

Politikk og marked i det internasjonale finansielle systemet

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Johan Throne Holst-konferansen på BI 3. juni 1999

Det er på ny debatt om "spillereglene" for det internasjonale finansielle systemet. Det skyldes først og fremst krisene i Asia, Russland og Brasil de siste to årene. Krisene har nok en gang vist at raske omslag i de internasjonale kapitalstrømmene kan påvirke produksjon og sysselsetting i enkeltland og i verdensøkonomien.

I utgangspunktet er tilgang til utenlandsk kapital til fordel for et land. Kapitalen gjør det mulig å "frikoble" tilbud og etterspørsel slik at innenlandsk forbruk og investeringer ikke til enhver tid må være lik den innenlandske produksjonen. Dermed kan investeringer finansieres ved lån i utlandet i stedet for ved lavere forbruk og høyere innenlandsk sparing. For Norge har dette vært viktig. Vi finansierte oppbyggingen av oljesektoren og store underskudd i utenriksøkonomien med internasjonal kapital på 1970- og 80-tallet.

Det er nå mange utviklingsland og land i Øst-Europa som sårt trenger internasjonal kapital for å bygge opp sin økonomi.

Tilgang på internasjonal kapital vil også være nyttig for land eller områder som rammes av eksterne sjokk, for eksempel et kraftig fall i prisen på viktige eksportvarer. Et slikt prisfall kan føre til en vesentlig svekkelse av driftsbalansen overfor utlandet og krever ekstra store tilpasninger i økonomien og brå omslag i den økonomiske politikken. Med god tilgang på internasjonal kapital vil de nødvendige omstillingene kunne gjennomføres mer gradvis.

Tilgang til internasjonale kapitalmarkeder er også til fordel for de landene som har kapital å plassere. Den norske stat plasserer nå formuen i Statens petroleumsfond i utlandet blant annet fordi vi venter god avkastning der.

Fra andre verdenskrig og fram til tidlig på 1970-tallet var de internasjonale kapitalmarkedene preget av reguleringer. Samtidig pågikk en liberalisering av internasjonal handel og økt varebytte over landegrensene. Dette førte til en stadig mer integrert verdensøkonomi og høy økonomisk vekst i mange land. Det er en utbredt mening at det var mer omfattende og bedre styring med finansmarkedene på 1950- og 60-tallet enn senere. Kapitalreguleringer og faste, men justerbare valutakurser i Bretton Woods-systemet, ga inntrykk av politisk styring og kontroll. Men systemet var ikke robust. Da ankerlandet USA finansierte Vietnamkrigen og store velferdsreformer ved å øke volumet av dollar i omløp, brøt fastkurssystemet sammen. Samtidig bidro teknologiske endringer og nye finansielle instrumenter til at kapitalreguleringene ble mindre effektive. De fleste reguleringer ble etter hvert avvirket.

Jeg vil se nærmere på hvilke oppgaver politikken bør ha og hva som bør overlates til markedet. Jeg vil starte med de siste krisene og turbulensen i de internasjonale finansmarkedene, og se på mulige årsaker. Jeg vil avslutte med en gjennomgang av konkrete tiltak som er iverksatt eller er på trappene.

Finanskriser i Asia, Russland og Brasil

Finanskriser er ikke noe nytt. De har alltid fulgt markedsøkonomien. Etter valutakrisene med sammenbrudd i Bretton Woods-systemet tidlig på 1970-tallet har en rekke kriser rammet enkeltland og områder.

Etter oljeprisøkningen, først i 1974, og senere i 1979, oppstod det store betalingsubalanser mellom de oljeproduserende landene på den ene siden, og industrilandene og utviklingslandene på den andre. Det skapte grunnlag for en vekst i det internasjonale kapitalmarkedet. De oljeproduserende landene fikk plassert sin overskuddskapital, og industrilandene fikk finansiert sine betalingsbalanseunderskudd. Men kapitalen ble i mange tilfeller for lett tilgjengelig. Det ga enkeltland grunnlag for å utsette den makroøkonomiske tilpasningen som økningen i oljeprisen og fallet i bytteforholdet krevde. Mange utviklingsland og land i Latin-Amerika fikk problemer med å betjene sin utenlandsgjeld tidlig på 1980-tallet.

Krisen i Latin-Amerika var samtidig en stor belastning for det amerikanske banksystemet. I USA gikk vesentlige deler av sparebankvesenet overende som følge av store svingninger i eiendomspriser og renter. I Norden fikk vi omfattende bankkriser etter liberaliseringen av kredittmarkedene på 1980-tallet. De makroøkonomiske kostnadene ved gjenforeningen av de to tyske stater utløste krisen i det europeiske monetære systemet på 1990-tallet. I 1994 fikk vi på ny en valuta- og gjeldskrise i Mexico.

Krisen i Asia startet sommeren 1997 da Thailand måtte oppgi sin faste valutakurs ovenfor den amerikanske dollaren. Dette innledet en rekke finans- og valutakriser i regionen. Høy vekst hadde gitt gode investeringsmuligheter i regionen og en sterk kapitalinngang. Samtidig var rentene i de store industrilandene lave - særlig i Japan - og japanske yen var i fall. I tillegg trodde långiverne at myndighetene stilte seg bak mange låntakere, slik at kredittrisikoen ble oppfattet som lav.

I 1997 snudde stemningen. Mange internasjonale investorer ønsket å trekke seg ut. Dette ga press på valutareservene og fallende aksje- og eiendomsverdier. Bedrifter og banker fikk store likviditetsproblemer. Den kraftig reduksjonen i tilgangen på utenlandsk kapital førte til at Thailand, Indonesia, Malaysia og Sør-Korea etter hvert måtte oppgi fastkurspolitikken. I Indonesia falt valutakursen med hele 80 prosent på et halvt år.

Krisen nådde Russland i august i fjor, vel et år etter at den startet i Asia. Det hadde lenge vært kapitalutgang fra Russland, og presset fortsatte våren og sommeren 1998 på tross av svært høye renter og låneprogram fra IMF. I august greide ikke den russiske regjeringen å reise mer kapital. Myndighetene hadde valget mellom å innstille størstedelen av lønns- og pensjonsutbetalingene eller redusere gjeldsbetjeningen. Valget falt på det siste. Samtidig ble rubelen devaluert. Presset mot rubelen fortsatte imidlertid. Tidlig i september oppga sentralbanken å støtte rubelen og lot valutaen flyte.

Meldingen om at Russland ikke lenger betjente deler av statsgjelden og samtidig innførte betalingsstans for renter og avdrag på privat utenlandsgjeld, førte til sterke reaksjoner og nærmest panikk på verdens finansmarkeder. Mange trodde finanskrisen ville føre til en

nedgangstid i verdensøkonomien. Investorene vurderte risikoen ved ulike investeringer på ny. De valgte å trekke seg ut av markeder som ble oppfattet som mindre likvide og risikofylte. Norge var faktisk et av disse. Forskjellen mellom kortsiktige norske og tyske pengemarkedsrenter gjorde et kraftig hopp i august i fjor.

Forskjellen mellom renten i framvoksende økonomier og de store industrilandene økte enda mer.

Samtidig falt de langsiktige rentene i USA og Tyskland til svært lave nivåer. Investorene søkte over i mindre risikofylte plasseringer også innad i de store industrilandene. Aksjekursene i USA og Europa falt mellom 20 og 35 prosent på en måned. I USA og andre land økte forskjellen mellom rentene på statsobligasjoner og rentene på private obligasjoner vesentlig.

Det ble svært vanskelig selv for normalt kredittverdige amerikanske selskaper å reise kapital. Faren for systemsvikt førte til at den amerikanske sentralbanken senket sine renter i fjor høst.

Et av de største investeringsfondene i USA, LTCM, ble i denne perioden satt under administrasjon av sine kreditorer etter samordning av amerikanske myndigheter. En viktig årsak til problemene var fondets plasseringer i Russland og andre framvoksende økonomier. Fondet hadde kjøpt store mengder statspapirer i disse landene og samtidig spekulert på renteoppgang på langsiktige statspapirer i industrilandene. De russiske statspapirene ble verdiløse og rentene i G7-landene falt.

Enkelte av Russlands nærmeste naboland og land i Latin-Amerika merket panikken i de internasjonale finansmarkedene særlig sterkt. Brasil var ett av disse landene. Den brasilianske sentralbanken måtte gjentatte ganger øke renten for å motvirke presset på valutakursen. De høye rentene gjorde det vanskelig å betjene statsgjelden og presset Brasil inn i en lavkonjunktur. På tross av omfattende låneprogram i regi av IMF måtte myndighetene oppgi fastkurspolitikken i januar i år. Resultatet var et kursfall på om lag 40 prosent på to uker.

De realøkonomiske konsekvensene av finanskrisene var store. I flere land ble mange familier som nøysomt og med stor arbeidsinnsats hadde bygget opp en god økonomi kastet ut i fattigdom. Store deler av middelklassen ble rammet. Utslagene var størst i kriselandene i Asia. Her falt den gjennomsnittlige veksten fra 4 prosent i 1997 til nesten minus 9 prosent i fjor. Den samlede veksten i verdensøkonomien ble nesten halvert fra 1997 til i fjor.

Utviklingslandene samlet fikk nesten halvert sin vekst. Utsiktene framover er lysere, men det kan ta tid før økonomiene får en bærekraftig vekst.

Hva skyldes krisene?

Krisene kom som følge av brå omslag i de internasjonale kapitalstrømmene. Investeringsviljen i de asiatiske landene før krisen startet i 1997 viste seg å være for stor. Forløpet i utviklingen fram til finansielle kriser kan typisk beskrives som følger: Først er investeringsbeslutningene basert på fornuftige vurderinger av risiko og avkastning. Deretter

tar grådigheten overhånd. Risikovurderingene svikter. Prisene på finansobjekter og eiendommer stiger kraftig. Særskilte begivenheter utløser sjokkerte brudd i utviklingen. Boblen sprekker. Formuesverdiene faller. I kjølvannet følger nedleggelse av bedrifter og konkurser og kriser i det finansielle systemet.

Kortsiktig kapital strømmet til landene de siste årene før krisen i Asia. Da krisen brøt ut, var det særlig utenlandske banker som trakk kapital ut.

Direkte investeringer, men også porteføljeinvesteringer var mindre flyktige. Dersom en større andel av kapitalen hadde vært bundet langsiktig, ville det ha gjort det noe vanskeligere å trekke pengene raskt ut av kriselandene.

Hvordan kan vi forklare de brå omslagene i kapitalstrømmene?

Det er grovt sett to teorier for plutselige endringer i kapitalstrømmene:

Den første modellen tar utgangspunkt i endringer i fundamentale forhold. Dette kan være svikt i statsfinansene, svekket soliditet i bankene, omfattende kortsiktig finansiering av langsiktige investeringer, svikt i prisene på viktige eksportvarer eller svikt i inntjeningen i næringslivet. Hvis for eksempel en sterk bank får store tap, kan innskyterne ønske å trekke penger ut av banken. Tilsvarende kan tilliten til en fast valutakurs svekkes dersom eksportinntektene svikter eller dersom stor innenlandsk etterspørsel etter varer og tjenester driver opp importen.

Den andre modellen forklarer de plutselige endringene i kapitalstrømmene som et resultat av selvoppfyllende profetier. Hvis alle innskyterne i en bank plutselig begynner å tro at banken vil få likviditetsproblemer, vil de ønske å ta innskuddene ut av banken. Ingen vil gi den lån, og banken får likviditetsproblemer. Dette kan i prinsippet skje selv om banken er solid og uten at tapene har økt.

Et annet eksempel forklarer devalueringer med samme mekanisme: Investorene vet at det er kostbart for en regjering å forsvare en fast valutakurs. Høyere rente fører til redusert aktivitetsnivå og høyere renteutgifter på statsgjelden. Dersom mange plutselig tror at valutaen snart blir devaluert, vil de flytte midler til andre valutaer. Investorene kan også mer aktivt sikte mot å bryte ned fastkurssystemet. Omkostningene ved å forsvare kursen med høyere rente vil kunne være så stor at den faste kursen må oppgis. Spekulasjonen mot den norske kronen i 1992 hadde preg av dette. De fundamentale forholdene i norsk økonomi tilsa ikke at det var nødvendig med fall i verdien av kronen, men i kjølvannet av den europeiske valutakrisen trakk investorene kapital også ut av vårt land.

I praksis kan det være vanskelig å skille de to hovedmekanismene, men trolig kan begge modellene bidra til å forklare finanskrisene de siste to årene. Hvis en investor har usikker informasjon om risikoen ved å investere i et land, kan det optimale være å "følge flokken". Det vil si å velge samme investeringsstrategi som andre investorer. Forventet avkastning og risiko ved denne strategien må veies opp mot forventet avkastning og risiko ved en strategi hvor investeringsbeslutningen bygger på mer informasjon. Å framskaffe og analysere mer informasjon er kostbart. I Asia kan mange investorer ha funnet det optimalt å følge flokken. Overdreven optimisme basert på ufullstendig informasjon ledet til stor kapitalinngang og

høye formuesverdier. Optimisme ble avløst av en pessimisme som også til dels bygget på manglende informasjon og misforståelser.

Krisene var derfor dels et resultat av selvoppfyllende profetier. Men samtidig var det fundamental svikt i økonomien i mange av landene. Bedriftene hadde lav egenkapital og høy gjeld. Bankene hadde i stor utstrekning finansiert innenlandske utlån med valutalån og soliditeten i bankene var generelt lav. Da den utenlandske kapitalen trakk seg ut, ble de fundamentale svakhetene i økonomiene eksponert.

Kanskje bidro noen av krisetiltakene til å forsterke krisene. Kriselandene hadde få virkemidler tilgjengelige til å motvirke kapitalutgangen. Det tradisjonelle svaret har vært å øke renten. Men dette fikk begrenset effekt: Nervøse utenlandske investorer var mest bekymret for bedriftenes evne til å betjene gjeld og konkurrisikoen. Høyere rente på lokal valuta bidro til økt mistro til økonomien. Høyere renter kan derfor i enkelte tilfeller ha virket mot sin hensikt.

Krisen i Russland skyldtes fundamentale forhold. Hovedproblemet var av strukturell karakter, blant annet store underskudd i statsfinansene. Investorene krevde derfor svært høye renter og korte løpetider på lån til den russiske stat. Likevel ble trolig den faktiske risikoen ved investeringene i Russland undervurdert. Mange trodde IMF og verdenssamfunnet ville tre støttende til dersom den russiske stat ikke lenger kunne betjene gjelden. Denne implisitte garantien var ikke reell. Det ble umulig for den russiske stat å få nye lån. Etter krisen i Russland ble internasjonale investorer vesentlig mer tilbakeholdne med å låne til andre framvoksende markeder.

Prinsipielt om tiltak

Tro på at andre vil rake kastanjene ut av ilden, kan lett føre til at investorene legger for liten vekt på risiko. Tro på at staten eller internasjonale institusjoner som IMF vil tre støttende til kan skape adferdsrisiko med svekket markedsdisiplin. Dette tilsier stor varsomhet ved internasjonale redningsoperasjoner. I tillegg bør kreditorene trekkes med i kriseløsningene og bære sin vesentlige del av kostnadene.

Det er store risiki knyttet til å velge fast valutakurs i et land. Slike systemer bryter lett sammen når fundamentale forhold i økonomien endrer seg. De er også lite robuste for rene spekulative angrep. Ofte vil nødvendige justeringer av kursen bli utsatt på grunn av politisk prestisje knyttet til kursleiet. Det er likevel et dilemma at land som tidligere har hatt svært høy inflasjon eller hyperinflasjon ikke makter å skape tillit til at de på eget grunnlag kan føre en troverdig diskresjonær pengepolitikk. De tyr da gjerne til fastkurssystem som den minst dårlige løsningen. Enkelte land har valgt å underbygge den faste kursen med et seddelfond, som innebærer at de ikke utsteder mer penger enn de kan dekke opp med egne valutareserver. Men heller ikke denne løsningen er nødvendigvis troverdig.

Det er viktig at låntakerlandene holder orden i eget hus; det vil si har de fundamentale forholdene på plass. Sunne statsfinanser og en solid finansiell sektor bidrar til stabilitet.

Kriser som ikke har fundamentale årsaker, kan forebygges ved tiltak som bidrar til at aktørene bygger sine beslutninger på faktiske forhold. Det vil motvirke stemningsskifter. Det er viktig å sikre tilgang på informasjon og analyser om blant annet økonomiske og finansielle forhold.

Tiltak som begrenser omfanget av kortsiktige kapitalbevegelser, kanskje særlig kortsiktige banklån, vil kunne bidra til å redusere de brå skiftene i kapitalstrømmene. En del kan kanskje oppnås ved å bedre reglene for kapitaldekning for internasjonalt aktive banker. For eksempel vil reservekrav på bankenes valutaposisjoner gjøre lån i utenlandsk valuta dyrere, og redusere omfanget av kortsiktig finansiering. En bør også søke å utforme kapitaldekningsregler som tar hensyn til stabiliteten i det finansielle systemet. Fram til nå har kapitaldekningsreglene stimulert bankene til å gjøre kortsiktige i stedet for langsiktige plasseringer i framvoksende økonomier. Dette kan være riktig når en vurderer risikoen til en enkeltinstitusjon, men har negative virkninger for stabiliteten i det finansielle systemet.

Reguleringer av kapitalstrømmene har ofte vært begrunnet i et ønske om å sikre et visst nasjonalt eierskap. I enkelte tilfeller har dette ført til strengere begrensninger på langsiktig enn på kortsiktig kapital. Dette var for eksempel tilfellet i Sør-Korea. Her åpnet man for kortsiktige kapitalbevegelser tidlig på 1990-tallet, mens det hele tiden har vært restriksjoner på de direkte investeringene.

Landene må imidlertid søke å finne fram til løsninger som kan sikre større stabilitet samtidig som de kan beholde fordelene med det internasjonale kapitalmarkedet. Kvantitative reguleringer av kapitalstrømmene angriper ikke de underliggende årsakene til krisene. Stor kreativitet og mange omgåelsesmuligheter gjør at slike tiltak blir lite effektive. Det kreves et stort administrativt apparat til å kontrollere at bestemmelsene overholdes. Reguleringene gir grobunn for korrupsjon.

Chile har forsøkt en form for indirekte skattlegging av kortsiktige kapitalbevegelser med et krav om at en andel av lån fra utlandet måtte plasseres som rentefritt innskudd i den chilenske sentralbanken. Den makroøkonomiske utviklingen har vært positiv etter at kravet ble innført. Men gode fundamentale forhold ellers i økonomien har trolig også bidratt til den positive utviklingen. Det er derfor vanskelig å bedømme virkningene av kapitalreguleringen.

Enkelte mener at internasjonal kapital bidrar til utnyttning av fattige mennesker og land, og at internasjonale investorers muligheter til investeringer - særlig i utviklingslandene - må begrenses. Mer målrettede tiltak med etablering av arbeidsstandarder og gode miljøbestemmelser vil nok virke bedre. For mange land er internasjonal kapital helt nødvendig for at de skal kunne bygge opp økonomien og trekke befolkningen ut av fattigdom. Når befolkningen vokser raskt, er det vanskelig å oppnå tilstrekkelig høy innenlandsk sparing. Da er utenlandsk kapital viktig. Investeringene fra utlandet bringer dessuten nyttig teknologi og kunnskap med seg.

Faktiske forslag og tiltak

Det er ikke mangel på forslag til reformer av det internasjonale finansielle systemet. Fokus er rettet mot hvordan man kan forebygge kriser.

IMF arbeider - i dialog med andre internasjonale organisasjoner - med standarder for god praksis for åpenhet og rollefordeling i offentlig politikk. Slike standarder for finanspolitikken er allerede vedtatt. For pengepolitikken og finansmarkedspolitikken utarbeides det også slike standarder.

Det er videre etablert standarder for økonomisk, finansiell og demografisk statistikk. Det arbeides nå med å utvide disse til statistikk for valutareserver og gjeldsopptak. Rask, omfattende og nøyaktig statistikk over finans- og valutamarkedene er viktig for markedsaktørene, men også for at myndighetene og IMF lettere skal identifisere ubalanser og kunne treffe tiltak på et tidlig tidspunkt.

De siste to årene er det åpnet for mer innsyn i IMF's arbeid og vurderinger. Flere dokumenter og mer informasjon er nå tilgjengelige for offentligheten.

Det er bred enighet om at det må arbeides for å styrke den finansielle sektoren i enkeltlandene. IMF, Verdensbanken, BIS og andre internasjonale grupperinger og tilsynsmyndigheter har derfor styrket arbeidet med å utvikle og spre internasjonale prinsipper og standarder på området. Dette gjelder blant annet kapitaldekningsregler, tilsyn og regnskapsstandarder. Flere konkrete tiltak er satt i verk:

Baselkomiteen for banktilsyn, som er det internasjonale forum som trekker opp retningslinjene for måling av og minstekrav til kapitaldekning av internasjonalt aktive banker, er nå i ferd med å revidere sine retningslinjer fra 1988 ("the 1988 capital accord"). Baselkomiteen arbeider i tillegg med en rapport om standarder for bankers forhold til institusjoner med høy belåningsgrad (såkalte "hedgefund").

Det er også internasjonale organisasjoner som koordinerer aktiviteten innen forsikringstilsyn og verdipapirtilsyn.

IMF styrker sitt tilsyn med medlemslandenes finansielle system.

G7-landene har etablert et internasjonalt "Forum for Finansiell Stabilitet". Representanter for framvoksende økonomier skal trekkes med etter hvert. Forumet skal arbeide for internasjonal finansiell stabilitet og bedre fungerende markeder. Det er opprettet tre arbeidsgrupper som skal se på spørsmål i tilknytning til finansinstitusjoner med ekstra stor risikoeksponering, finansielle skatteparadis og flyten av kortsiktig kapital.

Det er enighet om at økonomiske reformer må gjennomføres i god tur og orden. Mange av landene som ble rammet av finansielle kriser, tok bort reguleringene av det innenlandske finansmarkedet samtidig som de åpnet for frie kapitalstrømmer. I flere land var dette kombinert med et utilstrekkelig tilsyn med det innenlandske markedet. Dermed ble finansiell sektor svært sårbar for brå skift i kapitalstrømmene og endringer i den økonomiske aktiviteten. Trolig er det en bedre strategi å deregulere det innenlandske finansmarkedet og få på plass et skikkelig tilsyn før en åpner for flyt av kapital ut og inn av landet. En god pengepolitikk bør også være på plass før det åpnes for frie kapitalbevegelser. IMF vil legge økt vekt på dette i sine rådgivning.

IMF arbeider med å finne løsninger på hvordan en bedre kan involvere kreditorene før og under kriser for å begrense adferdsrisikoen og styrke markedsdisiplinen.

Et annet forebyggende tiltak er beredskapslåneordningen som IMF nylig har vedtatt. Ordningen gjelder for land som i utgangspunktet har en sunn økonomi, men som kan bli utsatt for smitte ved finansielle kriser. Land som omfattes av ordningen gis på visse vilkår forhåndstilsagn om finansieringsstøtte fra IMF.

Kriseberedskapen må ikke bli oppfattet som en sovepute. Det er ikke en selvfølge at IMF og andre internasjonale organer skal yte finansieringsstøtte. Når slik støtte gis, må det settes sterke krav til den økonomiske politikken i landet. Men denne kondisjonaliteten blir lite verd hvis vi ikke er villige til å ta i bruk sanksjoner dersom landet ikke innfrir kravene.

Avslutning

Prinsippene som er lagt ned for det videre arbeidet med det internasjonale finansielle system, innebærer at markedet fortsatt skal stå for fordelingen av kapitalen. Politikken oppgave blir å skape et godt rammeverk som markedet kan operere innenfor.

Etter min mening er dette veien å gå. Det er svært positivt og helt nødvendig med internasjonalt samarbeid på dette området. Jeg tror arbeidet vil lede til mer stabilitet, men også til at kapitalstrømmen til de framvoksende økonomiene tar seg opp igjen.

Men historien viser at kriser kommer og går med jevne mellomrom. Kanskje er det slik at det kun er minnet om gamle kriser og kollaps som hindrer nye kriser? La oss derfor håpe at minnet om de siste krisene ikke falmer for fort.