

Gjeldsordning for land

Pål Winje, seniorrådgiver i Internasjonal avdeling*

Det internasjonale valutafondet (IMF) har foreslått en gjeldsordning for land med betalingsproblemer. Forslaget må ses i sammenheng med stadig mer globaliserte kapitalmarkeder og mange finansielle kriser i fremvoksende økonomier i de senere årene. Forlaget bygger i flere henseender på tilsvarende ordninger for bedrifter på det nasjonale plan. Å etablere overnasjonale regler for suverene stater i denne sammenheng byr likevel på store utfordringer. Selv om forlaget har møtt massiv motstand fra internasjonale investorer og viktige låntakerland, er det en økende erkjennelse av at dagens situasjon, med et manglende regelverk for gjeldsforhandlinger for land, bør rettes opp. Således er forslaget en integrert del av arbeidet med å gjøre det internasjonale samfunnet bedre i stand til å forebygge og løse finansielle kriser i land. Gjeldsordningen vil medføre at debitorlandene og de internasjonale investorene i større grad vil måtte bære ansvaret for å løse gjeldsproblemene når de oppstår. Valutafondets kriselån kan dermed begrenses. Norge, som en del av nordisk-baltisk krets i Valutafondet, støtter forslaget.

1 Innledning

Høsten 2001 fremmet A. Krueger, nestlederen i Valutafondet, et forslag om en gjeldsordning for land med betalingsproblemer (Krueger 2001). Tidspunktet var ikke tilfeldig. Et par måneder i forveien hadde situasjonen i Argentina satt tingene på spissen. Argentina hadde ikke bare et forbigående refinansieringsbehov. Statsgjelden var trolig uholdbar og måtte restruktureres. Valutafondet fryktet imidlertid følgene av et mislighold, fordi et formelt regelverk for restrukturering av statsgjeld manglet. Argentina var en betydelig låntaker i de internasjonale kapitalmarkedene. Nedgang i verdensøkonomien gjorde investorene nervøse. Flere fremvoksende økonomier – spesielt i Sør-Amerika – slet allerede med økte renter og redusert kapitaltilgang. Uoversiktlige og langvarige gjeldsforhandlinger kunne føre til alvorlig tilbakeslag i Argentina og smitte over på andre land i regionen. Vurderingene var vanskelige. Valutafondet valgte å gi lån en siste gang for å hindre en ukontrollert finansiell krise i Argentina. I desember 2001 maktet ikke Argentina lenger å betjene statsgjelden.¹ De politiske, sosiale og økonomiske følgene av misligholdet ble omfattende. Store kriselån det siste året til blant annet Brasil, Uruguay og Tyrkia har ytterligere aktualisert Kruegers forslag.

Særlig to forhold ligger bak forslaget. For det første har kapitaltilgangen til fremvoksende økonomier endret karakter. Gjennom 1990-tallet har disse landene henvendt seg til nye kreditorgrupper og benyttet nye instrumenter. Kapitaltilgangen har økt, men er blitt mer ustabil i vanskelig tider. Sammenlignet med tidligere, da syndikerte banklån² dominerte, har de ulike kreditorene nå ofte ulike interesser, og låneinstrumentene har ulike bestemmelser om restrukturering. Gjeldsforhandlinger kan derfor bli svært kompliserte og restruktureringen meget kostbar for debitorlandet og kreditorene.

For det andre har krisene i fremvoksende økonomier blitt hyppigere og alvorligere til tross for stadig større støttelån fra Valutafondet. I noen tilfeller har Valutafondet valgt å gi store lån nettopp for å unngå mislighold av statsgjeld. Bekymringen har imidlertid

vært at støttelånene påvirker handlemåten til kreditorene og debitorerne negativt. De skjermes fra de fulle kostnadene som oppstår ved kriser, og blir uforsiktlige. I siste instans kan støttelånene derfor bidra til kriser snarere enn å redusere effektene av dem.

Etableringen av et formelt, overnasjonalt regelverk for restrukturering av statsgjeld skal bidra til løse disse problemene. Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM)³ vil lette samordningen blant kreditorene. SDRM vil videre redusere motviljen debitorlandene har mot å starte gjeldsforhandlinger. Ordningen vil også begrense smittevirkningene til andre land av gjeldsforhandlingene. Debitorlandet og kreditorene vil forvente at de må bære en større del av kostnadene ved en eventuell krise. Markedsdisiplinen øker, og prisingen av risiko blir bedre. Atferdsrisikoen i de internasjonale finansmarkedene reduseres. Valutafondet vil derfor kunne begrense sine støttelån.

Kruegers forslag har vært mye debattert både i og utenfor Valutafondet. Det opprinnelige forslaget, som ga Valutafondet en helt sentral rolle, møtte mye bifall, men også motstand, og er senere blitt revidert (Krueger 2002a). Fremdeles er internasjonale investorer og viktige debitorland skeptiske. USA, som har stor innflytelse i fondet, er avventende til forslaget.

I denne artikkelen beskrives SDRM nærmere. Begrunnelsen for forslaget og mulige innvendinger diskuteres. Et alternativt forslag som søker å ivareta mye av det samme, omtales også. Artikkelen avsluttes med en oppsummering som reflekterer synet til de som støtter forslaget. Blant dem er Norge som del av den nordisk-baltiske kretsen i Valutafondet, samt mange andre europeiske land, herunder EU-landene.

2 Hovedtrekkene ved forslaget

I det opprinnelige forslaget var Valutafondets påtenkt omfattende myndighet. Dette møtte imidlertid massiv motstand. For debitorlandene var bekymringen blant annet at Valutafondet ville få enda større innflytelse over

* Takk til Anne Berit Christiansen, Arild Lund og Anders Svor for nyttige kommentarer.

¹ Mussa (2002a) og Krueger (2002b) har en grundig gjennomgang av bakgrunnen for krisen i Argentina og hvordan den ble håndtert.

² Store internasjonale lån som fordeles på flere banker. En bank tar gjerne hovedansvaret for å organisere lånet.

³ Dette er betegnelsen på engelsk. For enkelthets skyld vil denne forkortelsen brukes i artikkelen.

landets økonomiske situasjon i krisetider, ved at det ville få avgjørende innvirkning på restruktureringen i tillegg til selv å være kreditor. For de internasjonale investorene var bekymringen at Valutafondets sentrale rolle gikk på bekostning av kreditorenes rettigheter, ved at viktige beslutninger som normalt ville tillegges kreditorene, ble overført til Valutafondet. Selv blant de som stilte seg positive til forslaget om SDRM, var det bekymringer knyttet til at Valutafondet fikk mange roller. Det ble reist berettiget tvil om Valutafondet kunne fremstå som tilstrekkelig uavhengig når kryssende hensyn mellom debitorlandets og kreditorenes interesser skulle avveies.

I det reviderte forslaget har debitorlandet og kreditorene overtatt ansvaret for de ulike beslutningene i restrukturingsprosessen. Hovedtrekkene ved forslaget er nå:⁴

- Debitorlandet innfører betalingsstans på statsgjelden. Et flertall blant kreditorene må akseptere dette for at de øvrige elementene i ordningen skal være rettslig bindende.⁵
- Kreditorene avgjør ved flertall et midlertidig forbud mot rettslige skritt mot debitorlandet.
- Valutafondet etablerer et låneprogram for debitorlandet for å rette opp ubalansene i økonomien og fremme landets betalingsevne. En av forutsetningene for å få lån er at debitorlandet søker å komme til enighet med kreditorene om en gjeldsrestrukturering.
- Valutafondet gjennomfører en grundig vurdering av debitorlandets gjeldssituasjon. SDRM skal bare brukes hvis landets gjeldssituasjon er uholdbar. Forbigående likviditetsproblemer skal ikke løses ved restrukturering under SDRM.⁶
- Kreditorene avgjør ved flertall at nye lån (handelsfinansiering mv) under gjeldsforhandlingene gis prioritet og dermed ikke omfattes av restruktureringen.
- Kreditorene avgjør ved flertall om gjeldsrestrukturingsforslaget fremsatt av debitorlandet skal godtas.
- Valutafondet etablerer et separat og uavhengig organ som skal ivareta de juridiske sidene ved forhandlings- og restrukturingsprosessen. Det gjelder forhold som verifisering av de ulike kreditorenes krav, oppsyn med stemmegivningen og voldgift ved uenighet om tolkningen av bestemmelsene under ordningen.

Siden forslaget ennå ikke er vedtatt, kan vi selvfølgelig ikke utelukke at visse sider ved det kan endres.

3 Begrunnelsene for forslaget

Siktemålet med forslaget er todelt. SDRM vil for det første redusere samordningsproblemer som kan oppstå mellom kreditorene hvis de opptrer ukoordinert og i konflikt med felles interesser. Ordningen vil for det andre redusere behovet for store redningspakker fra IMF

og dermed minske atferdsrisikoen i de internasjonale finansmarkedene.

Samordningsproblemene

Vi ser først på hvordan samordningsproblemene kan oppstå og hvordan de ulike elementene i forslaget forsøker å løse disse. Deretter ser vi på hvorfor samordningsproblemene har blitt større i de senere årene.

Når et land nærmer seg en krise, vil de internasjonale kreditorene før eller siden ønske å trekke sine plasseringer ut av landet. Den enkelte kreditor vil skjønne at de andre kreditorene tenker på samme måte, og dermed søke å komme seg ut før de andre. Alle «løper mot utgangen» samtidig og kaos oppstår, til skade for kreditorene som gruppe.⁷ Derfor innføres det en midlertidig betalingsstans.

Når betalingsstansen er innført, vil kreditorene normalt så raskt som mulig søke å få rettsapparatets støtte til å ta beslag i debitorlandets eiendeler til dekning av sine krav. Dette vil kunne skape tidkrevende rettsforhandlinger som undergraver landets muligheter til å komme seg ut av problemene, og dermed også reduserer hva kreditorene samlet vil kunne oppnå. Derfor innføres det et midlertidig forbud mot at kreditorene tar rettslige skritt for å dekke krav.

Når gjeldsforhandlingene er begynt, vil den enkelte kreditor se seg tjent med å avvente at de andre kreditorene og debitorlandet kommer fram til et forslag til restrukturering. Med trussel om å nekte å godta forslaget, kan den enkelte kreditor kreve å få bedre betingelser enn de som har forhandlet fram forslaget. Dette vil hemme gjeldsforhandlingene. Derfor innføres det en bestemmelse om at restrukturingsforslaget gjøres bindende for alle kreditorene når et tilstrekkelig stort flertall av kreditorene aksepterer det.

Når gjeldsforhandlingene pågår og betalingsstansen gjelder, vil debitorlandet likevel ha behov for finansiering for at ikke all økonomisk aktivitet skal stoppe opp. Alle kreditorene vil være tjent med at landets økonomiske problemer ikke forverres ytterligere. Ingen kreditor – verken gamle eller nye – vil imidlertid yte lån hvis også slike lån omfattes av restruktureringen. Derfor knettes det et prinsipp om at slik nødvendig finansiering får prioritet.

Når debitorlandet kan søke beskyttelse under den ordningen og kreditorenes rettigheter begrenses, kan maktforholdet forrykkes for langt i favør av debitorlandet, sammenlignet med hva som gjelder for debitorer under nasjonal konkurslovgivning (se fotnote 4). Derfor etableres det et låneprogram i Valutafondet som skal fremme debitorlandets vilje og evne til gjeldsforhandlinger.

Under gjeldskrisen på 1980-tallet bestod utenlandske lån til myndighetene i fremvoksende økonomier stort

⁴ I korthet er det elementer fra konkurslovgivning for bedrifter på nasjonalt plan som blir løftet opp på det internasjonale planet. Sammenlignet med nasjonale konkursordninger for bedrifter, er en viktig forskjell at stater – til forskjell fra bedrifter – ikke kan settes under offentlig administrasjon, myndighetene (styret) kan ikke avsettes og landet (bedriften) kan ikke avvikles og eiendelene selges. Dette er nærmere behandlet i Krueger (2002c).

⁵ Det er ikke snakk om simpelt flertall, men en høyere prosent. Den konkrete satsen er ennå ikke fastsatt.

⁶ Skillet mellom soliditets- og likviditetsproblemer er vanskelig. Skillet er spesielt vanskelig for land, men er kritisk viktig for SDRM. Dette behandles noe nærmere i avsnitt 7.

⁷ Dette vil selvfølgelig også være til skade for debitorlandet. Gjennom indirekte virkninger kan det skade andre land i tillegg, og dermed true internasjonal finansiell stabilitet.

sett av mellomlangsigte syndikerte banklån. Bankene hadde ofte etablert en varig forbindelse med landet, og kunne derfor strekke seg langt for å unngå en stopp i finansieringen eller innkalling av lånene. Bankene kunne også utsettes for press fra myndighetene i hjemlandet som ledd i en internasjonal aksjon for å unngå en finansiell krise. Selv om det var mange banker, utgjorde syndikatene en relativt enhetlig forhandlingsmotpart. Bankene hadde også ofte nokså sammenfallende interesser. Hvis en bank søkte å holde igjen forhandlingene for å oppnå bedre betingelser, kunne de andre bankene som regel presse igjennom en løsning. Bankene kunne også bruke andre pressmidler, som for eksempel trussel om utestengning av fremtidig deltagelse i syndikatlån. Hvis en bank søkte dekning for sine krav gjennom rettsapparatet og vant frem, var den forpliktet til å dele en eventuell merverdi likt med alle kreditorene.

Samordningsproblemene er blitt større gjennom 1990-årene. En økende andel av utenlandske lån til myndighetene i fremvoksende økonomier har blitt gitt som obligasjonslån. Andelen har økt fra 13 prosent i 1980 til 60 prosent i 2000. Dette skyldes dels at obligasjonslån brukes mer ved ny opplåning, men også at syndikerte banklån ble gjort om til Brady-obligasjoner som del av løsningen på gjeldskrisen på 80-tallet.⁸

Internasjonale obligasjonslån er langt vanskeligere å restrukturere.⁹ Obligasjonseiere har ikke i samme grad som banker en varig forretningsforbindelse med låntakerlandet, men kan ofte ha kjøpt lånene i markedet som en porteføljeinvestering. Obligasjonseierne er mange og har sprikende interesser. For myndighetene vil det være vanskeligere å utsette obligasjonseierne enn banker for press i forbindelse med behovet for å gjennomføre redningsaksjoner ved finansielle kriser. Bare en relativt liten andel av internasjonale obligasjonslån lagt ut av stater har bestemmelser som sikrer koordinering blant kreditorene ved mislighold (se avsnitt 6).

I tillegg til at obligasjonslån er blitt mer utbredt, har debitorland brukt mange forskjellige typer låneinstrumenter og henvendt seg til stadig flere typer investorer.¹⁰ En formell restruktureringsordning kan derfor bidra til å løse et samordningsproblem som har blitt mer omfattende og komplisert.

Atferdsrisiko

Flere har i de senere årene fremhevet at Valutafondets store kriselån bidrar til atferdsrisiko i de internasjonale finansmarkedene (se spesielt Meltzer-rapporten (2000)¹¹). Dette er en internasjonal variant av den atferdsrisikoen som kan oppstå på nasjonalt plan i forbindelse med innskuddsgaranti og sentralbankers «lender of last resort»-funksjon for banker. Valutafondet har stadig oftere organisert store lån i forbindelse med finansielle kriser. Mangelen på et formelt rammeverk for gjeldsrestrukturering har i flere tilfeller vært en medvirkende årsak til dette. Kriselånene har skjermet debitorlandet og kreditorene fra de tapene som de kunne fått ved restrukturering.¹² Forventninger om at Valutafondet ville tre støtte til, har medført at debitorlandet ikke tidsnok eller i tilstrekkelig grad har korrigert ubalanser i økonomien. Kreditorene har ikke tatt tilstrekkelig hensyn til risikoen. Dermed har private lån til fremvoksende økonomier blitt for billige og for store, noe som har gitt hyppigere og alvorligere finansielle kriser.

Mulighetene for atferdsrisiko har vært en sentral drivkraft i arbeidet med reformering av den internasjonale finansielle arkitekturen helt siden 1995 og er også en viktig begrunnelse for et regelverk for restrukturering av statsgjeld.¹³

4 Innvendingene mot forslaget

Innvendingene mot forslaget kan deles inn i tre hovedgrupper:

- a) Begrunnelsene
- b) Virkningene
- c) Realismen

a) Innvendinger knyttet til begrunnelsene for forslaget

«Er samordningsproblemene blant kreditorene så store som påstått?»

Samordningsproblemene blant kreditorene har ikke forhindret at flere land har gjennomført restrukturering av statsgjeld de senere årene (Russland (1998), Ecuador (1999), Pakistan (2000) og Ukraina (2000)). De umiddelbare finansielle ringvirkningene av mislighold og/eller restruktureringer har vært små, jf senest Argentina.¹⁴

⁸ I alt 18 land utstedte Brady-obligasjoner i perioden 1990 til 1997. Det var den daværende amerikanske finansminister Brady som på slutten av 80-tallet foreslo å restrukturere og omgjøre misligholdte banklån til omsettelige obligasjoner.

⁹ Staters obligasjonslån lagt ut i det innenlandske markedet lider ikke under slike samordningsproblemer, siden staten under nasjonal lovgivning som regel har omfattende immunitet mot rettslige skritt fra kreditorene. Det samme gjelder også lån fra nasjonale banker. Vi kommer nærmere inn på skillet mellom innenlandsk og utenlandsk gjeld i avsnitt 7.

¹⁰ Roubini (2002a) oppsummerer det på følgende måte: «In summary, the variety of claims (bank loans of various maturity, different types of bonds under different legal jurisdiction and with or without collective action clauses) and types of creditors (retail investors, investment and commercial banks, real money fund, hedge funds and other highly leveraged aggressive creditors, dedicated emerging market funds and cross-over investors) makes the collective action problem of coordinating the interests and action of such a heterogeneous world of claims and claimants almost impossible: investors may rush to the exits in a destructive panic; they may rush to the courthouse and start litigation if the debtor suspends payments and they may free ride /holdout even if a majority of creditors could reach an agreement advantageous to all.»

¹¹ Meltzer ledet Financial Institution Advisory Commission, som avga sin rapport til den amerikanske kongressen i 2000. Kommissjonens rapport omtales gjerne med hans navn.

¹² Cline (2002) bestrider beskrivelsen av at Valutafondets kriselån generelt har skjermet kreditorene for tap. Kreditorene har også bidratt med å dekke refinansieringsbehovet for landene selv når krisene var et faktum. Erfaringene fra blant annet Asia-krisen viser også at debitorlandene utsettes for store kostnader selv om Valutafondet trer støttende til. Se Stiglitz (2002).

¹³ Se for eksempel Williamson (2000), Kenen (2001) og Eichengreen (1999 og 2002) om reformering av den internasjonale finansielle arkitekturen. Se Rogoff og Zettelmeyer (2002) for en historisk oversikt over forslag til regelverk for restrukturering av statsgjeld.

¹⁴ Dette var iallfall et toneangivende syn før og rett etter Argentina misligholdt statsgjelden i desember 2001. Rentebetingelsene på argentinske statslån skjøt i været i løpet av høsten 2001, men utslagene på andre lands statslån var begrenset. Dette var også en medvirkende årsak til at Valutafondet stoppet lånet til Argentina. Refinansieringsproblemene for flere land i regionen utover i 2002 har nyansert dette synet, selv om mange andre forhold også har spilt inn.

Riktignok var Russlands mislighold av innenlandsk statsgjeld i 1998 et unntak. Ringvirkningene var imidlertid ikke først og fremst knyttet til at misligholdet og restruktureringen var uryddig og langdryg, men at misligholdet kom overraskende på de internasjonale investorene. Russland ble ansett som «too big to fail», eller rettere sagt «too nuclear to fail».¹⁵

I begreningen for SDRM er det imidlertid vist til de problemene Peru hadde i 1999, da restrukturering av statsgjelden nesten ble stoppet gjennom domstolene. Elliott Associates¹⁶ gikk til sak mot Peru for å få utbetalt pålydende verdi av to banklån myndighetene hadde garantert. Elliot hadde kjøpt lånene i markedet for halvparten av pålydende verdi. I stedet for å akseptere bytte av banklånene til Brady-obligasjoner, som flertallet av kreditorene godtok, fikk de etter flere runder i rettsapparatet rettens kjennelse for at sikkerhet kunne tas i penger som skulle utbetales til kreditorer som hadde akseptert Brady-obligasjoner. Snarere enn å bestride dette i retten (noe som ville tatt tid og resultert i mislighold av de nye obligasjonene), valgte de peruanske myndighetene å betale ut denne kreditoren.

Det har senere blitt hevdet at kjennelsen i denne saken var omstridt. Kjennelsen hadde trolig ikke stått seg ved en anke til høyere rettsinstans. Problemene ved selve restruktureringen hadde heller ikke nevneverdig innvirkning på den peruanske økonomien.¹⁷

«Ville ordningen spilt noen rolle i de seneste krisene?»

SDRM ville ikke vært til mye hjelp i de fleste alvorlige og mest fremtredende kriser i fremvoksende økonomier de senere årene. Bare i Argentina var brorparten av statsgjelden lagt ut i utlandet, og ville således vært omfattet av ordningen. I krisene i Mexico (1994/95), Russland (1998), Brasil (1998/99 og 2002) og Tyrkia (2000-2002) var statsgjelden lagt ut innenlands, og ville dermed ikke vært omfattet av ordningen.¹⁸ I krisene i Asia i 1997/98 (Sør-Korea, Thailand og Indonesia), og for så vidt også i Brasil og Tyrkia, var det privat sektors utenlandsgjeld som var hovedproblemet.

¹⁵ Se Roubini (2002b).

¹⁶ Et amerikansk fond som spesialiserer seg i å kjøpe lån som er nær mislighold, nettopp for å søke å ta gevinst ved rettslige skritt eller lignende. Slike fond kalles ofte «vulture fund».

¹⁷ Eichengreen (2002a) viser til at tilfellet med Peru riktignok ikke danner presedens i juridisk forstand. Poenget er imidlertid at det danner presedens i økonomisk forstand – kreditorene presset Peru til å løse saken utenfor rettssystemet. Dette vil i fremtiden gi andre kreditorer motiv til å forsøke det samme. Dette vil igjen undergrave de andre kreditorens ønske og evne til å opptre samlet. Det vil også medføre at land vil vente for lenge med å initiere en nødvendig restrukturering.

¹⁸ Se fotnote 9.

¹⁹ Innenlandske banker sitter gjerne med betydelig andeler av statsgjelden og kan selv bli insolvente ved en nedskrivning av statsgjelden. Innenlandske og utenlandske investorer ønsker dermed ikke bare å kvitte seg med statspapirer, men trekker innskuddene sine ut av bankene og ut av landet. Valutakursen utsettes for betydelig press. Et fastkursregime vil da som oftest måtte oppgis, fordi valutareservene er utilstrekkelige og/eller høye renter gjør situasjonen i bankvesenet enda verre. Valutakursen faller kraftig i verdi og gjør statsgjelden enda tyngre å betjene, fordi gjelden gjerne er knyttet til utenlandsk valuta.

²⁰ Fischer (2001) viser til at i mange av kriselandene skjer det politiske omskiftninger. Dette var opplagt et fremtredende element i de argentinske myndighetenes motvilje mot restrukturering.

²¹ Dell'Araccia m fl (2002) finner empirisk belegg for at betydningen av atferdsrisiko ble redusert etter dette.

²² Bildet er ikke entydig og pendelen svinger litt fram og tilbake. Etter store redningspakker for Mexico 1994/95 og landene i Asia 1997/98, var fokus etter hvert rettet mot de uheldige effektene dette kunne ha på atferdsrisiko. Etter krisen i Russland i 1998, som fikk globale reperkusjoner, var bekymringen igjen den internasjonale finansielle stabilitet. Dette var nok en medvirkende årsak til at det ble etablert et omfattende program for Brasil i slutten av 1998/begynnelsen av 1999. Store lån til Tyrkia (2001) og Argentina (2001) førte til fornyet diskusjon om atferdsrisiko. Selv om ringvirkningene av krisen i Argentina syntes begrenset i 2001, må de nye store lånene til Brasil (2002) og Uruguay (2002) ses på bakgrunn av at krisen i Argentina har blitt mer alvorlig enn tidligere antatt og har hatt stor betydning for de øvrige landene i Sør-Amerika. I Tyrkia (2002) var geopolitiske hensyn også viktige. The Economist 5. januar 2002 uttrykker det slik: «The IMF's refusal to bail out Russia in 1998, and Argentina too, for now, are exceptions rather than a refreshing new trend».

²³ Se Lane og Phillips (2000), Jeanne og Zettelmeyer (2001) og Cline (2002). Se også fotnote 21.

²⁴ «If you want more countries to experience higher economic growth, you want more funds going through these emerging markets, not less - and ultimately at lower interest rates for countries that are having to pay the interest rates.» Statssekretær John Taylor i det amerikanske finansdepartementet i talen «Improving the Bretton Woods Financial Institutions» 7. februar 2002.

Det er med andre ord vanskelig å finne noen klar sammenheng mellom omfanget av finanskriser i fremvoksende økonomier de senere årene og mangelen på et formelt regelverk for restrukturering av statsgjeld (se Mussa 2002b).

Videre har et uklart rammeverk neppe vært avgjørende for at land har nølt med å ta initiativ til å restrukturere statsgjelden. Ofte er det frykten for at mislighold av statsgjelden også vil føre til bank- og valutakrise.¹⁹ Dette kan igjen skape sosiale og politiske problemer, som fører til at den sittende regjeringen må gå av.²⁰ Landets politiske myndigheter motsetter seg derfor i det lengste en restrukturering av statsgjelden.

«Er atferdsrisikoen knyttet til Valutafondets støttelån i krisetider overdrevet?»

Etter gjeldskrisen på 80-tallet steg kapitaltilgangen til fremvoksende økonomier kraftig fram til 1996. Den var drevet av konjunkturelle og strukturelle forhold, men også av overoptimisme og flokkmentalitet. Selv om atferdsrisiko gjorde seg gjeldende i enkelttilfeller, er det usikkert om det var avgjørende for den samlede kapitaltilgangen.

Kapitaltilgangen til fremvoksende økonomier har imidlertid falt betydelig de siste årene og er nå lav. Långiverne ser ut til å legge større vekt på risiko. Et geopolitisk viktig land som Russland måtte restrukturere statsgjelden etter krisen i 1998.²¹ Valutafondet sa nei til ytterligere lån til Argentina i desember 2001.²²

Det er dessuten lite empirisk grunnlag for å hevde at atferdsrisiko har vært fremtredende ved lån fra fondet.²³ Enkelte hevder at dagens problem snarere er for lite og for dyr kapital til fremvoksende økonomier.²⁴

b) Innvendinger knyttet til virkningene av forslaget

«Heller enn å redusere antall kriser, kan det tenkes at krisene kommer raskere enn før»

Forslaget kan gjøre plasseringer i disse landene mindre

attraktive, siden sannsynligheten for gjeldsrestrukturering øker. Kapitalen kan også bli mindre stabil. Dette bygger på følgende resonnement:

- Når kreditorene vet at det er lettere og mindre kostbart for debitorlandene å velge gjeldsforhandlinger og restrukturering, kan kreditorene rømme landet «for sikkerhets skyld» når problemer oppstår. Dette kan gjøre at krisene kommer tidligere enn før.
- I verste fall kan slike forventninger om mulig restrukturering medvirke til at en krise oppstår som ellers ikke ville oppstått uten slike forventninger.²⁵

Dette kan gi to utilsiktede effekter:

- Henvender et land seg til Valutafondet for å få lån, kan lånebetingelsene for privat kapital forverre seg raskere enn før. Dette skyldes at innføringen av SDRM fører til at kreditorene forventer restrukturering i større grad enn tidligere.

Den kraftige økningen i risikopremien på argentinske statslån gjennom 2001 kan ses i dette lyset. Til tross for en stor lånepakke og omlegging av politikken i slutten av 2000, var investorene engstelige for at IMF kunne komme til å kreve en form for restrukturering av statsgjelden for å løse Argentinas problemer. En slik tolkning er også relevant for Brasils problemer i 2002. De statsfinansielle problemene i Brasil våren 2002 var ikke så alvorlige som i Argentina i 2001. Likevel økte rentene på Brasils statsgjeld i løpet av to måneder til et nivå som det tok syv måneder å nå for Argentina i 2001.²⁶

- Slike mekanismer kan føre til at et land med problemer kommer senere til IMF enn ønskelig. Erfaringene med beredskapslåneordningen (CCL) viser dette.²⁷ Ingen ønsker å bruke ordningen fordi den signaliserer at noe tross alt er galt.

c) Innvendinger knyttet til realismen i forslaget

Ordningen vil kreve overnasjonale bestemmelser som skal overstyre nasjonal rett. Hjemmelsgrunnet vil da enten måtte være i form av en internasjonal traktat eller i form av endringer i Valutafondets vedtekter som det enkelte medlemsland er bundet av. (Det krever et flertall på 85 prosent av stemmene i fondet.). I begge tilfeller vil en tilslutning fra det enkelte land trolig forutsette behandling i landets lovgivende forsamling. Dette innebærer at prosessen vil bli tidkrevende.

Det vil trolig også bli vanskelig å få støtte i de enkelte land til å etablere en slik overnasjonal ordning hjem-

let i Valutafondets vedtekter. Mange land er skeptiske til å overlate mer innflytelse til overnasjonale organisasjoner – og da særlig Valutafondet. Det kan også være spørsmål om det er tilstrekkelig med støtte fra et flertall av land for å etablere ordningen, eller om ordningen vil kreve enstemmighet blant alle land. USAs støtte er avgjørende, siden de med 17 prosent av stemmene i fondet kan hindre en endring av dets vedtekter. Selv om USA så langt har støttet at SDRM utredes videre, har flere toneangivende representanter uttalt seg kritisk, blant annet Taylor, statssekretær i finansdepartementet; Hubbard, formannen for presidentens økonomiske rådgivere og McDonough, sjefen for New York Fed.

Det er også massiv motstand mot forslaget blant viktige kreditorgrupper som Institute of International Finance (representerer internasjonale banker) og Emerging Markets Trade Association (representerer obligasjonsinvestorene). Store, toneangivende debitorland som Mexico og Brasil er også meget skeptiske.

5 En kontraktsbasert løsning

Taylor har tatt til orde for et markedsbasert alternativ til SDRM. Dette går ut på å innføre klausuler i kontraktene for de enkelte lånene, som forplikter kreditorene til å følge bestemte regler ved restrukturering. Slike klausuler (på engelsk går de under samlebetegnelsen Collective Action Clauses, CACs) brukes allerede i dag i obligasjonslån lagt ut under engelsk og japansk lov, men brukes ikke i lån lagt ut under amerikansk (egentlig New York) og tysk lov.

CACs vil kunne oppnå mye av det samme som Kruegers forslag. Spesielt vil klausulene sikre at restruktureringen kan avgjøres ved et flertall blant kreditorene, og hindre at enkeltkreditorer oppnår fordeler på bekostning av de andre. En slik løsning vil være basert på frivillige kontrakter mellom partene, og vil ikke være presset gjennom mot debitorlandenes og kreditorenes vilje. Det vil også være enklere å gjennomføre, siden det ikke vil være nødvendig å etablere politisk støtte for en overnasjonal løsning der Valutafondet får en sentral rolle.

Denne løsningen har imidlertid flere svakheter. For det første synes markedsbasert frivillighet å være en utilstrekkelig drivkraft. Allerede i etterkant av Mexico-krisen i 1995 ble det foreslått at internasjonale statslån burde innføre slike klausuler i lånekontraktene. Senere har G22, G10, G7 og IMFC²⁸ oppfordret til det samme, men uten nevneverdig effekt. Mesteparten av internasjonale statslån lagt ut etter 1996 har ikke inkludert slike klausuler. Ved utgangen av 2001 var det under 30 prosent av utestående internasjonal statsgjeld som inneholdt slike klausuler.

²⁵ Se Roubini (2000). Han ser likheter med mulig bruk av valutakontroll for å stoppe kapitalutgang. Tilsvarende resonnement forklarer hvorfor myndighetene er meget tilbakeholdne med å diskutere devaluering i et fastkursregime.

²⁶ Den mexicanske sentralbanksjef Ortiz fremhever dette som faren med å innføre SDRM, se Ortiz (2002).

²⁷ Denne låneordningen ble opprettet for land som kunne utsettes for «smitte» fra kriser i andre land som følge av panikkartet flokkatferd blant internasjonale investorer. Land skulle kunne forhåndskvalifisere for ordningen. Adgang til ordningen skulle signalisere at landets økonomi grunnleggende var i balanse og at det ikke var svakheter i den økonomiske politikken. Erkjennelsen av at problemer i finansmarkedene i praksis sjelden oppstår uten at det er en viss sårbarhet for sjokk i utgangspunktet, har medført at land kvier seg for å bruke ordningen. Snarere enn å skjeme et land for problemer utenfra, kan bruken oppfattes som at tegn på at problemer er under oppseiling. Se Meltzer (2000).

²⁸ IMFC (International Monetary and Financial Committee) er det rådgivende politikkorganet for Valutafondet og møtes normalt halvårlig.

Manglende interesse skyldes blant annet:

- Fremvoksende økonomier har vært motvillige til å inkludere slike klausuler i sine internasjonale lån av frykt for høyere lånekostnader. Dette til tross for at empiriske undersøkelser har vist at slike klausuler neppe har denne effekten.²⁹
- Investorene i det amerikanske markedet, der en stor del av disse lånene legges ut, har liten kjennskap til slike klausuler. Mange av investorer er redde for at deres rettigheter vil reduseres, og at klausulene vil gjøre det lettere for fremvoksende økonomier å velge restrukturering.

For det andre har forskjellige forsøk på å fremme inkluderingen av slike klausuler hatt lite hell:

- Canada og Storbritannia har gått foran med et godt eksempel og inkludert slike klausuler i sine internasjonale statslån. EU-land har besluttet å gjøre det samme. Dette har ikke endret synet på slike klausuler blant fremvoksende økonomier.
- Forslag om å kreve slike klausuler som forutsetning for eksempel for børsnotering i New York har ikke ført frem, i hovedsak på grunn av manglende hjemmelsgrunnlag i børsreglementet. Å kreve CACs i obligasjonslån som forutsetning for kriselån fra Valutafondet eller differensiere lånerenten avhengig av bruk av CACs, er vanskelig blant annet av formelle grunner.

For det tredje lider slike klausuler under følgende svakheter:

- De gjelder bare for det enkelte obligasjonslån, og løser ikke samordningsproblemene mellom kreditorer for ulike lån. Det samme gjelder også ulike typer gjeld – for eksempel banklån og handelskreditter.
- Flertallet av obligasjonslån inneholder ikke slike klausuler i dag.
- Selv om det innføres slike klausuler i alle typer lån, vil reglene kunne tolkes ulikt mellom forskjellige typer gjeldsinstrumenter og i forskjellige jurisdiksjoner.
- De klausulene som brukes i dag, har ikke bestemmelser for felles og enhetlig representasjon av kreditorerne.

6 En kompromissløsning

Fra Krueger fremmet sitt forslag høsten 2001 og fram til vårmøtet i IMFC 2002 var diskusjonen hovedsakelig konsentrert om argumentene for og mot SDRM. Særlig ble det stadig mer klart at USA ikke fullt og helt støttet forslaget, men foretrakk det markedsbaserte, kontraktsmessige alternativet. IMFC uttalte etter vårmøtet 2002

at begge forslagene burde utredes nærmere, fordi de var komplementære snarere enn konkurrerende: CACs kan bidra positivt på kort sikt, mens SDRM er det langsiktige målet. Mulighetene for en SDRM kunne dessuten påvirke markedsaktørene til å bruke CACs, og dermed gjøre SDRM overflødig.

7 Videre arbeid med SDRM

En viktig side ved SDRM er «uholdbar gjeld».³⁰ Siden ordningen bare skal omfatte solvensproblemer, blir grensedragningen mot hva som er forbigående likviditetsproblemer avgjørende. Men problemer som i utgangspunktet er forbigående kan bli permanente, avhengig av rente- og valutakursutviklingen, økonomisk vekst osv, jf Brasil 2002. Hvilke innstramningstiltak som er politisk gjennomførbare, varierer også. Tyrkia har for eksempel strammet inn betydelig mer enn landene i Sør-Amerika. Vurderingen av hva som er «uholdbar gjeld» vil dermed alltid være basert på et betydelig innslag av skjønn, og svaret vil alltid være usikkert.³¹

Det er ennå ikke helt avklart hvilke typer gjeld som skal omfattes av ordningen. Utgangspunktet er at det er statsgjeld lagt ut i utlandet – dvs under utenlandsk jurisdiksjon – som skal omfattes. Samordningsproblemene under nasjonal jurisdiksjon er mindre. Staten har stor grad av immunitet mot rettslige skritt fra kreditorerne, og kan således tvinge gjennom restruktureringen.³² Det vil også trolig bare være utenlandsk statsgjeld til private kreditorer som omfattes av ordningen. Det eksisterer allerede et forum for restrukturering av gjeld til offentlig sektor – den såkalte Paris-klubben. Uansett om visse typer gjeld holdes utenfor, vil en samlet restrukturering kreve utstrakt koordinering for at den skal aksepteres av de ulike kreditorgrupper.

Organet som skal ta seg av de juridiske sidene ved gjeldsforhandlingen, må også utredes nærmere. Det foreløpige forslaget går ut på at organet knyttes til Valutafondet, men skal være løst fra fondets styre og administrasjon. Det er imidlertid reist spørsmål ved flere sider av forslaget – særlig om organet blir tilstrekkelig uavhengig når det gis en viss tilknytning til fondet.

Andre sider ved forslaget har ennå ikke vært særlig vurdert. Det gjelder blant annet:

- Hvordan behandle utenlandsk privat gjeld i debitorlandet, herunder spørsmålet om bruk av valutakontroll.
- Forholdet mellom ny finansiering som skal gis prioritet under ordningen og annen prioritert gjeld (gjeld til multilaterale organisasjoner).
- Beskyttelsen av kreditors rettigheter i forbindelse med betalingsstansen under ordningen.
- Ordningens forhold til gjeldsletteordningen for fattige land (HIPC-initiativet).

²⁹ Eichengreen og Mody (2001) og Becker m fl (2002). Land med lav kredittkvalitet kan få høyere lånekostnader, mens det motsatte gjelder for land med høy kredittkvalitet. Resultatene fra studiene er imidlertid usikre og sensitive til metodene som brukes.

³⁰ Krueger (2002d) definerer gjeld som holdbar/uholdbar på følgende måte: «A sovereign debt is sustainable when the sovereign can, with reasonable policies, service the debt to an extent that the future debt-to-GNP ratio will ultimately stabilize or fall. It is unsustainable when, under any realistic set of policies and circumstances that can be envisaged, the debt-to-GDP ratio (or debt-to-export ratio in some cases) will rise without limit.»

³¹ Vurdering av uholdbar gjeld IMF (2002c)

³² Utenlandske kreditorer ser at denne immuniteten kan resultere i mislighold som følge av manglende vilje til å betale snarere enn manglende evne. Derfor er det utbredt at stater ved opplåning i utlandet helt eller delvis oppgir denne immuniteten.

8 Avslutning

Innvingene mot SDRM må tas alvorlig, men er ikke tungtveiende nok til å forsvare status quo. Forsvaret av status quo kan snarere være et uttrykk for at viktige kreditorgrupper og debitorland ser seg bedre tjent med dagens politikk, med mulighetene for store lån ved kriser, også i situasjoner der restrukturering kan være nødvendig. Deres motstand mot SDRM kan derfor være et tegn på at atferdsrisiko er et reelt problem.

CACs synes utilstrekkelig som løsning på kreditorenes samordningsproblemer. SDRM er nødvendig for å ivareta manglene ved CACs. SDRM er utformet nettopp med dette siktemålet. Med SDRM kan debitorlandet og de internasjonale kreditorene opptre som om alle relevante gjeldsinstrumenter inneholdt CACs.

At SDRM kan bety at kapital til fremvoksende økonomier blir dyrere og knappere, er verken opplagt eller nødvendigvis negativt. Selv om restruktureringer kan bli hyppigere, blir trolig kostnadene ved dem mindre. Om risikopremien øker og kapitaltilgangen reduseres, reflekterer dette i så fall et riktigere uttrykk for risikoen. Diversifiseringen mellom land vil øke, noe som er ønskelig. SDRM vil ventelig medføre mer stabil kapitaltilgang, siden land med høy risiko nettopp får mindre kapitaltilgang.

Med globaliserte finansmarkeder er dagens rammeverk for restrukturering av statsgjeld utilstrekkelig. Norge som en del av den nordisk-baltiske valgkretsen i Valutafondet støtter derfor forslaget om etablering av SDRM. Spesielt har den nordisk-baltiske kretsen talt sterkt for tiltak som tar sikte på å redusere behovet for store redningspakker fra IMF og andre internasjonale finansinstitusjoner. Et juridisk bindende rammeverk for restrukturering av internasjonale statslån vil bidra til ryddigere, raskere og mer rettferdige gjeldsforhandlinger. Forutsigbarhet vil bidra til at nødvendige gjeldsforhandlinger påbegynnes tidligere enn i dag. SDRM vil således gjøre det mulig å overlate en større del av ansvaret for å løse gjeldsproblemene til låntakerlandet og de internasjonale investorene.

På denne bakgrunnen ønsket den nordisk-baltiske kretsen velkommen det gjennombruddet som skjedde under IMFC-møtet i høst, der kommunikeet uttrykkelig ba Valutafondet om å utarbeide et konkret forslag til en gjeldsordning for land som kunne vurderes allerede ved neste møte, våren 2003.

Referanser

- Becker, Torbjörn; Richards, Anthony; Thaicharoen Yunyong (2002): «Bond Restructurings and Moral Hazard: «Are Collective Action Clauses Costly?» Kommer i *Journal of International Economics*
- Cline, William (2002) «Private Sector Involvement: Definition, Measurement, and Implementation» Innlegg på konferanse om *The Role Of The Official And Private Sectors In Resolving International Financial Crises* i regi av Bank of England, 23 – 24 juli 2002
- Dell’Arsiccia, Giovanni; Schnabel, Isabel; Zettelmeyer, Jeromin (2002): «Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test» *Working Paper* Nr. 02/181 International Monetary Fund, Washington DC
- Lane, Timothy; Phillips, Steven: «Does IMF Financing Result in Moral Hazard» *Working Paper* Nr. 00/168 International Monetary Fund, Washington DC
- Eichengreen, Barry (1999): «Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post Asian Agenda», Institute of International Economics, Washington DC
- Eichengreen, Barry; Moody, Ashoka (2000): «Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs» *Working Paper* 7458, National Bureau of Economic Research, Cambridge
- Eichengreen, Barry (2002a): «Crisis Resolution: Why We Need a Krueger-Like Process to Obtain a Taylor-Like Result,» Innlegg på konferanse «*Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards*», Institute for International Economics, Washington DC, april 2002
- Eichengreen, Barry (2002b): «Financial Crises» Oxford University Press
- Fischer, Stanley (2001): «The International Financial System: Crises and Reform», *The Robbins Lectures*, London School of Economics, oktober 2001
- Financial Institution Advisory Commission (2000), Rapport til den amerikanske kongressen, Washington DC, mars 2000
- IMF (2002): «Assessing Sustainability», International Monetary Fund, juni 2002
- Jeanne, Olivier; Zettelmeyer, Jeromin (2001): «International Bailouts, Moral Hazard, and Conditionality», *Economic Policy*, Vol. 33 (Oktober), s. 409-32
- Kenen, Peter B (2001): «The International Financial Architecture: What’s New? What’s Missing?» Institute of International Economics, Washington DC
- Krueger, Anne (2001): «International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring» Tale på *the National Economists’ Club Annual Members’ Dinner American Enterprise Institute*, Washington DC, november 2001

- Krueger, Anne (2002a): «New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking» Innlegg på konferanse «*Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards*» Institute for International Economics, Washington DC, april 2002.
- Krueger, Anne (2002b): «Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina» tale på konferanse om «*The Argentina Crisis*» i regi av National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, juli 2002
- Krueger, Anne (2002c): «A New Approach to Sovereign Debt Restructuring» International Monetary Fund, Washington DC, 16 april 2002
- Krueger, Anne (2002d): «Sovereign Debt Restructuring Mechanism: One Year Later» tale på Banco de Mexico's konferanse om «*Macroeconomic Stability, Financial Markets and Economic Development*», Mexico City, november 2002
- Mussa, Michael (2002a): «Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy» *Policy Analyses in International Economics 67*, Institute of International Economics, Washington DC
- Mussa, Michael (2002b): «Latin American Economic Crisis», høring i den amerikanske kongressen, oktober 2002
- Ortiz, Guillermo (2002): «Recent Emerging Market Crises: What Have We Learned?» *Per Jacobson Lecture*, Basel, Switzerland
- Rogoff, Kenneth; Zettelmeyer, Jeromin (2002): «Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976—2001» *Working Paper* Nr. 02/133 International Monetary Fund, Washington DC
- Roubini, Nouriel (2000): «Bail-In, Burden-Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector. Evolving Definitions, Doctrine, Practice and Case Law,» Stern School of Business New York University, september 2000
- Roubini, Nouriel (2002a): «Do We Need a New Bankruptcy Regime?» *Brookings Paper on Economic Activity*, Nr.1, 2002. Brookings Institution, Washington, D.C
- Roubini, Nouriel (2002b): «Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Mechanisms for Dealing with Sovereign Debt Problems» Innlegg på konferanse om *The Role Of The Official And Private Sectors In Resolving International Financial Crises* i regi av Bank of England, 23 – 24 juli 2002
- Stiglitz, Joseph (2002): «Globalization and Its Discontents.» New York: W. W. Norton
- Williamson, John: «The Role of the IMF: A Guide to the Reports» *International Economics Policy Briefs*, Institute of International Economics, Washington DC, mai 2000