

Samtal med Marian Radetzki

Svensk Tidskrifts redaktör Rolf Englund intervjuade docent Marian Radetzki i september om hans syn på u-ländernas och östländernas väldiga skuldbörda som hotar att framkalla en internationell finanskris.

RE: Vi pratades vid för någon månad sedan om den här intervjun om bankerna och u-ländernas skulder. Då var det ganska lugnt. Men nu är alla tidningar översvämmade av bekymrade artiklar och det verkar som om stämningläget inom bankvärlden är mycket nervöst nu.

MR: Det är ju i och för sig bra att det kommer till ytan, men det är samtidigt en risk. Hela karusellen bygger på förtroende. Om det bryts, bryter alltihop samman.

Samtidigt som det är bra att alla får tala ut om problemen, är det en risk att detta för med sig ett sammanbrott i förtroendet som gör att långivarna inte är beredda att fortsätta långivningen och då kan det bli en kollaps.

Vi har just nu hos oss en kollega från IMF. Jag pratade med honom över en lunch härom dagen och frågade honom hur han bedömer storleken på risken för att det blir en sådan finansiell kollaps under det närmaste året. Den risken bedömde han som ungefär 50%. Då frågade jag honom hur han bedömde riskens storlek för att någonting sådant inträffar under de närmaste 5 åren och då sa han 100%. Så pessimistisk är inte jag. Jag tycker att det är ganska drastiska siffror som han kommer med.

RE: Är inte en utav kärnfrågorna om u-länderna och östländerna skall, eller inte skall, bli nettoåterbetalare någonsin, eller i vart fall under de närmaste 5, 10, 15, 20 åren? Om de inte skall bli nettoåterbetalare förrän långt fram i tiden, då är problemet att rulla runt de här krediterna. Det kan vara nog besvärligt det.

MR: Det tycker inte jag är någon kärnfråga. Man kan börja med att fråga sig under vilka förhållanden långivarna är beredda att ständigt vidga sina lån till en låntagare över tiden. Under vilka omständigheter är de beredda att göra det? Jag tycker det enklaste sättet att tackla den frågan är att titta på ett företag. Då finner man att ett under lång tid framgångsrikt företag, ta Volvo tex, ökar ständigt sin upplåning utan att någon egentligen känner sig bekymrad över det och att tidpunkten när företaget blir nettoåterbetalare aldrig uppkommer. Alltså, så länge som låntagaren omsätter lånen i sin verksamhet på ett sådant sätt att långivaren känner trygghet inför framtiden, känner att låntagaren har ork att bära en ständigt större lånebörda, att låntagaren är expansiv, skicklig och kan omsätta och placera pengarna så att de ynglar av sig, så länge uppstår aldrig frågan om tidpunkten när låntagaren skall bli nettoåterbetalare.

Argumentet med företaget kan lika väl gälla länder. Om ett land sköter sin ekonomiska politik på ett skickligt sätt, använder pengarna till produktiva investeringar i exportindustrin, om omvärlden fungerar på ett sådant sätt att denna exportindustri får möjlighet att sälja och göra vinster, då ser jag inte problemet med att bestämma den tidpunkt när landet blir nettoåterbetalare. Då kan landet i princip fortsätta att öka sin skuldsättning ständigt.

Sedan vill jag återkomma till de specifika bekymmer som har uppkommit i slutet av 70-talet och början på 80-talet, som kan utlösa den här krisen. Vad är det för speciella omständigheter under den här perioden som gör att det kan bli

en kris? Varför har bankerna plötsligt börjat att dra öronen åt sig?

Jag tycker att det kan vara instruktivt att återigen gå tillbaka till analogin med företaget. Jag tycker det är lättare att renodla problemet om vi tittar på ett enskilt företag. Volvo rullar på, det ökar sin skuldsättning hela tiden och ingen är bekymrad ända tills någonting inträffar som gör att långivaren blir tveksam om företagets förmåga att bära ständigt ökande skulder. Vad är det som kan inträffa? Jo, flera saker. Företagsledningens kan bytas ut och bli oskicklig eller förlora greppet om verksamheten. Vinsterna går ner. Eller kostnaderna går upp eller aktieägarna kräver att en alltför stor del utav överskottet utbetalas till dem så att det inte blir tillräckligt kvar inom företaget för att amortera gamla skulder eller betala räntor eller utveckla verksamheten osv.

Ännu en sak som kan inträffa är att marknaden går sönder, plötsligt kan Volvo inte sälja sina bilar och därför genererar man inte de vinster, de ökande vinster, som erfordras för att långivaren skall känna sig trygg. Eller så kan räntenivån gå upp, så att den skuldbörda, som man tidigare utan problem kunde sköta, plötsligt blir ett problem.

Jag menar att väldigt många utav de faktorer som jag nu beskrivit och som kan skapa problem för företag faktiskt har inträffat under perioden 1979 och fram till idag, både för företag och för länder som är stora låntagare på den internationella marknaden. Om vi nu tittar på vad det är som har inträffat, så är det för det första att i många fall, och det gäller då länder framförallt, kan man möjligen tala om analogin med oskicklig

företagsledning eller alltför stora utdelningar till aktieägarna i den betydelsen att det blev starkt höjda oljepriser 1979. Regeringarna i ett antal länder ville inte pressa ner konsumtionen för sina medborgare, alltså lånade man upp de stora överskott som OPEC-länderna öste ut i banksystemet, inte för att investera i produktiva exportinvesteringar utan för att konsumera. Det är alltså analogt med att Volvo lånar upp för att dela ut till aktieägarna. Det fungerar inte i längden. Det var yttre störningar i oljekrisen och oljeprishöjningen som gjorde att man betedde sig på det viset.

Vad som har inträffat är också, att de reala räntorna har blivit hiskeligt höga sedan slutet på 70-talet och det är direkt analogt med det jag beskrev för företaget. Alla låntagare har det besvärligt eftersom de reala räntorna har blivit väsentligt mycket högre än vad de var tidigare och det kom väldigt plötsligt, det kom oväntat, det var en oberäknad störning, och då har alla låntagare med den nya räntebilden mycket svårare att klara sina åtaganden och det skapar oro hos långgivaren.

Så har vi då konjunkturen, som gjort att marknaderna har gått sönder. AEG och International Harvester är klara exempel på företag där en betydande del av problemet är den dåliga konjunkturen som gör att de inte kan sälja till hyggliga priser.

Om vi sedan tittar på u-länderna så är det ju helt uppenbart att med den dominans som råvarorna har i deras export, lider de fruktansvärt av att vi i dag har en real prisnivå på de internationella råvarumarknaderna som är lägre än någonsin efter den stora depressionen på 30-

talet. Eftersom de dels inte kan sälja särskilt mycket, dels får mycket litet betalt för det de lyckats sälja har både företag och länder väldigt svårt att klara av sina åtaganden.

I den situationen, när så många störande faktorer uppträder samtidigt, som gör att låntagarna får allt större svårigheter att klara sina skuldåtaganden, är det helt naturligt att långivarna drar öronen åt sig.

Vad händer då om någon sådan störning inträffar? Företaget får bekymmer med att sköta sina skuldåtaganden och banken drar öronen åt sig. Vad gör banken? Banken kan göra flera saker. Banken kan anse att problemet är tillfälligt. Tex att det är en konjunktursvängning som gör att de inte kan sälja sina jordbruksmaskiner (International Harvester). Om två år så är det bra igen. Då är väl den vettiga politiken ur bankens synvinkel att ösa in mera pengar för att få företaget att överleva vid sådana tillfälliga svackor.

Säg istället att det är företagsledningen som är oskicklig och inte sköter företaget effektivt. Då kan banken om den har tillräckligt inflytande gå in i företaget och rekonstruera företaget, kräva att företagsledningen byts ut mot en skickligare och därmed säkrar banken sin utlåning till företaget.

Eller också finner banken att problemen är strukturella och långsiktiga, det kan gälla de svenska varven tex, och då är det inte mycket att göra. Då är det egentligen inte särskilt meningsfullt att fortsätta utlåningen. Då är det kanske bättre att låta företaget skrumpna ihop eller låta företaget gå i konkurs och så långt som det är möjligt minska bankens

förluster när företaget går sönder på det ena eller det andra sättet.

Men det intressanta är nu, att om banken finner att det inte är något kortsiktigt som man är beredd att hjälpa till med, om banken finner att den inte har möjlighet att effektivt rekonstruera företaget så att det blir bärkraftigt igen och om banken minskar sin utlåning, då utlöser man en akut kris hos låntagaren. Om låntagaren hade lite bekymmer med att sköta sina skulder tidigare, så blir det stora bekymmer om nytillflödet bromsas. Då utlöses krisen.

Vad gör en låntagare som har haft goda förbindelser med sin bank tidigare, men som plötsligt inte har lika goda förbindelser och låneflödet minskar? Ja, det första han gör är antagligen att han går till den grå, svarta eller mycket korta marknaden. Sedan betalar han igen bankens goda lån genom att ta in dåliga pengar, mycket dyra och mycket korta pengar, för att överleva helt enkelt. Det är bara ett sätt att skjuta upp den akuta krisen ett varv. När han sedan måste betala igen de mörka, korta pengarna blir det ännu svårare.

Jag vill säga att analogin med företaget är giltig för hela den internationella bilden idag. Det är alltså exakt vad som har inträffat. I vissa fall bedömer bankerna att det är konjunkturfenomen som snart är överståndna och då hjälper bankerna till så att låntagaren kan överleva. Sydkorea är ett exempel. I andra fall finner bankerna att problemen är så stora att det inte kommer att gå ens om man hjälper till ett tag och så stryker man låneflödet och utlöser exakt den situation jag har beskrivit, tvingar låntagaren att gå ut på den mycket korta och mycket dyra

marknaden för att låna upp pengar för att betala igen det som banken kräver igen. Då skjuts problemet upp ett halvår eller ett år och kommer sedan tillbaks igen.

Men det stora bekymret kommer om det blir några riktigt väsentliga fallissemang bland företag eller länder som gör att hela det internationella banksystemet drar öronen åt sig eller snarare slutar upp att låna ut. Att bankerna slutar att låna ut, minskar, stryker utflödet av pengar, kommer att utlösa krisen, därför att då går alla omkull, alla som nu har lite bekymmer, eller mer eller mindre bekymmer, kommer att få alldeles extrema bekymmer när bankerna inte längre har förtroende för att ruljangsen kan fortsätta. Det är då krisen utlöses.

RE: Det vet ju bankerna också?

MR: Det vet bankerna och det är därför som bankerna är fruktansvärt försiktiga, fruktansvärt ovilliga, med att förklara stora kunder i konkurs. Det är därför vi har den här utdragna cirkusen med Polen. Polens situation har ju ingalunda förbättrats ekonomiskt därför att man talar mindre om den. För ett halvår sedan var det mycket akut, alla tidningar talade om det. I dag talas det inte lika mycket om det, men Polen befinner sig idag, efter ett halvt år, i en ännu värre ekonomisk kris.

RE: Är inte Polen i själva verket ett exempel på vad som händer när bankerna stryker utlåningen? Är inte den polska ekonomiska krisen en följd av att bankerna redan har minskat krediterna till Polen?

MR: Jo, Polens ekonomi fungerade så

länge landet fungerade något så när hyggligt politiskt. Den fungerade under förutsättning att inflödet av pengar ständigt ökade. Och sedan var det politiska problem, förenade med ekonomiska problem, som gjorde att ekonomin började fungera sämre än tidigare. Bankerna drog öronen åt sig och minskade nytulningen till Polen och utlöste den kris vi har upplevt under det allra senaste året.

RE: Kan man gå så långt att man säger att den polska ekonomiska krisen utlöstes, av att bankerna blev försiktigare?

MR: Utlöstes, ja, men inte grundlades, för den polska ekonomin lider av fruktansvärt stora bekymmer. Jag har ett par siffror som jag tycker är ganska betydande för den polska ekonomin. 1981 beräknades de polska utlandsskulderna till storleksordningen 30 miljarder dollar. 1980, dvs före den akuta krisen i Polen, var värdet på totalexporten knappt 6 miljarder dollar. Av dessa 6 miljarder dollar erfordrades minst 4,5 för räntebetalningar.

Och detta var alltså *före* den politiska krisen. *Efter* den politiska krisen har ju exporten brutit samman. Det inser du ju själv att med de siffrorna drog bankerna öronen åt sig. Det är ju på sikt en ohållbar situation. Bankerna drog öronen åt sig och då bröt allt samman.

Samtidigt är bankerna oerhört angelägna om att inte formellt förklara den polska ekonomin i konkurs, för då måste man föra in i sina balansräkningar, i sina vinst- och förlusträkningar, "förlorat x miljarder dollar på Polen". Att man inför detta i balansräkningarna kan utlösa förtroendekrisen, en allmän förtroendekris.

Då blir det fruktansvärt.

RE: Man anser ju redan i USA och över huvudtaget i världen att investerarna vill ha säkrare och säkrare papper. Man köper i första hand amerikanska skattkammарväxlar, obligationer som IBM har givit ut osv.

MR: Ja, man märker ju på närmare håll att räntedifferenserna har blivit större mellan låntagare som man betraktar som säkra och de låntagare som man inte betraktar som säkra. Differenserna har vidgats och det ger då uttryck för det bristande förtroendet för vissa låntagare.

Nu är det kanske dags att resonera om vad vi egentligen menar med en finanskollaps. Jag måste omedelbart deklarerat att det vet jag inte riktigt. Det är mycket oklart och det är faktiskt det som är mest skrämmande. Man kan möjligen teckna något slags scenario. Vad händer nu om Polen förklaras i konkurs och International Harvester och kanske Rumänien och några länder till? Det blir en allmän brist på förtroende och bankerna drar drastiskt ned sin utlåning. Genom att plötsligt dra ner utlåningen tvingar de fram ytterligare ett antal konkursfall av det här slaget.

Ja, vad händer då? Dels kan man tänka sig att det blir en rad bankfallismang genom att dessa banker kommer att dras med stora förluster i sin redovisning som gör att man har förverkat sitt kapital och inte kan fortsätta sin verksamhet, att bankerna alltså går omkull. Jag tror också för min del att efter erfarenheterna från 30-talet kommer vi knappast att få uppleva det. Jag tror nämligen att regeringarna i industriländerna kom-

mer att gå in och skydda bankerna, därför att man vet av erfarenheterna för 50 år sedan hur farligt det är att låta bankerna gå omkull. Man kan utfärda garantier och man kan vidtaga en massa åtgärder för att hindra bankerna från att formellt gå omkull.

Jag tror för min del, men det är med osäkerhet, att regeringarna kommer att skydda bankerna, storbankerna, från direkta fallissemang. Men att en rad låntagare av olika slag går omkull, kommer att göra att det blir en allmän depression därför att dessa låntagare inte kommer att kunna fortsätta att konsumera, att köpa. Om tex International Harvester går omkull kommer dess inköp att försvinna. Därvid kommer de industrier som nu säljer till International Harvester inte att kunna sälja någonting.

Om tex utlåningen till Turkiet stryps och Turkiet råkar på obestånd kommer Turkiet inte att kunna importera från Sverige eller andra länder. De industrier som säljer till Turkiet kommer att bli nödlidande. Om detta blir allmänt blir det väldigt allvarligt.

Sedan har vi då OPEC-länderna och deras utlåning till den internationella lånekarusellen som har hållit det hela vid liv. Nu börjar vi närma oss en punkt i resonemanget där jag har mycket svårt att urskilja vad som egentligen kan komma att hända. När jag pratar med mina professionella ekonomkollegor om de här scenarierna får jag ett intryck av att kollegerna anser att egentligen så borde inte den situation, som vi befinner oss i idag, utlösa en kris. Om bankerna minskar sin utlåning kommer pengarna att finnas kvar i systemet och någonstans måste de lånas ut. De är alltså kommuni-

cerande kärll, anser mina kolleger. Jag själv är rädd för att när det finansiella systemet, när det internationella bank-systemet är ordentligt ansträngt, när det alltså är nära en kris, så kan det hända oberäkneliga saker, som gör att folk handlar i desperation och inte rationellt.

RE: De plockar ut sina pengar och placerar dem i andra värden.

MR: Tex "The Crash of 79" innehåller ju mycket intressanta moment av vad som möjligen skulle kunna hända. Men det allvarliga är alltså – som jag ser det – det scenario jag har tecknat. Det skulle innebära en mycket djup depression, där alltså köpkraften i världen minskas mycket kraftig och där följaktligen ett antal industrier och företag får ännu mycket svårare att klara sig eftersom marknaden försvinner. Men det kan hända en massa andra konstiga saker som vi inte riktigt kan beräkna. Skulle vi klart se hur förloppet skulle vara, så skulle vi kunna skydda oss emot det. Men det kan vi alltså inte, eftersom vi inte riktigt vet och det kan då bli panikartade handlingsmönster, som är oberäkneliga. Och då borde din nästa fråga vara: "Finns det någon väg ut?".

RE: Just det.

MR: Vägen ut – såvitt jag förstår – det är att vi mycket, mycket långsamt ändrar de trender som har rått hittills. Vi har under lång tid haft en kraftig utlåningsökning från det internationella banksystemet till verksamheter som har skötts mer eller mindre bra. Och så har det kommit ett antal störningar, som gör att

det hela riskerar att kollapsa. Om då förtroendet bryter samman och utlåningen sjunker så utlöses en kris. Det gäller alltså att på något väldigt mjukt sätt böja av utlåningskurvan.

RE: Brandtkommissionen föreslog väl att man drastiskt skulle öka bistandsflödet till u-länderna, så att de kunde köpa och betala sina lån. Vi skulle öka importen ifrån dem så att de skulle få pengar att betala med.

MR: Du tänker på de sk massiva resursöverföringarna. Jag tycker att Brandt i det avseendet, liksom i flera andra avseenden, hamnade helt fel, talade om saker som inte längre var aktuella, som saknade relevans. Jag menar att vad som har inträffat sedan 1973 och den första oljekrisen, när det skapades enorma överskott i OPEC-länderna, som sattes in i bl a det internationella banksystemet, faktiskt var att en mycket stor andel utav dessa pengar flödade ut till u-länderna, inte som bistånd, men väl som lån. Jag finner att de massiva resursöverföringarna faktiskt har inträffat.

RE: Hans poäng var ju att det skulle vara bistånd och inte lån?

MR: Då talar man om att ändra villkoren. Det är naturligtvis fullt möjligt att någon ställer sig upp och säger "Jag tar över betalningsansvaret för de lån som beviljats u-länderna".

RE: Det vore väl orättvist mot de u-länder, som inte har lånat alltför våldsamt utan skött sin ekonomi?

MR: Det kan man säga. Men vad jag menar är alltså att den stora bild, som Brandt tecknar, är felaktig så tillvida att det han föreslår redan har inträffat. Den enda skillnaden mellan vad han föreslår och vad som har inträffat är bara villkoren på vilka de här pengarna slussats dit.

RE: Jag har funderat på det här med OPEC. De stora pengarna som har slussats till u-länderna var arabernas oljepengar. Nu är OPECs överskott borta, säger man. Är det en händelse som gör att tillflödet av pengar till bankerna drastiskt har minskat?

MR: Det är alldeles korrekt som du säger, att en mycket stor del av de pengar, som slussades igenom Euro-dollarmarknaden sedan 73-74 kom från OPEC-ländernas stora överskott och hamnade så småningom i stor utsträckning i u-länderna. Det var de massiva resursöverföringarna. Men då skall man ha klart för sig, att om OPEC minskar sina överskott så måste någon annans överskott öka. De är ju kommunicerande kärl. Om OPEC får mindre betalt för sin olja så är det någon annan som inte behöver betala så mycket och har mera pengar över.

RE: Men det kan vara institutionella faktorer som gör att de överblivna pengarna inte hamnar hos de internationella bankerna på samma sätt?

MR: Rätt. Man kan alltså tänka sig att om tex USA betalar mindre för sin olja, så blir det större överskott i USA, som placeras någon annanstans än i de internationella bankerna. De placeras internt

i USA. Då kan man säga att då överflyttas inflödet av pengar från den tidigare situationen, där pengarna gick från OPEC till de internationella bankerna, till den nya situationen, där pengarna går internt till USA mellan olika agenter och finansinstitut, som är andra än de internationella bankerna. Då kan det hända att de internationella bankerna, som var vana vid en viss kurva och som blev beroende av den här kurvan, hamnar i problem, eftersom inflödet just till de bankerna minskar. Där skulle väl mina professionella ekonomkolleger tala om kommunicerande kärll och säga att det här är inget problem. Jag kan tänka mig att det är ett problem i en överansträngd institutionell situation. Jag delar nog ditt bekymmer där.

RE: Det finns såväl kreditexpansion som kreditkontraktion. Det senare om det blir en ökad oro både för det här problemet och andra problem inom ekonomin, en allmän större försiktighet hos företagen. De blir mer intresserade av att ha vackra balansräkningar, de vill inte ha så mycket skulder i förhållande till det egna kapitalet längre. Det blir en annan filosofi.

MR: Det är ju litet grand av det som jag beskrev tidigare, att bankerna blir obenäpna att fortsätta utlåningen. Låntagarna förlorar då sin förmåga att tjäna pengar.

RE: Vi är så fixerade vid ett begrepp som heter bankernas utlåning och inlåning. Det finns ju en fantastisk kreditmarknad, som går direkt emellan företag och privatpersoner. Den kan ju också öka och

minska. Jag föreställer mig att den måhända är större än den kreditmarknad man ser i banksystemet?

MR: Den frågan kan inte jag kommentera. Jag kan inte det.

RE: Det här med att allt bygger på förtroende är en fundamental sanning och förtroende är väldigt svårt att påverka med ekonomisk-politiska medel. Det finns ingen lätt metod att öka den allmänna framtidstron.

MR: Där kommer du in på en annan sak som är viktig i det här sammanhanget och det är lender of last resort – som regel en riksbank som kan ställa upp med lån i ett nödläge. Tendensen har ju varit att det finns sådana på det nationella planet men inte på det internationella planet. De finns även på det internationella planet, men de är väldigt svaga. Det är då Valutafonden men den är mycket svag i förhållande till de kreditvolymerna som vi rör oss med. Ett moment i förtroendeskapande syfte skulle då vara att förstärka en International Lender of Last Resort. Jag tycker att vi har sett mycket få tendenser till det under de senaste par åren.

RE: Det är ju tveeggat det där?

MR: Just det. Det är *mycket* tveeggat. Jag höll på att säga att jag skulle kunna tänka mig att de tio stora industriländernas riksbankschefer eller premiärministrar eller bådadera samlades och sa att "vi garanterar", men denna församling och detta utfärdande av garanti kunde utlösa panikreaktioner därför att det

skulle uppfattas av folk som ett uttryck för en tro på en nära förestående kollaps av något slag.

RE: Det är också tveeggat på det viset att då kan också bankerna lugnt fortsätta att låna ut i fem år till?

MR: Dilemmat med the lender of last resort är att the lender of last resort hela tiden måste hålla långivarna under en viss osäkerhet huruvida han verkligen kommer att ingripa eller inte. Annars, om inte denna osäkerhet finns, så inträffar det du säger, nämligen att då kommer de inte att känna några gränser. Och det är ett dilemma hur man skall skapa den institutionen.

RE: Om man säger att u-länderna har om det är 800 miljarder dollar i skulder, är det mycket eller litet? Skall det vara dubbelt så mycket om tio år? Vet man det? Hur vet man vad som är lagom och rätt?

MR: Du får naturligtvis inte stirra dig blind på absoluta belopp. Du måste ställa dem i relation till någonting. Du måste ställa dem i relation till BNP eller till

export, framför allt till export, eftersom det ju är exportinkomster som skall spenderas på att serva de här lånen. Då har du sådana mått som Debt Service Ratio – skuldtjänstkot – som relaterar skuldservicens storlek till exportvärdet och då finner du att den för tio år sedan för u-länderna totalt, utom de oljeexporterande, låg på 12%. I dag ligger den på 16%.

RE: Det är inte så dramatiskt.

MR: Vänta nu. Den siffran är inte så förskräckligt intressant. Du måste gå ner på enskilda länder och då finner du att vissa länder har över 100%. Polen hade ju någonting kring 100%. Gå tillbaka till den här analogin med företaget. Om en fjärdedel av hela försäljningen går åt att serva skulden, blir det ju mycket mindre hotfullt om företaget växer med 25% per år än om företaget stagnerar. Det är alltså inte så lätt som att bara ha ett enda verktyg för att mäta. Sydkorea kan vara mycket mera djärvt eftersom man växer snabbt, eftersom man utvecklas, får större exportförmåga, än Sri Lanka eller Argentina, som inte växer snabbt.