksjoner på hvor mye de kunne låne fra utlandet på kort sikt (Mishkin,2006, s.83). Tidligere var det påkrevd å få en godkjent statssøknad for å låne små summer fra utlandet (Thurbon, 2001, s.245). Etter denne initiale endringen, førte videre press fra Koreas næringsliv til ytterligere reformer.

Chaebolene; Sør-Koreas største bedrifter, ønsket å låne mer (Mishkin,2006, s.87-89). Som følge av mindre regulering, hadde Chaebolene nylig fått tillatelse til å drive virksomhet i nye markeder, da for eksempel Samsung fikk lov til å produsere biler (Thurbon, 2001, s.245-249). Bedriftene presset regjeringen til å gi tillatelse for utlandslån for mange av sine egne banker (Studwell, 2013, s.152).

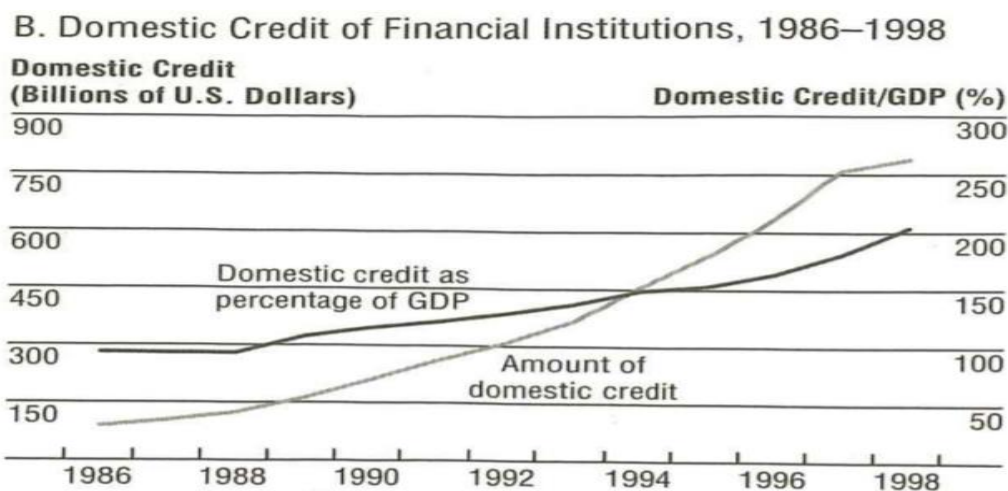
Antallet nye handelsbanker vokste kraftig, flere banker ble grunnlagt for å kunne låne ut til andre banker og bedrifter (Mishkin, 2006, s.89 & 90). Bankenes krav til kapitaldekning ble sjeldnere kontrollert enn tidligere. Sjeldnere kontrollsjekker var en del av ytterligere liberaliserings reformer (Mishkin, 2006, s.88). Koreas banksystem ble preget av at stadig flere nye handelsbanker ble avhengige av kortsiktige lån, for å kunne låne ut til bedrifter i Asia (Thurbon, 2001, s.248).

4.4 Liberalisering av Valutakurssystemet i Sør-Korea

Sør-Korea har aldri offisielt hatt et fastkursystem. Allikevel gikk valutakurssystemet til Sør-Korea ut på å stabilisere verdien til landets valuta; wonen innenfor visse rammer (Mishkin, 2006, s.94). Wonens verdi ble stabilisert slik at den som regel hadde en gunstig kurs mot andre valutaer i regionen (Thurbon, 2001, s.244). Tidligere hadde Sør-Korea ofte devaluert wonen for å støtte eksportsektoren (Thurbon, 2001, s.244-245). Systemet ble uansett liberalisert fra 1993. Fra 1993 til 1997 appresierte wonen sakte men sikkert. I motsetning til tidligere administrasjoner, prøvde ikke Young-Sam administrasjonen å motvirke en slik utvikling. Man lot også utenlandske aktører i større grad handle med wonen (Thurbon, 2001, s.245). Motivasjon bak dette var OPEC sitt krav om 10.000dollar i inntekt per innbygger for medlemsland (Thurbon, 2001, s.245). Korea lot kursutviklingen til wonene skje i løsere rammer. I tillegg minket Sør-Koreas reserve av utenlandsk valuta før krisen. Fordi man var mer innstilt på å la wonens verdi «flyte», styrket man ikke valutareserven (Mishkin, 2006, s.94-96).

4.5 Krisen i Sør-Korea

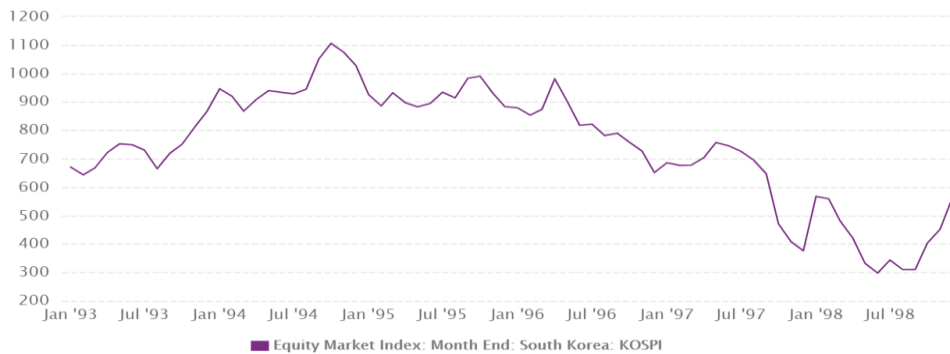
Et år før krisen så den økonomiske situasjonen i Sør-Korea, ganske positiv ut. Landet hadde lav inflasjon, BNP vekst, og det var ikke underskudd i statsbudsjettet (Mishkin, 2006, s.86). Landet hadde hatt stabil vekst i flere år før krisen. Verdiskapning skapt av investeringer hadde firedoblet seg de siste 10 årene og var årsaken til mye av veksten (Larsen, 2015, s.246 & 247). Samtidig hadde sørkoreansk gjeld målt i dollar, tredoblet seg fra 1993 til 1997. Gjelden målt i dollar, begynte å bli vesentlig høyere enn verdiskapningen i økonomien (Mishkin, 2006, s.90). Spesielt mye av gjelden var tatt opp av banker, som lånte av utenlandske banker (Larsen, 2015, s.251). Gjelden var i stor grad tatt opp for å finansiere ulike industriinvesteringer (Larsen, 2015, s.255 og 262). Oppbygningen av kortsiktig gjeld skulle sammen med dårlige investeringer bli blant hovedgrunnene til at Øst-Asiakrisen spredde seg til Sør-Korea (Larsen, 2015, s.266). Nedenfor skildres innenlandske långivning målt som prosent av BNP i Sør-Korea grafisk.



Figur 6.1: Sequence of Events in South Korea's Financial Crisis, 1997-1998: Credit issued by financial institutions. (Mishkin, 2006, s.90).

Fra starten av 1997 begynte mange av chaebolene å gå i underskudd. Enkelte av dem hadde overinvestert, mens andre tapte på dårlige investeringer i Øst-Asia (Larsen, 2015, s.258). Chaebolene lå egentlig an til å gå i underskudd så tidlig som i 1990. Tilgang til mer kreditt og nye investeringsmuligheter fra 1993 utsatte dette (Mishkin, 2006, s.87). Fra 1993 investerte chaebolene i store prosjekter og lånte store summer for å finansiere dem. Senere finansielle reformer ga dem også flere lånemuligheter. Dette ga optimisme, og verdien til Sørkoreanske aksjer økte kraftig, aksjeindeksen doblet seg nesten i verdi fra 1993 til 1995. Veksten i aksjemarkedet ga også mer investeringsoptimisme (Mishkin, 2006, s.88 og 91).

Senere kom det frem at chaebolene hadde tatt altfor stor risiko da de investerte (Mishkin, 2000, s.89-92). Eventuelt fikk flere kjennskap til at investeringene til chaebolene ikke ville gi gevinst. Fra 1995 til 1996 solgte enkelte seg ut av aksjemarkedet. Fra 1997 begynte verdien av Sørkoreanske aksjer å falle mer drastisk enn tidligere (Mishkin, 2006, s.91). Utviklingen i Aksjemarkedet er skildret grafisk på neste side.



Kilde: (CEIC Data, 2018)

Verdifallet førte til panikk, det begynte å bli klart at flere banker hadde tapt på risikable lån. Flere som hadde bankinnskudd, ønsket å trekke tilbake innskuddene sine. Flere av bankene som hadde tatt høyest risiko, hadde kort betalingsfrist til å gjøre opp for seg (Thurbon, 2001, s.246-247). Det endte med at flere banker gikk konkurs (Krugman, 2000, s.135).

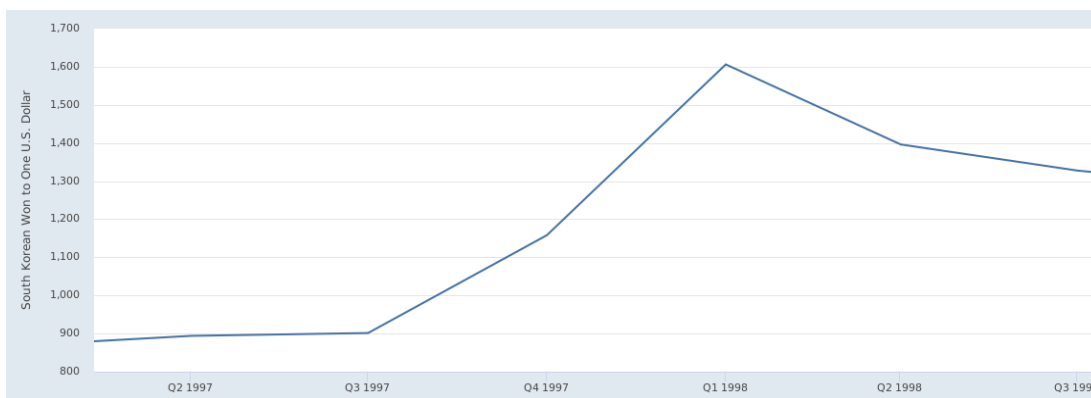
Samtidig hadde svingninger i wonens verdi også negativ effekt på Sør-Koreas økonomi. Fra 1993 til tidlig 1997 appresierte wonen. Etterspørselen etter wonen økte da større investeringsvolum tilsynelatende ville gi vekst. Appresieringen var medvirkende til at chaebolene gikk med tap. Varene til Chaebolene ble relativt dyrere enn konkurrentenes. (Mishkin, 2006, s.93). Appresieringen resulterte også i at Sør-Koreas valutareserve minket, da appresieringen minket nettoeksporten og hvor mye, utenlandsk valuta som ble mottatt (Thurbon, 2001, s.244).

Chaebolene hadde riktignok gått med tap senere uansett. Majoriteten av chaebolene hadde investert dårlig, og flere av dem slet med gjeld. Investeringene skjedde i prosjekter, som i beste fall knapt ville betalt for seg selv. Appresieringen framprovoserte unngåelig økonomisk nedgang for chaebolene (Mishkin, 2006, s.93 & 94).

Svingninger i wonens verdi skulle derimot få verre følger lengre ut i kriseløpet. I 1998 kom valutaspekulanter frem til at Sør-Korea ikke var i en posisjon til å beskytte wonen (Mishkin,

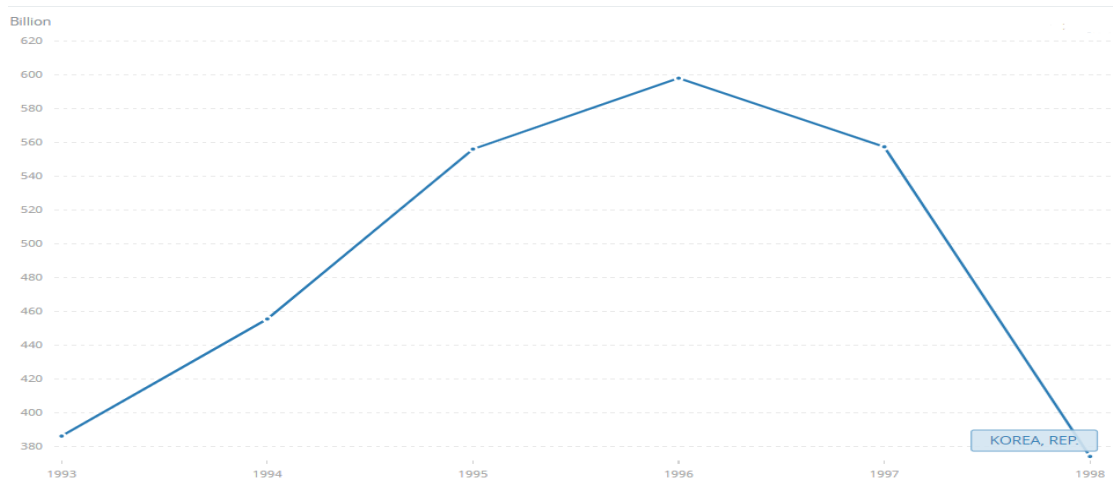
2006, s.94). Skulle Sør-Koreas sentralbank heve renten, ville det innebære at flere banker kunne gå konkurs. Det ble også antatt at Sør-Korea ikke ville ha midlene til å beskytte wonen med valutaintervensjoner (Mishkin, 2006, s.94& 95).

Sør-Korea ga opp å forsvare wonens verdi. Sør-Koreas reserve av utenlandsk valuta ble benyttet til å hjelpe de bankene som fortsatt var i drift (Krugman, 2000, s.137). Bankene trengte utenlandsk valuta for å betale tilbake lån (Mishkin, s.2006, 95). Sør-Korea håpet at noen av bankene kunne reddes, og at depresieringen eventuelt ville avta. Depresieringen ble derimot kraftig, og flere av bankene staten prøvde å redde, gikk konkurs uansett (Krugman, S.135-137). Spekulanter solgte won i store kvantum, og valutaens verdi ble nesten halvert på mindre enn et år (Mishkin, 2006, s.96). Wonens kursutvikling mot dollaren er vist under.



Kilde: (Federal reserve bank of St. Louis, 2019).

Depresieringen av wonen ble sluttet for mange sørkoreanske banker, som slet med høy utenlandsk gjeld (Larsen, 2015, s.158). Store verdier forsvant, og noen fikk aldri tilbake bankinnskudd. Frykt gjorde at flere ikke turte å lånefinansiere investeringer lenger. Fallende investeringsnivå førte videre til mindre konsum, hundretusener ble arbeidsløse (Larsen, 2015, s.262). Valutakrisen skapte også usikkerhet, som gjorde at landets nettoeksport minket, hvilket også forverret den økonomiske krisen (Larsen, 2015, s.265 og 266). Krisen nådde sitt høydepunkt mot slutten av 1998 (Mishkin, 2006, s.92). Figuren på neste sider viser BNP målt i dollar i Sør-Korea før og under krisen.



Kilde: (Verdensbanken, 2017)

Krisen som startet i tidlig 1997 varte til slutten av 1998 (Mishkin, 2006, s.97). Mot slutten av 1998 søkte landet hjelp fra det internasjonale pengefondet, og ble tilsendt en økonomisk hjelpepakke verdt flere millioner av dollar. Pakken ble gitt i bytte mot løfter om reformer av landets noe dysfunksjonelle finanssystem. Takket være ekspansiv finanspolitikk, mer nettoeksport som følge av depresieringen av wonen og hjelpepakker til landets resterende banker, bedret situasjonen seg fra 1999 (Larsen, 2015, s.262). Krisen i Sør-Korea kan ses på som et eksempel på hvordan dårlig implementering av finansiell liberalisering kan gi en økonomisk krise (Thurbon, 2001, s.260).

4.6 Finansiell liberalisering i Taiwan

Fra 1990 var finansiell liberalisering en politisk prioritet i Taiwan. Taiwan ønsket å etablere seg som det beste finansielle senteret i Asia. Liberaliseringen ble likevel sakte og konservativt implementert. Liberaliseringsreformer ble som oftest først testet, evaluert, modifisert og deretter relansert (Thurbon, 2001, s.251). Under det tidligere styret til Chiang Kai-Shek, hadde landet opplevd problemer med høy inflasjon. Landet ønsket å unngå slike problemer igjen (Studwell, 2013, s.153). Fra 1961 fikk Taiwans sentralbank ansvaret for å sikre lav og stabil inflasjon. Sentralbanken var ansvarlig for både å sette styringsrenten og å overvåke landets banker. Økonomien i landet ble som et resultat av dette, styrt forsiktig (Strand et al., 2011, s.16).

Fra 1990 havnet sentralbanken ofte i konflikt med landets finansdepartement.

Finansdepartementet ønsket mer og raskere finansiell liberalisering, for å sikre kapital og investeringer i økonomien. Sentralbanken hadde høyere autoritet og forhindret ofte slik

utvikling (Thurbon,2001, s.251). Finansiell liberalisering av landets valutakurssystem og banksystem, ble gradvis og konservativt gjennomført (Thurbon,2001, s.251&256).

4.7 Liberalisering av valutakurssystemet i Taiwan

Fra 1990 til 1997 ble Taiwans valutakurssystem liberalisert. Landets fastkurs-system skulle avvikles. Finansdepartementet krevde at Taiwan skulle konvertere til et frikursystem innen 2000. Sentralbanken aksepterte dette, men liberaliseringen av valutakurssystemet i Taiwan var spesielt (Thurbon,2001, s.252). I motsetning til i andre land, hadde sentralbanken retten til å usette og endre hvordan valutakursmålet ble liberalisert. Sentralbanken hadde for eksempel retten til å bannlyse aktører fra å handle med den taiwanske dollaren. På den andre siden presset finansdepartementet på for å nå målet om flytende valutakurs (Thurbon,2001, s.251-253).

Sentralbanken var villig til å tillate finansiell liberalisering, men ville hindre spekulativ virksomhet. For banken betydde målet om stabil inflasjon, at det var nødvendig å ha stabilitet i valutamarkedet. Valutakursen vil påvirke prisutviklingen i et land. Å unngå spekulative trender i aksje og valutamarkedet, ble sett på som viktig for stabilitet og vellykket liberalisering (Thurbon,2001, s.251). Svingninger i aksjemarkedet ble sett på som noe som kunne bidra til svingninger i valutakursmarkedet. Utenlandske investorer ble ofte nøye gransket før de fikk delta i aksjehandel i Taiwan. Det ble satt begrensinger på hvor mange aksjekjøp som kunne lånefinansieres av enkelte investorer (Thurbon,2001, s.256).Fra 1992 til 1997 ble uansett valutakursmålet gradvis liberalisert. I Taiwan gikk man sjeldnere inn for å styre woenes kursutvikling (Thurbon, 2001, s.251).

4.8 Liberalisering av banksystemet i Taiwan

Som i Sør-Korea ble også Taiwans bankvesen deregulert. Fra 1991 ble det gitt ut flere lisenser til å drive private banker. Fra 1993 ble også reguleringen av bankene svakere, det ble enklere å etablere og drive banker. I tillegg fikk banker tillatelse til å låne begrensede summer fra utlandet. Til tross for dette var dereguleringen av bankvesenet preget av forsiktighet. Kravene til egenkapital i bankene var relativt høye, noe høyere enn i resten av Asia. Samtidig som antallet banker økte, ble kravet til egenkapital i bankene gradvis økt. Egenkapitalkravet gikk fra 8% til 11% gjennom liberaliseringsprosessen. Kapitalkravet ble økt for å begrense utlånsvekst (Thurbon, 2001, s.256). I tillegg fikk bankene restriksjoner på hvem de kunne låne ut til. For å unngå spekulativ vekst i aksje og boligmarkedet, fikk kun en liten andel av bankenes utlån gå til bolig og aksjekjøp (Pempel, 1999, s.186 & 187). Videre ble det enklere

for banker å låne til private aktører, som hadde vunnet kontrakter, for å tilby velferdsgoder. Slik fikk Taiwan løst to mål med ett middel. Staten sørget for at det ble investert i sektorer med stabil vekst. Videre slapp staten å ta opp lån for å finansiere velferd. I Taiwan satte man også opp grenser for hvor mye gjeld banker og individer kunne ha. Grensen ble satt opp i takt med lånenivået (Thurbon,2001, s.256 & 257). Alt tatt i betraktning ble Taiwan banksystem liberalisert, men med måtehold. (Thurbon,2001, s.256 & 259).

4.9 Taiwan under Øst-Asia krisen

Generelle krisetendenser som oppsto i resten av Øst-Asia, uteble i Taiwan. For andre østasiatiske land ble overinvestering, banker med høy gjeld og spekulative angrep på valutakursmål, starten på økonomiske kriser (Larsen,2015, s.266). Taiwan kom seg godt ut av krisen; med positiv BNP vekst, uten omfattende fall i antall sysselsatte (Pempel, 1999, s.187 & 188).

Allikevel opplevde Taiwan noen problemer under Øst-Asia krisen. Etter at det thailandske fastkursystemet sprakk, ble Taiwan et offer for forsøk på valutaspekulasjon. Store internasjonale valutafond, ledet av spekulanter som George Soros, ville teste om Taiwan også hadde et svakt valutakursystem. Den taiwanske dollarens verdi falt med 14% fra juni 1997 til mars 1998. Omfanget av valutaspekulasjonen ble allikevel i stor grad begrenset (Thurbon,2001, s.252). I 1997 erklærte Taiwans sentralbank krisetilstand og usatte liberaliseringen av landets valutasystem. Flere potensielle spekulanter mistet retten til å handle med den taiwanske dollaren. Taiwan brukte også valutaintervensjoner for å stabilisere kursen (Thurbon,2001, s.252 & 253).

Det at Taiwans banker ikke hadde mye gjeld og utenlandske lån, innebar uansett at valutadepresiering ikke førte til noen finansproblemer. Høye kapitaldekningskrav til banker, øvre grenser på utlån og fokus på å unngå spekulative lån, sørget for at gjeldsvekst i Taiwan ikke fikk negative følger (Strand et al., 2011, s.16 & 22). Prisutviklingen i aksjemarkedet var ellers forholdsvis stabil (Thurbon, 2000, s.253-256).

Til tross for at noen banker gikk med tap, gikk ingen konkurs. Det kan forklares med at taiwanske investeringer ikke var spesielt risikable, i tillegg ble de heller ikke finansiert av banker som selv tok stor risiko (Pempel, 1999, s.187 & 188).

Oppsummert spredte Øst-Asia krisen seg aldri til Taiwan. Med et robust finans og valutasystem hindret Taiwan en utvikling som kunne forårsaket en krise.

5 Drøfting

Så langt har avhandlingen inneholdt både teori og empiri som er relevant for avhandlingens problemstilling. Det blir med utgangspunkt i dette at det nå vil argumenteres for at rask finansiell liberalisering, gjorde at Sør-Korea ble hardere rammet av Øst-Asia krisen, enn Taiwan.

For å kunne argumentere for at annerledes implementering av finansiell liberalisering ga forskjellige kriseutfall, må et faktum stadfestes. Det er essensielt å avklare at ulike liberaliseringsprosesser fant sted i Sør-Korea og Taiwan. Med det avklart vil det senere bli mulig å argumentere for at liberalisering lik den i Sør-Korea utførte, kan gi kriser. Samtidig vil det argumenteres for at liberaliseringen i Taiwan hindret en krise.

5.1 Sammenligning av liberaliseringsprosessene

Det kan argumenteres for at den taiwanske økonomien ikke ble liberalisert. Det å følge opp deregulering med mer regulering, gir i teorien ikke nødvendigvis liberalisering. Allikevel vil en analyse av Taiwan gjøre det klart at liberalisering ble utført.

Som i Sør-Korea var liberalisering på den politiske agendaen i Taiwan. Finansdepartementet sikret mål om liberalisering av både bankvesenet og valutakursmålet. Valutakurssystemet til Taiwan var på vei til å bli flytende innen 2000. Det at sentralbanken hadde retten til å utsette valutakursliberalisering, burde ses på som tålmodig liberalisering (Thurbon, 2001, s.251-253). Bannlysning av valutaspekulanter, var ikke noe som begrenset fremtidige liberaliseringsmuligheter. Fokus på sikring av prisstabilitet, gjorde at man hadde en tålmodig tilnærming til reformer og liberalisering. Det var vilje til å utsette eller reversere liberalisering midlertidig, for økonomisk stabilitet (Thurbon, 20001, s.251).

For eksempel økte gradvis kapitaldekningskrav når antallet banker i landet vokste. Tillatelse til å drive private banker og etablering av private banker, var progressiv finansiell liberalisering. Senere ble riktignok disse bankene regulert strengere. Allikevel endrer ikke dette at regulerte private banker, er mer progressivt enn ikke å ha private banker (Thurbon, 2001, s.259).

Nye banker, sammen med målsetningen om flytende valutakurs, taler for at finansiell liberalisering fant sted i Taiwan. Senere reregulering viser at Taiwan var villig til å være konservative og tålmodige under utføringen av liberaliseringen.

Nå som det er avklart at Taiwan gjennomførte finansiell liberalisering, vil Sør-Koreas situasjon drøftes. Det er flere poeng som taler for at liberaliseringen ble iverksatt raskere, og mer risikofylt i Sør-Korea.

I Sør-Korea ble for eksempel fristilling av banker og tillatelse til å låne fra utlandet, fulgt av ytterligere deregulering. Chaebolene fikk som tidligere nevnt presset frem enda flere reformer, etter første runde med finansiell liberalisering i Sør-Korea. Det ble ikke prioritert å se hvordan markedet tilpasset seg reformene (Mishkin, 2006, s.86-88).

Chaebolene fikk videre opprette egne handelsbanker. I tillegg ble bankene også sjeldnere kontrollert fra 1994 (Mishkin, 2006, s.88). Det at progressive reformer ble fulgt av videre reformer, vitner om at man liberaliserte raskere og mer risikofylt i Sør-Korea. I tillegg innebar omfattende liberalisering av valutakurssystemet at wonkursen ikke realistisk kunne stabiliseres fra 1993 (Thurbon, 2001, s.246).

Så langt kan det hevdes at man hadde to ulike tilnærminger til finansiell liberalisering i Sør-Korea og Taiwan, man reformerte raskere uten restriksjoner i Sør-Korea.

5.2 Hvorfor ga ulik finansiell liberalisering finanskriser i Sør-Korea, men ikke Taiwan?

Videre i drøftingen vil avhandlingens teoriinnhold bli brukt til å forklare hvorfor deregulering ga en økonomisk krise i Sør-Korea, men ikke Taiwan. Først vil Minskys teori bli brukt til å forklare hvorfor rask liberalisering resulterte i en finanskriser i Sør-Korea. Deretter vil teoriene rundt valutakriser og Keynes multiplikator-teori bli brukt. Teoriene vil bli brukt for å vise hvordan finanskrisen i Sør-Korea forverret seg til en økonomisk krise.

Utviklingen i Sør-Korea samsvarer med hvordan Minsky skildret utvikling i forkant av en finanskriser. Endringene Young-Sam administrasjonen sto bak fra 1993, kan ses på som «displacement». Liberalisering av landets bankvesen, sammen med tillatelse til å etablere seg i nye markeder, ga chaebolene nye profittmuligheter. Chaebolene som i utgangspunktet slet, fikk en etterlengtet opptur. Dette ga økt etterspørsel fra Sør-Koreas industrisektor (Mishkin, 2006, s.88-90). Det oppsto noe som kan kategoriseres som et positivt etterspørselssjokk, som følge av en endring. Dette gjenspeiler det Minsky ville definert som et «displacement» (Kindleberger & Aliber, 2005, s.21).

Det ble mer profitabelt å investere i Sør-Korea. Videre investerte og lånte chaebolene hyppigere, kort etter at de første liberaliseringsreformene var fullført. Kreditttilbudet økte, med ytterligere deregulering av banker. Långivning var medvirkende til en økonomisk opptur

(Mishkin, 2006, s.89). Utviklingen skildret i dette avsnittet, samsvarer med utviklingen i det Minsky kalte «boom» fasen (Kindleberger & Aliber, 2005, s.23).

Høy prisvekst i aksjemarkedet og overoptimistisk investeringsvilje, kan videre forklares med at man nådde en «euforisk fase» (Kindleberger & Aliber, 2005, s.24). Som tidligere nevnt doblet nesten verdien av Sørkoreanske aksjer seg fra 1993 til 1995. Ellers investerte også chaebolene risikofylt uten hemninger, da de fikk lånt så mye de ønsket. Privat gjeld målt i dollar, begynte å overstige BNP i økonomien (Mishkin, 2006, s.88-91).

Etter hvert innså enkelte at veksten ikke kunne vedvare. Gitt at investeringsnivået og lånene som finansierte dette, ikke var bærekraftig. Dette resulterte i at flere solgte seg ut av aksjemarkedet mellom 1995 og 1997. Samtidig ble det investert litt mindre (Mishkin, 2006, s.89-92). En slik utvikling bekrefter at «profit taking» fant sted, da enkelte realister innså av den økonomiske veksten ikke ville vedvare (Kindleberger & Aliber, 2005, s.25).

Fra 1997 opplevde Sør-Korea begynnelsen på krisen, da sørkoreanske aksjer falt kraftig i verdi. Hysteri og betraktelig mindre investeringsvilje kom, som følge av bevissthet om at finanssystemet var nær kollaps. (Mishkin, 2006, s.90). En slik utvikling, før den økonomiske krisen, minner sterkt om «panikkfasen» Minsky skildret (Kindleberger & Aliber, 2005, s.25).

Til slutt ble Sør-Korea et offer for en finanskrisen, som følge av utviklingen beskrevet i de siste avsnittene. Pessimisme og verditap ga mindre aktivitet og sysselsetting i økonomien (Larsen, 2015, s.261). Videre kan det argumenteres for at måten man liberaliserte på i Sør-Korea var grunnen til at en slik utvikling skjedde.

Som stadfestet tidligere, liberaliserte man forholdsvis raskt i Sør-Korea. Den innledende liberaliseringen kan ses på som grunnen til at man innledningsvis fikk et «displacement»; en positiv økonomisk opptur i Sør-Korea. Hadde ikke landet gitt chaebolene nye lån og virksomhetsmuligheter, hadde ikke landets industrisektor opplevd en opptur (Mishkin, 2006, s.88).

Liberaliseringen av landets bankvesen ga også et miljø, hvor det ble tatt stor risiko. Man brukte ikke tid på å se hvordan bankene tilpasset seg nye reformer, før man lanserte nye (Thurbon, 2001, s.245-247). For Minsky ville en stabil økonomi kun ha hedgebanker; banker med god kapitaldekning og konservativ lånepolitikk. Ved å gi banker muligheten til å låne fra utlandet, og i tillegg kontrollere dem sjeldnere, ble det enklere for banker å ta høyere risiko

(Minsky et al., 1992, s.38). Det kan videre hevdes at dereguleringen i Sør-Korea ga bankvirksomhet, som Minsky hadde vært skeptisk til.

Chaebolene fikk lov til å grunnlegge egne banker. Chaebolenes nye banker måtte låne, for å kunne låne ut (Mishkin, 2006, s.89). Slike banker ville Minsky definert som spekulative (Minsky et al., 1992, s.39). Senere kunne ikke lenger enkelte banker betale tilbake innskudd eller renter. Disse bankene var avhengige av sterk etterspørsel etter lån for å holdes i drift (Thurbon, 2001, s.246-248). Altså eksistere det også Ponzi-banker i Sør-Korea (Minsky et al., 1992, s.41). Feilaktig finansiell liberalisering var i hovedsak grunnen til at banker drev risikofylt virksomhet (Mishkin, 2006, s.88).

At finansiell liberalisering kan forårsake et «displacement» er ikke nødvendigvis kritisk for en økonomi. Problemet er at displacement fulgt av et «boom» og «eufori», gir grunnlag for å bli rammet av en finanskrisen. Hvis Hedge-banker ikke utvikler seg til å bli spekulative banker, er det sannsynlig at displacement, ikke blir fulgt av andre faser som kan gi krise (Minsky et al., 1992, s.38-41).

I Sør-Korea blir det derimot logisk at displacement ble fulgt av «boom» og «eufori» under oppbygningen til finanskrisen. Den finansielle liberaliseringen der, resulterte i utvikling som ga uansvarlige banker. Lite ble gjort for å begrense spekulativ virksomhet fra bankene. Disse bankene gjorde overoptimistisk lånedreven vekst og en økonomisk «boble» mulig (Mishkin, 2006, s.88).

Chaebolene kan også gis noe av ansvaret for finanskrisen i Sør-Korea. De handlet altfor økonomisk dristig. Med det sagt, blir det feil å gi dem skylden for hele finanskrisen. De ble gitt omfattende lånemuligheter på kort tid. Hadde liberaliseringen i Sør-Korea foregått saktere, ville ikke chaebolene hatt like muligheter til å handle like dristig som de gjorde (Thurbon, 2001, s.260).

Rask liberalisering kan ses på som grunnen til at Sør-Korea innledningsvis opplevde en finanskrisen under Øst-Asia krisen. I Taiwan fikk man derimot ingen finanskrisen. Det er tydelig at man hadde en bevissthet om at rask liberalisering kunne få uønskete konsekvenser (Thurbon, 2001, s.251).

Etter den finansielle liberalisering i Taiwan hindret man at et potensielt «displacement» som følge av finansiell liberalisering, ble etterfulgt av andre førkrise faser. Et «Boom» og påfølgende «eufori»; farlig lånedreven vekst, ble hindret med hjelp av flere tiltak.

Vekstestriksjoner ble innført for både prisutviklingen i aksjemarkedet og for mulig gjeldsgrad blant banker og individer. I tillegg ga man også private aktører insentiver til å investere i sektorer, hvor det var usannsynlig med spekulativ prisvekst (Thurbon, 2001, s.257-260).

Tar man utgangspunkt i Minskys teori vil tiltakene til Taiwans sentralbank være forebyggende for en finanskriser. Finansiell liberalisering og flere private banker, vil ikke i seg selv ses på som noe som forårsaker en finanskriser i Minskys teori. Så lenge bankene ikke gjør spekulativ økonomisk vekst mulig, skaper ikke liberaliserte banker «eufori» og finanskriser (Kindleberger & Aliber, 2005, s.23). Liberalisering hvor man lot banker tilpasse seg de nye reformer, og hindret at de kunne handle spekulativt, sikret finansiell stabilitet i Taiwan. (Thurbon, 2001, s.260).

Senere under krisen i Sør-Korea ble finanskrisen forverret, før man opplevde en generell økonomisk kriser. En valutakriser fant sted, og wonen depresierte sterkt, samtidig som nettoeksporten minket. Finanskrisen ble forverret da bankene som ikke hadde gått konkurs ennå tidlig i 1998, fikk økt utenlandsk gjeld som følge av depresieringen. (Mishkin, 2006, s.94-96).

I noe av faglitteraturen om Øst-Asia krisen har det blitt hevdet at manglende liberalisering av fastkurssystemer, gjorde enkelte land sårbare for valutakriser. Det har blitt hevdet at mer «flytende» valutasystemer kunne ha hindret at enkelte øst-asiatiske valutaer ble overpriset, noe som videre kunne ha hindret valutakriser (Larsen, 2015, s.255 & 256). Utviklingen i Sør-Korea kan ses på som et eksempel på at dette ikke nødvendigvis er tilfellet. Fra Krugmans teori kom det frem at valutaspekulasjon kan gi valutakriser. Dersom spekulanter ser svakheter i hybrid eller fastkurssystemer, blir det naturlig for dem å profitere på dette (Krugman, 2000, s.2 & 3). For Sør-Korea kan det argumenteres for at liberaliserings politikk, rundt landets valuta og banksystem, gjorde dem mer sårbare for valutaspekulasjon (Thurbon, 2001, s.244). Liberaliseringen av banksystemet i Sør-Korea, gjorde at enkelte banker ble sårbare. Sårbarheten innebar at Sør-Korea ikke kunne bruke renten for å beskytte wonen. Landet hadde heller ikke prioritert å styrke deres reserve av utenlandsk valuta i forkant av krisen (Mishkin, 2006, s.94 & 95). Landet hadde riktignok ikke inflasjonsproblemer før krisen, noe som i Krugman har hevdet gjør valuta overpriset, og spekulative angrep naturlig (Kishtainy, 2017, s.185). Høyt investeringspress ga uansett en overpriset won (Thurbon, 200, s.244). Dette samsvarer med Sachs teori om at man selv ved å la valutakurs «flyte» kan få overpriset valuta, på grunn av finansielle «bobler» (Krugman, 2000, s.108).

Rent hypotetisk kan det hevdes at Sør-Korea hadde kommet bedre ut av Øst-Asia krisen ved å ikke liberalisere valuta kurssystemet. Hadde staten innsett at chaebolenes investeringer ikke ville gi langsiktig profitt, ville en valutaintervensjon i 1993 gitt mening (Thurbon, 2001, s.244 & 245). Hadde staten deprimert woenen tidligere, kunne det begrenset låneopptakene. Tidligere devaluering hadde også styrket landets valutareserve. I tillegg ville chaebolenes investeringer potensielt ha gått bedre (Mishkin, 2006, s.88 & 89). I Sør-Korea fikk utenlandske investorer retten til å handle med landets valuta. Sør-Korea hadde ikke muligheten til å frata dem denne retten senere (Thurbon, 2001, s.245).

En sterkere valutareserve, og retten til å bannlyse aktører fra valutahandel, hjalp derimot Taiwan under krisen (Thurbon, 2001, s.251). Valutakursliberaliseringen i Taiwan, innebar at de hadde valutareserver og kunne tilbakekalle spekulanters rett til å handle med den taiwanske dollaren. Dette hindret noe valutaspekulasjon og følgene spekulative angrep fikk. Til tross for at valutaen deres deprimerte noe, ga det ingen finansproblemer. Saktere liberalisering innebar at landets banker ikke hadde tatt risiko med utenlandske lån (Thurbon, 2001, s.251 & 259). Sachs teori forklarer også hvorfor Taiwan likevel ble et offer for valutaspekulasjon. Systemet deres var robust nok til å hindre mange spekulative «angrep». Allikevel kan tro i seg selv, gi opphav til spekulative angrep (Krugman, 2000, s.108).

Hittil kan rask finansiell liberalisering forklare hvorfor man fikk en finanskrisen og valutakrisen i Sør-Korea. Tilsvarende kan mer tålmodig liberalisering i Taiwan forklare at de unngikk kriser.

Keynes multiplikator teori kan forøvrig forklare hvordan endringer i Sør-Koreas investeringsnivå og nettoeksport, ga full økonomisk krise. Det høye investeringsnivået opphørte når banker og bedrifter gikk konkurs. Dette ble fulgt av mindre konsum og verdiskapning i økonomien (Larsen, 2015, s.262). Dette kan ses på som en bekreftelse på at Sør-Korea krisen ble forverret på grunn av multiplikatoreffekten. Keynes logikk samsvarer med at negative endringer i Sør-Koreas investeringsnivå, konsum og nettoeksport, ga fallende verdiskapning i økonomien. Etterspørselsfall blir selvforsterkende på grunn av multiplikatoreffekten (Stilwell,2012, s.280).

Det at finansiell liberalisering ikke resulterte i en økonomisk krise i Taiwan, kan også forklares av keynesiansk logikk. Liberaliseringen ga ikke uoppretholdbar investeringsvekst. Taiwan opplevde ikke negative endringer i konsum, investeringsnivå, offentlig tjenestebruk

og nettoeksport under krisen (Strand et al., 2011, s.23). Dermed var det naturlig at de ikke opplevde fall i verdiskapningen under krisen.

Det kan argumenteres for at Sør-Korea kunne brukt kontraktiv politikk for å unngå krisen. Bruk av ekspansiv finanspolitikk var medvirkende til å berge Sør-Korea ut av krisen (Larsen, 2015, s.263). I teorien kunne kontraktiv finanspolitikk begrenset prisvekst i Sør-Korea. Dette ville vært imot Keynes egne ideer, da han i hovedsak anbefalte kontraktiv politikk for å hindre inflasjon (Stilwell, 2012, s.271). Til tross for at aksjer ble dyrere i Sør-Korea, hadde landet ikke inflasjonsproblemer i forkant av krisen (Mishkin, 2006, s.86 & 90). Kontraktiv politikk ville dermed vært lite hensiktsmessig for å hjelpe Sør-Korea.

I Taiwan hadde statelig finanspolitikk trolig ikke vært nyttig. Økonomien fungerte bra i utgangspunktet.

6 Konklusjon

Med argumentasjonen på de siste sidene som fundament, kan denne avhandlingen konkludere. Først kan det avklares at det finnes ulike måter å gjennomføre finansiell liberalisering på. Sør-Korea blir et eksempel på at liberalisering, kan gjennomføres raskt og uforsiktig, ved innføring av flere progressive reformer på kort tid. Reformen skjedde uten restriksjoner, og de ble heller ikke reversert før de utløste en krise.

Taiwan blir derimot et eksempel på at liberalisering kan foregå tålmodig, ved å konservativt deregulere med restriksjoner. Påfølgende reregulering etter deregulering bidro også til mer langsom liberalisering. I tillegg hadde man mulighet til å trekke tilbake reformer rundt landets valutakurssystem ved behov.

Rask finansiell liberalisering kan gi finanskriser. Nye uregulerte banker kan skape uoppretholdbar lånedreven økonomisk vekst. Når slik vekst opphører, kan finansinstitusjoner kollapse. Finanskriser kan også bli forverret av valutakriser, da valutaspekulasjon kan gi kraftige valutakurssvingninger, svingninger som vil minke eksport og gjøre nedbetaling av utenlandske lån dyrere. Til slutt vil multiplikatoreffekten forverre den økonomiske nedgangen, forårsaket av finans og valutakriser, noe som vil resultere i en full økonomisk krise.

Dette strider imot tidligere forskning som har sett på manglende finansiell liberalisering eller finansiell liberalisering som grunnen til økonomiske kriser i Øst-Asia. Dette blir et feilaktig syn på finansiell liberalisering som fenomen.

Empiri fra Sør-Korea og Taiwan viser at det er forskjellige måter å liberalisere finansielt på. I tillegg viser empirien fra Taiwan at finansiell liberalisering i seg selv, ikke nødvendigvis resulterer i økonomiske kriser. Taiwans liberalisering viser at tålmodig liberalisering kan være hensiktsmessig, for å unngå økonomiske kriser. Sør-Korea viser at omfattende rask liberalisering kan gi økonomiske kriser.

7 Litteraturliste:

- CEIC Data. (2018,1.oktober). South Korea, Korea Exchange: KOSPI Market:Index. Hentet 24.april 2019 fra <https://www.ceicdata.com/en/korea/korea-exchange-kospi-market-index>
- Federal reserve bank of St. Louis. (2019, 23.april). South Korea/ U.S Foreign Exchange Rate. Hentet 24.april 2019 fra <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXKOUS>
- Holden, Steinar (2016). *Makroøkonomi*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Kindleberger, C., & Aliber, R. (2005). *Manias, panics and crashes: A history of financial crises* (5th ed.). Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Kishtainy, N. (2017). *A little history of economics*. London: Yale university press.
- Krugman, P. (2000). *Currency crises* (A National Bureau of Economic Research conference report). Chicago: University of Chicago Press.
- Minsky, H., Fazzari, S., & Papadimitriou, D. (1992). *Financial conditions and macroeconomic performance : Essays in honor of Hyman P. Minsky*. Armonk, N.Y: Sharpe.
- Mishkin, F. S. (2006). *The next great globalization : how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Møller, J. (2015). *Statsdannelse, regimeforandring og økonomisk utvikling* (2. rev. udg. ed., Vol. 11, Statskundskab). København: Hans Reitzels forlag.
- Pempel, T. (1999). *The politics of the Asian economic crisis*. New York: Cornell University Press
- Skidelsky, R. (2015). *John Maynard Keynes: The Essential Keynes*. (1.versjon). London, Great Britain: Penguin classics.
- Stilwell, F. (2012). *Political Economy: The contest of economic Ideas*. (3.versjon) Melbourne, Australia: Oxford Univeristy Press.
- Strand, A., Chen, P., & Ball, G. (2011). The Taiwanese Economic “Miracle”: Continuing? *East Asia*, 28 (2011) 4, 329-350. Hentet fra https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/93392/Welle%20Strand_Pei_Ball-%20East%20Asia_2011_Authorverson.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Studwell, J. (2013). *How Asia works : success and failure in the world's most dynamic region*. London: Profile.

The Heritage Foundation. (2019, 10. januar). 2019 index of economic freedom. Hentet 23.april 2019 fra <https://www.heritage.org/index/visualize>

Thurbon, E. (2001). *Two paths to financial liberalization: South Korea and Taiwan*. The Pacific Review, 14:2, 241-267. Hentet fra <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/09512740110037370?needAccess=true>

Verdensbanken. (2017). GDP (current US\$). Hentet 24.april 2019 fra <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>