

# Valutakursregime, kapitalrestriksjoner og finanskriser i fremvoksende økonomier

Karsten Stæhr og Pål Winje, seniorrådgivere i Internasjonal avdeling\*

**Liberaliseringen av internasjonale kapitalbevegelser har åpnet for en mer effektiv global allokering av sparekapitalen med potensial for betydelige velferdsgevinster. Finanskrisene i fremvoksende økonomier de senere årene har imidlertid ført til en omfattende diskusjon om mulighetene for å hindre eller dempe slike kriser. Artikkelen ser på to hovedtemaer i denne diskusjonen, nemlig fremvoksende økonomiers valg av valutakursregime og bruk av kapitalkontroll. Ulike synspunkter trekkes fram og vurderes i lys av nye erfaringer. Utviklingen har i mange tilfeller bidratt til en nyansering av synspunktene, og det er blitt klart at fremvoksende økonomier på en rekke områder skiller seg fra de rike industrilandene.**

## 1 Innledning

Fra begynnelsen av 1990-tallet økte kapitalinngangen til fremvoksende økonomier i Asia, Latin-Amerika og Øst-Europa. Strukture reformer og endret makroøkonomisk politikk bedret vekstutsiktene i disse landene. Ny informasjons- og kommunikasjonsteknologi gjorde det enklere å låne og plassere i de internasjonale finansmarkedene. Restriksjoner på kapitalbevegelsene ble bygget ned i mange fremvoksende økonomier, og i industrilandene var de i all hovedsak avviklet.

Denne utviklingen ble imidlertid forstyrret av en rekke finansielle kriser. Mexicos krise i 1994-95 var et første tegn på problemer. Senere har kriser i Øst-Asia, Russland, Brasil, Tyrkia og Argentina vist at det er svakheter ved det internasjonale finansielle systemet. Fremvoksende økonomier er sårbare for store og variable internasjonale kapitalbevegelser.

Krisene har ført til en diskusjon om måter å bedre det internasjonale finansielle systemet, gjennom en såkalt «ny internasjonal finansiell arkitektur» (se Lund (1999)). I denne artikkelen ser vi nærmere på to hovedtemaer i denne diskusjonen, nemlig fremvoksende økonomiers valg av valutakursregime og restriksjoner på kapitalbevegelsene. Nye erfaringer har bidratt til en nyansering av synspunkter. Et viktig forhold er at fremvoksende økonomier på en rekke områder skiller seg fra de rike industrilandene. Det betyr at politikkanbefalinger for industrilandene ikke nødvendigvis er fullt ut relevante for fremvoksende økonomier.

Kapittel 2 ser på utviklingen i kapitalstrømmene til fremvoksende økonomier, mens kapittel 3 gjennomgår mulige årsaker til finanskriser. Kapittel 4 diskuterer valg av valutakursregime. Kapittel 5 drøfter om restriksjoner på internasjonale kapitalbevegelser kan bidra til å forebygge eller dempe virkningene av finanskriser. Kapittel 6 avrunder.

## 2 Kapitalbevegelser og internasjonal integrasjon

De siste tiårene har fremvoksende økonomier i økende grad blitt integrert i de internasjonale finansmarkedene.

### Utenriksregnskapets kapitalposter

Kapitalbevegelser måles som endringen i et lands fordringsposisjon overfor utlandet innenfor et visst tidsrom. Utgående kapitalstrømmer beregnes som endringen i et lands fordringer på utlandet, mens inngående kapitalstrømmer beregnes som endringen av utlendingers fordringer på landet. Kapitalstrømmene deles inn i tre typer:

- *Direkte utenlandske investeringer*, dvs. kjøp eller salg av bestemmende eierandeler i bedrifter.
- *Porteføljeinvesteringer*, dvs. kjøp eller salg av verdipapirer, blant annet aksjer og obligasjoner.
- *Internasjonale lån eller innskudd* (mellom banker, finansinstitusjoner, offentlige myndigheter, bedrifter), samt handelskreditter og andre internasjonale finansinvesteringer.

Direkte utenlandske investeringer er normalt langsiktige fordi det kan ta lang tid å selge en bedrift og trekke kapitalen ut av landet. Porteføljeinvesteringer og internasjonale lån er derimot ofte kortsiktige. Internasjonale lån er imidlertid en sammensatt størrelse; handelskreditter er knyttet til internasjonal handel, mens lån og innskudd ofte er av rent finansiell karakter.

Nettokapitalinngangen beregnes som kapitalinngang minus kapitalutgang, og nettostrømmen er derfor mindre enn bruttostrømmene. Et lands nettokapitalinngang uttrykker nettotilgangen på utenlandsk sparing. Tall for bruttokapitalstrømmer er av interesse fordi de avspeiler graden av sårbarhet; små endringer i bruttostrømmene kan føre til store endringer i nettostrømmen.

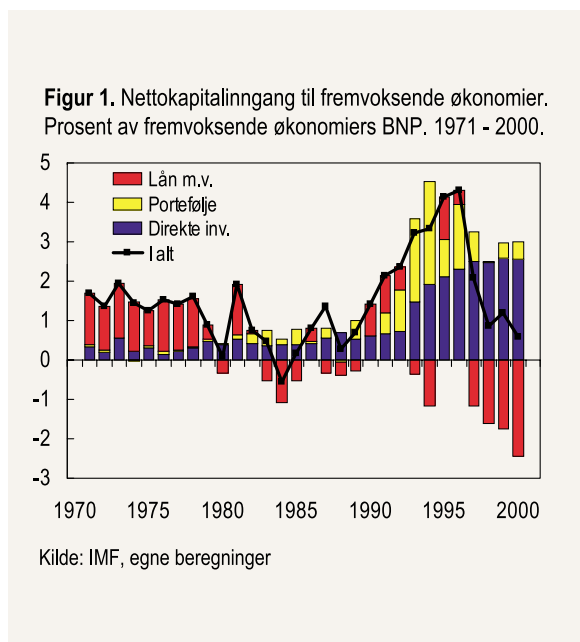
Landene har opplevd perioder med stor kapitalinngang, men også perioder der kapitalstrømmene har snudd.

Industrilandene liberaliserte gradvis kapitalbevegelsene etter 2. verdenskrig, men først fra slutten av 1980-tallet hadde et flertall av industriland avskaffet de fleste restriksjoner. Fremvoksende økonomier har ofte skiftevis strammet og lempet på restriksjoner i lys av den økonomiske situasjonen (IMF (1995, 1999)). I Asia begynte

\* Takk til Sigbjørn Atle Berg, Anne Berit Christiansen, Øistein Røisland, Anders Svør og Birger Vikøren for nyttige kommentarer. Alle synspunkter er forfatterenes og ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks.

liberaliseringen av kapitalbevegelsene på midten av 1980-tallet og ble i en rekke land forsterket på 1990-tallet. Latin-Amerika liberaliserte som ledd i markedsreformene på 1990-tallet. Enkelte overgangsland i Øst-Europa begynte å liberalisere kapitalbevegelsene fra midten av 1990-tallet. Det er imidlertid fortsatt betydelige restriksjoner i blant annet Kina, India, Russland og de fleste landene i Afrika.

Figur 1 viser nettokapitalinngangen til fremvoksende økonomier siden 1970. På 1970-tallet besto kapitalinngangen hovedsakelig av lån til offentlige institusjoner i Latin-Amerika, mens direkte investeringer og porteføljeinvesteringer til blant annet Asia ble viktige på 1990-tallet. Kapitalstrømmene til fremvoksende økonomier har imidlertid vært ustabile, spesielt lån og porteføljeinvesteringer. Latin-Amerikas gjeldskrise på 1980-tallet ble fulgt av flere år med svak eller negativ kapitalinngang. Asia-krise og etterfølgende kriser er forbundet med et betydelig fall i nettoinngangen.



Det er ikke mulig å finne pålitelige tall for omfanget av brutto kapitalstrømmer til og fra fremvoksende økonomier. For alle verdens land under ett var summen av inngående og utgående kapitalstrømmer i 1985 om lag to ganger større enn nettokapitalstrømmen, mens den var seks ganger større i 1999 (IMF (2001)).

Årsakene til økende finansiell integrasjon skyldes ifølge Mussa (2000) tre forhold: teknologi, lovgivning og preferanser. Fremskritt innen kommunikasjon og datakraft har redusert kostnadene ved internasjonale finansielle transaksjoner og gjort det lettere å få informasjon om markedsforholdene i blant annet fremvoksende økonomier. Myndigheter i industrilandene og mange fremvoksende økonomier har liberalisert kapitalbevegelsene. I tillegg har finansaktørene ønsket å øke omfanget av internasjonale investeringer.

### 3 Kapitalbevegelser og finansielle kriser

Det er vanlig å skille mellom fire typer finanskriser (IMF (1998a)):

- Valutakriser
- Bankkriser
- Gjeldskrise
- Systemkrise

Valutakriser er et resultat av økt etterspørsel etter utenlandsk valuta og/eller økt tilbud av innenlandsk valuta. Under et fastkurssystem blir valutaen satt under press og myndighetene kan velge å la valutaen depreciere. Bankkriser oppstår når en vesentlig del av banksektoren får likviditetsproblemer (ofte knyttet til store uttak eller lånestans) eller solvensproblemer (etter store tap). Gjeldskriser betegner en situasjon der myndigheter, banker eller bedrifter ikke kan betjene utenlandsgjelden, ofte som følge av sviktende tilgang til utenlandsk lånekapital. Systemkriser oppstår når for eksempel store kursfall på verdipapirer og manglende likviditet forstyrrer finansmarkedenes funksjonsmåte.

Kaminsky og Reinhart (1999) dokumenterer at bankkriser og valutakriser i økende grad opptrer samtidig. Dette er sannsynligvis en konsekvens av at finansmarkedene, både nasjonalt og internasjonalt, er blitt stadig mer integrerte. For eksempel vil kapital som forlater et land under valutauro, ofte bli trukket ut av banksektoren, noe som kan føre til at bankene får problemer.

Felles for alle finansielle kriser er skift i kapitalstrømmene – på valutamarkedet, i banksektoren, til og fra utlandet, på verdipapirmarkedene. En slik omfordeling av kapitalen skjer hvis forventningen til avkastningen i ulike markeder endrer seg. Forventer investorene for eksempel at en valuta vil depreciere, vil de selge seg ut av valutaen. Slik tillitssvikt kan skyldes enten «fundamentale forhold» eller «ikke-fundamentale» forhold (se Røisland og Stæhr (1998) og Stæhr (2000)).

Tillitssvikt basert på fundamentale forhold skyldes at endringer i økonomien reduserer lønnsomheten ved investering i markedet. Eksempler på slike forhold kan være en inkonsistent økonomisk politikk eller store sjokk i økonomien. Forklaringer som baserer seg på ikke-fundamentale forhold, antar at forventningene endrer seg uten at de fundamentale forholdene i utgangspunktet har endret seg. Slike forventninger, for eksempel basert på flokkatferd, kan bli selvpoppfyllende og resultere i store kapitalstrømmer.

Kriseforklaringene nevnt over forutsetter at kapitalen kan omfordeles uten for store kostnader. I prinsippet betyr dette at store transaksjonskostnader, utviklede finansmarkeder eller effektiv kapitalkontroll vil kunne utsette eller dempe kriser. Argumentet er trolig sterkest for kriser av den ikke-fundamentale typen, ettersom slike begrensninger vil kunne virke tilbake på forventningsdannelsen.

Den empiriske litteraturen finner typisk at finansielle kriser det siste tiåret er blitt hyppigere sammenlignet med 1950- og 1960-tallet, men ikke vesentlig hyppigere sammenlignet med 1970- og 1980-tallet (Bordo m.fl. (2001)). I tillegg er krisene blitt alvorligere. Flere typer kriser opptrer hyppigere samtidig, de varer lengre, og de realøkonomiske kostnadene har økt.

Hva er årsakene til de hyppigere og spesielt alvorligere finanskrisene? Eichengreen (2001) sammenfatter en begrenset empirisk litteratur som undersøker sammenhengen mellom liberalisering av kapitalpostene og hyppigheten av finansielle kriser. Mange kriser har fulgt etter kapitalliberalisering, mens andre kriser har fulgt etter at reglene for kapitalbevegelser er blitt strammet til. Flere studier viser at begrensninger på kapitalbevegelser er forbundet med økt hyppighet av valutakriser. En grunn til dette kan være at land som ofte er utsatt for valutakriser har insitament til å innføre restriksjoner. I tillegg kan myndighetene velge å stramme inn kontrollene under et spekulativt angrep.

En rekke analyser, blant andre Rodrik og Velasco (1999), viser at sammensetningen av kapitalinngangen har betydning for hyppigheten av finansielle kriser. Land med stor kortsiktig gjeld i forhold til valutareservene har relativt stor sannsynlighet for å bli rammet av en krise.

Dornbusch (2001) sammenfatter erfaringene fra 1990-tallets finanskriser. Mens globalisering av finansmarkedene på grunn av lavere transaksjonskostnader og færre restriksjoner bare har ført til en moderat økning i antall finanskriser, har krisene fått en annen karakter. Dornbusch skiller mellom «gammeldage» og «moderne» kriser.

Med lite utviklede innenlandske og internasjonale kapitalmarkeder oppsto «gammeldage» kriser som et resultat av en gradvis forverring av de fundamentale forholdene. For eksempel førte driftsbalanseunderskudd i land med fast valutakurs til en gradvis reduksjon av valutareservene, noe som over tid ble uholdbart og resulterte i en valutakrise (som under Bretton Woods-systemet). Etter hvert som finansmarkedene er blitt mer integrerte, har krisene blitt mer omfattende. Disse «moderne» kriser oppstår raskt, trolig ofte ved et samspill av fundamentale og ikke-fundamentale faktorer.

Lavere transaksjonskostnader og liberalisering av kapitalbevegelsene har åpnet for en mer effektiv global allokering av sparekapitalen med potensial for betydelige velferdsgevinster (se IMF(1998a)).<sup>1</sup> Den internasjonale kapitalen kan fordeles til prosjekter med stor lønnsomhet, og risiko kan spres på mange investorer. Samtidig kan økende finansiell integrasjon ha bidratt til at kriser er blitt mer alvorlige.

Dette reiser naturlig spørsmålet hvordan stabiliteten på finansmarkedene best sikres, ikke minst i fremvoksende økonomier. Nedenfor refererer vi diskusjonen innen to viktige områder, nemlig valg av valutakursregime og restriksjoner på kapitalbevegelsene med sikte på kriseforebyggelse eller krisehåndtering.

## 4 Valg av valutakursregime

Det er ikke overraskende at debatten om valutakursregimer reises igjen. Fast (justerbar) valutakurs var en viktig faktor i alle de store krisene i de senere årene: Mexico i 1994, Thailand, Indonesia og Sør-Korea i 1997, Russland i 1998, Brasil i 1999, Argentina i 2000 og Tyrkia i 2001.<sup>2</sup> Samtidig har land som ikke har hatt fast eller justerbar valutakurs unngått kriser, for eksempel Sør-Afrika, Israel i 1998, Mexico i 1998 og Tyrkia i 1998.

Debatten munnet i første omgang ut i det såkalte «bipolare synet». Det hevder at det bare eksisterer to mulige valg av valutakursregime for fremvoksende økonomier: enten fri flyt eller helt fast kurs. En mellomting lar seg ikke opprettholde over tid.<sup>3</sup> Etter hvert er dette synet blitt nyansert.

### *Enten fri flyt eller helt fast?*

Argumentet om at fremvoksende økonomier står overfor et valg mellom enten fri flyt eller helt fast valutakurs, følger av den «umulige treenighet». Fast valutakurs, frie kapitalbevegelser og en selvstendig pengepolitikk kan

## Typer valutakursregimer

Valutakursregimer ble tradisjonelt beskrevet som enten fast eller flytende valutakurs, men nå er det vanlig å dele inn regimene i tre hovedkategorier, der en gradvis går fra fleksible regimer via mellomregimer til faste regimer, se Frankel (2000) og Fischer (2001).

- **Fleksible regimer:**
  - Fri flyt med fravær av regulære intervensjoner i valutamarkedet.
  - Styrt flyt med fravær av et spesifikt angitt mål for valutakursen, men intervensjoner forekommer.
- **Mellomregimer:**
  - Forhåndsannonsert, løpende devaluering eller revaluering av valutakursen.
  - Fast, men justerbar valutakurs.  
(I begge disse tilfellene kan det være en målsone eller et bånd for valutakursen, dvs. fluktuasjonsmarginer rundt en sentralkurs.)
- **Faste regimer:**
  - Seddelfond der sentralbankens utstedelse av lokal valuta motsvares en for en av valutareserver. Seddelfondsordningen er gjerne nedfelt i lov og binder dermed myndighetene mer enn om fast valutakurs bare er en annonsert politikk.
  - Monetær union der det innføres felles valuta, for eksempel som ØMU
  - Dollarisering, dvs. et annet lands valuta innføres som lokal valuta.

<sup>1</sup> Se også Eichengreen (2001) som gir en oversikt over den empiriske litteraturen, inklusive sammenhengen mellom liberalisering og økonomisk velstand.

<sup>2</sup> Det samme gjelder valutakrisene for industrilandene da Bretton Woods-systemet brøt sammen på begynnelsen av 1970-tallet og ERM-krisene i 1992-93.

<sup>3</sup> Som offisiell politikkbefaling i forbindelse med finansielle kriser for fremvoksende økonomier kan dette synet tillegges blant annet Summers (1999). For industrilandene kan det spores tilbake til ERM-krisen i 1992-93, se blant annet Obstfeld og Rogoff (1995).

ikke gjennomføres samtidig, en ting må vike. Med mindre pengepolitikken fullt og helt vies forsvaret av valutakursen – det vil si seddelfond innføres eller egen valuta oppgis – er fri flyt den eneste muligheten til å unngå valutakriser med frie kapitalbevegelser.

Argumentasjonen for flytekurs fokuserer på at fast valutakurs øker risikoen for finansielle kriser. Når myndighetene forplikter seg til å holde en fast valutakurs, kan dette oppfattes som en garanti mot valutakursendringer. Særlig aktuelt er dette i land der rentenivået i lokal valuta er høyt, for eksempel som følge av høy innenlandsk inflasjon. Banker og bedrifter låner da opp i utenlandsk valuta til lav rente, men uten å sikre lånet mot endringer i valutakursen. Kapitalinngangen blir uforholdsmessig stor og skaper ubalanser som investorene etter hvert oppfatter som uholdbare. Når kapitalen strømmes ut igjen, må valutakursen oppgis. I tillegg oppstår det andre typer finanskriser, fordi banker og bedrifter påføres tap som følge av at verdien av gjelden i utenlandsk valuta stiger.<sup>4</sup>

Fast valutakurs fører etter denne forklaringen ikke bare til valutakrise, men også til andre typer finanskriser på grunn av tapene som oppstår hvis forsvaret av valutakursen må oppgis. Flytende valutakurs vil derimot ikke utsettes for spekulasjon, dels fordi det ikke er noen valutakurs å forsvare og dels fordi aktørene i økonomien ikke i samme grad vil utsette seg for valutarisiko.

Ifølge Krugman (2000) har de internasjonale finansielle organisasjonene (bl. a. Valutafondet og Verdensbanken) favorisert flytekursregimer, mens enkelte akademikere har argumentert for seddelfond og dollarisering, blant annet som følge av problemene med flytekursregimer i fremvoksende økonomier (se nedenfor).

Blant fremvoksende økonomier som har gått over fra fast til flytende kurs etter kriser de siste 10 årene, finner vi Mexico, Thailand, Sør-Korea, Indonesia, Russland, Brasil, Colombia og Tyrkia.

Calvo og Reinhart (2000) peker på at overgangen til flytende kurs ikke alltid er reell. Fremvoksende økonomier med flytekurs søker ofte å påvirke kursen på grunn av «frykt for å flyte». Mange fremvoksende økonomier kan ikke låne internasjonalt i egen valuta og har heller ikke nasjonale markeder for langsiktig kreditt i egen valuta. Overgangen fra fast til flytende kurs kan i en slik situasjon være vanskelig. Hvis valutakursen svekkes, oppstår det store valutakurstap fordi gjelden i innenlandsk valuta øker. En kraftig svekkelse av valutakursen virker kontraktivt på den innenlandske økonomien som følge av formueseffekten på konsum og investering, og inflasjonen kan øke fordi prisene på importerte varer i innenlandsk valuta øker betydelig. Erfaringene fra Asia og Latin-Amerika viser at renten blir brukt for å stabilisere valutakursen selv om landene formelt har flytekurs.

Erfaringene har vist at overgangen til flytekurs i disse tilfellene også har medført andre ulemper:

- Renten er høyere og mer variabel i land med flytende kurs enn i land med fast valutakurs, og den pengepolitiske selvstendigheten er mindre. Ifølge Eichengreen og Hausmann (1999) har realrenten i land med flytekurs vært 4 prosentpoeng høyere enn i land med fast kurs i Latin-Amerika på 1990-tallet. (Rentenivået blir høyere i land med flytekurs fordi variabiliteten i rente og valutakurs gir høyere risikopremier). De viser også til at innenlandske renter har vært mer påvirket av utenlandske renter i land med flytende kurs enn i land med fast kurs. Frankel (1999) finner at innenlandske renter er mer påvirket av amerikanske renter i land med flytekurs enn i land med fast kurs. Det variable rentenivået svekker mulighetene til å utvikle markedet for kreditt med langsiktig rentebinding. Ifølge Hausmann m.fl. (1999) har land i Latin-Amerika med flytekurs mindre utviklede finansmarkeder enn land med fast kurs.
- Flytende valutakurs tillater ikke renten å bli brukt til å motvirke oppgangs- og nedgangstider. Ifølge Eichengreen og Hausmann (1999) går rentene opp i fremvoksende økonomier i nedgangstider, og mer opp i land med flytende kurs enn i land med fast kurs.
- En flytende valutakurs kan bevege seg langt fra hva som anses å reflektere fundamentale forhold, ikke minst i fremvoksende økonomier der valutamarkedet er tynt og sikringsmulighetene små (Cooper 1999). Dermed påvirkes investeringer og handel negativt, noe som er uheldig for landenes vekst.

Disse erfaringene har bidratt til at enkelte favoriserer helt fast valutakurs fremfor fri flyt. Det tas altså til orde for at land enten bør innføre seddelfond eller aller helst oppgi sin egen valuta.<sup>5</sup>

Argumentet for dollarisering (se Berg og Borenztein (2000)) går i korthet ut på at avskaffelsen av egen valuta reduserer problemet med manglende markeder for lån i egen valuta. Valutarisikoen fjernes og renterisikoen dempes. Tilgangen på utenlandsk finansiering lettes og kan bli mer stabil. Dermed unngås tendensen til at konjunktur-utslagene forverres ved at rentenivået øker i nedgangstider og faller i oppgangstider. Den økonomiske utviklingen blir mer stabil og veksten høyere.

Det er selvfølgelig også ulemper ved dollarisering. Sentralbankens inntekter ved utstedelse av penger bortfaller. Myndighetene kan ikke lenger føre valuta- og pengepolitikk, og mulighetene til å støtte bankvesenet ved omfattende likviditetsproblemer blir redusert. Sist, men ikke minst, dollariseringen løser ikke problemet med manglende finanspolitisk disiplin, som ofte ligger til grunn for kriser i mange fremvoksende økonomier, spesielt i Latin-Amerika. Selv om dollariseringen fjerner valutarisikoen for et land, gjenstår kreditttrisikoen.

Argentina og Hong Kong har i lengre tid brukt seddel-

<sup>4</sup> I tillegg til at myndighetene har garantert valutakursen, har de ofte også garantert for bankene. Bankene tar da ikke tilstrekkelig hensyn til den risikoen de påtar seg. Når valutakursen forsvarer med høy rente, rammer dette bankene hardt.

<sup>5</sup> Se Eichengreen og Hausmann (1999) og Calvo og Reinhart (2000). Også Mussa m.fl. (2000) og Fischer (2001) ser fordeler med denne løsningen i noen tilfeller.



fond.<sup>6</sup> Ecuador og El Salvador har valgt å oppgi sin egen valuta, og å innføre amerikanske dollar som lokal valuta. Panama har vært fullt dollarisert i lang tid.

### *Er mellomløsningene svaret?*

Frankel (1999a) og Williamson (2000) mener at mellomløsningene i mange tilfeller er det optimale valutakursregimet for fremvoksende økonomier. For det første er det tross alt slik at et bestemt valutakursregime ikke er noen garanti mot kriser. Frankel (IMF 2000) hevder at ingen valutakursregimer kunne hindret krisene i fremvoksende økonomier i de senere årene. Andre deler av den økonomiske politikken er viktigere, blant annet en forsvarlig finanspolitikk, en velutviklet og velregulert finansiell sektor og en forsiktig finansiell liberalisering innenlands og overfor utlandet.<sup>7</sup> For det andre bør valget av valutakursregime ikke alene styres av et ønske om å unngå en valutakrise. Det bør også reflektere at ulike kriterier peker i ulik retning (hensynet til intern og ekstern balanse, relevansen av ulike økonomiske sjokk, troverdighet kontra fleksibilitet). Hjørneløsningene er da ikke nødvendigvis det optimale valget.

Fischer (2001) hevder at det bipolare synet opprinnelig var noe overdrevet. Land som ikke fullt ut har liberalisert kapitalbevegelsene, kan godt velge mellomløsninger. Dessuten kan noen av de mer fleksible mellomløsningene fremdeles velges selv om kapitalbevegelsene fullt ut er liberalisert. Mussa m.fl. (2000) går lenger i å argumentere for mellomløsningene. Mellomløsningene kan være ønskelige i en lengre periode (for eksempel i en disinflasjonsprosess), selv om behovet for å gå over til mer robuste regimer etter hvert vil gjøre seg gjeldende.

Ifølge Krugman (2000) er valg av valutakursregime en indirekte måte å nærme seg spørsmålet om hva som best kan forebygge finansielle kriser. Hvis krisene kan føres tilbake til ustabile kapitalbevegelser, er det mer nærliggende å vurdere om det finnes måter å begrense disse ustabile kapitalbevegelsene på. Obstfeld (2000) hevder at med mindre det finnes en fullgod måte å sikre troverdigheten av fastkursregimer, vil disse forbli ustabile hvis ikke omfattende og effektive restriksjoner på kapitalbevegelsene beholdes.

## 5 Restriksjoner på kapitalbevegelser

Det er blitt økt forståelse for at kapitalrestriksjoner kan ha en rolle å spille i fremvoksende økonomier for å forebygge eller dempe finansielle kriser, selv om industrilandene nå verken ser det som ønskelig eller mulig å bruke slike tiltak. To land har i denne forbindelse fått særlig oppmerksomhet: Chile og Malaysia. Chile brukte restriksjoner på inngående kortsiktige kapitalbevegelser i perioden 1991-98, mens Malaysia innførte restriksjoner på utgående kapital under Asia-krisen i 1998. Erfaringene fra disse landene gir nyttig innsikt i diskusjonen om kapitalrestriksjoner i fremvoksende økonomier.

## *Chile*<sup>8</sup>

Kapitalinngangen til Chile var betydelig fra slutten av 1980-tallet, noe som kompliserte den makroøkonomiske styringen. Kapitalinngangen ble møtt med intervensjoner i valutamarkedet for å unngå en styrking av valutakursen, som ellers kunne svekke konkurransevnen og dermed forverre underskuddet i handelen med utlandet. Selv om finanspolitikken ble strammet inn, måtte renten holdes oppe for å bringe inflasjonen ned. Kostnadene med å nøytralisere likviditetsvirkningen av valutaintervensjonene ble imidlertid svært store, fordi rentenivået innenlands var mye høyere enn i utlandet.

For å øke selvstendigheten i pengepolitikken innførte Chile restriksjoner på kortsiktige inngående kapitalbevegelser i 1991. Renten skulle brukes for å bekjempe inflasjonen, mens valutakursen skulle styres av hensynet til balanse i handelen med utlandet. Forsiktighetshensyn ble også tillagt vekt. Det var viktig å bremse en kraftig økning i kortsiktig gjeld og en sterk appresiering av valutakursen, noe som kunne gjøre Chile sårbar dersom utenlandske investorer plutselig skulle endre syn på Chiles utsikter og dermed sette i gang en massiv kapitalutgang. Siden kapitalinngangen i all hovedsak ble formidlet gjennom banksektoren, ble restriksjonene i tillegg sett på som et middel til å skjerme banksektoren mot for stor rente- og valutarisiko.

Restriksjonene var i hovedsak av den indirekte, markedsbaserte typen. All utenlandsk opplåning (unntatt handelskreditter) ble pålagt et uforrentet reservekrav. Direkte investeringer fra utlandet og inngående porteføljainvesteringer måtte også bindes for ett år. Hensikten var å motvirke kortsiktig, men ikke langsiktig kapitalinngang. For å låne i utlandet måtte dessuten chilenske bedrifter ha et minimum av kredittkvalitet. Chilenske banker ble i tillegg underlagt omfattende rapporteringskrav for kapitalbevegelser vis-a-vis utlandet.

Restriksjonene var en del av en større pakke av politikktiltak. Kapitalutgangen ble liberalisert, finanspolitikken strammet til, fleksibiliteten i valutakursen økt, og reguleringen og tilsynet med finanssektoren ytterligere styrket.

Det har vært mange studier av Chiles erfaringer med reservekravet på kortsiktige inngående kapitalbevegelser. Det følgende ser ut til være hovedkonklusjonene:

- Det styrket mulighetene til å føre en selvstendig pengepolitikk, dvs. holde et høyere rentenivå innenlands for å begrense inflasjonen.
- Effekten på valutakursen var begrenset. Selv om nivået på valutakursen trolig var nokså upåvirket av reservekravet, er det likevel tegn på at variabiliteten i valutakursen var mindre.
- Den totale kapitalinngangen ble ikke påvirket, men kortsiktig kapitalinngang ble erstattet av langsiktig kapitalinngang.

<sup>6</sup> Begge landene har vært utsatt for betydelige problemer til tross for seddelfondet. Krugman (2001) hevder at seddelfondet har bidratt til Argentinas finansproblemer, mens Ingram (2001) hevder at finanspolitikken har hovedansvaret.

<sup>7</sup> At både Argentina med seddelfond og Brasil og Tyrkia med flytende kurs har måttet søke IMF om krisehjelp i 2001, er egnet til å understreke dette poenget.

<sup>8</sup> Fremstillingen i dette avsnittet bygger på Edwards (1999) og (2000), Ariyoshi m fl (2000) og Neely (1999).

## Kapitalrestriksjoner

### *Begrunnelser for kapitalrestriksjoner*

Det er to hovedbegrunnelser for restriksjoner på internasjonale kapitalbevegelser:

- Makroøkonomiske styringshensyn, spesielt å bevare selvstendighet i pengepolitikken. Med restriksjoner kan pengepolitikken brukes for interne formål uten at dette kommer i konflikt med eksterne hensyn, jf. «den umulige treenighet».
- Finansielle forsiktighetshensyn. Kapitalbevegelsene bremses for å redusere finanssektorens eksponering mot rente- og valutarisiko. Dette er spesielt ønskelig hvis finanssektoren er lite utviklet og regulerings- og tilsynsordningene er utilstrekkelige.

Det er også andre begrunnelser for restriksjoner. Det kan legges restriksjoner på inngående direkte investeringer for å begrense utenlandsk eierskap av for eksempel innenlandske naturressurser eller «strategiske bedrifter». Det kan også legges restriksjoner på utgående kapitalbevegelser for at innenlandsk sparing skal kanaliseres til innenlandske investeringer. Formålet kan også være å sikre det offentlige eller andre prioriterte sektorer kreditt til gunstige vilkår.

### *Typer kapitalrestriksjoner*

Kapitalrestriksjoner kan beskrives etter flere dimensjoner:

- Restriksjoner kan legges på inngående kapital og/eller utgående kapital.
- Restriksjoner kan legges på utvalgte typer kapitalbevegelser, for eksempel direkte utenlandske investeringer, porteføljeinvesteringer eller utenlandske lån m.m. Det er også mulig å legge restriksjoner på spesielle finansielle instrumenter (for eksempel terminkontrakter).

Det er vanskelig å vurdere hvor viktig restriksjonene var for at Chile unngikk de finansielle krisene på 1990-tallet. Den økonomiske situasjonen i Chile var i utgangspunktet bedre enn i mange andre fremvoksende økonomier. Gjennom 1990-tallet fortsatte dessuten Chile med strukturelle reformer og en forsiktig makroøkonomisk politikk.

Selv om sårbarheten til finanssektoren ble redusert som følge av restriksjonene, ble restriksjonene i all hovedsak innført, utformet og avviklet ut fra makroøkonomiske hensyn.<sup>9</sup> Restriksjonene måtte etter hvert også utvides for å motvirke omgåelser, og de ble gradvis mindre effektive. Restriksjonene rammet dessuten særlig små og mellomstore bedrifter, som i hovedsak bare kunne låne lokalt og kortsiktig. Høyere kortsiktig rente lokalt rammet i mindre grad store bedrifter, som lettere kunne låne langsiktig og i det internasjonale finansmarkedet.

- Restriksjoner kan rette seg mot utvalgte sektorer, for eksempel banksektoren, utenlandske aktører, privatpersoner osv.
- Restriksjonene kan være av administrativ eller markedsmessig karakter. Administrative kontroller begrenser kapitalbevegelser gjennom direkte forbud, kvantitative restriksjoner eller særskilte søknadsprosedyrer. Restriksjoner av markedsmessig karakter virker gjennom prismetanismen, for eksempel ved å gjøre kapitalbevegelser mer kostbare å gjennomføre. De finnes i forskjellige former, blant annet kan det være eksplisitte skatter, implisitte skatter via reservekrav og todelte valutakurssystemer (kommersielle og finansielle valutakurser).

### *Ulemper ved kapitalrestriksjoner*

Ulempene ved kapitalrestriksjoner er for det første knyttet til fraværet av fordelene ved frie kapitalbevegelser: en mer effektiv utnyttelse av kapital mellom land og bedre muligheter for fordeling og diversifisering av risiko, jf. kapittel 2. I tillegg kan nevnes:

- Restriksjoner medfører administrative kostnader ved håndhevelse og kontroll, herunder kostnader ved å tilpasse seg, eventuelt omgå restriksjonene. Korrupsjon er også en vesentlig ulempe.
- Restriksjoner kan utilsiktet hemme internasjonale transaksjoner som er ønskelige. Handelskreditter kan bli dyrere eller sikringsforretninger kan bli vanskeligere.
- Restriksjoner som på kort sikt stopper eller begrenser en uønsket kapitalutgang, kan på sikt gjøre ny kapitalinngang vanskeligere eller dyrere.
- Restriksjoner som skjermer land fra uønsket påvirkning utenfra, kan samtidig misbrukes til å utsette nødvendige omlegginger i den økonomiske politikken.

## *Malaysia*<sup>10</sup>

Krisen i Øst-Asia resulterte i massiv kapitalutgang fra en rekke land. Høyere rente og kutt i budsjettene var en del av politikken for å gjenvinne tiltroen i de internasjonale finansmarkedene og dermed motvirke kapitalutgangen og bremse svekkelsen av valutaene.

For å øke selvstendigheten i pengepolitikken innførte Malaysia restriksjoner på utgående kapitalbevegelser i september 1998. Målet var å hindre ytterligere kapitalutgang og legge grunnlag for fast valutakurs, samtidig som renten ble satt ned for å stimulere den økonomiske aktiviteten. Restriksjonene skulle også skjerme landet fra ytterligere negativ påvirkning fra urolige internasjonale finansmarkeder.

Restriksjonene var vidtgående og detaljrike. Ikke bare

<sup>9</sup> Restriksjonene ble avviklet i 1998, da også Chile ble rammet av den generelle smitten fra Asia-krisen som svekket kapitaltilgangen til fremvoksende økonomier.

<sup>10</sup> Fremstillingen i dette avsnittet bygger på Dornbusch (2000), Ariyoshi m.fl. (2000), Neely (1999), Kaplan og Rodrik (2000) og Edison og Reinhart (2000).

skulle kapitalutgangen stoppes, men bruken av den malaysiske valutaen, ringit, i utlandet skulle opphøre. Det siste var avgjørende, fordi dette var den viktigste kilden til spekulative posisjoner mot valutaen. I tillegg ble porteføljeinvesteringer i Malaysia frosset for 12 måneder. Utenlandske inngående direkte investeringer og betalinger i forbindelse med handel ble unntatt fra reguleringene.

Restriksjonene var del av en større politikkpakke for å stimulere den innenlandske økonomien. Penge-, kreditt- og finanspolitikken ble lettet. Valutaen ble på nytt knyttet fast til den amerikanske dollaren. I tillegg ble reguleringen av og tilsynet med finanssektoren forsterket.

Malaysias erfaringer har vært gjenstand for ulike tolkninger:

- Restriksjonene bremset kapitalutgangen fordi de var omfattende og ble effektivt håndhevet. Valutareservene økte til tross for lettelsene i penge-, kreditt- og finanspolitikken. Den økonomiske situasjonen bedret seg.
- Ariyoshi m.fl. (2000) peker på at Malaysias økonomiske situasjon i utgangspunktet var bedre enn i de andre kriselandene da regionen ble rammet av problemene i 1997-98. Bedringen i Malaysias situasjon faller også i tid sammen med en generell bedring for de fleste asiatiske kriseland. Kaplan og Rodrik (2000) hevder derimot at situasjonen i Malaysia ikke var i ferd med å snu som i de andre landene i regionen. Økonomien forverret seg gjennom første halvår av 1998, presset mot valutaen vedvarte og rentene forble høye.
- Ariyoshi m.fl. (op.cit.) forklarer fravær av press på ringiten med at valutaene i de andre kriselandene styrket seg vesentlig etter at Malaysia på nytt knyttet valutaen til dollaren. Valutaen svekket seg derfor effektivt. At kapitalutgangen ble bremset, forklares med at utgangen allerede hadde vært anelig før restriksjonene ble innført. Det internasjonale finansmarkedets syn på regionen hadde dessuten allerede snudd, slik at kapitalflukten generelt var redusert.
- Reaksjonene fra det internasjonale finansmarkedet var svært negative i starten. De internasjonale kredittbyråene reduserte Malaysias kredittvurdering og malaysiske obligasjoner ble fjernet fra viktige internasjonale obligasjonsindekser. Opplåning i internasjonale markeder ble derfor dyrere for Malaysia. Utslagene ble dempet da restriksjonene etter hvert ble noe lettet. Særlig gjaldt det da kravet om ett års binding av porteføljeinvesteringer i 1999 ble erstattet med en gradert avgift for avviking av slike investeringer.
- Det er tegn på at utenlandske direkte investeringer i Malaysia har gått ned sammenlignet med de andre landene i regionen. Det er likevel for tidlig å avgjøre hvor omfattende denne negative virkningen vil bli.

## En sammenfatning

Ariyoshi m.fl. (op.cit.) trekker følgende generelle konklusjoner bygget på en omfattende studie av mange lands erfaringer med kapitalrestriksjoner:

- Restriksjoner på kapitalbevegelser kan ikke erstatte ansvarlig makroøkonomisk politikk. Om de makroøkonomiske ubalansene er store, er selv ikke omfattende restriksjoner tilstrekkelige til å skjerme et land fra finansielle kriser.
- Land som har brukt restriksjoner og samtidig ført en forsiktig makroøkonomisk politikk, ser ut til å ha klart seg bedre enn land som ikke har brukt restriksjoner. Det er imidlertid vanskelig å slå fast om det er kapitalrestriksjonene eller den makroøkonomiske politikken som har vært viktigst.
- Selv om restriksjoner ofte bidrar til å skjerme den finansielle sektoren, viser det seg i praksis at det er de makroøkonomiske hensynene som prioriteres.

Chiles og Malaysias erfaringer føyer seg godt inn i dette bildet.

Særlig med henvisning til Chiles positive erfaringer, stiller IMF seg nå forsiktig støttende til restriksjoner på inngående kortsiktige kapitalbevegelser i visse situasjoner. Spesielt kan de spille en makroøkonomisk rolle når land har fast valutakurs som ledd i en disinflasjonspolitik. De kan også vri kapitalinngangen mot lengre løpetider, noe som reduserer sårbarheten ved plutselig reversering av kapitalinngangen.

Innføring av restriksjoner på inngående kapital er likevel ingen garanti mot problemer eller kriser. Det er hele settet av makroøkonomisk politikk og strukturelle reformer som er viktig. Restriksjonene mister effekten etter hvert som finanssektoren utvikles og mulighetene for omgøelser øker.

Erfaringene med restriksjoner på utgående kapitalbevegelser under Latin-Amerikas gjeldskrise på 1980-tallet og i Russland i 1998 var ikke gode. For Malaysia ble synet noe nyansert etter hvert. I World Economic Outlook fra oktober 1998 (IMF 1998b) stod det:

*«The introduction by Malaysia in early September of exchange and capital controls may also turn out to be an important setback not only to that country's recovery and potentially to its future development, but also to other emerging market economies that have suffered from heightened investor fears of similar actions elsewhere.»*

Et par år senere skrev Ariyoshi m.fl. (op.cit.) i en utredning fra IMF:

*«The controls gave the Malaysian authorities some breathing space to address macroeconomic imbalances and implement banking system reform.»*

Krugman (1999) peker på at erfaringene fra Malaysia i det minste viser at kapitalutgang under kriser lar seg bremse med restriksjoner, selv om han i ettertid er skeptisk til om fordelene oppveide ulempene. Kapitalrestriksjoner kan også misbrukes og gi opphav til korrupsjon. Johnson og Mition (2001) viser at mange av gevinstene ved restriksjonene i Malaysia tilfalt myndighetenes økonomiske eller politiske støttespillere. Myndighetene innførte dessuten restriksjonene i en innenrikspolitisk vanskelig situasjon, hvor fokus mot utenlandske forhold var formålstjenlig.

## 6 Avslutning

Fremvoksende økonomiers integrering i de internasjonale finansmarkedene har ikke vært uten problemer. Liberalisering og lavere transaksjonskostnader bidro til økende kapitalinngang på 1990-tallet, noe som i en rekke tilfeller førte til at makroøkonomiske og finansielle ubalanser ble bygget opp. Da kapitalinngangen ble reversert, var krisene et faktum.

Erfaringene har ført til ny fokus på forutsetningene for en velordnet liberalisering av kapitalbevegelsene. Ifølge Edwards (1999) var det allerede på slutten av 1980-tallet enighet om at liberaliseringen først bør skje mot slutten av en målrettet reformprosess:

- Restriksjoner på internasjonal handel bør avvikles før restriksjoner på internasjonal kapital.
- Direkte rente- og kredittkontroll på de innenlandske finansmarkedene bør være avviklet, samtidig som regulerings- og tilsynsordninger for finansmarkedene er godt utviklet.
- Den makroøkonomiske situasjonen bør være stabil, med lav inflasjon og kontroll over offentlige budsjetter.

Eichengreen (1998) peker på at de aller fleste fremvoksende økonomier har makroøkonomiske ubalanser og utviklede finansielle systemer. Forutsetningene for avvikling av kapitalrestriksjoner er derfor ikke til stede. Eichengreen (2001) hevder at dette ble oversett på midten av 1990-tallet. Fordelene med frie kapitalbevegelser ble ensidig fremhevet uten at det ble tatt høyde for de spesielle forholdene i fremvoksende økonomier.

Land som har hatt uheldige erfaringer med finansiell liberalisering, ønsker likevel ikke å gjeninnføre direkte regulering. Snarere søker de å finne andre måter å forebygge og dempe kriser på.

Vi drøftet i denne forbindelse valget av valutakursregime. Det er sannsynlig at tendensen mot fri flyt eller helt fast valutakurs vil fortsette, selv om disse ytterpunktene ikke er ønskelige eller mulige for alle fremvoksende økonomier. Bruk av restriksjoner på inngående kortsiktig kapital vurderes å kunne forebygge kriser i visse tilfeller. Derimot finner restriksjoner på utgående kapitalbevegelser under kriser generelt liten støtte.

Globalisering av finansmarkedene og den fortsatte integreringen av fremvoksende økonomier stiller store utfordringer. Land som India og Kina har beholdt omfattende restriksjoner på internasjonale kapitalbevegelser. Vi avslutter med følgende tankevekker fra Krugman (2000):

«But remember that China and India haven't yet opened up to the extent that they can have modern financial crises - and yet the pressure for them to do so is steadily growing. A best guess is surely that the ride will continue to be very bumpy for many years to come.»

## Referanser

- Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Otker-Robe, Jorge Canales-Kriljenko og Andrei Kirilenko (2000): «Capital controls: Country experiences with their use and liberalization», *Occasional Paper*, nr. 190, IMF.
- Berg, Andrew og Eduardo Borensztein (2000): «Full dollarization: The pros and cons», *Economic Issues*, nr. 24, IMF.
- Bordo, Michael, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel og Maria Martinez-Peria (2001): «Is the crisis problem growing more severe?», *Economic Policy*, april, s. 53-82.
- Calvo, Guillermo A. og Carmen Reinhart (2000): «Fear of floating», NBER Working Paper, nr. 7993.
- Cooper, Richard N. (1999): «Should capital controls be banished?», *Brookings Paper on Economic Activity*, nr. 1.
- Dornbusch, Rudiger (2001): «A primer on emerging market crises», arbeidsnotat, MIT, januar.
- Edison, Hali og Carmen Reinhart (2000): «Capital controls during financial crisis: The case of Malaysia and Thailand», *International Finance Discussion Papers*, nr. 662, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Edwards, Sebastian (1999): «How effective are capital controls?», *The Journal of Economic Perspectives*, bind 13, nr. 4.
- Edwards, Sebastian (2000): «Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention», notat presentert på NBER-konferanse «Economic and Financial Crisis in Emerging Market Economies».
- Eichengreen, Barry (1998): «Capital controls: Capital idea or capital folly?», *Policy Papers*, Project on International Financial Architecture, UC Berkeley.
- Eichengreen, Barry (2001) «Capital account liberalization: What do the cross-country studies tell us?», *World Bank Economic Review*.
- Eichengreen, Barry og Paul Masson (1998): «Exit strategies: Policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility», *Occasional Paper*, nr. 168, IMF.



- Eichengreen, Barry og Mussa, Michael (1998): «Capital account liberalization: Theoretical and practical aspects», *Occasional Paper*, nr. 172, IMF.
- Eichengreen, Barry og Ricardo Hausmann (1999): «Exchange Rates and Financial Fragility», i *New Challenges For Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Fischer, Stanley (2001): «Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?», *The Journal of Economic Perspectives*, bind 15, nr.2.
- Frankel, Jeffrey A. (1999): «No single currency regime is right for all countries or at all times», NBER Working Paper, nr. 7338.
- Hausmann, Ricardo, Michael Gavin, Carmen Pages-Serra and Ernesto Stein (1999): «Financial turmoil and the choice of exchange rate regime», Working Paper, nr. 400, Research Department, Inter American Development Bank.
- IMF (1995): *World Economic Outlook*, oktober, kapittel IV, IMF.
- IMF (1997): *World Economic Outlook*, oktober, kapittel IV, IMF.
- IMF (1998a): *World Economic Outlook*, mai, kapittel II, IMF.
- IMF (1998b): *World Economic Outlook*, oktober, kapittel I, IMF.
- IMF (1999): *Exchange rate arrangements and currency convertibility*, Development and Issues, IMF.
- IMF (2000): «Frankel on intermediate exchange rate regimes» *IMF Survey*, bind 29, nr. 17, 28. aug.
- IMF (2001): *International Capital Markets*, kapittel II og III, IMF.
- Ingram, David (2001): «Don't blame the peg», [www.dismal.com](http://www.dismal.com).
- Johnston, Simon og Todd Mitten (2000): «Who gains from capital controls? Evidence from Malaysia», notat presentert på NBER-konferanse *Capital Account Convertibility and Capital Controls in Emerging Market Countries, Session on Malaysia*, 16 februar 2001.
- Johnston, R. Barry og Natalia Tamirisa (1998): «Why do countries use capital controls?», IMF Working Paper nr. 191.
- Kaminsky, Graciela og Carmen Reinhart (1999): «The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems», *American Economic Review*, bind 89, nr. 3, s. 473-500.
- Kaplan, Ethan og Rodrik, Dani (2000): «Did the Malaysian capital controls work?», NBER Working Paper, nr. 8142.
- Krugman, Paul (1999): «Capital control freaks» <http://web.mit.edu/krugman/www/#slate>
- Krugman, Paul (2000): «Crises: The price of globalization?», i *Global Economic Integration: Opportunities and challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Krugman, Paul (2001): «A Latin tragedy», *Reckonings*, New York Times.
- Lund, Arild (1999): «Ny finansiell arkitektur – foreslåtte reformer for finansmarkedene», *Penger og Kreditt*, bind 27, nr. 2, s. 242-251.
- Neely, Christopher (1999): «An introduction to capital controls», *Review*, bind 81, nr. 6, nov./des., Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Mussa, Michael (2000): «Factors driving global economic integration», i *Global Economic Integration: Opportunities and challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro, Andy Berg (2000): «Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy», *Occasional Paper*, nr. 193, IMF.
- Obstfeld, Maurice (2000): «Globalization and Macroeconomics». NBER Reporter OnLine: Fall 2000. <<http://www.nber.org/reporter/fall00/obstfeld.html>>
- Obstfeld, Maurice og Kenneth Rogoff (1995): «The mirage of fixed exchange rates», NBER Working Paper, nr. 519.
- Rodrik, Dani og Andres Velasco (1999): «Short-term capital flows», NBER Working Paper, nr. W7364.
- Røisland, Øistein og Karsten Stæhr (1998): «Kan teorier for spekulasjonsangrep forklare krisen i Øst-Asia?», *Penger og Kreditt*, bind 26, nr. 1, s. 78-81.
- Stæhr, Karsten (2000): «Kan varslingsindikatorer forutsi valutauro? Teori og internasjonale erfaringer», *Penger og Kreditt*, bind 28, nr. 2, s. 125-133.
- Summers, Lawrence (1999): «Testimony on reform of the International Monetary Fund», høringsuttalelse til det amerikanske senats Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion, 27. januar, [www.treas.gov/press/releases/pr2916.htm](http://www.treas.gov/press/releases/pr2916.htm).
- Williamson, John (2000): «Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option», *Policy analyses in international economics* 60, Institute for International Economics.