

# NY GLOBAL FINANSIELL ARKITEKTUR

## - FORESLÅTTE REFORMER FOR FINANSMARKEDENE

Arild J. Lund, spesialrådgiver i Område II - Finansmarkeder og betalingssystemer, Norges Bank

Det er fremmet en rekke forslag med sikte på å reformere det internasjonale finansielle system etter de siste års internasjonale finanskriser.<sup>1</sup> Siktemålet er å redusere risikoen for nye kriser av denne type og å håndtere kriser som likevel måtte oppstå, på en bedre måte. Forslagene, som går under fellesbetegnelsen «ny finansiell arkitektur», omfatter både makroøkonomisk politikk, reformer av finansmarkedene og internasjonale institusjoners rolle i overvåking og politikktutforming. I denne artikkelen drøftes i første rekke forslagene knyttet til finansmarkedenes funksjonsmåte. Bakgrunnen for disse forslagene er at det forut for krisene ble tatt mange investeringsbeslutninger der risikoen ikke ble vurdert godt nok. Dette kan dels skyldes ulike former for eksplisitte og implisitte garantier, som skapte uklarhet om risiko og ansvarsforhold. Et annet problem var at mange lån inneholdt klausuler som forsterket krisen når denne først var et faktum. De foreslåtte tiltakene tar sikte på å bøte på disse svakhetene. Gjennom mer og bedre standardisert informasjon skal grunnlaget for investerings- og utlånsbeslutninger bli bedre. Privat sektor skal trekkes mer med i krisehåndteringen, dels for å sikre en bedre fordeling av byrdene ved selve krisehåndteringen, dels for å sikre at privat sektor på forhånd vurderer risikoen i sine engasjementer på en bedre måte enn tidligere.

### Bakgrunn

En meget kraftig vekst i kapitalinngangen til framvoksende økonomier på 1990-tallet var en hovedårsak til de krisene som fulgte, jf. tabell 1. Disse landenes integrasjon i verdenshandel og det internasjonale kapitalmarked gav dem lenge høy vekst og en sterk bedring av levestandarden. Avkastningen på investert kapital var høy. Landenes finansielle system var imidlertid ikke beredt på å håndtere så store kapitalstrømmer som etter hvert oppstod. Mange land, blant annet Norge, har hatt lignende problemer med å tilpasse seg et deregulert kapitalmarked. Kapitalinngangen til de nye framvoksende økonomiene gikk etter

hvert til investeringer med lavere avkastning eller førte til oppblåste formuespriser. Krisen oppstod da

<sup>1</sup> De mest enhetlige presentasjonene av forslagene finnes i rapportene fra den såkalte Willard-gruppen (arbeidsgruppe under G33, der både industri- og utviklingsland deltar): *Reports on the International Financial Architecture, Reports of the working groups on 1) Transparency and Accountability; 2) Strengthening Financial Systems; 3) International Financial Crises*, (E), Bank of International Settlements (BIS), oktober 1998 (<http://www.bis.org/publ/index.htm>) og i Barry Eichengreen, *Toward a new international financial architecture. A practical post-Asia agenda*. Institute for International Economics, Washington, DC, Februar 1999. Se også Audun Grønn: «Rammer for internasjonal økonomi», i *Sentralbanken i forandringens tegn, Festskrift til Kjell Storvik, Norges Banks Skriftserie nr. 28*, Oslo 1999.

Tabell 1. Netto kapitalinngang til framvoksende økonomier.<sup>1</sup> Milliarder USD

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1992-98
Totalt	156,3	197,6	196,2	269,7	331,8	298,5	195,7	1645,8
Offentlig	38,7	22,5	26,2	40,9	3,6	36,9	52,5	221,3
Prosent av total	24,8	11,4	13,4	15,2	1,1	12,4	26,8	13,4
Privat	117,6	175,1	170,0	228,8	328,2	261,6	143,2	1424,5
Prosent av total	75,2	88,6	86,6	84,8	98,9	87,6	73,2	86,6
Banker	37,7	25,2	43,4	99,5	120,4	30,9	-29,1	328,0
Andre kreditorer	43,6	66,2	30,0	23,4	78,8	88,7	49,4	380,1
Direkte investeringer	28,5	40,6	67,2	81,4	93,3	116,2	120,4	547,6
Porteføljeinvesteringer aksjer	14,4	43,2	29,4	24,4	35,7	25,7	2,4	175,2

<sup>1</sup> Kina, India, Indonesia, Malaysia, Filippinene, Sør-Korea, Thailand, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Mexico, Peru, Uruguay, Venezuela, Bulgaria, Tsjekkia, Slovakia, Ungarn, Polen, Romania, Russland, Tyrkia, Algerie, Egypt, Marokko, Sør-Afrika, Tunis.

Kilde: *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises in Emerging Markets*, Institute for International Finance, Washington D.C., april 1999.

investorene ble klar over at avkastningen av deres investeringer ikke ville bli så høy som forventet. Alle ville trekke seg ut på en gang, og det oppstod valutakrise, gjeldskrise og et kraftig økonomisk tilbakeslag. Som ved de fleste finanskriser var overdreven optimisme og sterk gjeldsvekst grunnleggende årsaker også til krisene på 1990-tallet.

På grunn av landenes integrasjon både i internasjonal handel og i det internasjonale kapitalmarked smittet uro raskere enn før til andre land. Valutakursendringene som fant sted, var i seg selv en årsak til spredningen. Spredningen skyldtes dessuten at mange investorer trodde at når et land hadde en spesiell type problemer, var det grunn til å vente lignende problemer i sammenlignbare land.

Spørsmålet om likviditet står sentralt i de fleste finanskriser. Både Mexico i 1994 og de asiatiske kriselandene noen år senere hadde bygget opp en betydelig valutilikviditetsrisiko ved at landenes kortsiktige valutagjeld langt oversteg deres samlede kortsiktige valutafordringer.<sup>2</sup> Når det i en slik situasjon oppstod tvil om landets betalingsevne slik at muligheten for å forlenge eller fornye valutagjelden falt bort, ble (valuta)likviditetsproblemet akutt. Det følger av dette at større valutareserver vil redusere muligheten for krise. En valutakrise trenger for øvrig ikke være generert av et slikt misforhold mellom kortsiktig gjeld og fordringer i valuta, jf. teorier for spekulative angrep.<sup>3</sup>

Den generelle makroøkonomiske politikken (finanspolitikk og pengepolitikk, herunder valg av valutakursregime) er viktig for å unngå finansielle kriser. Gjennom en politikk som er rettet mot sunne fundamentale forhold, som lav inflasjon og lave underskudd både på de offentlige budsjetter og i utenrikshandelen, har man lagt et solid grunnlag for stabile finansielle forhold. Ulike sider ved slike makroøkonomiske forhold står sentralt i arkitekturdiskusjonen.

Erfaringene fra flere av de kriserammede asiatiske landene viser at solide fundamentale

forhold ikke er tilstrekkelig for å unngå problemer. Atferden i finansiell sektor og hvilke rammebetingelser sektoren er underlagt, både i debitor- og kreditorland, er også svært viktig. Det er denne delen av diskusjonen om en ny finansiell arkitektur denne artikkelen vil begrense seg til.

De foreslåtte tiltakene kan deles inn i ulike grupper:

- Mer åpenhet, flere og bedre standarder og bedre tilsyn
- Regulering av og styrking av nasjonale finansinstitusjoner og markeder
- Involvering av privat sektor i forebygging og kriseløsning

Disse punktene vil bli diskutert hver for seg i de neste avsnittene.

## **Mer åpenhet, flere og bedre standarder og bedre tilsyn**

Forslagene på dette feltet sikter mot å styrke informasjonsgrunnlaget for de beslutningene som tas av aktørene både på de nasjonale, men særlig på de globale finansmarkedene. I forbindelse med internasjonale finanskriser er et hovedproblem mangel på informasjon om og innsikt i den makroøkonomiske utviklingen i andre land, herunder om mål og midler i den makroøkonomiske politikken og om type og dekning av det sikringssystem som er opprettet overfor finansinstitusjonene. Denne mangel på informasjon kan dels være et resultat av manglende utbygd statistikk, men også av bevisste forsøk på å unndra opplysninger. Mer informasjon vil kunne redusere den flokkatferden som gjerne følger med uinformerte aktører, og dermed også redusere faren for oppbygging av ubalanser. Mer informasjon vil også redusere det generelle problemet med asymmetrisk informasjon innenfor finansiell virksomhet, som består i at låntakerne nødvendigvis vet mer om seg selv og sine prosjekter enn långiverne.

Flere og bedre internasjonale standarder, for eksempel innenfor revisjon eller regnskap, vil gjøre det enklere å vurdere risikoen i forbindelse med et prosjekt eller et land. Samtidig vil det bli enklere å sammenligne informasjon fra ulike land, noe som er blitt stadig viktigere i en verden der informasjonstilgangen og internasjonaliseringen

<sup>2</sup> Flere har pekt på betydningen av netto valutilikviditet (totale valutareserver minus kortsiktig valutagjeld) som en viktig indikator for et lands evne til å motstå valutauro. Se for eksempel Steven Radelet og Jeffrey Sachs: *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Harvard Institute for International Development, 20. april 1998, (<http://www.hiidd.harvard.edu>).

<sup>3</sup> Se for eksempel Øistein Røisland og Karsten Stæhr: «Kan teorier for spekulasjonsangrep forklare krisen i Øst-Asia?», *Penger og Kreditt* nr 1/1998.

øker raskt. Land som ikke oppfyller rimelige krav til informasjon og som ikke følger vedtatte standarder, må regne med å betale for dette i form av en høyere risikopremie på sine lån.

I tillegg til å gjøre investorene bedre informert om hvilke risiki de påtar seg, vil slike tiltak utgjøre et insitament for land til å gi ut mer og bedre informasjon om forholdene i landet. Det kan i neste omgang føre til grunnleggende endringer i økonomien.

Nå har mangel på informasjon og åpenhet neppe vært den utløsende årsak til de finanskrisene vi har sett de seneste årene. Undersøkelser har funnet at de kriserammede landene i Asia ikke har vært mindre åpne enn andre framvoksende økonomier som ikke ble rammet av krise, eller hva nåværende industriland var på tilsvarende stadium i sin utvikling.<sup>4</sup> Det er også påfallende at selv de best informerte aktørene i svært liten grad var i stand til å forutse de problemene som kom. Økt informasjon og mer åpenhet vil derfor heller ikke fjerne risikoen for nye kriser.

Det har imidlertid vært enkelte situasjoner de siste årene der mer informasjon kunne ha redusert omfanget av krisen når denne først var et faktum. Det mest omtalte eksemplet er Thailand, der det er blitt pekt på at dersom landet hadde offentliggjort informasjon om netto valutareserver og ikke bare brutto valutareserver, ville krisen blitt utløst på et tidligere tidspunkt og dermed kunne fått et mindre omfang enn den faktisk fikk.<sup>5</sup> Bedre informerte aktører kunne også redusert spredningen av krisen.

Det er allerede gjennomført flere tiltak med sikte på mer åpenhet og flere og bedre standarder de seneste årene, mange av dem i regi av IMF:

- det er opprettet ulike standarder for hvordan land skal forhåndsvarsle om at det vil bli offentliggjort nye tall for økonomiske data og om hvilke data som skal offentliggjøres. Standardene har flere nivåer når det gjelder mengden av informasjon og hvor raskt den skal foreligge. Landene må på forhånd angi hvilken standard de ønsker å

følge. Foruten å sikre god informasjon til private aktører vil slike standarder skape et insentiv for de enkelte land til å være mest mulig åpne.<sup>6</sup>

- IMF er i ferd med å utarbeide retningslinjer for hva som er god praksis når det gjelder åpenhet omkring finanspolitikk, pengepolitikk og overvåking av finansiell sektor.
- IMF har gjennomført flere tiltak med sikte på mer åpenhet om organisasjonens vurdering av de enkelte land og om dens drøftinger av politikkspørsmål mer generelt. I forbindelse med de faste årlige konsultasjoner av de enkelte medlemsland i IMF, som i utgangspunktet er unntatt offentlighet, oppfordres medlemslandene til å medvirke til at det gis ut en pressemelding (Public Information Notice - PIN) med hovedpunktene fra styrediskusjonen etter konsultasjonen. 70 prosent av medlemslandene har så langt akseptert dette, herunder Norge. IMF skal videre sette i gang et prøveprosjekt der selve rapporten i forbindelse med konsultasjonen offentliggjøres. Det er ikke bestemt hvilke land som skal være med i dette prøveprosjektet.

Det er ikke avklart om en internasjonal institusjon skal ha ansvar for å overvåke at standardene følges og om det skal etableres et system med sanksjoner mot land som ikke følger standardene.

Bedre tilsyn med finansiell sektor vil bidra til en sunnere og mer solid finansnæring. Dette vil både redusere faren for at det oppstår finansielle ubalanser og bidra til en finansnæring som vil være mer robust om en «boble brister». Arbeid med å styrke tilsynsvirksomheten pågår mer eller mindre kontinuerlig. Den gjeldende filosofi er at internasjonale organer bør bli enige om hva som er best praksis på dette området og så hjelpe til slik at denne praksisen får størst mulig utbredelse. Sentralt i denne forbindelse står et sett med 25 grunnleggende prinsipper for banktilsyn (Core Principles) utgitt av Baselkomiteen.<sup>7</sup>

Som følge av de akutte valutalikviditetsproblemene som oppstod i Mexico og Thailand, er det

<sup>4</sup> Sammenhengen mellom åpenhet og kriser er nærmere drøftet i Jason Furman og Joseph Stiglitz: «Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia», *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 1998, Washington DC, 1999.

<sup>5</sup> Thailand foretok store intervensjoner gjennom å selge valuta på termin. Bankene som kjøpte valutaen på termin, måtte umiddelbart dekke seg inn ved å kjøpe den lokale valutaen. En oppnådde dermed en umiddelbar effekt på valutakursen, mens operasjonen først påvirket valutareservene når terminkontrakten ble innfridd.

<sup>6</sup> Disse standardene, *Special Data Dissemination Standard (SDDS)*, er nærmere beskrevet i Vetle Hvidsten: «Ny internasjonal standard for spredning av statistikk», *Penger og Kreditt* nr. 3/1996.

<sup>7</sup> Se Basle Committee on Banking Supervision, *Core Principles for Banking Supervision*, Basel Sveits, Bank for International Settlements (BIS), 1996. Baselkomiteen består av representanter fra sentralbanker og tilsynsmyndigheter i G10-landene (USA, Japan, Tyskland, Canada, Italia, Frankrike, Storbritannia, Nederland, Belgia, Sverige og Sveits) pluss Luxemburg.

også fokusert på at land og finansinstitusjoner og bedrifter må få bedre systemer og rutiner for å kontrollere denne type risiko. OECD har i den forbindelse nylig presentert et sett med prinsipper for god økonomistyring i bedrifter (Principles of Corporate Governance) som inneholder forslag både om å bedre styringen i den enkelte bedrift og om hvordan myndighetene kan legge forholdene til rette for bedre styring.<sup>8</sup>

## Reguleringer og styrking av nasjonale finansinstitusjoner og markeder

### *Reduserte internasjonale interbanklån*

For stor kortsiktig kapitalinngang til de kriserammede økonomiene før krisen, særlig i form av banklån over interbankmarkedet, har vært pekt på som en hovedårsak til de senere krisene, jf. tabell 1. Som annen kapitalinngang bidro denne til bobler i eiendoms- og aksjemarkedene og muliggjorde realisering av investeringsprosjekter med stadig lavere avkastning. Interbanklånenes kortsiktige karakter innebar en betydelig valutalikviditetsrisiko slik at landene var svært utsatt da kapitalstrømmene snudde.

Eksistensen av et sikkerhetsnett for banker både i långiver- og låntakerlandet kan ha medvirket til den sterke veksten i disse interbanklånene gjennom såkalt atferdsrisiko («moral hazard»). De store internasjonale bankene, som har vært mest aktive i denne interbankaktiviteten, kan ha antatt at lån til banker i framvoksende økonomier i en eller annen forstand er beskyttet av mottakerlandets sikkerhetsnett. For eksempel kan låntakerbanken ha vært så stor i vedkommende land at långiveren har antatt at myndighetene i landet ikke vil la den gå over ende («too big to fail»). De kan også ha antatt at myndighetene i landet vil sørge for at bankene kan dekke alle sine forpliktelser overfor utenlandske kreditorer for å unngå at denne finansieringskilden skal tørke inn. De har derfor ansett disse lånene som nærmest like sikre som lån til de statlige myndigheter i vedkommende land og priset lånene deretter. At IMF's hjelpepakker, som for eksempel i forbindelse med Mexico krisen, har medvirket til at de internasjonale bankene i betydelig grad har kunnet trekke seg ut uten tap på sine interbank-

engasjementer, kan ha forsterket problemet. Utlån med bakgrunn i atferdsrisiko gir feilallokering av ressurser og tilsier en endring av insentivene for å få til en bedre tilpasning.

Det foreligger forslag om å redusere denne type atferdsrisiko ved å øke kostnadene knyttet til interbanklån både på etterspørsels- og tilbudssiden. Et slikt forslag er blant annet fremmet av den amerikanske sentralbanksjefen Alan Greenspan.<sup>9</sup> For å redusere etterspørselen fra banker i framvoksende økonomier kan kravet til kapitaldekning differensieres ikke bare etter bankens fordringer, men også etter deres gjeld. Internasjonal interbankgjeld kan i så fall gis et kapitalkrav som gjør denne form for finansiering mindre gunstig. Et alternativ er å pålegge banker i framvoksende økonomier en eksplisitt avgift på finansiering over interbankmarkedet for den implisitte garantien som ligger i landets sikkerhetsnett overfor bankene. En tredje mulighet er å innføre et reservekrav på denne type finansiering.

På tilbudssiden går forslaget ut på å øke vekten av denne type lån i beregningsgrunnlaget for bankenes kapitalkrav. Det vil øke kostnadene for denne type lån og dermed redusere omfanget av dem. I de eksisterende kapitaldekningskravene skal for eksempel 20 prosent av alle lån til finansinstitusjoner i OECD-området regnes med i beregningsgrunnlaget for kapitalkravene. For finansinstitusjoner utenfor OECD-området skal 20 prosent av lån med løpetid under 1 år, men 100 prosent av lån med løpetid over 1 år regnes med. Et åpenbart problem med disse vektene er at de favoriserer kortsiktige lån til framvoksende økonomier. Distinksjonen mellom OECD-området og andre land blir også kunstig sett i lys av at Mexico og Sør-Korea, nåværende OECD-land, har vært hardt rammet av finanskrise på 1990-tallet.

Baselkomiteen la nylig fram et forslag til endringer i kapitaldekningskravene.<sup>10</sup> Forslaget innebærer at alle interbanklån skal ha minst 20 prosent vekt i beregningsgrunnlaget. Ut over det foreslås to alternative metoder for differensiering av vekten, enten at den skal være basert på risikoklassifiseringen til landet låntakerbanken hører hjemme i, eller på klassifiseringen til låntakerban-

<sup>8</sup> Se *OECD Principles of Corporate Governance*, <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>

<sup>9</sup> I innlegg til *34th Annual Conference on Bank Structure and Competition* (7. mai 1998), Federal Reserve Bank of Chicago.

<sup>10</sup> *A New Capital Adequacy Framework, Consultative paper issued by the Basel Committee on Banking Supervision*, Basel, juni 1999. (<http://www.bis.org/publ/index.htm>).

ken selv. Lån til banker i land med svært dårlig risikoklassifisering kan få en vekt på hele 150 prosent ifølge det første alternativet. Forslagene vil generelt øke kostnadene ved interbanklån, men åpner for større grad av differensiering etter risiko.

I forbindelse med uroen er det også blitt reist spørsmål ved den rollen sterkt belånte investorer spilte for spredning av uroen. Mye oppmerksomhet er i den forbindelse rettet mot såkalte «hedge fund». I utgangspunktet vil denne type investorer på mange måter bedre funksjonsmåten til finansielle markeder. For det første er de ikke omfattet av offentlige garantier av noe slag. Det eksisterer derfor ikke den type atferdsrisiko som bankene er gjenstand for gjennom blant annet systemet for innskuddssikring. For det andre inntar slike investorer ofte posisjoner der de vil tjene på en normalisering av unormale markedsforhold. Dermed vil de også bidra til en slik normalisering. For det tredje bidrar de til mer likvide markeder.

Denne likviditetsskapende egenskapen betyr også at når slike investorer samlet trekker seg ut av et marked, kan det oppstå betydelige likviditetsproblemer. Det skjedde høsten 1998 i kjølvannet av problemene i Russland. Når myndighetene vurderer å sette i verk tiltak mot denne type investorer, er det imidlertid i første rekke på grunn av bankenes eksponering overfor dem. «Hedge fund» er karakterisert ved lite åpenhet om sine plasseringer og sin strategi. Forslagene som er blitt reist, dreier seg i første rekke om mer informasjon om denne type investorers virksomhet og spesielt om bankenes eksponering overfor dem.

### *Reguleringer av kapitalbevegelser*

De senere års finansielle uro har også reist en debatt om regulering av kapitalbevegelser. Fram til Asiakrisen brøt ut, var det noe nær konsensus om at de positive resultatene av å integrere et land i de internasjonale kapitalmarkeder - bedre ressursallokering, bedre risikodiversifisering, spredning av teknologi, riktig kanalisering av sparing og investering - mer enn oppveide mulige negative konsekvenser, som flyktige kapitalbevegelser og mulig press på valutakursen. Erfaringene fra industrilandene viste dessuten at det kunne være vanskelig å regulere flyktige kapitalstrømmer og at reguleringsenes effektivitet derfor var usikker. Et ofte benyttet argument mot reguleringer var også at de kunne bli sovepute og utsette nødvendige omlegginger av

andre deler av den økonomiske politikken. Erfaringene fra mange industriland tilsa at man i selve liberaliseringsprosessen burde gå forsiktig fram og blant annet sørge for å liberalisere kapitalutgang før inngang og passe på at makroøkonomisk stabilitet og et godt banktilsyn var opprettet før liberaliseringen. Gitt at disse betingelsene var oppfylt, var full kapitalliberalisering sett på som ønskelig. IMF ønsket til og med å endre sine statutter slik at organisasjonen skulle få legalt ansvar også for kapitalbevegelser og på sikt fremme en full liberalisering på dette området i alle medlemslandene.

Etter at de siste års finansielle uro har vist at kapitalbevegelser kan bli så store og ukontrollerbare at de kan true stabiliteten både i det enkelte land og internasjonalt, har det utviklet seg en mer forsiktig holdning til dette spørsmålet. Ikke bare er det blitt foreslått å bremse liberaliseringen i de land som fortsatt har vesentlige reguleringer igjen, men enkelte har også foreslått at man gjeninnfører enkelte reguleringer. Det er også blitt reist spørsmål ved grunnlaget for den tidligere relativt brede konsensus om frie kapitalbevegelser som et ubetinget gode. Blant annet er det pekt på at det i motsetning til hva som er tilfellet med handel med varer og tjenester, ikke er et like klart teoretisk og empirisk fundament for en slik konsensus.<sup>11</sup>

Det synes i den forbindelse å være nokså bred enighet om at eventuelle kapitalreguleringer i første rekke må være forebyggende. De må først og fremst søke å hindre at det bygger seg opp ubalanser, dvs bremse kapitalinngangen til og øke kapitalkostnadene for land der det kan være fare for pressproblemer. De fleste utviklingsland vil være tjent med mer tilgang på utenlandsk kapital, slik at det gjelder å unngå at de som trenger mer kapital også rammes. Det hersker samtidig nokså bred enighet om at å innføre reguleringer av utgående kapitalbevegelser i en krisesituasjon kan være direkte uheldig og forsterke spredning av uro til andre land. Videre er det enda sterkere enn før understreket hvor viktig det er at et godt finanstilsyn er på plass før en gjennomfører en så drastisk endring av den hjemlige finansnærings rammebetingelser som en liberalisering av kapitalbevegelser innebærer. Chiles begrensinger på kortsik-

<sup>11</sup> Se for eksempel Jagdish Bhagwati, «The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars», *Foreign Affairs*, mai/juni 1998.

tig kapitalinngang blir ofte trukket fram som et eksempel på et fornuftig tiltak på dette området, selv om det langt fra er konsensus om effekten av deres reguleringer.<sup>12</sup>

### Trekke privat sektor med i kriseløsningen («bailing in»)<sup>13</sup>

Dette er forslag som i første rekke tar sikte på å få til en bedre krisehåndtering. Med bakgrunn i den sterke veksten i privat kapitalinngang til framvoksende økonomier blir det argumentert med at en må sikre at privat sektor også bidrar til å løse de problemene denne økte kapitalinngangen skaper. Det blir hevdet at i de redningsaksjonene det internasjonale samfunn har satt i verk de siste årene overfor krisene i Mexico (1994) og Asia (1997), har private långivere sluppet for billig unna. Det fortøner seg åpenbart urimelig at långivere som har krevd en relativt høy rente nettopp på grunn av konkursfaren, fritas for tap når en «konkurs» oppstår. Særlig IMF's midler er blitt benyttet til å innfri landenes kortsiktige forpliktelser i form av internasjonale bankers interbankinnskudd og annen kortsiktig kapitalinngang. Nå er dette ikke så overraskende, gitt at krisen nettopp er karakterisert ved en akutt mangel på valutilikviditet. Mange investorer har på den annen side åpenbart måttet ta betydelige tap på grunn av fallet i markedsverdi på mer langsiktige plasseringer.

Tiltak med sikte på å bedre krisehåndteringen vil ha konsekvenser for atferden under normale tider. Investorer vil ta seg betalt for inngrep som gjør det vanskeligere for dem å trekke seg ut i en krisesituasjon, mens tiltak som forenkler prosedyrer og gjør det lettere for investorer å trekke seg ut i krisesituasjoner vil redusere lånekostnadene. En må derfor vurdere de konkrete tiltakene både ut fra hvordan de kan bidra til selve løsningen av en krise og hvordan de påvirker atferden under normale forhold.

En forlengelse av løpetiden på framvoksende økonomiers gjeld vil nærmest automatisk føre til at privat sektor må bære mer av kostnadene i krisesituasjoner. I forbindelse med kriser vil nemlig markedsverdien av mer langsiktige plasseringer normalt falle. I tillegg vil en slik løpetidsforleng-

else redusere den likvidetsrisikoen låntakerlandet står overfor. Obligasjonslån er vanligvis mer langsiktige enn banklån, slik at økt bruk av obligasjonslån i utgangspunktet vil øke løpetiden. Dette er imidlertid ikke alltid tilfellet, da mange obligasjonslån inneholder opsjoner som muliggjør tidlig innløsning av lånet. I den grad obligasjonseierne benytter en slik mulighet, vil det kunne forsterke et likviditetsproblem.

I spørsmålet om hvordan privat sektor kan trekkes mer med i en kriseløsning, er det andre viktige forskjeller mellom banklån og obligasjonslån. Ved banklån er det en eller et mindre antall (ved syndikerte lån) kreditorer. Rent praktisk vil det derfor være enklere å inngå avtaler med kreditorene ved et banklån enn ved obligasjonslån med et stort antall långivere. I motsetning til syndikerte banklån mangler ofte obligasjonslån også klausuler om hvordan et eventuelt tap på et lån skal fordeles mellom kreditorene. En enkelt obligasjonseier kan derfor i slike situasjoner gå til sak mot andre obligasjonseiere eller låntaker, noe som kan trekke en mulig løsning i langdrag. Ved banklån vil også myndighetene gjennom sentralbanken eller tilsynsmyndighetene ha en betydelig makt til å presse bankene til å godta en bestemt løsning.

Distinksjonen mellom banklån og obligasjonslån er også blitt viktig fordi det har vært en sterk økning i andelen obligasjonslån de siste årene. Mens kapitalinngangen til utviklingsland fram til slutten av 1980-tallet stort sett hadde form av syndikerte banklån til landets myndigheter eller med garantier fra myndighetene, har finansieringen de siste 10 årene tatt stadig nye former; både kortsiktig som interbanklån og mer langsiktig som obligasjonslån, direkte investeringer, aksjer og obligasjoner. Videre er mer og mer av kapitalinngangen gått til privat sektor, jf. tabell 1. Selv om denne utviklingen kan ha gjort det vanskeligere å reforhandle gjeld under en krise, kan det større antall instrumenter også ha lagt grunnlaget for en mer fleksibel respons på en krise. Om noen kanaler tørker inn, kan andre kilder for kreditt fortsatt være åpne.

Det eksisterer flere ulike forslag med sikte på å trekke privat sektor sterkere med i kriseløsninger:

- Opprette råd av kreditorer og debitorer som kan forhandle i tilfelle krisesituasjoner.

Forslaget søker å forhåndsetablere prosedyrer for hvordan kreditorer og debitorer kan komme

<sup>12</sup> Se *Revidert nasjonalbudsjett 1999*, kapittel 3.5 for en nærmere drøfting av de chilenske tiltakene.

<sup>13</sup> En viktig kilde for denne diskusjonen er IMF: *Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises*, Washington D. C., april 1999.

sammen i tilfelle kriser. Forslaget er av relativt mild karakter og vil neppe ha store konsekvenser dersom det ikke bygges inn flere forpliktelser enn å avholde møter. Et beslektet forslag er å sikre en mer standardisert konkurslovgivning internasjonalt. Dette vil forkorte tiden ved konkursbehandling og dermed redusere faren for smitte av gjeldsproblemer i foretakssektoren.

- *Innføre klausuler («collective action clauses») i internasjonale obligasjonslån som skal gjøre det enklere å reforhandle lånebetingelser i krisesituasjoner.*

Forslagene her tar sikte på å gjøre det enklere å reforhandle betingelsene i et obligasjonslån i en situasjon der en slik reforhandling totalt sett vil være mer fornuftig enn om låntaker slutter å betjene lånet eller risikerer å pådra seg langsiktige skader i et forsøke på å betjene lånet i henhold til de opprinnelige betingelsene. Stedfortrederne i G10-gruppen har i denne forbindelse foreslått at internasjonale obligasjonslån burde inneholde klausuler om: prosedyrer for flertallsavgjørelser og om hvordan obligasjonseierne skal være representert i forhold til utstederen i krisesituasjoner («collective representation»); fordeling av tap mellom obligasjonseierne («sharing clause»); og bestemmelser som skal gjøre det vanskeligere å kreve umiddelbar innfrielse av et lån der det oppstår betalingsproblemer.<sup>14</sup> For å få mer tid til å reforhandle betingelsene har IMF's leder, Michel Camdessus, foreslått at IMF blir gitt myndighet til å godkjenne en *midlertidig betalingsstans* av internasjonale obligasjonslån.<sup>15</sup> Poenget er å stanse alle tilløp til rettslige tvister under omstendigheter der slike både vil være uheldige og unødvendige.

Nå er det forskjeller mellom obligasjonslån med hensyn til i hvilken grad de inneholder klausuler som muliggjør en mer smidig krisehåndtering. De

fleste internasjonale obligasjonslån som blir brukt av framvoksende økonomier i dag, er av såkalt amerikansk type. Det innebærer at obligasjonen ikke inneholder denne type bestemmelser og således er vanskelig å reforhandle. En såkalt britisk obligasjon derimot inneholder klausuler om flertallsvedtak etc. En grunn til at framvoksende økonomier har foretrukket amerikanske obligasjoner kan ha vært frykt for at å ta med denne type klausuler vil signalisere at det er større sannsynlighet for betalingsproblemer enn i andre lån. Et spesielt problem oppstår ved at obligasjoner i mange tilfeller blir forvaltet av porteføljeforvaltere. Disse er pålagt å forvalte investorenes interesser og kan derfor føle det vanskelig å inngå avtaler som innebærer en nominell forringelse av investorens krav.

At det er lite av obligasjonslån med denne type klausuler, antyder at en eller annen form for offentlig inngrep vil være nødvendig. Det er i den forbindelse blitt pekt på at industrilandene bør gå foran i å stimulere til mer bruk av obligasjonslån med «britiske» egenskaper. For eksempel kan slike obligasjoner gis større lovmessig beskyttelse enn andre.

Det er rimelig å anta at denne type klausuler vil skape større forskjell mellom gode og dårlige låntakere og gjøre investorene mer bevisste på risikoen ved ulike låntakere. Det at det dermed skapes insentiver for dårlige låntakere til å øke sin kredittverdighet og for långivere til å skjerpe sin risikovurdering, vil på sikt fremme effektiviteten i de internasjonale kapitalmarkedene. Dersom en lykkes med å få inn klausuler i obligasjonskontrakter som gjør reforhandling enklere, vil det likevel ta tid før det får særlig effekt fordi det bare vil gjelde nye lån.

- *Forhåndsavtalte kredittlinjer som kan utløses i krisesituasjoner («contingent credit lines»)*

Argentina, Indonesia og Mexico er eksempler på land som har arrangert slike kredittlinjer hos private banker.<sup>16</sup> Slike avtaler kan ses på som en form for forsikringsavtaler der bankene utbetaler en forsikringssum under på forhånd avtalte betingelser. Forsikringstakerne betaler en

<sup>14</sup> I dag inneholder de fleste obligasjonslån bestemmelser om at dersom låntaker ikke innfrir sine forpliktelser kan obligasjonseiere som kun representerer inntil 25 prosent av lånets pålydende kreve umiddelbar innfrielse av hele lånet inklusive renter. Selv om altså et klart flertall er for reforhandling, vil denne bestemmelsen gi et lite mindretall mulighet for å forpurre en slik løsning. I syndikerte banklån er det normale at det i slike situasjoner må være minst 50 prosent av långiverne som må kreve umiddelbar innfrielse før et slikt krav kan gjøres gjeldende.

<sup>15</sup> Se for eksempel Michel Camdessus, *Capital flows, crisis, and the private sector*, tale til *Institute of International Bankers*, 1. mars 1999.

<sup>16</sup> Mexico og Indonesia har trukket på sine kredittlinjer. Indonesia trakk USD 700 millioner av en total ramme på USD 900 millioner i april 1998, et tidspunkt da landets kredittverdighet var meget lav.

løpende forsikringspremie. Dette tiltaket vil redusere et lands likviditetsvansker; det kan ses på som en måte å øke valutareservene. Samtidig innebærer det en form for automatisk byrdefordeling mellom land rammet av finanskriser og deres private kreditorer.

Det er flere uavklarte sider ved en slik ordning. For det første kan det gi opphav til atferdsrisiko ved at forsikringstakeren (landet) kan påvirke betingelsene for utbetaling av forsikringen. I noen grad kan dette problemet omgås ved at betingelsene er knyttet til aggregerte indikatorer for flere land. Et problem vil gjenstå når det gjelder landspesifikke problemer. For det andre er det ikke klart om det er den mest kostnadseffektive måten å tilføre kriserammede land kreditt/likviditet i krisesituasjoner. En mer rendyrket forsikringsordning kan være en alternativ løsning.

#### - Opsjoner på å forlenge lån i utenlandsk valuta

Hensikten med et slikt forslag er å åpne for muligheten til å utsette betalinger på eller innfrielse av lån i fremmed valuta. Det kan både være en opsjon som er knyttet til på forhånd avtalte betingelser, eller det kan være en opsjon som kan utøves når utstederen, dvs låntakeren, måtte ønske det. Opsjoner som er knyttet til bestemte betingelser, har mye til felles med forhåndsavtalte kredittlinjer. De er således beheftet med de samme svakheter som disse. Et grunnleggende problem vil være å fastsette betingelsene for når opsjonen skal utøves. Det kan skape problemer for prisingen og dermed likviditeten for en slik opsjon.

Et nylig lansert forslag på dette området er at alle lån i fremmed valuta skal ha en opsjon om at lånet kan rulleres for en tidsavgrenset periode og til en strafferente.<sup>17</sup> Långiver vil ta seg betalt for denne opsjonen gjennom de rentebetingelser som er knyttet til lånet. Det betyr at det er mulig å få en markedsbasert differensiering mellom låntakere i framvoksende økonomier med hensyn til sannsynligheten for framtidige likviditetskriser. Dette vil gi långivere et insentiv til bedre vurdering av risikoen for en slik krise og

låntakere et insentiv til å foreta endringer i sin tilpasning som reduserer muligheten for en slik krise.

En usikkerhet som gjelder både forhåndsavtalte kredittlinjer og opsjoner om forlengelse av lån, er i hvilken grad de vil bidra til å øke den samlede kreditttilgangen til et land i en krisesituasjon. Dersom private kreditorer har begrensninger på samlet eksponering overfor enkeltland, kan man risikere at de reduserer annen type eksponering når de øker eksponering gjennom slike avtaler.

#### - Tiltak basert på offentlige bidrag

Man kan også tenke seg offentlige bidrag/garantier som en katalysator for å få privat sektor til å delta i kriseforebyggelse og kriseløsninger. Dette innebærer at internasjonale finansielle institusjoner stiller hel eller delvis garanti for et lands nye lån hos private långivere.

Et tiltak som kan sees på som et bidrag til å bringe privat sektor med i en kriseløsning, er utvidet adgang for IMF til å gi nye lån til land der myndigheter eller private foretak har måttet gi opp betjeningen av sin private gjeld («lending into arrears»). I 1989 løsnet IMF på sin tidligere praksis med ikke å gi nye lån til land som hadde fått problemer med betjeningen av sine private internasjonale lån. Til å begynne med gjaldt dette kun banklån, men i 1998 ble det utvidet til obligasjonslån og andre former for finansiering utenom banker. Denne oppmykingen var ment å styrke et lands myndigheter i forhandlingene overfor sine private kreditorer. Den kan imidlertid ha andre virkninger. For eksempel kan den bidra til å gjøre privat finansiering dyrere fordi låntakers insentiver til å betjene sin private gjeld svekkes. I den grad en oppmyking vil ha slike effekter, vil det riktige tidspunkt å gjøre det på være i en periode der kapitalinngangen er særlig stor og ikke i en krisesituasjon der landet har spesielt stort behov for kapitalinngang.

## Avslutning

Lærdommen fra de seneste års kriser er på ingen måte ny og innebærer at en bør søke å unngå eller begrense oppbyggingen av finansielle ubalanser. Både mer informasjon, flere og bedre internasjonale standarder, bedre tilsyn med finanssektoren og

<sup>17</sup> Forslaget er fremmet av professor Willem Buiters ved Cambridge University og professor Anne Sibert ved Birkbeck College og er nærmere omtalt i *The Economist*, 1. mai 1999 side 76.



et regelverk tilpasset globaliseringen av finansmarkedene vil bidra til dette. Samtidig er det viktig å erkjenne at flokkatferd synes å være en sentral egenskap i finansielle markeder med store og raske

stemningsskifter og rask spredning av uro som resultat. Kriser vil derfor med stor sannsynlighet også oppstå i framtida. For å møte disse på en best mulig måte er det viktig at myndighetene har

## Styrket samarbeid og koordinering omkring internasjonale tilsyns- og overvåkings spørsmål

Per i dag er en rekke internasjonale organisasjoner involvert i arbeidet med internasjonalt tilsyn og overvåking av finansmarkedene. På det generelle planet deltar:

- *Det internasjonale valutafondet (IMF)*, som overvåker utviklingen i de enkelte medlemsland, verdensøkonomien samlet og de globale finansmarkedene.
- *Verdensbanken*, som assisterer medlemslandene med utforming og gjennomføring av reformer som kan styrke det nasjonale finansielle system.
- *Bank for International Settlements (BIS)*, som produserer statistikk, utarbeider analyser av hvordan det globale finansielle system kan styrkes og gjennomfører analyser av den internasjonale økonomiske utvikling.
- *OECD*, som deltar i internasjonal makroøkonomisk og finansiell overvåking, og som lager sammenlignende analyser av utviklingstrekk i finansielle forhold i medlemslandene.

Også andre organer er direkte involvert i tilsyn og overvåking av finansinstitusjonene og markedene:

- *IOSCO (International Organization of Securities Commissions)*, som utarbeider forslag til regler for tilsyn med og regulering av verdipapirmarkeder.
- *IAIS (The International Association of Insurance Supervisors)*, som utarbeider forslag til regler for tilsyn med og regulering av forsikringsnæringen.
- *Baselkomiteen (BCBS - Basle Committee for Banking Supervision)*, som består av representanter for sentralbanker og banktilsynsmyndigheter i G10-landene og Luxemburg med BIS som sekretariat. Baselkomiteen utarbeider forslag til regler for tilsyn med og regulering av banker.

I tillegg er det to grupper av nasjonale sentralbank-eksperter fra G10-landene med BIS som sekretariat:

- *The Committee on Payment & Settlement Systems (CPSS)*, som utarbeider forslag med sikte på å redusere risikoen knyttet til betalings- og oppgjørssystemene.
- *The Committee on the Global Financial System (CGFS)*, som analyserer utviklingen på de globale finansmarkedene og utarbeider forslag til forbedring av deres funksjonsmåte.

Disse gruppene diskuterer løpende hvordan man kan styrke det internasjonale finansielle miljøet. De siste års internasjonale finansuro har vist at det er nødvendig å styrke samarbeidet og koordineringen mellom de ulike internasjonale tilsyns- og overvåkingsorganer og å trekke nye framvoksende markeder sterkere med i dette arbeidet. G7-landene<sup>1</sup> besluttet derfor tidligere i år å opprette et forum for finansiell stabilitet, *Financial Stability Forum*, med deltakelse fra alle de ovenfor nevnte institusjoner og grupperinger, og fra myndighetene i G7-landene. Det nye forumet skal innledningsvis møtes to ganger per år, første gang var i april i år, under ledelse av BIS-sjef Andrew Crockett. Forumet har vedtatt å sette ned tre arbeidsgrupper for å utrede: 1) tiltak for å redusere faren for destabiliserende atferd fra sterkt belånte investorer (for eksempel «hedge fund»), 2) tiltak i debitor- og kreditorland for å redusere volatiliteten i kortsiktige kapitalbevegelser og 3) virkningen på den globale finansielle stabilitet av aktiviteten i de såkalte «offshore» finanssentre.

For å styrke arbeidet med tilsyn og overvåking av finansinstitusjoner i nye framvoksende økonomier har *BIS* dessuten opprettet et *Financial Stability Institute*. Foruten å gi råd med sikte på å styrke banksystemene i framvoksende økonomier skal instituttet utvikle ledere til tilsynsorganene i disse landene.

<sup>1</sup> Canada, Frankrike, Italia, Japan, Storbritannia, Tyskland og USA

planer for krisehåndtering og løpende vurderer om finansinstitusjonene er tilstrekkelig robuste til å motstå krisesituasjoner.

Utviklingen av en ny internasjonal finansiell arkitektur eller utformingen av de rammebetingelser som skal gjelde for internasjonal finansiell virksomhet, er en kontinuerlig prosess. Forhold knyttet for eksempel til teknologi eller til dramatiske endringer i valutakursregimer (innføring av euro) vil stadig endre behovet for offentlige inngrep. Slik det ser ut i dag, vil prosessen fortsatt

være preget av små skritt med sikte på å bøte på de svakheter som kommer fram over tid. Mange internasjonale institusjoner og organer er involvert i dette arbeidet, jf. omtale i egen ramme. Det høye tallet på involverte institusjoner kan skape koordineringsproblemer og forsinke arbeidet med nye reformer. I forhold til de mange forslag som er blitt fremmet, er det få som så langt er blitt implementert. Det er en åpenbar fare for at trykket for å gjennomføre reformer vil avta etter hvert som den siste krisen kommer mer på avstand.