

Trenger vi IMF?

Av Anne-Berit Christiansen, fagdirektør, og Karsten Stæhr, seniorrådgiver, Internasjonal avdeling, Norges Bank.

Publisert i Økonomisk Forum nr. 8/2001.

Alle synspunkter er forfatternes og ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks.

Lederen i Økonomisk forum nr. 2001/4 reiste spørsmålet om vi, dvs. Norge, trenger IMF. I lederen hevdes det at IMF understøtter uholdbare fastkurssystemer ved å låne ut til land som ikke ønsker å la valutaen depresiere etter kapitalflukt. En følge er at kreditorene neglisjerer valutakursrisikoen, og denne typen moralsk hasard bidrar til å destabilisere finansmarkedene.¹ Lederen avslutter med spørsmålet om Norge bør ta forholdet til IMF opp til ny vurdering nå når Norge har innført inflasjonsstyring.

Lederen gir et noe misvisende inntrykk av hva som er IMF's funksjon og oppgaver. På denne bakgrunn kunne vi tenke oss å bidra til diskusjonen. Gitt vår arbeidsplass er vi naturlig nok ikke upartiske. Vi gir en kort oversikt over IMF's aktiviteter som er langt mer omfattende enn lederen legger opp til. Videre drøfter vi IMF's rolle i forbindelse med valg av valutakursregime. Et hovedpoeng er at for mange fremvoksende økonomier er valget av pengepolitikk mer komplisert enn lederen gir inntrykk av.

Kort om IMF²

Rammene rundt Det internasjonale valutafondet, IMF, ble bestemt mot slutten av 2. verdenskrig. Ved starten i 1945 hadde organisasjonen 29 medlemsland, i dag har antall medlemmer økt til 183. Bakgrunnen for opprettelsen av IMF var erfaringene fra mellomkrigstiden da landene forsøkte å skyve egne problemer over på andre land ved handels- og valutarestriksjoner og konkurrerende devalueringer. Dette bidro til produksjonsfall og masseledighet. Hovedformålet for organisasjonen var den gang som nå å legge grunnlag for monetær og finansiell stabilitet internasjonalt, som en forutsetning for vekst og velstand.

Fram til begynnelsen av 1970-tallet da fastkurssystemet brøt sammen, var IMF's viktigste oppgave å understøtte dette systemet. Etter sammenbruddet av Bretton-Woods har organisasjonen endret karakter. Økt omfang av kapitalbevegelser og sterkere integrasjon av finansmarkedene har ført til at oppmerksomheten i økende grad er blitt rettet mot å forebygge og hindre spredning av finansielle kriser.

IMF's virksomhet består i dag av tre områder; overvåking, kriselångivning og teknisk assistanse.

Alle medlemslandenes økonomier *overvåkes* løpende. IMF foretar regelmessig en gjennomgang av økonomien, en såkalt artikkel IV-konsultasjon, og avgir en rapport med vurderinger av utviklingen og anbefalinger om den økonomiske politikken. Rapporten diskuteres i IMF's styre. Om lag halvparten av medlemslandene har valgt å offentliggjøre disse rapportene. Globale økonomiske utviklingstrekk analyseres blant annet i publikasjonene *World Economic Outlook* og *Capital Markets Report*. Nylig har overvåkingen blitt utvidet med såkalte "Financial Sector Assessment Programs" der finanssektoren i et land gjennomgås. Denne overvåkingen er mer selektiv, og skal i første omgang konsentreres om land med problemer i finanssektoren eller som er viktige for det globale finansielle systemet.

Land som har *betalingsbalanseproblemer* eller står i fare for å få det, kan anmode IMF om lån. Hovedformålet er å gjenvinne tillit på de internasjonale finansmarkedene slik at långiving, utenlandske investeringer og betalingsformidling kan bli gjenopptatt i normalt omfang. Stabilisering av situasjonen er også viktig for hindre at problemene sprer seg til andre land. Kriselån fra IMF brukes til å forsterke valutareservene, noe som kan frigjøre ressurser til intervensjon på valutamarkedene, men også til betjening av myndighetenes gjeldsforpliktelser, til rekapitalisering av banksektoren eller til sikkerhetsstillelse ved rulling av gjeld. Før lån gis, forhandles IMF og landets myndigheter et låneprogram med tiltak som tar sikte på å rette opp økonomiske ubalanser og sette landet i stand til å tilbakebetale lånet. I krisesituasjoner spiller IMF også en koordinerende rolle i forhandlinger om lån fra andre internasjonale organisasjoner, enkeltland og private långivere.

Det siste tiåret har *teknisk assistanse* til medlemslandene fått en fremtredende plass. I 2000 mottok nesten alle fremvoksende økonomier en eller annen form for teknisk assistanse. IMF sender ut spesialister som bidrar med konkret rådgiving på hele det økonomisk-politiske området, herunder innføring av inflasjonsstyring, oppbygging av en sentralbank, statistikkinnsamling, regulering av finanssektoren osv.

Alle viktige beslutninger treffes av IMF's styre. Styret består av 24 direktører som representerer myndighetene i de 183 medlemslandene. IMF er finansiert ved at medlemslandene plasserer en del av sine valutareserver som innskudd i organisasjonen. Omfanget av innskuddene (og stemmeandelen i styret) er i hovedsak en funksjon av størrelsen på de enkelte lands økonomi. Norge er en del av den nordisk-baltiske valgkretsen som har en stemmeandel på 3,5 prosent. USAs andel er 17,2 prosent.

Moralsk hasard

Lederen i Økonomisk Forum peker på at IMF's utlån fører til "moralsk hasard" fordi investorene forventer at kriseland får hjelp. En slik undervurdering av risikoen ved investering i fremvoksende økonomier kan føre til en uønsket stor kapitalinngang, og i så måte bidra til finansiell ustabilitet. Et par kommentarer er på sin plass:

Moralsk hasard er en konsekvens av alle typer sikringsordninger. Det må i den konkrete situasjonen vurderes om moralsk hasard kan undergrave sikringsordningens stabiliserende effekt. I praksis vil en ofte beholde sikringsordningen, men innføre tiltak som reduserer den moralske hasarden (for eksempel selvrisiko ved forsikringer).

Moralsk hasard følger av en forventning om at gjeldsforpliktelser ikke misligholdes i krisesituasjoner. Muligheten for moralsk hasard er til stede *uansett* valg av valutakursregime ettersom IMF's sikkerhetsnett ikke er knyttet til det konkrete pengepolitiske regimet. Hvis muligheten for lån fra IMF fører til forventninger om at vekslingskursen aldri vil bli endret, vil dette kunne forverre problemet.

Gitt de siste årenes omfattende diskusjon om moralsk hasard som følge av IMF's långiving, er det overraskende lite empirisk forskning omkring spørsmålet. Et arbeidspapir fra IMF undersøker hvordan annonsering av store lånepakker fra IMF påvirker rentevilkårene for mottakerlandet og for fremvoksende økonomier generelt.³ Det er vanskelig å spore målbare effekter av IMF's lån. En mulig forklaring er at IMF's utlån er relativt små i forhold til omfanget av private lån og at internasjonale kreditorer derfor ikke kan vente å motta full kompensasjon ved kriser.

Problemet med moralsk hasard i forbindelse med IMF-lån kan reduseres på flere måter.⁴ Det er viktig at IMF ikke er for "rundhåndet" med lån. Lånene bør ha kort løpetid og renten være relativt høy. På disse områdene har IMF allerede gjennomført endringer. I tillegg bør lån følges av krav til den økonomiske politikken (kondisjonalitet) som gir rimelig trygghet for at landet kan komme ut av problemene. Det pågår for tiden viktige diskusjoner om hvordan kravene best kan utformes. Målet er

også i økende grad å trekke private kreditorer inn i kriseløsninger, for eksempel ved reforhandling av private lån.

IMF står fortsatt overfor store oppgaver med å redusere problemene med moralsk hasard. Men selv om IMF's sikkerhetsnett i noen situasjoner skaper større privat kapitalinngang enn ellers, kan det likevel være ønskelig. En rekke fremvoksende økonomier har vanskelig for å tiltrekke seg privat kapital, blant annet på grunn av store informasjonsproblemer. IMF's overvåkning, låneprogrammer og tekniske assistanse kan bidra til å øke tilliten til fremvoksende økonomier på de internasjonale kapitalmarkedene. Dette kan igjen bidra til at privat kapital kanaliseres til fremvoksende økonomier med stort vekstpotensial.

IMF og valutakurspolitikk

Valget av valutakursregime er ikke enkelt, verken i industriland eller fremvoksende økonomier. Alle regimer har fordeler og ulemper, og for enkeltland kan det til tider virke som om gresset er grønnere på den andre siden av gjerdet.

IMF gir ikke bare betalingsbalansestøtte til land med fast valutakurs. En stor del av lånene fra IMF har blitt gitt til land som har hatt flytekurs i lengre tid eller som innførte flytekurs kort før programmets start. Eksempler på førstnevnte er Russland i 1995, Mexico og Peru i 1999, og Brasil i 2001. Eksempler på sistnevnte er kriselandene i Asia som alle gikk over til flytekurs før de fikk lån utbetalt. IMF har også flere ganger under låneforhandlinger oppmuntret land til å innføre mer fleksible valutakurssystemer, men uten at myndighetene har ønsket å legge om politikken.

Valget av valutakursregime i fremvoksende økonomier er et viktig tema for IMF.⁵ Som en *hovedregel* sier IMF seg i dag enig i "det bipolare synet"; i en verden med stadig friere kapitalbevegelser må land velge enten helt fast valutakurs (valutaunion, seddelfond) eller tilnærmet fri flyt.⁶ Systemer med fast, men justerbar kurs (inkluderer også glidende devaluering, med eller uten korridor) har stor sannsynlighet for å bli utsatt for spekulasjonsangrep med betydelige realøkonomiske kostnader som konsekvens.

IMF's rådgivning til fremvoksende økonomier bygger i dag hovedsakelig på det bipolare synet, men organisasjonen kan ikke diktere medlemslandenes valg av valutakursregime. Innenfor det siste tiåret har det imidlertid vært en klar bevegelse mot de to polene (se figuren). Mange av landene som fortsatt har fast, men justerbar valutakurs er små utviklingsland med liten betydning for det internasjonale finansielle systemet.

De siste årene har en rekke fremvoksende økonomier forlatt et fastkursregime og innført inflasjonsstyring, blant andre Mexico, Polen, Sør-Korea, Brasil og Sør-Afrika. IMF har gjennom atskillige år prioritert forskning og politikkanalyse vedrørende inflasjonsstyring i fremvoksende økonomier.⁷ Videre har organisasjonen ytet teknisk assistanse til de fleste landene som har gått over til inflasjonsstyring. Erfaringene har til nå vært relativt gunstige, men i de fleste landene har systemet bare vært i bruk i kortere tid.

Det bipolare synet kan gi inntrykk av at land med flytekurs eller seddelfond/valutaunion er sikret finansiell stabilitet, mens land med faste, men justerbare kurser har sovet i økonomi-timen. Så enkelt er det ikke.⁸

Land som fører en økonomisk politikk som gir opphav til store ubalanser, kan ikke bli "reddet" av for eksempel inflasjonsstyring. Svært store budsjettunderskudd vil føre til inflasjon og monetær ustabilitet, uansett valutakurspolitikk og valg av pengepolitisk regime.

Fremvoksende økonomier med flytekurs kan oppleve store valutakursfluktasjoner. Til tider har slike valutakursbevegelser sammenheng med forventningsskift som ikke har basis i underliggende fundamentale forhold. Store valutakursendringer og lengre perioder med appresierende eller depresierende valutakurs kan være uheldig av flere årsaker. For det første skaper det usikkerhet for de konkurranseutsatte næringene, og fremvoksende økonomier kan generelt ikke tillate seg å se bort fra hvordan industrisektoren utvikler seg

For det andre har mange utviklingsland stor utenlandsgjeld (privat eller offentlig) og gjelden er nesten alltid denominert i dollar, euro eller yen. Store endringer i valutakursen i forhold til industrilandene skaper usikkerhet og en depresierende valuta vil kunne fordyre gjeldsbetjeningen for låntakerne.

Mange fremvoksende økonomier har opplevd svært høy inflasjon, i noen tilfeller også hyperinflasjon. I nesten alle stabiliseringsprogrammer brukes valutakursen som "nominelt anker", dvs. valutakursen knyttes til en stabil utenlandsk valuta. Norge valgte også denne strategien i forbindelse med disinflasjonspolitikken fra 1986.

Valutakursen som nominelt anker gir en "gjennomsiktig" pengepolitikk som kan stabilisere inflasjonsforventningene. Pengemengdestyring ved disinflasjon er lite anvendt fordi omløpshastigheten varierer sterkt, er vanskelig å anslå og kan falle markert hvis programmet er troverdig. I tilfeller der inflasjonsprosessen utviser stor treghet vil et valutakurssystem med fast, men justerbar, valutakurs (for eksempel en "crawling peg") kunne være ønskelig. Det er imidlertid viktig med en utgangsstrategi som spesifiserer når og hvordan denne mellomløsningen skal forlates.

I mange fremvoksende økonomier vil inflasjonsstyring være vanskelig å implementere. Det er stor usikkerhet rundt effekten av renteendringer, og strukturendringer betyr at sammenhengen mellom rente og inflasjon ikke er stabil. Renteendringer kan være relativt ineffektive i økonomier med dårlig utviklede finansmarkeder. I små økonomier vil inflasjonen i stor grad være bestemt av importprisene, slik at pengepolitikken uansett må ta hensyn til valutakursendringer.

Både i 1999 og 2000 var en av anbefalingene fra i artikkel IV-konsultasjonen at Norge burde innføre direkte inflasjonsstyring i pengepolitikken.⁹ Dette rådet var neppe utslagsgivende for at Regjeringen tidligere i år valgte å innføre inflasjonsmål, men det illustrerer at IMF ikke ukritisk anbefaler fast valutakurs. Inflasjonsstyring kan passe for Norge, men for andre land kan seddelfond eller andre former for valutakursstyring være en bedre løsning.¹⁰

Trenger Norge IMF?

Det er vanskelig å se at overgang til inflasjonsmål er et argument for at Norge skal revurdere sitt forhold til IMF, slik lederen i Økonomisk Forum antydte. IMF har et globalt ansvar for å bidra til finansiell og monetær stabilitet. Norges politikk er å engasjere seg aktivt i internasjonalt økonomisk samarbeid. Finansiell stabilitet er også i vår egen interesse. Finansielle kriser i enkeltland får ikke bare negative effekter i landet selv, men kan forplante seg langt utenfor landets grenser. Krisen i Russland fikk store smittevirkninger i internasjonale finansmarkeder, selv om landets andel av verdens BNP bare er i overkant av 2 prosent. Også i Norge merket vi krisen – høsten 1998 var det uro i det norske finansmarkedet og det oppsto press mot kronen.

Siden Asia-krisen i 1997 har det vært en kontinuerlig diskusjon om reform av IMF, både innenfor organisasjonen og som ledd i den bredere debatten om globalisering. Som et lite land med åpen økonomi er det viktig for Norge å være representert og delta i diskusjonen i representative organisasjoner som IMF. Sett med norske øyne er det bekymringsfullt at de reelle beslutningene i

denne type spørsmål i betydelig grad ser ut til å bli tatt i ulike ad-hoc fora som G7, G10, G20 osv. der små land ikke er representert.

IMF har endret seg på mange områder siden organisasjonen ble grunnlagt, og prosessen vil fortsette. Økende globalisering og erfaringene fra de siste års kriser i fremvoksende økonomier er vesentlige faktorer i denne prosessen. Det er derfor viktig med en løpende diskusjon om IMF's rolle og oppgaver, og det er gledelig at denne type spørsmål også tas opp i Økonomisk forums spalter. I begynnelsen av oktober er det årsmøter i IMF og Verdensbanken i Washington, og det vil igjen bli stor oppmerksomhet omkring globalisering og de internasjonale økonomiske organisasjonenes rolle.

Fotnoter

1 Det engelske uttrykket "moral hazard" oversettes rettelig med adferdsrisiko som gjenspeiler at en sikringsordning kan føre til økt risiko på grunn av endret adferd. Det virker imidlertid som om uttrykket "moralisk hasard" har bitt seg fast på norsk.

2 Mer informasjon finnes på [IMFs internettside](#).

3 Lane, Timothy & Steven Phillips (2000): "Does IMF financing result in moral hazard?", IMF Working Paper WP/00/168.

4 Se Sandal, Knut & Anders Svor (2001): "Internasjonale finanskriser - kan og bør det finnes en internasjonal 'lender of last resort'", *Penger og Kreditt*, nr. 1, for en drøfting av de konkrete tiltakene. Se også Arild J. Lund (1999): "Ny finansiell arkitektur - forslåtte reformer for finansmarkedene", *Penger og Kreditt*, nr. 2.

5 Tvilere kan gå inn på IMF's hjemmeside www.imf.org og søke på for eksempel "choice of exchange rate regime". Se også Mussa, Michael m.fl. (2000): "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy", *IMF Occasional Paper*, nr. 193.

6 Se for eksempel Fischer, Stanley (2001): "Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?", *Finance & Development*, IMF, bind 38, nr. 2.

7 Schaechter m.fl. (2000): "Adopting inflation targeting: Practical issues for emerging market countries", *IMF Occasional Paper*, nr. 202.

8 Det følgende bygger blant annet på Zettelmeyer, Jeromin (2001): "Exchange rate regimes in developing countries and emerging markets", *IMF Research Bulletin*, bind 2, nr. 1.

9 IMF (2000): "Norway - 2000 Article IV consultation. Concluding statement of the mission. IMF (1999): "Norway - 1999 Article IV consultation. Concluding statement of the mission October 26, 1999", www.imf.org.

10 Se også Frankel, Jeffrey (1999): "No single currency regime is right for all countries or at all times", *Princeton Essays in International Finance*, no. 215, Princeton University Press.

- Mer informasjon om IMF finnes på organisasjonens internettside.
- For kritiske vurderinger av IMF, se for eksempel Global Policy Forum's analyser.

- Meltzer-kommisjonen foreslår vesentlige endringer i IMF's arbeidsfelt, se Report of the international financial institution advisory commission, mars 2000.
- For mer hardtslående synspunkter, se www.destroyimf.org