

SNF-rapport nr. 48/03

En restruktureringsmekanisme for statsgjeld?

**En analyse med fokus på konflikten mellom ex post
effektivitet og ex ante incentiver**

av

Kristin Madsen

SNF-prosjekt nr. 2490
Partnerships for development

Prosjektet er finansiert av Norges forskningsråd

**SAMFUNNS- OG NÆRINGSLIVSFORSKNING AS
BERGEN 2003**

© Dette eksemplar er fremstilt etter avtale
med KOPINOR, Stenergate 1, 0050 Oslo.
Ytterligere eksemplarfremstilling uten avtale
og i strid med åndsverkloven er straffbart
og kan medføre erstatningsansvar.

ISBN 82-491-0307-6
ISSN 0803-4036

Oppsummering

I 2001 fremmet Anne Krueger (First Managing Deputy Director i IMF) et forslag til restrukturingsmekanisme for statsgjeld (Sovereign Debt Restructuring Mechanism - SDRM), hvor hun blant annet foreslo at det burde bli opprettet en slags konkursdomstol for land som ikke klarer å betjene sin utenlandsgjeld, og hvor problemet ikke bare dreier seg om manglende likviditet, men grunnleggende insolvens.

Utgangspunktet for forslaget var misnøye med dagens system, hvor IMF ofte presses til å gi støttelån utformet med tanke på å hjelpe et land over en likviditetskrise, selv i en situasjon grunnleggende insolvens er hovedproblemet. Alternativet kan være at landet må gjennomgå en uordnet og ødeleggende restrukturingsprosess.

Løsninger av denne typen hadde vært diskutert lenge, men reaksjonene på Kruegers utspill var blandete. Noen støttet henne i at forslaget ville kunne hjelpe land i betalingskrise til å unngå overdrevet store forstyrrelser i økonomien, samt at både myndighetene i landet og kreditorene ville motiveres til å finne løsninger tidligere enn under dagens regime. Samtidig ville presset på IMF om å gi støttelån bli redusert. Andre var negative til forslaget. De mente at en slik reform ville kunne bidra til å gjøre det for enkelt for land å erklære seg insolvent for dermed å forsøke å kvitte seg med utenlandsgjeld.

Første del av denne rapporten gir en historisk introduksjon til økonomisk tenking omkring internasjonale gjeldsproblemer og deres løsning. Andre del inneholder en grundig oversikt over de viktigste delene av SDRM-forslaget: En majoritet av kreditorer må kunne binde en minoritet, kriselandet må beskyttes mot rettsforfølgelse fra kreditorenes side mens forhandlingene pågår, kreditorenes interesser må også beskyttes i samme periode, samtidig som ny kapital må sikres prioritet.

Tredje del inneholder, med utgangspunkt i moderne spillteori, en grundig analyse av sentrale incentivproblemer i forslaget, med vekt på motsetningen mellom ex post effektivitet og ex ante incentiver.

Forord

Denne utredningen er en del av mitt studium ved Høyere avdeling på Norges Handelshøyskole, med fordypning innen samfunnsøkonomi. Jeg valgte skrive om det nye forslaget til restrukturering av statsgjeld fra IMF, Sovereign Debt Restructuring Mechanism, fordi jeg synes emnet var viktig og interessant. Samtidig var det utfordrende å sette seg inn i dette fagområdet, ettersom det er skrevet lite om emnet i Norge.

I internasjonal forskning og økonomisk debatt er derimot temaet svært aktuelt, og jeg har funnet store mengder relevant litteratur og forskningsartikler. Jeg har valgt å anlegge et spillteoretisk perspektiv på analysen av problemstillingene, med utgangspunkt i en artikkel av Ghosal og Miller, som jeg mener gir et greit rammeverk for å analysere de viktigste problemstillingene knyttet til en restruktureringsmekanisme for statsgjeld. Det dreier seg om avveiningen mellom ex post effektivitet i kriseløsningen og påvirkningene på ex ante incentiver hos debitorlandet.

Jeg vil anbefale leseren å raskt sette seg inn i Appendiks 1, før del 2 av oppgaven og første del av analysen, kapittel 11, leses. Det tilsvarende gjelder Appendiks 2, før den andre delen av analysen, kapittel 12, leses.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag

Forord

Del 1

| | |
|--|----|
| 1. Innledning | 10 |
| 1.1. Kort om forslaget og begrunnelsen for det | 10 |
| 1.2. Hovedproblemstilling | 11 |
| 1.3. Om disposisjonen av oppgaven | 11 |
| | |
| 2. Historisk utvikling innen forskningsområdet som har ført frem til SDRM | 13 |
| 2.1. Innledning | 13 |
| 2.2. Samordningsproblemer på kreditorsiden | 13 |
| 2.2.1. Kreditorkoordinering..... | 13 |
| 2.2.2. Irrasjonell panikk..... | 14 |
| 2.2.3. Forslag med sikte på å løse kreditorkoordineringen..... | 14 |
| 2.3. Moralsk hasard på kreditorsiden..... | 15 |
| 2.4. Moralsk hasard hos debitor..... | 15 |
| 2.5. Ex ante incentiver vs. ex post effektivitet..... | 16 |
| 2.6. Avslutning..... | 16 |
| | |
| 3. Bakgrunnen for forslaget | 18 |
| 3.1. Innledning | 18 |
| 3.2. Utviklingen i de internasjonale kapitalmarkedene..... | 18 |
| 3.2.1. Om sammensetningen av gjelden til fremvoksende økonomier..... | 18 |
| 3.2.2. Kapitalmobilitet og valutakurssystemer | 19 |
| 3.2.3. Gjeldsoptak fra privat eller offentlig sektor | 19 |
| 3.3. Gjeldsproblemer på 1980-tallet | 20 |
| 3.3.1. Oppbyggingen av krisen..... | 20 |
| 3.3.2. Kriseløsningsprosessen | 21 |
| 3.3.2.1. Baker-planen..... | 21 |

| | |
|---|-----------|
| 3.3.2.2. Brady-planen..... | 22 |
| 3.4. Avslutning..... | 23 |
| 4. Forbedring av den globale finansielle stabiliteten | 24 |
| 4.1. Innledning | 24 |
| 4.2. Kriseforebygging | 24 |
| 4.2.1. Ulike tiltak for å forebygge ustabilitet i verdens finansielle system .. | 25 |
| 4.2.1.1. Begrense bruk av sikkerhetsnett i form av IMF-lån | 25 |
| 4.2.1.2. Økt transparens | 25 |
| 4.2.1.3. Økt grad av standardisering | 26 |
| 4.2.1.4. Mer egnede valutakurssystemer..... | 26 |
| 4.2.2. Tilstanden innen kriseforebyggingsområdet | 26 |
| 4.3. Kriseløsning | 27 |
| 4.3.1. Likviditetskriser..... | 27 |
| 4.3.2. ”Lender of last resort” | 27 |
| 4.3.2.1. Katalytisk tilnærming fra IMF | 28 |
| 4.3.2.2. Internasjonalt konkurssystem, SDRM | 29 |
| 4.3.3. Insolvenskriser..... | 29 |
| 4.3.3.1. Restrukturering av ikke-oppretholdbar gjeld..... | 29 |
| 4.3.3.2. Problemområder | 30 |
| 4.4. Avslutning..... | 31 |
| 5. Ulike forslag til forbedret kriseløsning | 32 |
| 5.1. Innledning | 32 |
| 5.2. Løsning av oppståtte kriser | 32 |
| 5.3. Status Quo..... | 32 |
| 5.3.1. Markedsbaserte løsninger..... | 33 |
| 5.3.2. Senere tids utvikling..... | 34 |
| 5.4. Kontraktbasert endring, Kollektive samhandlingsklausuler | 34 |
| 5.4.1. Negativ signaliseringseffekt? | 35 |
| 5.4.2. Senere tids utvikling..... | 36 |
| 5.5. Lovmessig endring, SDRM-forslaget | 36 |
| 5.5.1. Fordeler med en mer ordnet prosess..... | 37 |
| 5.5.2. Senere tids utvikling..... | 38 |

| | |
|----------------------|----|
| 5.6. Avslutning..... | 38 |
|----------------------|----|

Del 2

| | |
|---|-----------|
| 6. Hoveddeler i SDRM-forslaget | 39 |
| 6.1. Innledning | 39 |
| 6.2. SDRM-forslaget..... | 39 |
| 6.2.1. Hoveddeler i forslaget: (Krueger april 2002) | 40 |
| 6.2.2. Analogier til nasjonal konkurslovgivning | 40 |
| 6.3. SDRM-prosessen i korte trekk..... | 41 |
| 6.3.1. Forutsetninger for å kunne benytte mekanismen..... | 41 |
| 6.3.2. Sekvensiering i SDRM-prosessen | 42 |
| 6.3.3. Hvilke former for gjeld skal inkluderes?..... | 42 |
| | |
| 7. Hoveddel 1, Majoritetsrestrukturering | 43 |
| 7.1. Innledning | 43 |
| 7.2. Grunnleggende markedssvikt..... | 43 |
| 7.2.1. Kreditorkoordinering, spillteori..... | 44 |
| 7.2.2. Kreditorkoordinering i Ghosal og Millers artikkel, Appendiks 1 | 44 |
| 7.3. Majoritetsrestrukturering i forslaget fra april 2002 | 46 |
| 7.3.1. Praktisk gjennomføring og IMF's rolle | 47 |
| 7.3.1.1. Sentral rolle til IMF | 48 |
| 7.3.1.2. Mindre sentral rolle til IMF | 48 |
| 7.4. Konklusjon..... | 49 |
| | |
| 8. Hoveddel 2, Forhindre ”holdouts” | 50 |
| 8.1. Innledning | 50 |
| 8.2. Grunnleggende markedssvikt..... | 50 |
| 8.3. Om ”holdout”-problemer i forslaget fra april 2002 | 51 |
| 8.3.1. IMF's rolle | 51 |
| 8.3.2. Nyere utvikling..... | 52 |
| 8.4. Hvor stort er egentlig problemet? | 52 |
| 8.5. Motstand mot denne delen av forslaget | 54 |
| 8.6. Konklusjon..... | 54 |

| | |
|--|-----------|
| 9. Hoveddel 3, Beskytte kreditorrettigheter | 55 |
| 9.1. Innledning | 55 |
| 9.2. Om problemstillingen | 55 |
| 9.2.1. Innvendinger mot SDRM-forslaget | 55 |
| 9.2.2. IMF's syn | 56 |
| 9.3. Grunnleggende markedssvikt | 57 |
| 9.3.1. Om beskyttelse av kreditorer i Ghosal og Millers modell | 57 |
| 9.4. Om kreditorbeskyttelse i forslaget fra april 2002 | 59 |
| 9.4.1. Analogier i nasjonal konkurslovgivning | 59 |
| 9.4.2. Tiltak for å forhindre svekkede kreditorrettigheter | 59 |
| 9.4.3. Finansielle reguleringer | 60 |
| 9.5. Nyere utvikling | 60 |
| 9.6. Konklusjon | 61 |
| | |
| 10. Hoveddel 4, Sikre ny finansiering prioritet | 62 |
| 10.1. Innledning | 62 |
| 10.2. Grunnleggende markedssvikt | 62 |
| 10.3. Om problemstillingen i forslaget fra april 2002 | 62 |
| 10.4. Konklusjon | 63 |
| | |
| Del 3 | |
| | |
| 11. Analysedel med fokus på ex post effektivitet vs. ex ante incentiver | 64 |
| 11.1. Innledning | 64 |
| 11.2. Analyse av koordineringsproblematikk | 64 |
| 11.2.1. Innledning | 64 |
| 11.2.2. Vil SDRM-mekanismen kunne løse kreditorkoordinerings- problemene? | 64 |
| 11.2.3. Problematiske områder | 65 |
| 11.2.3.1. Majoritetsbestemmelsen | 65 |
| 11.2.3.2. Kan kreditorflukten bli fremskyndet? | 67 |
| 11.2.3.3. Spredning til andre økonomier? | 67 |
| 11.2.3.4. Solvens/ Likviditetsproblematikk | 67 |

| | |
|--|-----------|
| 11.2.3.5. Hvilken type gjeld skal omfattes | 70 |
| 11.2.3.5.1. Offisiell eller privat gjeld?..... | 70 |
| 11.2.3.5.2. Gjeld til egne innbyggere..... | 70 |
| 11.2.3.5.3. Gjeld til utenlandske private aktører..... | 71 |
| 11.2.3.5.4. Offisielle bilaterale aktører | 71 |
| 11.2.4. Konklusjon..... | 72 |
| 11.3. Analyse av moralsk hasard problematikk | 73 |
| 11.3.1. Innledning | 73 |
| 11.3.2. Hvordan forbedret kreditorkoordinering ved hjelp av SDRM- mekanismen kan påvirke moralsk hasard problematikken på debitorsiden | 73 |
| 11.3.3. Overføringer ex post hvis dårlig innsats avsløres?..... | 75 |
| 11.3.3.1. Grafisk fremstilling av ex post overføringer..... | 77 |
| 11.3.4. Problemområder | 78 |
| 11.3.4.1. Praktisk gjennomførbarhet..... | 78 |
| 11.3.5. Finansiell liberalisering | 79 |
| 11.3.5.1. Grafisk fremstilling av finansiell liberalisering..... | 80 |
| 11.3.6. Konklusjon..... | 81 |
| 11.4. Analyse av mulige virkninger av SDRM-mekanismen i lånemarked til fremvoksende økonomier | 83 |
| 11.4.1. Innledning | 83 |
| 11.4.2. Innvendinger mot SDRM | 83 |
| 11.4.2.1. Empirisk støtte..... | 84 |
| 11.4.3. Positive effekter av SDRM..... | 84 |
| 11.4.3.1. Empiriske funn | 85 |
| 11.4.4. Total virkning? | 86 |
| 11.4.4.1. Positiv virkning på ”recovery value”..... | 86 |
| 11.4.4.2. Fare for økt antall gjeldsbetalingsinnstillinger | 86 |
| 11.4.5. Konklusjon..... | 87 |
| 12. Analyse av IMF’s rolle i kriseforebyggings- og kriseløsningsprosessen i en verden uten SDRM | 88 |

| | |
|---|------------|
| 12.1. Innledning | 88 |
| 12.2. Kritikk av hyppige IMF-støttelån | 88 |
| 12.2.1. Økt moralsk hasard? | 88 |
| 12.2.2. Press på IMF om å tilby lån | 89 |
| 12.3. Miller og Zhangs modell | 90 |
| 12.4. Mulige løsninger | 90 |
| 12.4.1. Konstruktiv uklarhet | 90 |
| 12.4.1.1. Problemområder | 91 |
| 12.4.2. Involvering av privat sektor i kriseløsningen | 91 |
| 12.4.2.1. Problemområder | 92 |
| 12.4.3. Ex ante betingelser tilknyttet lånene? | 92 |
| 12.4.4. Tidsinkonsistensproblemet | 92 |
| 12.4.4.1. Problemområder | 93 |
| 12.4.5. Forhåndsbestemte lånegrenser fra IMF | 93 |
| 12.4.5.1. Problemområder | 94 |
| 12.4.6. Konkursprosedyre for statsgjeld | 94 |
| 12.5. Konklusjon | 94 |
| | |
| 13 Avslutning | 96 |
| | |
| Appendiks 1: “Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures” | |
| Sanyantan Ghosal / Marcus Miller | 97 |
| | |
| Appendiks 2: ”Sovereign Liquidity Crisis: The Strategic Case for a Payment Standstill” | |
| Marcus Miller / Lei Zhang | 135 |
| | |
| <i>Litteraturliste</i> | 148 |

Del 1

1. Innledning

1.1. Kort om forslaget og begrunnelsen for det

I 2001 kom Anne Krueger, First Managing Deputy Director i IMF (International Monetary Fund), uventet med et oppsiktsvekkende utspill. Forslaget gikk ut på at det burde bli opprettet en slags konkursdomstol for land som kommer i en situasjon med en ikke-oppretholdbar gjeldsbyrde. Slik situasjonen er i dag, blir IMF ofte presset til å bidra med støttelån. Det skjer selv i tilfeller der landet egentlig har grunnleggende insolvensproblemer. Hvis ikke IMF trer inn, må landet gjennomgå en uordnet og ofte ødeleggende restruktureringsprosess.

Forslaget ble betegnet Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). I dette første utkastet ble det forutsatt at IMF skulle innta en ledende rolle i utformingen og utøvelsen av mekanismen. Selv om det hadde vært mye forskning rundt temaet, og mange ledende økonomer hadde diskutert en slik mulig endring, var det uventet at IMF skulle foreslå dette uten først å ha større visshet om hvordan markedet ville reagere. Reaksjonene var svært blandete. Noen støttet Krueger i at en mer ordnet restrukturering ville kunne ha positive virkninger. Det ville kunne hjelpe land som er i en betalingskrise til å unngå overdrevet store forstyrrelser i økonomien, samt at kreditorer og landet ville motiveres til å angripe uunngåelige problemer raskere. I tillegg ville det kunne bli mindre press på IMF om å gi støttelån. Andre var negative til forslaget. De mente at en slik endring kunne senke landenes kostnader ved betalingsproblemer og derved øke sannsynligheten for nye kriser. Reaksjonene har bidratt til at forslaget har blitt revurdert og endret. Blant annet er det nå ikke lenger en overnasjonal domstol Krueger ser for seg, men at en majoritet av kreditorene blir enige om å iverksette gjeldsrestruktureringsmekanismen. IMF's rolle i utøvelsen er også blitt mye mindre, og mer av makten over iverksettelsen og gjennomføringen av mekanismen har blitt lagt til debitorlandet og representanter for kreditorene.

1.2. Hovedproblemstilling

Jeg ønsker å analysere hva som kan gjøres for å løse situasjoner der land, selv med iverksettelse av økonomiske reformer, ikke har muligheter til å fullt ut betale gjeld de har opptatt. Her vil jeg se på hvordan forslagene til en SDRM-mekanisme vil kunne virke inn på ex post effektivitet i kriseløsningen og ex ante incentiver hos debitorlandet i forhold til å betale gjelden.

1.3. Om disposisjonen av oppgaven

I begynnelsen av oppgaven vil jeg i korte trekk beskrive den historiske utviklingen innen forskningsområdet som omhandler gjeldsproblematikk i forhold til suverene stater. Jeg vil kommentere utviklingen i de globale kapitalmarkedene, som har ført til at mange debatt-deltakere ønsker endringer i det eksisterende kriseløsningssystemet. Dessuten vil jeg prøve å trekke en skillelinje mellom insolvens- og illikviditetsproblemer, ettersom en forståelse av dette er viktig i forhold til problemstillingene senere i oppgaven. Jeg vil også sette forslaget inn i en sammenheng som dreier seg om å styrke forebyggingsarbeidet i forbindelse med kriser, og samtidig bidra til en forbedret løsningsprosess av allerede oppståtte kriser. SDRM-forslaget er et av mange mulige reformforslag, og jeg vil gi en fremstilling av de viktigste alternativene.

I forbindelse med IMF's forslag til en Sovereign Debt Restructuring Mechanism, blir hovedfokuset på hvordan man kan løse samordningsproblemer mellom kreditorene, uten at debitorlandets motivasjonen i forhold til å betale gjelden sin samtidig blir redusert. Er denne faren for debitor moralsk hasard tillagt overdrevet stor vekt, i og med at kostnadene ved å komme i en betalingskrise er så høye at de overstiger eventuelle lettelser i betalingene sett fra landets side? Eller er faren reell og kan bidra til økte lånekostnader for fremvoksende stater og hyppigere kriser?

Jeg vil gå inn på hvordan IMF har presentert sine reviderte forslag til SDRM-mekanismen for å sikre at begge disse hensynene balanseres i forhold til hverandre. Jeg vil ta utgangspunkt i Anne Kruegers forslag til SDRM fra april 2002. Her vil jeg dele restrukturingsforslaget inn i

fire hoveddeler og diskutere hvilken type markedssvikt som ligger til grunn for de foreslåtte virkemåtene til mekanismen under hver av delene.

I en analysedel vil jeg gå nærmere inn på mulige virkninger av SDRM-forslaget. Her vil jeg diskutere i hvilken grad en restruktureringsmekanisme for statsgjeld vil kunne løse samordningsproblemene mellom spredte kreditorer. Dessuten er det sentralt i hvilken grad mekanismen kan bidra til å løse mulige moralsk hasard problemer hos debitorlandet. I Appendiks 1 vil jeg presentere en spillteoretisk modell som benyttes i analysen av SDRM-forslaget (Ghosal og Miller: Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures, 2002). Jeg vil også se på mulige virkninger av SDRM-mekanismen i markedet for lån til fremvoksende stater.

I oppgaven vil jeg også forsøke å klargjøre hvilke alternativene som finnes for å løse gjeldsproblematikk i fremvoksende økonomier, selv uten en restruktureringsmekanisme for statsgjeld. Avhengig av hvordan de grunnleggende forholdene i landet er, vil mulighetene enten være å få IMF-lån, eller å på ulike måter oppnå en reduksjon i landets gjeldsbyrde. Eichengreen mener at IMF-lån kun bør gis i tilfeller med likviditetsproblemer og panikk, men ikke ved dypere og mer grunnleggende økonomiske problemer (Eichengreen 2002: 148). I sistnevnte tilfeller vil IMF-lån bare utsette problemene og skape en enda større gjeldsbyrde. Dessuten tillates internasjonale kreditorer å bære mindre del av tapet enn risikoen ved lånet tilsier. Jeg vil gå inn på hvilke krav som må være oppfylt for at et eventuelt IMF-lån skal ha ønsket virkning. En mulighet er å gi lån i noen tilfeller, men nekte lån i andre tilfeller med en ”konstruktiv uklarhet”. I Appendiks 2 vil jeg presentere en spillteoretisk modell som jeg vil benytte i denne delen av analysen (Miller og Zhang: Sovereign Liquidity Crisis: The Strategic Case for a Payment Standstill, 1999).

2. Historisk utvikling innen forskningsområdet som har ført frem til SDRM

2.1. Innledning

Anne Kruegers første forslag fra november 2001 kom overraskende, men bygget på en stor mengde forskning rundt temaet. Ideen om en overnasjonal konkursdomstol får Jeffrey Sachs mye av æren for. Han holdt en tale om dette i 1995 i etterkant av Mexico-krisen. Imidlertid har det vært forsket og debattert angående temaer tilknyttet gjeldskriser fra tidlig på 70-tallet. Før dette var det lite private lån til utviklingsland og ingen større gjeldskriser som involverte den private sektoren, derfor var ikke temaet særlig aktuelt. Før første verdenskrig var imidlertid kapitalmarkedene i stor grad åpne, og da var det tilfeller der land opplevde betalingsproblemer i forhold til utenlandske private kreditorer. Det fantes heller ikke da noen overnasjonal løsning på samordningsproblemene blant kreditorene, og løsningsprosessene ble også på denne tiden uordnede. Med det mener jeg at løsningsprosessene ble ressurs- og tidkrevende, og at partene ofte kom frem til resultatet på en ad hoc basis.

2.2. Samordningsproblemer på kreditorsiden

2.2.1. Kreditorkoordinering

Fra slutten av 70-tallet og frem til midten av 90-tallet, var debatten i hovedsak opptatt av at løsninger av gjeldskriser ble foretatt på en lite effektiv måte. Dette bidro til å øke kostnadene ved gjeldsbetalingsproblemene, særlig for debitorlandet. Dette mente deltakerne i debatten hovedsakelig var forårsaket av samordningsproblemer på kreditorsiden (Rogoff og Zettelmeyer 2002: 494). Selv om det kunne være i kreditorenes samlede interesse at gjeldsoverhenget ble redusert, hadde enkeltkreditorer ofte incentiver til å motsette seg dette. Økonomisk teori var også opptatt av at det ble stilt for lite kapital til veie til nye prosjekter i fremvoksende økonomier, siden eventuelle restruktureringer ble foretatt på en så ineffektiv og uordnet måte. Spesielt var det vanskelig å sikre at nye lån kunne få prioritet.

2.2.2. Irrasjonell panikk

J. Sachs (1995) la vekt på en lignende type markedssvikt, men med et litt annet fokus. Dette hadde sin bakgrunn i Mexico-krisens forløp. Sachs var opptatt av at gjeldskriser kunne skyldes irrasjonell panikk blant kreditorer. Dette kunne utvikle seg til selvoppfyllende kriser, der kreditorer kjemper om å raskest mulig trekke seg ut. I tilfeller der gjelden i hovedsak er kortsiktig, blir landets likvide midler raskt for små til å betjene forpliktelsene. En gjeldsordning for statsgjeld ble ansett som en mulig løsning på samhandlingsproblemene blant kreditorene. Sachs foreslo i 1995 at en internasjonal konkursdomstol skulle kunne ta hånd om dette.

2.2.3. Forslag med sikte på å løse kreditorkoordineringen

Det har vært fremmet ulike forslag som tar utgangspunkt i et behov for å endre kreditorkoordineringen. Disse forslagene har variert i synet på hvor omfattende endringene bør være. Noen av de mest omfattende forslagene innebærer en overnasjonal rettslig endring, for eksempel Sachs (1995) og Krueger (2001). Kruegers første forslag i regi av IMF fra 2001, var tydelig inspirert av en analogi til konkurslovgivning for bedrifter (Ghosal/Miller 2002: 5). Den viktigste mekanismen som foreslås innført for å avhjelpe samordningsproblemet, er å låse kreditorene inne i restruktureringsprosessen slik at man unngår uheldige kapitalfluktssituasjoner. I tillegg foreslås det at kreditorene tar stilling til restruktureringsplanen ved en flertallsavgjørelse. Et mulig tiltak er også et forbud mot at enkeltkreditorer går til rettslige skritt mot debitor, noe som ellers kan trekke ut prosessen og være til skade for majoriteten av kreditorene. Detaljer rundt dette kommer jeg tilbake til i Hoveddeler i SDRM forslaget s. 30.

En annen retning av forslagene har vært opptatt av en mer markeds- og kontraktsbasert tilnærminger. Her er fokus rettet mot å foreta endringer i obligasjonsklausuler som gjør at det blir mulig for en majoritet av kreditorene å binde et mindretall til å godta en restruktureringsplan av gjelden. Dette blir en mer frivillig basert løsning, som aktørene i markedet vil kunne innføre fordi de innser at det tjener dem. Siden det første IMF-forslaget om en restruktureringsmekanisme for statsgjeld fra 2001, møtte så sterk motstand, har Anne Krueger beveget seg mer i retning av en mekanisme der en eventuell restruktureringsplan avgjøres av en

majoritet av kreditorene, og ikke av en overnasjonal rettsinstans. Andre forskere, for eksempel Roubini, mener at dagens tilgjengelige løsningsmekanismer er tilstrekkelige. Han vektlegger i større grad moralsk hasard problemene som kan oppstå ved en forenklet kriseløsning sett fra landets side.

2.3. Moralsk hasard på kreditorsiden

I de senere årene har mange aktuelle forslag vært preget av ønsket om å unngå moralsk hasard på kreditorsiden, ettersom store IMF-kriselån kan ha gitt kreditorer til fremvoksende stater en forventning om at de ikke vil måtte bære risikoen tilknyttet lånene selv (jfr. Appendiks 2, Miller og Zhang). Dette kan ha gitt forstyrrelser og gal prising av lån til disse markedene. IMF-kriselån, som egentlig er en måte å løse samordningsproblemer på, kan derved i seg selv ha gitt opphav til nye forstyrrelser.

2.4. Moralsk hasard hos debitor

Forskning på området har pekt på at også moralsk hasard problemer på debitorsiden kan være en kilde til markedssvikt. Manglende betaling av gjeldsavdrag kan skyldes at debitorlandet finner det i sin interesse å unngå å oppfylle forpliktelsene. Dette kaller strategisk betalingsvikt. Forskning som vektlegger dette aspektet, tar utgangspunkt i at økt moralsk hasard på debitorsiden kan oppstå som en bieffekt av de foreslåtte endringene. For eksempel vil et midlertidig forbud mot at enkeltkreditorer går til sak, kunne oppfattes som en svekkelse av kreditors stilling. Asymmetrisk informasjon mellom partene, som fører til at kreditor kun delvis kan observere låntakerens oppførsel og ikke kontrollere handlingene etter kontraktinngåelsen, ligger til grunn for problemene. Dette var fokus i en del forskning på 80-tallet, for eksempel Eaton og Gersovitz (1984). De var de første som vektla at kreditorlandet i enkelte tilfeller kan velge å ikke oppfylle sine forpliktelser av strategiske årsaker. SDRM-forslaget inneholder tiltak som skal bidra til å ivareta kreditorenes rettigheter, sett i forhold til denne risikoen for moralsk hasard hos debitor.

2.5. Ex ante incentiver vs. ex post effektivitet

Et viktig aspekt ved problemstillingen er at en mer ordnet restruktureringsprosess kan senke kostnadene landet opplever ved å komme i betalingsproblemer. Dette kan senke myndighetenes motivasjon i forhold til å foreta nødvendige, men smertefulle innstramninger i for eksempel finanspolitikken med tanke på å unngå gjeldsproblemer. Ifølge Rogoff og Zettelmeyer har ikke disse problemstillingene vært særlig fremme i forskningen i senere tid. Mange anser disse problemene for å være små. Det vil uansett være store forstyrrelser og kostnader tilknyttet det å stanse gjeldsutbetalinger for et land. En slik situasjon medfører for eksempel ofte store problemer i banksektoren, lavere tillit til regjeringen og tilhørende kapitalflukt fra landet. Dermed vil det være gunstigere med mer ordnede restruktureringer selv om disse ville opptre noe oftere enn de mer uvanlige, men svært ødeleggende gjeldskrisene man har i dag. Ghosal og Miller er et eksempel på forskere som er opptatt av moralsk hasard problemer på debitorsiden, jfr. Appendiks 1.

Tirole peker også på at det vil måtte finne sted en avveining mellom ex ante incentiver, dvs. før krisen bryter ut, og ex post effektivitet i krisehåndteringen. Det å sikre en ordnet gjeldsrestrukturering, kan komme i konflikt med incentivene kreditorer og debitorer har i forhold til å anstrenge seg for å unngå en krise (Tirole 2002: 30). Tirole forenkler debatten og deler debatt deltakerne inn i to hovedgrupper, henholdsvis de som legger mest vekt på ex ante incentiver, og de som er mest opptatt av en effektiv og ordnet restruktureringsløsning. Det er naturlig å regne IMF og Anne Krueger som representanter for den siste gruppen. Mange kritikere av SDRM-forslaget er mest opptatt av å sikre ex ante incentiver. De frykter at en enklere og mer forutsigbar krisehåndteringsprosess kan føre til at kriser lettere oppstår.

2.6. Avslutning

Det ligger mye forskning til grunn for at IMF i 2001 utarbeidet det første forslaget om SDRM. Lignende mekanismer har vært foreslått på et teoretisk nivå tidligere. SDRM er det første konkrete forslaget som har blitt fremlagt, og som det faktisk har vært en viss sannsynlighet for

at kunne bli realisert. I så måte er forslaget banebrytende, og det har hatt stor innvirkning på økonomisk debatt siden Anne Krueger la det frem.

3. Bakgrunnen for forslaget

3.1. Innledning

Under dette avsnittet vil jeg gi en kort presentasjon av utviklingen i de globale kapitalmarkedene og frekvensen av kriser de siste tiårene. Jeg vil vektlegge gjeldskrisen i Latin-Amerika på 1980-tallet, fordi løsningen på denne krisen er interessant i forhold til dagens utfordringer. Endringer i verdens kapitalmarkeder har imidlertid ført til at tilnærmingen til kriseløsninger nødvendigvis må bli noe annerledes i dag.

3.2. Utviklingen i de internasjonale kapitalmarkedene

Bakgrunnen for Anne Kruegers forslag er de mange finansielle krisene som har rammet fremvoksende økonomier i de senere årene. Den økte graden av kapitalflyt mellom ulike nasjoner har gjort de fremvoksende statene mer sårbare for kriser. Et hovedproblem har vært plutselig kapitalflukt fra fremvoksende økonomier. Siden Mexico-krisen på midten av 1990-tallet, har en rekke land og regioner blitt rammet, for eksempel Sørøst-Asia, Russland, Argentina og Tyrkia (Sandal 2001: 1).

3.2.1. Om sammensetning av gjelden til fremvoksende økonomier

På 70- og 80-tallet var kapitalinnflyten til de fremvoksende økonomiene hovedsakelig gitt i form av lån fra banker, og lånene hadde relativt lange løpetider. I løpet av 90-tallet har fremvoksende økonomier i større grad fått tilgang på internasjonal kapital ved å utstede obligasjoner. Ifølge Cline utgjorde banklån 69% av kapitalinnflyten til Latin-Amerika i 1981-82, men bare 10% i 1990-91. (Cline 1995: 433). Et lignende mønster ser man i Asia, men her var en større del av gjelden på 90-tallet gitt i form av utenlandske banklån med løpetider på under et år (Bergundhaugen 2003: 33).

I hovedsak nyter fremvoksende økonomier godt av den økte kapitalinngang. Disse landene har ofte lite kapital til finansiering av for eksempel offentlige goder som utdanningssystem og infrastruktur, samt til ulike private og offentlige prosjekter i vid forstand. Men det er samtidig en skyggeside ved denne utviklingen i kapitalmarkedene. I den grad kapitalen er kortsiktig og raskt kan bli trukket ut ved en muligens ubegrunnet sviktende tillit i markedet, kan dette gi opphav til finansielle kriser. Fremvoksende økonomier er spesielt utsatt for de nevnte problemene. Dette på grunn av dårlig fungerende finansmarkeder, og politikere som ofte har manglende kontroll over landets økonomiske politikk. Før disse forholdene er forbedret, vil en for stor innflyt av utenlandsk kapital være risikabelt. Gevinsten ved bedre tilgang på kapital må altså veies opp mot den økte risikoen for destabiliserende og kostbare kriser (Economist: A survey of global finance, 3. mai 2003).

3.2.2. Kapitalmobilitet og valutakurssystemer

Etter andre verdenskrig har utviklingen gått i retning av en økende grad av kapitalmobilitet mellom land. Imidlertid var kapitalflyten stor også før første verdenskrig, men da så man ikke den samme frekvensen av finanskriser (Eichengreen 2002: 6). Dette kan henge sammen med økt grad av demokratiske styreformer, som gjør det vanskeligere å underordne innenlandsk finanspolitikk til kravet om balanse i driftsregnskapet mot utlandet. Det blir derfor problematisk å opprettholde valutakursstabiliteten. I tillegg har sammensetningen av utenlandsk kapitalinnflyt til fremvoksende stater ofte vært uheldig. Kortsiktige lån, ofte tatt opp i dollar, skaper stor sårbarhet både i forhold til banksystemet og i forhold til valutakursstabilitet. At gjelden er tatt opp i USD, gjør at en devaluering eller depresiering av valutaen ikke bare vil ha en positiv virkning på balansen mot utlandet i form av bedret konkurransevne, men også en negativ effekt i form av en økt gjeldsbyrde som må betjenes.

3.2.3. Gjeldsoptak fra privat eller offentlig sektor

Det har vært forskjeller i graden av gjeldsoptak fra offentlig sektor i de ulike kriserammede landene. I krisene i Asia på siste halvdel av 1990-tallet, var i stor grad privat opptatt gjeld sentralt, mens offentlige finanser var relativt sunne (Roubini 2002: 3). Allikevel ble offentlig sektor sterkt involvert i krisene, siden myndighetene i mange tilfeller ga garantier for den private gjelden. I andre land, for eksempel Mexico, Russland, Brasil og Tyrkia, var det derimot offentlig gjeld som var den vesentlige årsaken til utløsningen av krisen.

3.3. Gjeldsproblemer på 1980-tallet

3.3.1. Oppbyggingen av krisen

På 1980-tallet oppsto det store gjeldsproblemer i mange fremvoksende økonomier. I etterkant av oljeprissjokket i 1973, hadde mange vestlige banker stor overskuddslikviditet. Det var forårsaket av at oljeprodusenter fra OPEC-landene hadde plassert sine midler hos dem. For å få resirkulert disse pengene, var det mange banker som lånte ut penger til private aktører og myndigheter i fremvoksende økonomier. Disse lånene var vanligvis utstedt for en lang eller middels lang periode (Roubini 2002: 6). Kredittvurderingen bankene foretok av låntakerne var ofte mangelfull. Den manglende kredittvurderingen kan ha vært forårsaket av offentlige garantier fra myndighetene i debitorlandene og av en implisitt antakelse om sikkerhet i form av IMF-lån ved eventuelle betalingsproblemer. I mange tilfeller ble ikke lånene benyttet til produktive investeringer, men i større grad til privat og offentlig konsum (Pedersen 1999: 109-111).

På begynnelsen av 1980-tallet falt prisene på mange råvarer, og viktige inntektskilder for låntakerlandene falt vekk. Mange fremvoksende stater er store råvareeksportører, og disse eksportinntektene var viktig for driftbalansen mot utlandet. Særlig ble landene i Latin-Amerika hardt rammet av de lavere eksportinntektene. Det ble dermed vanskelig for dem å betjene gjelden de hadde til vestlige forretningsbanker. I stor grad ble avdragene dekket av nye lån, noe som forsterket problemene. I tillegg skapte det problemer at lånene som oftest var utstedt til flytende rente. På begynnelsen av 80-tallet steg de internasjonale rentene, og det ble enda vanskeligere å betjene lånene. At dollaren i tillegg appresierte, var også ugunstig. Gjeldsbyrdene målt i lokal valuta økte, fordi gjelden ofte var tatt opp i dollar. Etter hvert nektet forretningsbankene å gi ytterligere lån til de rammede landene. I 1982 innstilte Mexico betalingen på sine lån, og flere av de andre låntakerlandene fulgte dette eksempelet. Etter hvert utviklet det seg til en stor internasjonal gjeldskrise, som kom til å true det internasjonale finansielle systemet (www.bradynet.com).

Mange store og viktige banker satt igjen med store mengder syndikerte lån, som de ikke fikk betaling på. Det truet stabiliteten i banksystemet ettersom disse lånene utgjorde en stor del av

kapitalbasen, og bankene kunne derfor ikke avskrive lånene. Særlig amerikanske banker var berørte. Amerikanske myndigheter tok derfor en aktiv rolle i prosessen med å finne en løsning på problemene. I tillegg dannet kreditorbanker London Club for å forhandle med landene om å endre lånene, for eksempel om å gi lengre løpetider på avdragene. Det ble etter hvert dannet et sekundærmarked for omsetning av lån som ikke ble betjent fullt ut. Lånene ble tilbudt i dette annenhåndsmarkedet til lavere priser enn pålydende (Solnik 1999: 368).

3.3.2. Kriseløsningsprosessen

Det var tre faser i strategien til de amerikanske myndighetene (Cline 1995: kap. 5). Den første fasen fra 1982-1985 involverte kriselån til Mexico og til andre utsatte land.

3.3.2.1. Baker-planen

I 1986-1988 ble Baker-planen iverksatt. Den ble oppkalt etter US Treasury Secretary James Baker, som var sentral i utformingen av planen. Planen fokuserte på å tilby ytterligere finansiering til landene slik at de skulle kunne vokse ut av gjeldsproblemene med tiden. Planen påla bankene å gi ytterligere lån i form av en samlet utlånsstrategi. Det var i denne perioden stort sett mulig å koordinere bankene til å gjøre dette. Det var i bankenes felles interesse å gi utsatt gjeldsbetjeningstid samt nye lån, hvis dette kunne øke gjeldsbetjenings- evnen i landene på sikt. Samtidig ble det satt strenge krav til finanspolitiske innstramninger, og dessuten krav om liberalisering og privatisering av markedene i de rammede landene (Cline 1995: 209). Det viste seg imidlertid vanskelig å implementere store makroøkonomiske endringer i landene, og avdragene på de nye lånene ble ofte utsatt (Cline 1995: 212). Dessuten ble det etter hvert vanskeligere å samordne banker med ulike interesser. Dette var forårsaket av ulik grad av involvering i krisen blant banker. I tillegg var det ulikheter mellom banker i forskjellige land med hensyn til skatter og reservekrav (Cline 1995: 215).

I denne fasen ble gjeldsproblemene i hovedsak oppfattet som å være likviditetsproblemer. Det ble derfor fokusert på å sørge for tilførsel av ny kapital for at landet skulle kunne komme gjennom krisen, fremfor nedskrivninger av gjeldsbyrdene til landene.

3.3.2.2. Brady-planen

Baker-planen lyktes ikke i å løse krisen, og i perioden 1989-1994 ble en ny plan, Brady-planen iverksatt. Den ble oppkalt etter Nicolas J. Brady, den nye US Treasury Secretary. I denne planen var fokuset i større grad rettet mot å redusere gjeldsbyrden i landene. For å kunne delta, måtte landene sette i verk et omfattende økonomisk reformprogram. Programmene ble godkjent av IMF, verdensbanken og regionale utviklingsbanker, og reformene ble komplimentert med tilhørende støtteprogram fra de nevnte organisasjonene (Solnik 1999: 369). Gjeldskoordineringen skjedde gjennom London Club, og kreditorbankene vekslet inn lån mot omsettelige verdipapirer, såkalte Brady-obligasjoner. USAs myndigheter garanterte for deler av de nye papirene.

Planen var halvveis frivillig siden bankene hadde valget mellom å godta denne innvekslingen eller å gi nye lån (Cline 1995: 16). Den offentlige gjelden ble derved i stor grad gjort om til Brady-obligasjoner, med en markedsverdi som var lavere enn den opprinnelige gjeldsbyrden. Planen var markedsorientert. Den oppnådde å få i stand kutt i gjeldskravene helt ned til eksisterende annenhåndsprising av obligasjonene i markedet. Tiltakene lettet derved i stor grad de rammede landenes gjeldsbyrde. Til tross for lavere markedsverdi ble de nye Brady-obligasjonene oppfattet som mer attraktive blant investorer enn den opprinnelige gjelden. Brady-obligasjonene var lettere omsettelige i markedet, og dessuten inneholdt de statlige garantier fra USAs myndigheter (Solnik 1999: 369).

I denne delen av planen for å løse gjeldskrisen, ble det altså foretatt nedskrivninger av gjeldsbyrdene til landene. En utsettelse av avdragene, kombinert med nye lån og et reformprogram, som under Baker-planen, var ikke nok i deg selv. I denne fasen av kriseløsningsprosessen ble altså problemene som lå til grunn for krisen vurdert å være av insolvenstypen. Det var nødvendig å redusere gjeldsoverhenget for at økonomien i landene skulle bedres, og på sikt gjøre dem i stand til å betale i hvert fall deler av gjelden tilbake.

Planen må sies å ha lyktes. Etter iverksettelsen av tiltakene ble det etter hvert mer tiltro til valutakurssystemet i landene. De innenlandske rentene sank derved (Cline 1995: 18). Latin-Amerika gjenvant med tiden tillit i investorkretser og fikk igjen innpass i internasjonale

lånemarkedene. Nå må det tilføyes at dette medførte ny gjeldsoppbygning og at det oppsto nye gjeldskriser på 90-tallet for en del av landene.

3.4. Avslutning

De mange finanskrisene man har sett i fremvoksende stater de senere årene, har hatt negative effekter for verdens økonomiske stabilitet og vekst. SDRM-forslaget ønsker å gjøre noe med disse problemene. Å ha innsikt i hvordan gjeldskriser tidligere har blitt håndtert, kan gi retningslinjer for hvordan problemene bør angripes. Men store endringer i kapitalmarkedene de seneste tiårene, gjør at forslag til krisehåndtering må tilpasses de nye forholdene.

4. Forbedring av den globale finansielle stabiliteten

4.1. Innledning

Under dette avsnittet vil jeg forsøke å sette SDRM-forslaget inn i en større sammenheng. SDRM-forslaget forsøker å bidra til å finne effektive løsninger på oppståtte finanskriser. Samtidig legges det også ned mye arbeid i å forhindre at kriser skal oppstå i utgangspunktet, og dette arbeidet vil jeg i korte trekk kommentere.

Jeg vil deretter gå inn på skillet mellom kriser som er forårsaket av henholdsvis illikviditets- og insolvensproblematikk. En innsikt i denne problemstillingen gir et nødvendig rammeverk for å vurdere virkning av foreslåtte tiltak, og IMF's mulige roller i løsningsprosessen.

4.2. Kriseforebygging

Forslaget om en Sovereign Debt Restructuring Mechanism er en del av et større prosjekt fra IMF, som handler om å styrke den globale finansielle arkitekturen. Forslaget har oppstått som en reaksjon på den hyppige forekomsten av kriser de senere årene. Målet er å redusere faren for finanskriser og generelt gi en mer stabil verdensøkonomi. Her inngår blant annet som delmål å skape større åpenhet og transparens i forhold til regnskap og økonomiske forhold, bedre valutakurssystemer og mer overvåking i forhold til for eksempel børser og verdipapirsentraler. Det blir da enklere å foreta fornuftige investeringsbeslutninger på tvers av landegrensene. Dessuten forsøkes det å sikre global finansiell stabilitet. Dette foretas ved hjelp av tiltak for å forhindre at problemer som oppstår i institusjoner i et marked, spres seg til andre markeder. Innskuddssikringsordninger, kapitaldekningskrav og andre reguleringer i risikoen banker utsetter seg for, er måter å redusere faren for ustabilitet på (Norges Bank: Webpage om Finansiell stabilitet).

IMF ønsker også å redusere behovet for redningspakker i form av IMF-lån til land som er i en situasjon med uholdbare gjeldsproblemer. Et slikt sikkerhetsnett i form av forventede IMF-

lån, kan forårsake moralsk hasard problemer både på debitor og kreditorsiden. Dessuten er det et faktum at IMF har begrensede midler til rådighet. Samtidig har kravene til størrelsen på støttelånene økt dramatisk senere tid. Under krisen i Sørøst-Asia i 1997/97 ble landenes kvoter overtrukket mange ganger, ved flere tilfeller. For eksempel ble Sør-Koreas kvote overtrukket med 1900% (Eichengreen 2002: 76).

4.2.1. Ulike tiltak for å forebygge ustabilitet i verdens finansielle system

Felles for de ulike tiltakene for å forebygge ustabilitet i verdens internasjonale finansmarkeder, er at de på hver sin måte kan bidra til å senke graden av asymmetrisk informasjon mellom aktørene i finansmarkedene. Derved kan tiltakene medvirke til å gjøre allokeringen av kapital mer stabil og effektiv.

4.2.1.1. Begrense bruk av sikkerhetsnett i form av IMF-lån

Å begrense tilgang på IMF-lån, vil kunne være med på å øke disiplinen blant markedsaktører. Uten sikkerhet for at landene vil motta redningspakker fra IMF i en krisesituasjon, er ikke internasjonale investorer garantert å få dekket sine investeringer hvis landet kommer i store gjeldsbetalingsproblemer. Hvis investorer selv må bære konsekvenser av sine investeringsbeslutninger, gis de incentiv til å ikke låne til land der myndighetene fører en ikke-oppretholdbar makroøkonomisk politikk (Eichengreen 2002: 17). Derved vil tiltaket kunne bidra til å øke investorenes overvåkning av landene. Det vil kunne bidra til å spre informasjon i de internasjonale finansmarkedene om de finansielle forholdene innen hvert enkelt land.

4.2.1.2. Økt transparens

Tiltak for økt transparens innebærer å på ulike måter øke tilgangen på informasjon i finansmarkedene, for derved å bidra til at bedre investeringsbeslutninger kan fattes. I de siste årene har det internasjonale samfunnet lagt stor vekt på å øke overvåkingen og reguleringen av finansmarkedene. For eksempel har OECD utarbeidet regler for bedret Corporate Governance. For å senke risikoen for kriser i bankvesenet, har det blitt innført nye og høyere internasjonale krav til kapitaldekning i banker. "Basel 2"-direktivet går ut på at kapitalkravene i banker skal veies i forhold til hvor risikable bankenes utlån vurderes å være.

4.2.1.3. Økt grad av standardisering

Det har vært lagt ned stor innsats innenfor arbeidet med å standardisere finansiell informasjon, for eksempel i forhold til regnskapsstandarder. Målet er også i denne sammenhengen at det skal bli enklere å sammenligne investeringsmuligheter i ulike land.

4.2.1.4. Mer egnede valutakurssystemer

Økt internasjonal kapitalmobilitet har gjort det vanskeligere å opprettholde skjevheter mellom penge/finanspolitikk og valutakurser (Eichengreen 2002: 39). Flere og flere land har gått over til mer flytende valutakurser, ofte med inflasjonsmål som nominelt anker. Dette er imidlertid ikke ukomplisert for fremvoksende stater, som ofte har finanspolitiske underskudd og manglende sentralbankuavhengighet (The Economist, A survey of global finance 2003). Noen økonomer, for eksempel Paul Krugman, argumenterer derfor for at bruk av kapitalkontroller kan være nødvendig i spesielle tilfeller.

4.2.2. Tilstanden innen kriseforebyggingsområdet

Ifølge Eichengreen har det vært stor fremgang innenfor det internasjonale kriseforebyggingsarbeidet de senere år. For eksempel så man at økte rentespreads på argentinske obligasjoner i 2001 og 2002, som var forårsaket av store finansielle problemer i landet, ikke smittet over på rentespreads til obligasjoner utstedt av andre fremvoksende økonomier (Eichengreen 2002: 7). I krisene på 1990-tallet var derimot et sentralt trekk at mistillit blant investorer i forhold til en fremvoksende økonomi, lett spredte seg til andre land, særlig innenfor den samme regionen. Eichengreen tolker denne utviklingen som et tegn på at det har funnet sted forbedringer i forhold til markedstransparens. Investorer kan derfor i dag bedre skille mellom økonomiske forhold som er spesielle for Argentina, og forhold som gjelder for andre fremvoksende stater.

Det har vært relativt stor grad av enighet mellom internasjonale organisasjoner og politikere om hvilke tiltak som bør iverksettes for å forebygge finanskriser, og mange viktige endringer har funnet sted i etterkant av krisene på slutten av 1990-tallet.

4.3. Kriseløsning

For å si noe om hva som kan være gunstige måter å løse finanskriser på, er det nødvendig å trekke en skillelinje mellom kriser som skyldes midlertidige likviditetsproblemer, og kriser som er forårsaket av mer grunnleggende insolvensproblemer.

4.3.1. Likviditetskriser

En likviditetskrise innebærer at landet i en periode ikke har midler til å betale avdrag på gjelden, men at dette bare dreier seg om et midlertidig problem. Hvis kreditorene godtar en utsettelse av gjeldsavdragene i denne perioden, vil landet kunne betale tilbake også disse avdragene senere. Likviditetskriser kan være forårsaket av panikk blant investorer og ikke av svakheter i den underliggende økonomiske situasjonen i landet. Samhandlingsproblemer mellom spredte kreditorer kan føre til en ugunstig situasjon, der kreditorene kjemper om å få ut sine investeringer først, fordi det da vil være størst sjanse for å få tilbake investeringen. For en mer detaljert fremstilling av denne problemstillingen viser jeg til Hoveddel 1 s. 43.

4.3.2. ”Lender of last resort”

For å hindre at denne panikken tilknyttet en likviditetskrise utvikler seg til en finanskrise, kan det være en løsning å ha en ”lender of last resort”, som låner ut midler så lenge problemet kun skyldes likviditetsproblemer. Analysen bygger på Bagheots (1873) klassiske retningslinjer for hvordan en ”lender of last resort” skal handle. Bagehot definerer rollen slik: I en krise bør denne institusjonen låne ubegrenset til midlertidig illikvide, men langsiktig solvente institusjoner, mot god sikkerhet og til strafferente (Sandal 2001: 12).

I en nasjonal sammenheng vil ofte sentralbanken inneha denne rollen i forhold til banksystemet i landet. Sentralbanken gir garantier for bankinnskudd for å forhindre ”bankruns”, det vil si plutselig og ofte ubegrunnet kapitaluttrekk fra banker. På det internasjonale planet kan dette tenkes å tilsvares av at IMF gir støttelån som avverger panikken blant kreditorene, og som hjelper landet gjennom den midlertidige krisen

(Eichengreen 2002: 56). En viktig årsak til at dette kan være ønskelig, er at det kan avverge en spredning av krisen til andre økonomier (Sandal 2001: 11).

IMF som organisasjon har i utgangspunktet muligheter til å inneha en slik rolle. Medlemslandene bidrar med betydelig likviditet til organisasjonen i form av kvoter. Disse kan IMF så igjen allokere til medlemsland der finanssystemet trues av kapitalflukt grunnet panikk blant internasjonale kreditorer (Fischer 1999:96).

Det er allikevel mange problemer ved denne enkle analysen. En forutsetning for å kunne fungere som en "lender of last resort", er at IMF har store, i teorien ubegrensede ressurser til rådighet. Det har ikke IMF i dag, og så lenge dette er tilfellet, vil ikke nødvendigvis vissheten om at lån vil gis ved likviditetskriser være tilstrekkelig til å kunne avverge panikken blant kreditorene (Eichengreen 2002: 141). Dessuten krever IMF en rente som er lavere enn markedsrenten. Det kan øke faren for at debitorland ønsker lån av opportunistiske grunner, og ikke bare når det strengt tatt er nødvendig. Det er også problemer i forhold til hvor god sikkerhet landene kan stille for lånene. Det er vanskelig å beslaglegge sikkerhet i form av eiendeler hos suverene stater, i tilfeller hvor ikke lånene tilbakebetales. Stiglitz hevder at det er en grunnleggende feil i analysen som tilsier at IMF bør inneha denne rollen. Hvis det kun dreide seg om et likviditetsproblem i det gjeldende landet, ville det vært mulig for landet å få lån i markedet. Vanskene landene har i forbindelse med å tiltrekke seg kapital, viser nettopp at det er stor usikkerhet tilknyttet om det er bare likviditetsproblemer landet gjennomgår (Stiglitz 2002: 205).

4.3.2.1. Katalytisk tilnærming fra IMF

Ved midlertidige likviditetskriser kan i utgangspunktet IMF-lån være en løsning. IMF-lån bidrar til å roe ned kreditorer fordi de skjønner at de uansett vil få dekket sine krav. Da har de ikke noe incentiv til å få panikk og trekke seg ut raskt. For at dette skal fungere, må det være sterk politisk vilje til reformer i landet (Eichengreen 2002: 61). I tillegg vil det at faktum at IMF vurderer at det er riktig å gi lån, og at organisasjonen derved signaliserer tillit til økonomiske reformer i landet, kunne føre til økt tillit i lånemarkedet. Da vil markedsaktører igjen kunne bli villige til å yte landet lån til markedsrente (Roubini 2002: 5).

4.3.2.2. Internasjonalt konkurssystem, SDRM

En mekanisme for restrukturering av statsgjeld eller andre lignende regimer som innfører en stans i gjeldsutbetalingene fra det kriserammede landet, kan også være en løsning. Det kan roe ned situasjonen og forhindre uheldig kapitalflukt og kreditorpanikk. Kreditorne blir låst inne i prosessen, og det uheldige utfallet kan derved unngås (Haldane et. al. 2002 13).

4.3.3. Insolvenskriser

Ved solvenskriser er det fundamentale mangler i landets økonomiske situasjon, som tilsier at gjelden er ikke-oppretholdbar. Det vil si at det ikke er mulig å stabilisere gjelden som andel av BNP, uten å få nedskrevet gjelden. I praksis medfører en slik stabilisering at overskuddet på statsbudsjettet må være høyere enn differansen mellom den økonomiske veksten og realrenten. Skjer ikke dette, vil realrenten i landet øke. Dette kan redusere den økonomiske veksten i landet (Winje 2002). Utenlandsgjelden skaper på den måten et gjeldsoverheng. Kun hvis gjeldsbyrden reduseres, er det mulig å oppnå en sunn økonomisk utvikling. Bare ved en slik reduksjon kan landet få bedre muligheter til å betjene gjelden det sitter igjen med.

Gjeldsbyrden vil derved måtte restruktureres på en måte som innebærer at den totale gjeldsbyrden reduseres. I slike tilfeller vil gjentatte IMF-lån bare utsette problemet og overføre midler fra landets skattebetalere til internasjonale investorer (Eichengreen 2002: 57). Dette er urettferdig, og det skader funksjonen til det internasjonale finansielle systemet. Det er uheldig fordi ulike markedsdeltakere ikke tar tilstrekkelig hensyn til risikoen tilknyttet investeringene de foretar.

4.3.3.1. Restrukturering av ikke-oppretholdbar gjeld

Ved grunnleggende insolvensproblemer i landet må altså gjelden reduseres. Det kan være i kreditorenes egen interesse å godta en reduksjon i gjeldsbyrden, ettersom dette faktisk kan øke nåverdien av gjeldskravene de er i besittelse av, i det rammede landet. Anne Krueger sier at i tilfeller der gjelden er ikke-oppretholdbar, kan det komme til et punkt der nåverdien av landets gjeldsbetalingsevne vil øke hvis gjelden reduseres. Dette skjer fordi det økonomiske vekstpotensialet øker, og realrentene synker. Derfor reduseres med tiden gjeldsoverhenget. Ut

fra dette resonnementet kan det være i både kreditorenes og debitorlandets interesse at gjelden reduseres (Anne Krueger, 2003: 2).

Paul Krugman benytter lignende slutninger for å begrunne at det kan være i markedets egen interesse å gå inn for gjeldsreduksjoner i spesielt alvorlige tilfeller. En stor gjeldsbyrde har negative effekter på landets muligheter til å oppnå økt produksjon og økonomisk fremgang, siden jo mer landet tjener, jo mer må benyttes i forhold til å betjene gjelden. At kreditorene godtar en nedjustering av gjelden, vil derfor kunne øke landets mulighet og motivasjon til å betale den gjenstående gjelden (Krugman 1996: 263-266).

I fravær av et internasjonalt konkurssystem eller en SDRM-mekanisme, vil det ofte være problemer med å få enkeltkreditorer til å bli med på de nødvendige reduksjonene. Det oppstår et ”gratispassasjer”-problem, og hver av kreditorene kan håpe på at tilstrekkelig mange av de andre kreditorene vil gå med på reduksjonene, slik at de selv kan få dekket hele sitt krav. Dette koordineringsproblemet er en del av begrunnelsen for SDRM-forslaget.

4.3.3.2. Problemområder

Slik dagens system for kriseløsning er, fremstår alternativene til IMF-lån som usikre. Derfor er det uvilje mot å forsøke å oppnå en gjeldsrestrukturering og et tilhørende press mot IMF om å gi lån. Dette skjer selv om det egentlig er mest sannsynlig at landet bør karakteriseres som insolvent.

Det er i tillegg et uklart skille mellom rene likviditetskriser og rene solvenskriser. Det vil finnes et spekter av ulike kriser som befinner seg et sted mellom disse to ytterpunktene (Roubini 2002: 17). IMF's beslutning om hva slags krise landet befinner seg i, vil bygge på vurderingene til eksperter fra IMF. De må vurdere om de anser det som sannsynlig at landet vil kunne betjene gjelden i fremtiden, etter at nødvendige og anbefalte reformer er gjennomført. Makroøkonomiske projeksjoner er ikke en eksakt vitenskap, og det er mye usikkerhet tilknyttet forutsetningene som ligger til grunn. Vurderingene av landets politikeres vilje og deres evne til å få gjennomført de nødvendige endringene, vil være preget av usikkerhet (Eichengreen 2002: 59). Landets evne til å betale gjelden kan heller ikke vurderes uavhengig av hvor mye hjelp landet mottar (Haldane et. al. 2002: 9).

I forhold til IMF-lån ved rene likviditetskriser, er det som nevnt et kompliserende moment at det finnes begrenset med IMF-ressurser. Investorer vil derfor, til tross for forsikring om lån fra IMF, kunne frykte at det ikke vil være nok midler igjen til å dekke deres krav. Derfor kan panikktilstander allikevel oppstå.

4.4. Avslutning

SDRM-forslaget føyer seg inn i et stort prosjekt for å styrke den globale finansielle arkitekturen. I hovedsak vil SDRM kunne forenkle kriseløsningsprosessen. Men eksistensen av en slik mekanisme vil også kunne få betydning for frekvensen av kriser, det vil si at den påvirker forebyggingen av kriser. I hvilken grad en SDRM-mekanisme vil senke eller øke krisefrekvensen, er det uenighet om. Denne problemstillingen kommer jeg tilbake til i analysedelen. Den totale virkningen vil henge sammen med hvordan mekanismen eventuelt konkret utformes, og hvordan markedsaktører vil komme til å tilpasse seg til endringene.

5. Ulike forslag til forbedret kriseløsning

5.1. Innledning

Under denne delen vil jeg forsøke å sette SDRM-forslaget inn i sin sammenheng i den aktuelle debatten om hva som vil utgjøre det beste kriseløsningsregimet. Det vil være nyttig å ha avklart de ulike mulig alternativene, før jeg i neste del vil gå mer i dybden på SDRM-forslaget fra IMF. Det finnes mange flere synspunkter enn de jeg har valgt til å trekke frem, men jeg forenkler debatten og deler forslagene inn i tre hoveddeler.

5.2. Løsning av oppståtte kriser

På dette området har det vært mye debatt de senere årene. Dette har hatt gunstige effekter for verdens kapitalmarkeder, som følge av at problemene er blitt viet mer oppmerksomhet. Allikevel har det vært mindre fremgang i prosessen med å komme frem til løsninger som det har vist seg mulig å inngå internasjonale avtaler om. I diskusjonen om hva som vil kunne være et gunstig regime for å oppnå en ønsket restrukturering av gjelden i tilfeller hvor landet befinner seg i en ikke-opprettholdbar gjeldssituasjon, utpeker tre forslag seg. De går henholdsvis ut på å bevare dagens system, å innføre kollektive handlingsklausuler i obligasjonspapirer fra fremvoksende økonomier eller å innføre en overnasjonal restruktureringsmekanisme (SDRM), (Roubini 2002: 3).

5.3. Status Quo

Forkjempere for å beholde dagens system, begrunner sitt syn med at dette har vist seg å være tilstrekkelig til å kunne løse restruktureringsproblemer i de fleste tilfeller. Roubini viser til at det i svært mange tilfeller har vært mulig å løse gjeldsproblemer ved å oppnå enighet om restruktureringsforslaget blant de berørte obligasjonssinnehaverne. Han nevner at dette for eksempel lyktes i gjeldskrisene i Russland og Pakistan (Roubini 2002: 7). I andre tilfeller har

banker også tatt sin del av tapet. Det har altså selv med dagens nokså tilfeldige kriseløsningssystem, vært mulig å få privat sektor til å bære en del av tapet. Dette mener han kan tyde på at kreditorkoordineringsproblemene har blitt tillagt overdreven stor vekt i mange tilfeller. Ifølge forkjempere for dagens markedsdrevne regime, er det mulig å hindre panikk og kapitalflukt ved at landet selv beslutter å innstille gjeldsutbetalingene til samtlige av sine kreditorer, slik systemet ofte fungerer i dag.

Saksøking mot debitorlandet kan dessuten ikke sies å utgjøre et særlig stort problem i en statssammenheng, i følge forkjempere for Status Quo (jfr. Hoveddel 2, s. 50). Motstanden mot å foreta mer omfattende endringer, begrunnes også med at en enklere restruktureringsprosess kan øke moralsk hasard problemene hos debitorlandet. Det vil derfor være mer meningsfullt å prøve å videreutvikle dagens markedsdrevne system. Forkjempere for denne retningen ønsker at IMF i større grad skal motstå presset om å gi nødlån i gjeldssituasjoner det er spørsmål om insolvens (Eichengreen 2002: 99). Lån bør ikke gis i tilfeller der det er fundamentale mangler i landets økonomi. I slike tilfeller er det helt nødvendig å nedjustere gjelden (Eichengreen 2002: 139). Hyppigere innføring av en stans i gjeldsutbetalinger fra land som er i en ikke-oppretholdbar gjeldssituasjon, og flere tilhørende restruktureringsforhandlinger, kan øke markedsdisiplinen og derved forebygge nye kriser.

5.3.1. Markedsbaserte løsninger

En måte det i mange tilfeller har lyktes i å få restrukturert gjeld på, har vært gjennom markedsbaserte "inn-vekslinger" av gjeldsobligasjoner (Eichengreen 2002: 71). Dette innebærer at eksisterende obligasjonspapirer byttes inn i nye, som har en struktur som gjør gjeldsbyrden mer håndterbar for landet. Ved hjelp av endrede avdragtidspunkter og eventuelt renteendringer, har debitor oppnådd en utsettelse og en demping av betalingspresset. Dette har gitt debitorlandet mer tid til å foreta nødvendige endringer i sin økonomiske politikk. Et problem er at det er vanskelig å oppnå noen vesentlig nedsettelse av nåverdien av gjelden på denne måten, siden resultatet må godtas av kreditorene på frivillig basis. Juridiske innovasjoner i forbindelse med utformingen av obligasjonskontraktene kan imidlertid øke mulighetene for å lykkes. I senere tid er det blitt mer utbredt med såkalte "exit concent"-klausuler som et middel for å binde obligasjonssinnehavere som motsetter seg en restrukturering (Eichengreen 2002: 73). Dessuten har det blitt mer vanlig å gjøre endringer i obligasjonspapirenes ikke-finansielle betingelser som gjør dem mindre verdifulle etter en

eventuell restrukturering, for den delen av innehaverne som eventuelt motsetter seg en restrukturering.

5.3.2. Senere tids utvikling

I The Economist 10.mai 2003, er det en artikkel som omhandler den siste utviklingen på området. Uruguay har kommet i en svært vanskelig gjeldssituasjon de siste månedene. Tidligere ble landet oppfattet som et av de mest veldrevne landene i Sør-Amerika. Nå har dette endret seg. Landet er i en dyp resesjon, og det har en sterkt økende gjeldsbyrde. Uruguay forsøker nå å få vekslet sine gjeldsobligasjoner inn i nye obligasjoner med lengre løpetid. Disse vil inneholde kollektive samhandlingsklausuler. Innvekslingen vil ikke innebære tap av nåverdi for dagens innehavere, men tilbakebetalingsperioden vil utvides med 5 år. For å gi kreditorene incentiver til å godta dette, vil kreditorene få noe penger utbetalt med en gang. I tillegg vil det bli forsøkt å gjøre de eksisterende obligasjonene mindre attraktive for de gjenværende kreditorene, hvis forslaget godtas av et tilstrekkelig flertall. Flertallet vil måtte være på ca. 85%.

Det er usikkert om dette vil lykkes. Utfallet kan trolig si noe om hvor effektivt dagens system er i forhold til det å oppnå markedsbaserte restrukturingsavtaler. Et problem er imidlertid at selv om avtalen går igjennom, er det uklart om dette vil være tilstrekkelig til å hjelpe Uruguay gjennom krisen. En lignende restrukturering ble foretatt i Argentina i 2001, men var ikke tilstrekkelig til å løse gjeldskrisen i landet. Argentina var allikevel i en enda dypere krise, og betingelsene rundt innvekslingen var gunstigere sett fra kreditorenes side. 4. juni uttalte Horst Kohler, som er Managing Director i IMF, at det ser ut til at utvekslingen av gjeldsobligasjonene i Uruguay kommer til å lykkes. Han tolker dette som at den senere tids debatt og klargjøring rundt restruktureringstemaet, trolig kan ha bidratt til å øke sannsynligheten for dette utfallet.

5.4. Kontraktbasert endring, Kollektive samhandlingsklausuler

En annen måte å forenkle restruktureringprosessen på, er å innføre kollektive samhandlingsklausuler, "Collective Action Clauses", i obligasjonspapirer utstedt av

fremvoksende økonomier. Slike klausuler tillater flertallet av innehavere i en obligasjonsutstedelse å binde mindretallet til å godta en restruktureringsavtale. I tillegg tillater ikke disse klausulene at individuelle obligasjonsinnehavere saksøker debitor. En eventuell saksøking må godtas av en majoritet av kreditorene. Kollektive samhandlingsklausuler er vanlig å benytte i obligasjoner utstedt under engelske og japanske rettsområder. De benyttes imidlertid sjelden i obligasjoner utstedt under New Yorks rettsområde, og det er under dette rettsområdet de fleste fremvoksende stater velger å utstede sine obligasjoner (Roubini/Setser 2003: 8).

Mange mener at hvis det lykkes å innføre slike klausuler som normen for fremvoksende stater, vil dette kunne løse de viktigste samordningsproblemene mellom kreditorene. Samtidig vil det være en mer markedsvennlig og frivillig reform enn en stor SDRM-reform vil være. Dette alternativet har blitt møtt med mer velvilje i investorkretser. Myndighetene i USA, som motsetter seg innføringen av SDRM-mekanismen og har vetomuligheter, er positive til å innføre slike samhandlingsklausuler.

5.4.1. Negativ signaliseringseffekt?

Problemet med dette alternativet er i første rekke at det har vært skepsis mot å inkludere disse klausulene blant myndighetene i de gjeldende fremvoksende økonomiene. Det fordi de har fryktet en negativ signaliseringseffekt. Det at kollektive samhandlingsklausuler skulle bli benyttet, fryktes å kunne bli tolket i markedet som et signal på at det er større sannsynlighet for at disse obligasjonene vil behøve å bli restrukturert. Asymmetrisk informasjon i markedet for lån til disse statene gir derved opphav til et "ugunstig utvalg"-problem. Dessuten kan det oppfattes blant markedsaktører som om de kollektive samhandlingsklausulene senker kreditorrettighetene. Derfor måten fryktes det at klausulene kan bidra til økte lånekostnader og mindre tilgang på kapital i det internasjonale lånemarkedet. Det finnes imidlertid ingen empiri som tilsier at avgjørelsen om å innstille betaling av gjeld eller ikke, har noen sammenheng med om obligasjonene har kollektive samhandlingsklausuler tilknyttet eller ikke (Roubini/Setser 2003: 20).

5.4.2. Senere tids utvikling

Det har vært stor fremgang når det gjelder å innføre denne typen klausuler i gjeld fra fremvoksende stater det siste halve året (The Economist 10.mai 2003: 67). I februar valgte Mexico å innføre kollektive samhandlingsklausuler i sin nyeste obligasjonsutstedelse. Mexico er i en stabil økonomisk situasjon, og statsgjelden er vurdert til "investment grade". Til tross for dette ble inkluderingen av klausulene oppfattet som en modig handling. Det er ifølge The Economist ingen tegn på at markedet reagerte negativt på klausulene. Brasil fulgte opp med kollektive samhandlingsklausuler i sin utstedelse av obligasjoner i april, og flere fremvoksende økonomier ser ut til å følge etter.

En forklaring på at det plutselig er mer velvilje i forhold til å inkludere slike klausuler, både blant investorer og de aktuelle landene, kan være all diskusjonen om en eventuell restruktureringsmekanisme for statsgjeld i den senere tid. Dette kan ha fungert som en trussel om et større "onde", som vil senke kostnaden ved betalingsproblemer for debitor i enda større grad enn innføringen av kollektive samhandlingsklausuler vil gjøre. På den måten kan diskusjonen ha medvirket til at markedet ble mer positive til de kollektive samhandlingsklausulene. En annen mulig forklaring på motstanden mot SDRM er at det vil kunne senke tilbudet av IMF-redningspakker. Frykten for dette alternativet kan skyldes moralsk hasard problemer hos internasjonale investorer.

5.5. Lovmessig endring, SDRM-forslaget

Det tredje alternativet i forhold til å løse restruktureringsproblemer, er å innføre en institusjonell endring i finanssystemet for å gi en forutsigbar løsning på uoppretholdbare gjeldsproblemer. Hva dette alternativet konkret innebærer vil jeg gå nærmere inn på i neste del av oppgaven.

5.5.1. Fordeler med en mer ordnet prosess

IMF, andre internasjonale organisasjoner og mange ledende økonomer er enige om at det er behov for en endring av dagens system for løsning av gjeldskriser i fremvoksende økonomier. IMF mener at dagens system ofte gir for store kostnader ved betalingsproblemer både for debitor og kreditorene, siden restruktureringsprosessen er så uforutsigbar og uordnet. Prosessen som land med store gjeldsproblemer må gjennomgå, før en nødvendig nedskrivning av gjeldsbyrden eventuelt kan gjennomføres, blir derfor unødig halt ut. Det kan øke risikoen for smitteeffekter og risikoen for ustabilitet i det internasjonale finansielle systemet (IMF, august 2002: 4). Kreditor kostnadene øker, siden prosessen før en uunngåelig restruktureringsavtale kan inngås, dras ut. På grunn av den vanskelige prosessen, vil debitorlandet ofte i det lengste utsette avgjørelsen om å starte forhandlinger om nedskrivninger av gjeldsbyrden. Denne tiden gir økte økonomiske, politiske og sosiale tap og forstyrrelser for landet.

I tillegg kan kreditorinteresser skades som følge av at det blir vanskelig å sikre enighet om restruktureringsavtalen mellom kreditorene. I følge IMF ville det være i partenes felles interesse at prosessen blir mer forutsigbar. Verdier i landet kunne forventes å øke på grunn av bedre muligheter for skatteinntekter og bedre politiske og økonomiske forhold. Dessuten ville kreditorer kunne forsikres om en mer rettferdig deling av resterende verdier mellom kreditorene etter en nødvendig restruktureringsprosess (Krueger 2002: 4-5).

Fordelene ved dette alternativet, fremfor å innføre kollektive handlings klausuler, er at en lovmessig og overnasjonal endring vil få en umiddelbar virkning på alle typer gjeld utstedt til utenlandske privataktører. Det vil være et overgangsproblem tilknyttet kollektive samhandlingsklausuler, ettersom klausulene kun vil omfatte alle kreditorene ved en enkelt obligasjonsutstedelse. Derved vil det fremdeles finnes muligheter for at innehavere av enkelte utstedelser kan motsette seg en generell restruktureringsprosess (Roubini 2002: 26). Dessuten vil ikke banklån og ulike andre typer gjeldsinstrumenter, ha de nevnte klausulene.

5.5.2. Senere tids utvikling

Det virker urealistisk at SDRM-forslaget skal bli vedtatt i nær fremtid på grunn av stor motstand. I de siste uttalelsene fra IMF arbeides det derfor for en dobbelt tilnærming til problemene. De ønsker fortsatt å få innført SDRM-mekanismen på sikt, men i mellomtiden vil det være et mål å få innført kollektive handlingsklausuler i nye lån utstedt fra fremvoksende økonomier, i så stor utstrekning som mulig (IMF, Public Information Note, mars 2003).

5.6. Avslutning

I debatten om hva som vil være det mest hensiktsmessige regimet for løsning av finanskriser, er det svært ulike meninger. I neste del vil jeg gå mer i dybden på SDRM-forslaget. Jeg vil vise hvordan IMF begrunner sitt forslag med ulike former for markedssvikt som opptrer i fravær av en slik samordnende mekanisme.

Del 2

6. Hoveddeler i SDRM-forslaget

6.1. Innledning

I denne delen av oppgaven vil jeg presenterer hovedpunktene i forslaget til IMF angående en restruktureringsmekanisme for statsgjeld. Jeg vil gå inn på de viktigste trekkene tilknyttet hvordan mekanismen foreslås utformet, og jeg vil forklare markedssvikten som ligger til grunn for hver av hoveddelene.

6.2. SDRM-forslaget

Forslaget fra Ann Krueger og IMF, forsøker å bidra til å løse gjeldsproblemer i tilfeller der land befinner seg i en gjeldssituasjon som vurderes til å ikke være opprettholdbar. Det vil som nevnt under avsnitt 4.3.3., si at landet ikke utelukkende er i en fase med midlertidige likviditetsproblemer. Det er nødvendig at kreditorene godtar en nedskrivning av sine krav, slik at gjeldsbyrden reduseres. Utviklingen i internasjonale lånemarkedene fører imidlertid til at den nødvendige koordineringen mellom de spredte långiverne ofte blir vanskelig å få til.

Krueger trekker en analogi til konkurslovgivning i bedriftssammenheng, som finnes i de fleste utviklede økonomier. Målet er å komme frem til en mekanisme som kan gi riktige incentiver til både kreditorer og debitor, slik at de sammen kan bli enige om en ordnet og forutsigbar restrukturingsavtale. Dette må gjøres på en slik måte at det ikke bidrar til økt sannsynlighet for slike restruktureringer, fordi debitorlandet oppfatter dette som en enkel måte å få redusert sin gjeldsbyrde (Krueger 2002).

6.2.1. Hoveddeler i forslaget: (Krueger april 2002)

1. Alle kreditorer skal bindes av en avtale som har blitt godtatt av en tidstrekkelig stor kvalifisert majoritet.
2. Kreditorers mulighet til å rettsforfølge debitor mens restruktureringsforhandlingene foregår opphører.
3. Det iverksettes tiltak som beskytter kreditorinteressene i denne perioden.
4. Det utformes en mekanisme som forenkler tilgang på ny finansiering mens forhandlingene foregår. Ny kapital skal gis prioritet.

Hvert av disse punktene vil jeg gå nærmere inn på i de følgende fire kapitlene.

6.2.2. Analogier til nasjonal konkurslovgivning

Alle disse trekkene er hentet fra eksisterende konkurslovgivning som finnes i de fleste velutviklede rettsstater. Hensikten i den sammenhengen er å bevare verdien til bedriften i høyest mulig grad. Hvis det bare er en midlertidig likviditetskrise, vil det også være i kreditorenes interesse at bedriften får fortsette å eksistere. I USA kalles denne konkursprosedyren for private bedrifter for Chapter 11. Ledelsen gis tid til å utarbeide et forslag til en reorganisering av bedriften og en tilbakebetalingsplan. Ledelsen bevarer kontrollen, og kreditorene kan ikke i denne fasen beslaglegge eiendeler. Bedriften får muligheten til å hente inn ny kapital til fortsatt drift. Godtar ikke kreditorene planen, kan de foreslå et alternativ, og de kan da eventuelt velge å erstatte ledelsen og/eller likvidere selskapet (Shleifer 2003: 2). Men for å ivareta kreditorenes interesser, og for å hindre at bedrifter benytter muligheten til å utsette avdrag eller avkorte gjelden sin unødige, legges det strenge bånd på debtors mulige handlemåter.

Imidlertid er det også viktige forskjeller mellom konkurslovgivning på bedriftsplan innen et land og en ordning som tenkes å omhandle statsgjeld til utenlandske private kreditorer.

1. I en nasjonal sammenheng er bedriften stilt overfor en trussel om en mulig likvidering. Det gir kreditorene incentiver til å godta en reorganisering som gir høyere forventet nytte enn likvideringsverdien. I en statssammenheng, hvor likvidering ikke er en

mulighet, er det derfor viktigere å utforme incentiver som gjør at kreditorene finner det i sin interesse å godta en restrukturering som vil innebære en lavere nåverdi av deres krav (Krueger 2002: 12).

2. I en sammenheng med suverene stater har kreditorer færre rettigheter enn i en bedriftssammenheng, jfr. sovereign immunitets doktrinen. Denne doktrinen tilsier at myndigheters verdier ikke er underlagt forretningslover (Miller og Zhang 2002: 55). Kreditorene har derfor ikke lov til å beslaglegge landets eiendeler, bortsett fra eksport i helt spesielle tilfeller. Dessuten kan internasjonale kreditorer ikke gå til det skritt å skifte ut myndighetene i et land, slik kreditorer på et nasjonalt plan kan skifte ut ledelsen i en bedrift.

Hovedpoenget er at ved betalingsproblemer i forbindelse med statsgjeld, vil det generelt være svakere kreditorrettigheter. Derfor må SDRM-mekanismen utformes slik at det er i debitors egen interesse å betale tilbake gjelden i størst mulig grad. Dette kan tale for at det er nødvendig med en viss størrelse på kostnadene landet utsettes for når landet ikke betaler forpliktelsene sine fullt ut.

En annen analogi mellom konkurslovgivning for bedrifter og et konkurssystem for land, er at hvis kriseløsningssystemet er vel innarbeidet, kan de fleste konflikter løses utenfor rettssystemet. Dette vil være gunstig. Kreditorene vet at hvis de ikke godtar betingelsene frivillig, vil debitor kunne tvinge gjennom restrukturingsavtalen via en rettssak. Derved gis kreditorene incentiver til å komme til en frivillig ordning (Krueger 2002: 10).

6.3. SDRM-prosessen i korte trekk

6.3.1. Forutsetninger for å kunne benytte mekanismen

SDRM-mekanismen skal kun benyttes når land er i en situasjon med en ikke-oppretholdbar gjeldsbyrde. Kriteriene for at gjelden skal kunne karakteriseres som å være av denne typen, er nevnt på side 20. Det er derved strenge forutsetninger som skal være oppfylt, for at landet skal kunne benytte mekanismen.

6.3.2. Sekvensiering i SDRM-prosessen

Før SDRM-alternativet blir aktuelt, forutsettes det at landet forsøker å oppnå en frivillig og markedsbasert restrukturering av gjelden (Further Considerations, november 2002: 4). I den grad SDRM-rammeverket fungerer, vil kreditorene innse at de må gjennomgå en tvunget prosess hvis de motsetter seg en frivillig ordning. Derfor kan dette gi incentiv til å komme frem til en frivillig løsning mellom landet og kreditorene.

Er det ikke mulig for partene å komme til enighet, innføres en stans i gjeldsutbetalingene og det startes forhandlinger om en gjeldsordning (jfr. modell, Further Considerations, november 2002: 76). I siste forslag til SDRM fra våren 2003, forutsettes det at landet selv skal ta initiativ til å benytte SDRM-alternativet, i tilfeller der landet ser at andre muligheter ikke fører frem. Innstillingen av gjeldsutbetalingene for en periode skal skje i samarbeid med IMF. IMF gjennomgår landets gjeldssituasjon og tar stilling til om den virkelig er å anse som ikke-oppretholdbar. Dessuten skal IMF gi råd i forhold til nødvendige økonomiske tiltak og endringer i landet. Det blir også eventuelt opprettet et låneprogram i samarbeide med IMF. På et forutbestemt tidspunkt skal kreditorene så ved flertallsavgjørelse avgjøre om de er villige til å godta det foreslåtte gjeldsrestruktureringsforslaget.

6.3.3. Hvilke former for gjeld skal inkluderes?

SDRM tenkes først og fremst å omhandle gjeld til utenlandske private aktører (Fachsheets, januar 2003). Det finnes allerede et forum for forhandlinger i forhold til offisielle lån mellom myndigheter i ulike land, Paris Club. Det har også vært debattert i hvilken grad gjeld til private kreditorer i eget land skal inkluderes i restruktureringsavtalen. Det vil kunne føles som urettferdig for utenlandske kreditorer, hvis ikke kreditorer i hjemlandet også må ta sin del av tapet. Men på den andre siden kan det få store konsekvenser for banksystemet i hjemlandet hvis bankene må nedskrive store deler av lånene. Det kan forårsake en mer omfattende krise, og gjøre det vanskeligere for landet å få gjennomført nødvendige økonomiske reformer (jfr. Further Considerations, november 2002). Løsningen på disse problemstillingene er fremdeles ikke helt avklart.

7. Hoveddel 1, Majoritetsrestrukturering

7.1. Innledning

Jeg benytter forslaget til en restruktureringsmekanisme for statsgjeld som Ann Krueger presenterte i april 2002, "A New Approach To Sovereign Debt Restructuring", som utgangspunkt for denne diskusjonen. Deler av forslaget er revidert i etterkant, og jeg vil kommentere disse endringene underveis. I denne første, av i alt fire hoveddeler, er fokus rettet mot majoritetsrestruktureringsbestemmelsen. Den innebærer at en majoritet av kreditorene gis rett til å binde en minoritet av kreditorgruppen til å godta et foreslått restruktureringsforslag.

7.2. Grunnleggende markedssvikt

Sammensetningen av lånemarkedet for lån til stater har, som tidligere nevnt, endret seg i løpet av de siste tiårene. På 70- og 80-tallet ble lånene i hovedsak gitt i form av syndikerte banklån. Disse lånene var lettere å restrukturere ettersom debitorlandet hadde en mer samlet og enhetlig kreditorgruppe å forholde seg til. Det var derfor enklere å oppnå en samordning av kreditorenes interesser. Bankene hadde interesse av å samarbeide og eventuelt godta en utsettelse eller nedskrivninger av lånene. De ønsket også å ivareta en god relasjon til debitorlandet (jfr. delen om Brady-obligasjoner s. 22).

I dag er markedene for lån til fremvoksende økonomier større og mer utviklede. Lånene gis i større grad i form av spredte obligasjonslån. Denne utviklingen er gunstig ettersom den gir en økt mulighet for finansiering av ulike former for offentlige og private prosjekter i de fremvoksende økonomiene. Det blir også større diversifiseringsmuligheter for internasjonale investorer. Men samtidig har utviklingen ført til at det har blitt vanskeligere å samordne kreditorene i tilfeller der det er nødvendig å utsette innbetalinger eller restrukturere lånene. Dette er som nevnt nødvendig i tilfeller der landets gjeldsbyrde er ikke-oppretholdbar, det vil si når landet er grunnleggende insolvent (Krueger, april 2002: 6).

7.2.1. Kreditorkoordinering, spillteori

Det kan være vanskelig å koordinere handlingene til mange spredte enkeltkreditorer. Selv om en restrukturering av gjelden ville vært gunstig for kreditorene samlet sett, kan enkeltkreditorer individuelt ha incentiver som gjør det mest gunstig å for dem å motsette seg en restrukturering. De kan håpe på at tilstrekkelig av de andre kreditorene vil gå med på å senke sine krav, slik at en restruktureringsavtale kan inngås med debitor. Da er det en mulighet for at de selv kan få betaling på linje med det opprinnelige kravet. De kan altså oppnå en privat gevinst på bekostning av størstedelen av kreditorgruppen. Denne interessekonflikten kan derved føre til at en foreslått restruktureringsavtale ikke godtas av en tilstrekkelig stor andel av kreditorene (Krueger 2002: 6-9).

I dag mangler det internasjonale samfunnet en mekanisme som gjør at en majoritet av gjeldskravsinnehaverne kan binde en minoritet til å godta betingelsene. Det at det er vanskelig å inngå restruktureringsavtaler, kan føre til mindre tillit til rammede lands finansielle situasjon. Resultatet kan bli ukontrollerbare "deposit-runs", der kreditorene skynder seg å trekke kapital ut av landet. Dette kan ha forårsaket noen av finanskrisene på 90-tallet i Sørøst-Asia (Tirole 2002). Den plutselige kapitalflukten var trolig forårsaket av en frykt blant kreditorene for å være de siste til å trekke ut sine innskudd. Den gruppen av kreditorene som reagerte først var i større grad sikret å kunne hente ut hele verdien av sine innskudd. Dette resulterte i en kamp om å reagere raskest mulig. Sammensetningen av utenlandsgjelden, med en stor andel kortsiktige lån, forsterket problemet. Det er dette fenomenet Sachs refererer til som irrasjonell panikk. Krisene var i mindre grad forårsaket av at kreditorene stilte spørsmål ved fundamentale økonomiske forhold i de nevnte landene.

7.2.2. Kreditorkoordinering i Ghosal og Millers artikkel, Appendiks 1

Jeg benytter det spillteoretiske rammeverket til Ghosal og Miller for å gi en teoretisk begrunnelse for markedssvikten som kan forsvare bruk av majoritetsbestemmelser. En mer detaljert gjennomgang av artikkelen "Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures" finnes i Appendiks 1.

Forfatterne prøver i artikkelen å vurdere markedssvikt som er forårsaket av både koordineringssvikt blant kreditorene og moralsk hasard hos debitor, i et samlet rammeverk. I denne delen vil jeg konsentrere meg om koordineringsproblemene. Moralsk hasard problematikken vil jeg ta opp under hoveddelen "Beskytte kreditorinteresser". Det er imidlertid ifølge forfatterne viktig å se disse problemene samlet. Løsningen på kreditorkoordineringsproblemer kan virke inn på gjeldsbetalingsincentivene til landet, og det kan derved virke inn på myndighetenes anstrengelser i forhold til å betale tilbake gjelden som de har tatt opp.

Utgangspunktet for analysen av spillteoretiske implikasjoner for kreditorkoordineringen er en enkel modell med to spillere (se figur i Appendiks 1 s. 102-104). Begge kreditorene deltar i et toperioders prosjekt i et annet land. Ingen av kreditorene kan forplikte seg i forkant til å ikke trekke ut sine penger underveis.

Prosjektet blir finansiert av lån fra utenlandske investorer. I modellen kan det finne sted kriser i løpet av et prosjekts eksistens. Krisene kan være forårsaket av enten et ytre negativt sjokk eller at låntakerlandet ikke yter god innsats. I det siste tilfellet har man moralsk hasard problematikk. Hvis en krise oppstår, må låntakerne bestemme seg for om de skal trekke ut pengene sine, eller fortsatt la dem stå i prosjektet. Forfatterne ser på tre mulige strategier for långiverne, enten fortsatt gi lån, alternativt trekke seg ut og derved forårsake en krise, eller å velge en blandet strategi der de randomiserer i forhold til fortsatt å yte lån eller å trekke seg ut (jfr. Appendiks 1 s. 104-108).

I modellen ses det først og fremst på likviditetssjokk. Det medfører at nåverdien av prosjektet er uendret, selv om det i inneværende periode er problemer med å betale avdrag. Forfatterne utvider imidlertid også modellen til å omfatte situasjoner der kreditorene må godta en nedskrivning av sin andel i prosjektet, det oppstår altså et slags insolvensproblem. Uansett om det er snakk om et solvent eller et insolvent prosjekt, benytter forfatterne samme resonnementet, og de kommer til samme konklusjon. Det vil uansett være i felles interesse for de to kreditorene å la pengene sine stå i prosjektet. Samlet nåverdi de kan hente ut er alltid størst da.

Samhandlingsproblemet oppstår fordi hvis bare en av kreditorene velger å trekke ut sin andel, vil han kunne oppnå en privat gevinst på bekostning av den andre kreditoren, se normalisert

payoff-matrise i Appendiks 1 s. 106. Den av kreditorene som venter lengst med å trekke seg ut, får et privat negativt resultat på grunn av dette. Det inntreffer fordi det er mindre penger igjen i prosjektet til å betale ut den siste kreditoren, som følge av at den andre kreditoren har fått dekket sitt krav.

Kreditorene er derved utsatt for et uheldig koordineringsproblem. Dette kan generaliseres til en situasjon med mange spredte långivere. Samordningsproblemene kan føre til nedsatt forventet gevinst for de fleste involverte parter. Både de mest tålmodige kreditorene og debitorlandet taper. Den eneste gruppen som oppnår en positiv gevinst, er kreditorene som trekker seg ut først. Derfor kan det oppstå en kamp om å trekke seg ut, så fort en mistanke om et betalingsproblem begynner å spre seg. Dette kan ha vært noe av mekanismen bak finanskrisene i Sørøst-Asia.

I situasjoner der SDRM tenkes benyttet, vil en del av mekanismene være de samme som i rene likviditetskriser, men det kan bli enda mer komplisert å samordne kreditorene. De må uvilkårlig godta en nedskrivning av nåverdien på kravene sine, med bakgrunn i insolvensproblemet til landet. Det kan også i et slikt tilfelle være i kreditorenes felles interesse å godta nedskrivninger, jfr. begrunnelse på s. 29-30. En majoritetsbestemmelse forenkler kreditorkoordineringen i slike tilfeller siden gratispassasjerproblemet reduseres.

Hovedkonklusjonen blir at hvis kreditorene samordner sine handlinger bedre, gir det et totalt sett bedre og mer effektivt samfunnsmessig utfall. Dette er hovedbegrunnelsen for at en majoritetsbestemmelse kan være gunstig i sammenheng med restruktureringsavtaler.

7.3. Majoritetsrestrukturering i forslaget fra april 2002

Forslaget om at en majoritet skal kunne binde mindretallet, begrunnes med markedssvikten som fører til at det er vanskelig å oppnå rettferdige restruktureringsavtaler, slik markedet fungerer i dag. Det er vanskelig selv i tilfeller der underliggende økonomiske forhold tilsier at det er absolutt nødvendig å nedjustere gjeldsbyrden. Dette skjer fordi det er vanskelig å få samordnet de spredte kreditorene, slik at en avtale som er i deres felles interesse kan inngås.

Den sentrale mekanismen i SDRM-forslaget vil være at en majoritet av kreditorene skal kunne gjøre betingelsene de har forhandlet frem på kreditorenes vegne, gjeldende for samtlige kreditorer. Dette skal sikre at det faktisk at en hoveddel av kreditorene godtar lettelser i betalingsbyrden, ikke skal kunne utnyttes av enkeltkreditorer som ikke selv vil være med på reduksjonene. For majoriteten av kreditorene og debitorlandet vil slike ødeleggende handlinger blant enkelte gratispassasjerer av kreditorene kunne ha flere negative følger. Det skaper utrettferdighet i forhold til hvor store verdier hver enkelt av kreditorene sitter igjen med. Dessuten vil den totale gjeldsbetjeningsevnen til landet reduseres hvis noen av kreditorene skal få dekket sine krav fullt ut. Det blir mindre ressurser igjen til å betale kravene til dem av kreditorene som godtar nedskrivningene. En majoritetsbestemmelse vil ifølge Anne Krueger gjøre det mer sannsynlig at en avtale kan inngås. Forhåpentligvis kan det roe ned kreditorene, som ser at det vil være i alles interesse å vente med å trekke ut sine midler. En majoritetsbestemmelse vil derfor gi økt sannsynlighet for at en ordnet og rettferdig restruktureringsavtale kan inngås (Krueger 2002: 14-15).

7.3.1. Praktisk gjennomføring og IMF's rolle

Beslutningen om å godta det endelige restruktureringsforslaget eller ikke, ønsker Krueger skal overlates til debitor og en majoritet av kreditorene. Resultatet av denne avgjørelsen vil påvirkes av hvordan IMF vurderer landets gjeldsbyrde. Også i dag henger avgjørelsen fra landets side om eventuelt å stanse eller redusere betalingen av sin gjeld, sammen med hvordan IMF har bedømt de økonomiske forholdene i landet og utsiktene fremover. Før et land prøver å få restrukturert gjelden sin, vil det ofte henvende seg til IMF for å få finansiering. Ofte vil landet i det lengste unngå å måtte gå til det skritt å få restrukturert gjelden. Ettersom prosessen med gjeldsnedskrivninger i dag er så uordnet, vil landets myndigheter i det lengste prøve å utsette dette ved å heller få nye lån. For landets politikere blir deres manglende politiske styringsevne tydeliggjort ved en innstilling av gjeldsutbetalinger. Det vil de ofte ønske å unngå så lenge som mulig. Dette har store negative følger for økonomiske, sosiale og politiske forhold i landet (Krueger 2002: 22). Markedet for lån til landet vil kunne bli dårligere i lang tid, på grunn av mindre tillit. Politisk uorden i landet kan gjøre det vanskelig å oppnå enighet om en sunn økonomisk utvikling.

IMF ønsker derfor å gjøre restruktureringsprosessen mer ordnet, slik at landet velger dette alternativet når det er nødvendig for å løse gjeldsproblemene. Også i fremtiden ønsker IMF at

IMFs låneprogrammer skal ha tilknyttet strenge betingelser for finanspolitisk og skattemessig innenriks utvikling, samt betingelser tilknyttet en balansert utvikling overfor utlandet. Målet er at landet skal bevege seg i retning av en mer opprettholdbar økonomisk situasjon (Krueger 2002).

7.3.1.1. Sentral rolle til IMF

Et mulig scenario Ann Krueger ser for seg, er at IMF vil videreføre deler av dagens rolle også under en SDRM-mekanisme. IMF vil fortsatt vurdere om restruktureringsprogrammet til landet er konsistent med de underliggende økonomiske problemene landet er i, og om betalingsstrømmen som følger av restruktureringsavtalen er overensstemmende med dette programmet. IMF vil i dette tilfellet ha ansvar for å godkjenne en restruktureringsavtale som er akseptert av et nødvendig flertall av kreditorene under SDRM. Denne godkjenningen skal være basert på en vurdering av i hvilken grad avtalen legger forholdene til rette for en opprettholdbar gjeldsprofil. Dette alternativet gir altså en helt sentral rolle til IMF's beslutninger og derved stor makt til IMF (Krueger 2002: 23-24).

7.3.1.2. Mindre sentral rolle til IMF

Imidlertid blir det stilt spørsmål ved om IMF vil kunne bli oppfattet som tilstrekkelig nøytral til å ha denne funksjonen, og om det internasjonale samfunnet er villige til å gi denne makten til IMF. Krueger ser derfor for seg et alternativt scenario der IMF's rolle er mindre sentral. Her skal beslutningene under Sovereign Debt Restructuring Mechanism overlates til debitor og majoriteten av kreditorer. IMF vil bare, som i dag, benytte sine finansielle muligheter til å skape riktige incentiver slik at partene bruker mekanismen på en gunstig måte (Krueger 2002: 24). Her sikter Anne Krueger til at IMF vil foreta en vurdering av det gjeldende landets økonomi i forkant av en eventuell restruktureringsprogram, for å vurdere om landets gjeldsbyrde er opprettholdbar eller ikke. Hvis gjelden vurderes som ikke-oppretholdbar, kan landet få ulike grader av støttelån, men blir nødt til å restrukturere gjelden parallelt og endre den økonomiske politikken for å oppnå en bedre økonomisk utvikling på sikt. Kreditorer kan da gis incentiver til å godta en nedskrivning av deler av kravene, fordi de vet at IMF vil gi en del støtte, samt at landet vil gjennomføre nødvendige reformer. I en del tilfeller vil en restruktureringsavtale bli fulgt opp med midlertidig finansiering fra IMF for å hjelpe landet å komme gjennom krisen.

Det vil nødvendigvis være en avveining mellom grad av privat sektor involvering i tapene og størrelsen på IMF-lånet.

Anne Krueger påpeker at det er en risiko for at debitorlandet og kreditorene blir enige om en avtale som ikke sikrer en opprettholdbar gjeldsprofil på nedstruktureringsavtalen (Krueger 2002: 24). IMF-støtten skal derfor betinges av om IMF's eksperter vurderer at betalingsstrømmen i det foreslåtte restruktureringsforslaget er overensstemmende med et sunt økonomisk tilpasningsprogram.

7.4. Konklusjon

Samordningsproblemer mellom spredte kreditorer kan føre til en alvorlig markedssvikt, som i følge IMF kan forsvare en at SDRM-mekanismen skal inneholde en majoritetsbestemmelse. En majoritet av kreditorene skal kunne binde et mindretall til å godta et forslag til en restrukturering av gjeldsbyrden til landet. Innvendinger mot denne delen av forslaget er i første rekke at det kan redusere enkeltkreditorens rettigheter, og at en mer ordnet restruktureringsprosess kan gjøre det enklere for landet å velge å innstille gjeldsutbetalingen også i situasjoner der det ikke er strengt tatt nødvendig.

8. Hoveddel 2, Forhindre ”holdouts”

8.1. Innledning

Denne hoveddelen handler om å hindre rettsforfølging av debitorlandet i en restruktureringsprosess, fra enkeltkreditorer som forsøker å utnytte situasjonen. Slike ”holdouts” kan defineres som enkeltkreditorer som legger hindringer i veien for at en avtale som er i kreditorenes samlede interesse, kan inngås.

8.2. Grunnleggende markedssvikt

Dette problemet henger nært sammen med problemet som ble omtalt under den forrige hoveddelen. Der handlet det om å sikre en majoritetsrestrukturering ved en ikke-oppretholdbar gjeldsprofil. Begge problemene bunner i vanskene som oppstår når spredte kreditorer skal koordinere sine handlinger. Som nevnt under forrige hoveddel, kan det være gunstig for enkeltkreditorer å velge handlinger som ikke er med på å maksimere kreditorenes felles beste. De kan da selv få en privat gevinst på bekostning av andre kreditorer ved å være den første som handler. Den fundamentale markedssvikten er altså også i dette kapitlet at det av spillteoretiske grunner, kan være i enkeltkreditorers egeninteresse å saksøke debitor. En kan derfor se en ”rush to the courthouse” (Roubini 2002: 23).

I denne sammenhengen er det grunnleggende problemet at enkeltkreditorer kan gå til rettssak mot debitor for derved å oppnå bedre betingelser for seg selv, ofte på bekostning av andre kreditorer. Dette er urettferdig og kan være svært uheldig ettersom det kan hale ut restruktureringsprosessen. Derfor vil det i de fleste konkurslovgivningssystemer innen land, finnes trekk som legger begrensninger på mulighetene enkeltkreditorer har for å saksøke debitor. Etter at gjeldsbetalingene er innstilt, vil det være en periode der debitor er beskyttet mot saksøking fra kreditorenes side. Denne perioden har to hovedformål, nemlig å beskytte debitor samt å løse samordningsproblemene mellom enkeltkreditorene.

8.3. Om ”holdout”-problemer i forslaget fra april 2002

På side 15 i forslaget til Krueger fra 2002, sies det at en viktig del av SDRM-mekanismen innebærer at det innføres et midlertidig forbud mot at kreditorene kan ta rettslige skritt mot debitorlandet når mekanismen iverksettes. Dette forbudet kan støtte opp under virkemåten til majoritetsbestemmelsen. Dette trekket finnes i de fleste nasjonale konkurslovgivnings-sammenhenger. Målet er å hindre at enkeltkreditorer saksøker debitor og på andre måter prøver å undergrave resultatet flertallet av kreditorene godtar. I en nasjonal sammenheng ville dette kunne skadet bedriftens mulighet til fortsatt drift. I tillegg ville det hindret muligheten til å skaffe nye inntekter, som ville ha kunne kommet alle kreditorene til gode. Faren for at debitor blir saksøkt er imidlertid trolig større i en nasjonal sammenheng, enn den vil være i forhold til et debitorland. Det er færre eiendeler det er mulig å beslaglegge hos et land. Allikevel er det en fare for at en eventuell rettsforfølgning kan forhindre fremgang i forhandlingene. Hvis kreditorene vurderer situasjonen slik at deres eneste mulighet til å saksøke debitor er i forkant av at en avtale som binder majoriteten blir inngått, kan faren for at enkeltkreditorer går til sak tenkes å bli fremskyndet (Krueger 2002: 15-16).

8.3.1. IMF's rolle

I forslaget fra 2002 ser man for seg at IMF's rolle kan være å aktivere forbudet mot rettslige handlinger fra kreditorenes side. Dette vil kreve en forespørsel fra debitorlandet, samt at IMF etter en vurdering finner det riktig å gi sin tilslutning til forbudet. Det innebærer at IMF må vurdere landets gjeld som å være ikke-oppretholdbar. IMF må være forsikret om at nødvendige økonomiske endringer vil bli iverksatt (Krueger 2002: 25). En eventuell utvidelse av forbudet mot rettslige skritt vil kreve en forsikring fra IMF om at fornuftig politikk fortsatt blir ført, samt at landet gjør fremgang i forhandlingene med kreditorene. Dette systemet for iverksettelse har blitt kritisert for å legge for stor makt til IMF.

Alternativet Krueger trekker frem, er at makten til å ta beslutningen om et eventuelt forbud skal innføres, legges til debitor og en majoritet av kreditorene. Dette vil ligne bestemmelser som finnes i de fleste internasjonale obligasjoner som inneholder kollektive samhandlings-klausuler i dag. Klausulene gjør en kvalifisert majoritet av kreditorene ved en

obligasjonsutstedelse, i stand til å hindre en minoritet fra å gjennomføre sine rettslige krav mot debitorlandet. Problemet ved å innføre en slik mekanisme i SDRM, er at det kan ta tid å få iverksatt hindringen mot rettsforfølgelser. Det skyldes at et flertall av kreditorene først må klare å organisere seg og oppnå enighet seg imellom. Et alternativ er at låntakerlandet alene bestemmer når mekanismen iverksettes. Problemet ved denne løsningen er at dette kan svekke kreditorrettigheter i for stor grad. Debitor kan tenkes å benytte mekanismen selv om det egentlig ikke er nødvendig (Krueger 2002: 25-28).

8.3.2. Nyere utvikling

IMF har i det siste snudd i synet på et forbud mot rettslige skritt fra enkeltkreditorer mot debitor. Det skyldes trolig at det opprinnelige forslaget møtte til dels sterk kritikk. I de siste uttalelsene fra IMF, for eksempel i Factsheet, januar 2003, fremheves det at IMF ikke vil gå inn for at det innføres et generelt forbud mot at kreditorer kan saksøke debitor. Det seneste utkastet til SDRM inneholder heller ikke lenger en automatisk stans i kreditorers muligheter til saksøking. Imidlertid ser IMF nå for seg at alle midler som en enkelt kreditor oppnår gjennom en rettssak, vil kunne trekkes fra residualkravet som denne kreditoren oppnår i restruktureringsavtalen som flertallet blant kreditorene godtar. Dermed vil et utfall der en enkeltkreditor oppnår å få ekstra midler ut av en debitor, komme alle kreditorene til gode. På denne måten senkes incentivene til å legge hindringer i veien for prosessen mot en majoritetsrestrukturering. Denne endringen føyer seg inn i en ny helhetlig utforming av SDRM, der IMF vil overlate de viktigste beslutningene til debitor og kreditorene. Slik unngås det at mekanismen blir noe tilnærmet lik en internasjonal konkursdomstol, som gir et debitorland full rettslig beskyttelse i en periode. Prosessen skal bli drevet frem av kreditorer og debitor, ikke av IMF (Proposed Features of a Sovereign Restructuring Mechanism, 2003: 8- 11).

8.4. Hvor stort er egentlig problemet?

I den siste tiden har man sett ”holdout”-problemer i Peru og Kongo. Noen av kreditorene har også nylig startet rettsforfølging mot Argentina (IMF, Factsheet januar 2003). Allikevel må det sies å ha vært relativt få slike tilfeller totalt sett. Dessuten har ikke disse kreditorene klart å

stanse restruktureringsavtaler fra å bli gjennomført. Problemet er at de tilfellene som har funnet sted, har ført til betydelige utsettelse i prosessen. Dette har til dels gitt store kostnader for kreditorene som helhet og i enda større grad for debitorlandet. Det er mulig at slike saker vil øke i omfang, siden noen kreditorer har lyktes i å få gjennom sine krav den senere tiden.

Eichengreen mener at "holdout"-problemer kan komme til å øke i omfang (Eichengreen 2002: 74). Han viser til at immunitetsdoktrinen tilknyttet suverene stater er i ferd med å bli uthulet, siden låntakerland i stadig større grad oppgir slike rettighetene for å få lavest mulig lånekostnader. Det kan konkret dreie seg om at land kan velge å oppgi rettigheter til naturressurser eller fremtidige eksportinntekter, og benytte dette som sikkerhet for lån de mottar i dag. Dessuten trekker Eichengreen frem at man stadig ser flere såkalte "vulture funds". Det vil si fond som kjøper opp gjeld til land som har betalingsproblemer, på norsk vil vel dette kunne kalles "gribbefond". Disse fondene har ikke noen langsiktig interesser i det kriserammede landet og kan derfor enklere motsette seg en foreslått restruktureringsprosess. På den måten ødelegger de for andre internasjonale investorer, som må kjøpe ut disse gratispassasjerene for å oppnå fremgang i restruktureringsprosessen.

Et av de mest omtalte eksemplene på en enkeltkreditor som har oppnådd noe ved hjelp av rettsforfølging av debitorlandet, er Elliot Associates-saken. Dette selskapet gikk til sak mot Peru sommeren 2001 (Eichengreen 2002: 75). Selskapet kjøpte peruanske statsobligasjoner for 11 millioner dollar til markedsverdi på et tidspunkt da Peru var i gang med å restrukturere sine lån. Siden Peru var i en ugunstig økonomisk situasjon, og markedet derfor antok at det var stor risiko tilknyttet tilbakebetalingen, var markedsprisen mye lavere enn pålydende. Elliot Associates krevde i midlertidig full betaling, som pålydende på obligasjonene. Elliot Associates gikk derfor til sak i New York for å få igjennom kravet sitt. De truet med å beslaglegge utbetalingen til andre av kreditorene, blant annet til den gruppen av kreditorene som tidligere hadde gått med på en "Brady Bond"-restruktureringsprosess. Siden Peru fryktet å bli tvunget til full en betalingsstans, med påfølgende politisk og økonomisk kaos, gikk landet med på å betale ut 56 millioner dollar til Elliot Associates. Saken ble ordnet utenfor rettsystemet.

Det er imidlertid usikkert hvor klare prediksjoner dette utfallet vil gi for senere saker. Det blir hevdet at det var spesielle forhold knyttet til denne saken, og at den derfor ikke vil danne presedens for senere tilfeller. Allikevel vil saken kunne ha viktige økonomiske implikasjoner,

som følge av at det ble demonstrert at en debitor valgte å betale ut en enkelt kreditor som gikk til sak. Det kan gjøre det mer fristende å forsøke noe lignende for andre kreditorer i fremtiden (Eichengreen 2002: 76).

Mange forskere, for eksempel Roubini, vil være uenige i denne oppfatningen. De vil hevde at tross slike enkelttilfeller, er faren for en "rush to the courthouse" liten i en statsgjeldssammenheng. Sovereign immunitet tilsier at det er vanskelig å finne eiendeler å beslaglegge hos et land, og det er dette som vanligvis finner sted i en bedriftssammenheng. Dessuten er det kostbart å gå til retts sak mot en stat. Små og spredte obligasjonsinnehavere vil vanligvis være risikoaverse, og utfallet av saken vil være usikkert. Faren for at enkeltkreditorer skal rettsforfølge debitor, er derfor relativt liten (Roubini 2002: 24).

8.5. Motstand mot denne delen av forslaget

Det har vært mange kritiske innvendinger mot denne delen av forslaget, blant annet fra internasjonale obligasjonsinnehaverorganisasjoner, som for eksempel EMTA (Emerging Market Trade Association), og fra USA. De frykter at det faktum at kreditorer hindres i å gå til sak, vil bidra til å senke kreditorrettighetene. En stans i kreditors mulighet til saksøkning av debitor, kan sees på som en undergraving av kontraktens verdi. Dette kan igjen gjøre det mindre smertefullt for debitorlandet å ikke betale sine forpliktelser og derved øke moralsk hasard problematikken på debitorsiden.

8.6. Konklusjon

Enkeltkreditorer kan finne det i sin interesse å saksøke debitorlandet for å få dekket sine krav i høyest mulig grad. Dette kan karakteriseres som en markedssvikt ettersom dette kan trekke ut restruktureringsprosessen og være ugunstig for kreditorene samlet sett. Derfor inneholder SDRM-mekanismen tiltak for å forhindre at slik saksøkning skal finne sted. Som følge av spesielt sterk motstand mot denne delen av forslaget, har det forslåtte forbudet mot at enkeltkreditorer kan gå til sak mot debitorlandet, blitt nedskalert den siste tiden.

9. Hoveddel 3, Beskytte kreditorrettigheter

9.1. Innledning

Denne hoveddelen handler om å ivareta kreditorenes stilling i forbindelse med utarbeidelsen av en mekanisme for å forenkle restruktureringsprosessen i forbindelse med ikke-oppretholdbar gjeld.

9.2. Om problemstillingen

I forslaget til SDRM fra april 2002, er Anne Krueger opptatt av å beskytte kreditorrettigheter. Det viktigste trekket ved forslaget er å legge forholdene til rette for å restrukturere gjeld hvis land er kommet i en situasjon med en ikke-oppretholdbar gjeldsbyrde. Utfordringen blir å gjøre dette på en måte som ikke svekker kreditorenes rettigheter i for stor grad.

9.2.1. Innvendinger mot SDRM-forslaget

Faren ved den forenklete restruktureringsprosessen er at det kan bli for enkelt for debitor å få restrukturert gjelden. Debitorlandet kan derfor tenkes å ønske å benytte SDRM-mekanismen også i tilfeller der det ville ha vært mulig å unngått dette ved å foreta nødvendige endringer i landets økonomiske politikk. I den grad dette skjer, vil det kunne senke kreditors rettigheter (jfr. for eksempel Shleifer 2003). Kreditorene krav kan falle i verdi, fordi gjeldsobligasjonene kan bli priset lavere på grunn av denne risikoen. Dessuten kan kreditoren forvente en lavere gjenstående verdi på sine fordringer, i tilfeller hvor en restrukturering av kravene foretas. I tillegg kan landets adgang til internasjonal kapital svekkes, fordi internasjonale investorer kan bli skeptiske til å investere i fremvoksende økonomier. Disse problemstillingene gjennomgås nærmere i kapittel 11.4, som ser på mulige virkninger av SDRM-mekanismen i lånemarkedet for fremvoksende økonomier.

Roubini hevder at det er større fare for opportunistisk stans i gjeldsutbetalingene fra et lands side, enn det er i en bedriftssammenheng (Roubini 2002: 24). Dette fordi det er vanskeligere for kreditorer å beslaglegge et lands eiendeler. Derfor er det viktig at en restruktureringsmekanisme for statsgjeld balanserer mellom de ulike hensynene. Kostnadene ved betalingsstans må ikke gjøres for store. Det vil gi unødige store økonomiske forstyrrelser. Men samtidig må ikke kostnadene være så små sett fra landets side, at det blir økt fare for moralsk hasard problemer på debitorsiden.

Roubini mener at det empiriske belegget for eksistensen av moralsk hasard problematikk både på debitor og kreditorsiden er svakt (Roubini 2002: 16). Sannsynligheten for at et land frivillig skulle velge å risikere valuta-, bank- og finanskriser, som følge av en stans i betjeningen av utenlandsgjelden sin, vurderer han som lav. I tillegg fører slike kriser ofte til at politikere, som regnes som ansvarlige for uføret landet er i, mister makten. Allikevel mener han at selv om ikke myndigheter med vitende fører en politikk de vet vil føre til at de slutter å betjene gjelden, kan de på marginen bli mer uforsiktede som følge av restruktureringsmuligheten. Dette kan skje omtrent på samme måte som kreditorer kan bli mer uforsiktig i sin kredittvurdering, fordi de antar at IMF vil gripe inn med støttelån ved betalingsproblemer.

9.2.2. IMF's syn

IMF hevder på sin side at kostnadene tilknyttet kaotiske restruktureringsprosesser for kreditorene, langt overgår kostnadene ved den eventuelt økte moralsk hasarden på debitorsiden. Det er i kreditorenes interesse å korrigere de grunnleggende, alvorlige markedssviktområdene som er nevnt under del 1 og 2. Denne korreksjonen vil tvert imot bidra til å øke verdien til kravene kreditorene innehar (Fachsheets, januar 2003: 11). I en artikkel med videre diskusjoner rundt SDRM-problemstillingen, uttales det at kreditorrettigheter blir svekket av forsinkelser som skyldes at debitor venter for lenge med å gjøre noe med uoppretholdbare gjeldssituasjoner. Verdien av kreditorkravene vil trolig øke hvis det raskere finner sted en restrukturering. Da ville bedriftene i landet og deres verdiskapning raskere kunne kommet tilbake til en normaltstand. Det vil bidra til å gi økte skatteinntekter til landet (Further Considerations, november 2002).

9.3. Grunnleggende markedssvikt

Den grunnleggende markedssvikten, som gjør det nødvendig med spesielle tiltak for å beskytte kreditorinteresser, er at det kan oppstå moralsk hasard problemer på debitorsiden. Dette er et grunnleggende problem ved inngåelse av alle typer finansielle kontrakter. Etter kontraktsinngåelsen kan ikke långiveren fullt ut kontrollere låntakerens handlinger (Tirole, *Lecture Notes on Corporate Finance* 2001). Det vil derved være et moralsk hasard problem til stede. Etter kontraktinngåelsen er det asymmetrisk informasjon mellom partene. Långiver kan ikke observere innsatsnivået til låntakeren, men må trekke slutninger om innsatsnivået ut fra det oppnådde resultatet. Hvis de to partenes interesser er sammenfallende, utgjør ikke dette noe problem. Men i den grad de to partene har ulike interesser, skaper dette problemer som långiveren må ta hensyn til når kontrakten utformes. Låntaker, eller agenten, må gis incentiver som gjør at han finner det i sin egeninteresse å utføre de handlingene som långiveren, eller principalen, ønsker. Oftest vil det være slik at kreditorene ønsker at debitor legger ned høy innsats, da dette øker sannsynligheten for et godt resultat. I forbindelse med problemstillingen i utredningen, vil dette kunne være at kreditorene ønsker at debitorlandet ivaretar lånet på best mulig måte.

Det å yte høy innsats er mer kostbart og slitsomt enn lav innsats for debitor. En måte å sørge for at debitor yter høy innsats, er ved å på ulike måter knytte betalingen til debitor opp mot resultatet. Er det større sannsynlighet for godt resultat ved høy innsats, kan dette motivere debitor til høy innsats.

9.3.1. Om beskyttelse av kreditorer i Ghosal og Millers modell

I modellen til Ghosal og Miller er moralsk hasard problematikken sentral (s. 116 i Appendiks 1). Dette er gjennomgått mer detaljert i appendikset, men jeg vil nevne noen sentrale punkter her. Moralsk hasard problematikken i denne modellen bunner i at landet kan velge høy eller lav innsats i behandlingen av midlene de har lånt i det internasjonale lånemarkedet. Pengene er i utgangspunktet ment å finansiere et prosjekt med en levetid på to perioder. Hvilket innsatsnivå landet velger, er med på å avgjøre om det oppstår likviditetsproblemer midtveis i prosjektets levetid. Oppstår slike problemer har kreditorene mulighet til å trekke seg ut selv

om prosjektet isolert sett er solvent. Det er asymmetrisk informasjon mellom partene, og kreditorene kan derfor ikke skille likviditetsproblemer underveis som er forårsaket av lav innsats fra dem som er forårsaket av et negativt eksternt sjokk. Velger kreditorene å trekke seg ut hvis det oppstår likviditetsproblemer midtveis, blir prosjektet avsluttet. Hvis de velger å la pengene bli stående i landet, blir prosjektet fullført.

Det antas videre at debitorlandet har en privat kjent nyttegevinst av å utvise lav innsats, da dette er mindre kostbart for landet. Det kan for eksempel handle om å ikke innføre nødvendige reguleringer i kapitalmarkedet. I modellen vil denne gevinsten variere i forhold til når prosjektet avsluttes. Hvis prosjektet avsluttes halvveis, er det mulig at landet har høyest privat gevinst av å ha utvist god innsats. Dette kan være forårsaket av at hvis det oppstår en finansiell krise underveis i prosjektets levetid, der kreditorer trekker seg ut, er det best for landet om hensiktsmessige reguleringer i kapitalmarkedet er til stede (se figur s. 127). I et slikt tilfelle er det mulig å finne en fullførings sannsynlighet for prosjektet som gir debitor incentiver til å velge høy innsats.

Hvilke muligheter har så kreditorene i denne modellen for å påvirke debitorlandet til å yte høy innsats? Spillet mellom kreditorene, se del 1, har ulike mulige likevekter. Disse gir ulike fortsettelsessannsynligheter for prosjektet, se s. 126. For å løse moralsk hasard problematikken må disse Nash-likevektene sammenlignes med den eksogent gitte nødvendige avslutningssannsynligheten som sikrer at debitor yter god innsats. Er det stor nok sannsynlighet for at prosjektet må avsluttes underveis, motiverer det til høy innsats, siden det da er høyest privat nytte for debitor ved høy innsats. Imidlertid blir dette bare en nest best løsning. Ettersom prosjektet er grunnleggende solvent, vil dette bety tap av verdi også for kreditorene, og det er ikke et samfunnsmessig optimalt resultat. Men det er den beste oppnåelige strategien fra kreditorene, side gitt moralsk hasard problematikken på debitorsiden.

Konklusjonen blir at moralsk hasard problemene kan forårsake en overhyppighet av finanskriser. Det skjer fordi en viss sannsynlighet for at prosjektet avsluttes underveis, er nødvendig for å motivere debitor til å yte god innsats. Man kan trekke en analogi fra dette teoretiske eksempelet til mer realistiske situasjoner. En nokså høy grad av ubehag i forbindelse med en innstilling av gjeldsavgifter, kan være nødvendig for å gi debitorlandet incentiver til å ivareta lånet på en god måte.

9.4. Om kreditorbeskyttelse i forslaget fra april 2002

Et av hovedtrekkene ved SDRM vil være å sørge for at kreditorinteresser er beskyttet. I dette utkastet til forslaget går Anne Krueger ganske langt i å legge til rette for en forenklet restruktureringsprosess. Dette vil isolert sett styrke debitorlandets rettigheter i forhold til kreditorenes rettigheter. Særlig delen som omhandler kreditorers rett til å rettsforfølge debitorlandet, går langt i retning av å beskytte debitor på bekostning av kreditorene. Denne delen av forslaget har som nevnt blitt møtt med krass kritikk fra markedsaktører og politikere. Hvis debitor enklere unngår ubehageligheter, som for eksempel å bli saksøkt i forbindelse med en restrukturering, kan det bidra til at det blir flere tilfeller av stans i gjeldsavdragsbetalinger fra fremvoksende stater (jfr. Economist 1. februar 2003: 64).

9.4.1. Analogier i nasjonal konkurslovgivning

Forslagene om å styrke kreditorrettigheter har sine analogier i nasjonal konkurslovgivning. Der legger loven begrensninger på debitors handlinger etter at han har sluttet å betjene gjelden (Krueger, april 2002: 12). Debitor må fremlegge en reorganiseringsavtale innen en bestemt tidsramme. Debitor må heller ikke foreta disposisjoner som er uheldige for kreditorene, som for eksempel å overføre verdier til innsidere i bedriften eller å betale ut midler til enkelte av kreditorene. Det utnevnes en administrator som overvåker at debitor handler i tråd med disse forutsetningene.

9.4.2. Tiltak for å forhindre svekkede kreditorrettigheter

De konkrete tiltakene for å forhindre at kreditorers rettigheter svekkes, nevnes på side 16 i forslaget fra 2002. SDRM-mekanismen skal sikre at kreditorinteresser ivaretas i den perioden da kreditorer ikke gis anledning til å saksøke debitor. I utkastet foreslås det, som nevnt under Hoveddel 2, at det innføres en utsettelse av kreditorenes rett til å saksøke debitor. Hvordan kan så dette gjennomføres uten at det svekker kreditorrettighetene i særlig grad? Rent konkret vil dette innebære at debitorlandet ikke har lov til å foreta utbetalinger til ikke-prioriterte kreditorer. Dette er for å forhindre at ressurser som kunne vært brukt til å betjene kravene til de rettmessige kreditorene, misbrukes til andre formål. I tillegg til dette, vil det bli krevd en

forsikring om at debitor vil handle på måter som sikrer at verdien av kravene ivaretas. At landet samarbeider med IMF og gjennomfører et IMF støttet program kan bidra til å gi denne forsikringen. I forslaget nevnes det at dette vil føre til at kreditorene vil være tryggere på at finanspolitikk, valutapolitikk etc., rettes inn mot å oppnå en bedre økonomisk utvikling for landet. Det øker sannsynligheten for at de vil bli tilbakebetalt i høyest mulig grad i fremtiden (Krueger 2002: 16-17).

9.4.3. Finansielle reguleringer

Hvordan landet utfører den finansielle reguleringen i landets finanssystem, kan også være av interesse for kreditorene (Krueger 2002: 17). I en situasjon med moralsk hasard problemer, vil debitorlandet eller private kreditorer kunne bli fristet til å flytte pengene ut av landet (Ghosal og Miller 2002: 16). Dette forenkles med mindre regulerte kapitalmarkeder. I slike tilfeller kan kreditorene ha interesse av i hvilken grad landet benytter kapitalkontroller eller har fri kapitalflyt inn og ut av landet.

9.5. Nyere utvikling

Som nevnt har IMF tatt inn over seg kritikken mot forslaget som ble presentert i 2002. Det at det ikke lenger skal innføres en automatisk stans i muligheten for rettsforfølgelse av debitor, er helt klart en reaksjon på at dette ble oppfattet som å svekke kreditorrettigheter i for stor grad. Dermed kunne det øke faren for moralsk hasard hos debitor. Slik SDRM-mekanismen er utformet i siste forslag, jfr. Fachsheet, januar 2003, går den ikke lenger i å svekke kreditorrettigheter, enn det å innføre kollektive samhandlingsklausuler i seg selv vil gjøre. Begge disse mekanismene overfører makt fra individuelle kreditorer til en majoritet av kreditorene (Fachsheet, januar 2003: 11). Dette skal rette opp grunnleggende markedssvikt som følger av kreditorkoordineringsproblemer. SDRM inneholder tiltak for å forhindre at dette skal skade kreditorrettigheter i for stor grad, ved å sikre for eksempel at stemmegivningsprosessen er transparent og ved å sikre at prioriterte krav beskyttes (Fachsheet, januar 2003: 11).

9.6. Konklusjon

Muligheten for økt moralsk hasard på debitorsiden som følge av en forenklet restruktureringsprosess, gjør at SDRM-forslaget inneholder tiltak som skal begrense denne risikoen.

10. Hoveddel 4, Sikre ny finansiering prioritet

10.1. Innledning

Denne hoveddelen handler om å sikre at kreditorer som er villig til å bidra med ny finansiering, gis prioritet. Også dette trekket er hentet fra konkurslovgivning på nasjonalt plan. Det er ofte problematisk å få skaffet nødvendig ny kapital til en bedrift som mangler midler etter at en reorganiseringsprosess er iverksatt. Derfor blir kreditorer som bidrar med ny kapital, sikret prioritet framfor eksisterende kreditorer (Krueger 2002: 13). Jeg vil kun i korte trekk gi en begrunnelse for denne delen. Dette trekket er ikke så sentralt i den videre analysen, jeg vil forutsette at dette problemet lar seg løse.

10.2. Grunnleggende markedssvikt

Den eksisterende gjeldsbyrden kan fungere som et gjeldsoverheng. Dette hindrer landets muligheter for bedret økonomisk utvikling og vekst. Det kan være nødvendig å få restrukturert den eksisterende gjelden, for å oppnå økt produksjon og vekst i landet. Dette kan føre til at eksisterende kreditorer igjen kan få betaling på gjelden sin. Det kan derfor være i de eksisterende kreditorenes interesse at det hentes inn nye midler som gjør landet i stand til å øke sin økonomiske kapasitet. Det vil være i de gamle kreditorenes interesse, selv om den nye gjelden får forrang fremfor den eksisterende. Den nye gjelden vil måtte få prioritet fremfor eksisterende, ellers blir det vanskelig å lokke nye investorer til det gjeldstyngete landet (Krueger 2002: 17).

10.3. Om problemstillingen i forslaget fra april 2002

Anne Krueger ser for seg en mekanisme som forenkler tilførsel av nye midler fra private kreditorer, i perioden der gjeldsutbetalingene fra debitor er innstilt (Krueger 2002: 13). Dette kan være i både låntakerlandet og kreditorenes interesse, fordi det bidrar til at landet kommer

igjennom krisen. De nye midlene som hentes inn, kan tenkes å bli benyttet til å dekke for eksempel handelskreditt, eller de kan tenkes å finansiere utbetalinger til prioriterte kreditorer. I begge disse tilfellene vil det øke sannsynligheten for at kreditorene kan få tilbakebetalt så mye som mulig av kravene sine.

Under det eksisterende rammeverket har ikke individuelle kreditorer noe incentiv til å tilby nye finansieringsmidler til et land i betalingsvansker. En eventuell gevinst vil deles mellom alle kreditorene, og det finnes ingen måte å garantere at ny finansiering ikke vil bli inkludert i restruktureringsprosessen. SDRM-forslaget kan tilføre partene ønskede incentiver til å skaffe ny finansiering, ved å gi forsikringer om at all ny finansiering som gis etter en stans i utbetalingene av utenlandsgjelden er innført, vil få prioritet fremfor eksisterende kreditorer. Det vil være opp til en majoritet av kreditorene ved flertallsavgjørelse å avgjøre om de godtar dette.

10.4. Konklusjon

Begrunnelsen for en mekanisme for å forenkle tilførselen av ny kapital, er at dette vil være i kreditorenes felles interesse. Markedssvikt i form av samhandlingsproblemer mellom kreditorene kan ellers føre til at enkeltkreditorer kan ha grunn til å motsette seg dette.

Del 3

11. Analysedel med fokus på ex post effektivitet vs. ex ante incentiver

11.1. Innledning

I denne delen av analysen vil jeg se på eventuelle virkninger av SDRM-mekanismen, i lys av artikkelen til Ghosal og Miller, Appendiks 1. I hvilken grad kan en slik mekanisme bidra til å løse de viktigste markedssviktområdene? Hovedfokus blir på koordineringsproblemene mellom kreditorene og på moralsk hasard problematikk hos debitor. De andre markedssviktområdene forutsettes implisitt å være løst. I tillegg vil jeg se på mulige virkninger i markedet for lån til fremvoksende økonomier som følge av en slik endring i kriseløsningssystemet.

11.2. Analyse av koordineringsproblematikk

11.2.1. Innledning

I denne delen av analysen vil jeg gå inn på hvordan en eventuell innføring av en mekanisme for restrukturering av statsgjeld, vil påvirke samordningen mellom kreditorene. Dette vil bli diskutert med bakgrunn i modellen til Ghosal og Miller. Jeg vil se på ulike problemområder som gjør at det i realiteten ikke bestandig vil være mulig å sikre et heldig utfall av kreditorkoordineringen, i form av at kreditorene velger å la pengene stå i landet.

11.2.2. Vil SDRM-mekanismen kunne løse kreditorkoordineringsproblemene?

I artikkelen til Ghosal og Miller finnes det i utgangspunktet ikke noen mekanisme som gjør det mulig å få samordnet de ulike kreditorenes interesser. Det vil derfor kunne bli dannet ulike likevekter i samspillet mellom enkeltkreditorene, som hver vil kunne utgjøre mulige Nash-likevekter (jfr s. 108 Appendiks 1). Det blir som følge av dette vanskelig å forutse i forkant

hva som vil bli utfallet av en truende likviditetskrise. Både at begge kreditorene blir værende, at begge trekker seg ut, samt ulike likevekter i blandete strategier er muligheter. Videre i artikkelen vil valg av strategi påvirkes av behovet for å sikre riktige incentiver til debitor for å avverge moralsk hasard. Dette aspektet vil jeg komme tilbake til senere. Poenget er at så lenge hver kreditor handler i sin egen interesse, uten å ta hensyn til hva som maksimerer fellesskapets nytte, kan resultatet bli uheldig.

Kan en mekanisme for å oppnå en ordnet restrukturering av gjeld føre til at det gode utfallet inntreffer, dvs. at **(Stay, Stay)** velges? Vil for eksempel en slik mekanisme kunne forhindre sterk kapitalutflyt fra land ved mistanke om at det vil kunne komme en innstilling av gjeldsavdrag? Hvis SDRM-mekanismen skulle ha en ønsket effekt, vil det innebære at hver av kreditorene velger å la sine midler stå i landet. I utgangspunktet er svaret på disse spørsmålene ja. SDRM vil kunne fungere som en tvunget mekanisme for å oppnå enighet mellom kreditorene. Majoritetsbestemmelsen (jfr s. 43, Hoveddel 1), vil binde et mindretall av kreditorene til å måtte godta de samme betingelsene som flertallet av obligasjonsinnehaverne. Kreditorene havner altså i det som ut fra Ghosal og Millers analyse er å oppfatte som en god likevekt. Alle kreditorene lar midlene stå i landet. Det er imidlertid noen problematiske sider ved denne enkle løsningen, og jeg vil diskutere disse mulige problemene i det følgende.

11.2.3. Problematiske områder

11.2.3.1. Majoritetsbestemmelsen

Det er uklart hvor stort kravet til majoritetsbestemmelsen vil være. Mellom 67% og 90% har blitt nevnt som mulig nedre grense. Det virker mest sannsynlig at grensen vil settes til 75%, men problemstillingen er ikke helt avklart (Further Considerations 2002: 10). Hvor grensen skal settes, avhenger av en avveining mellom effektiviteten til mekanismen og beskyttelsen av kreditorenes interesser. Jo høyere kravet til enighet er, jo mer beskyttes enkeltkreditorene mot å bli overkjørt av en større majoritet. Men samtidig vil et høyere krav kunne gi større muligheter for at noen kreditorer kan forsinke prosessen (jfr. "holdout" problematikk s. 51). Hvis det for eksempel bare kreves 10% for å hindre en avtale i å bli vedtatt, kan det gi muligheter for enkelte kreditorer til å kjøpe opp en så stor andel av obligasjonene at de kan motsette seg at en avtale blir gjennomført og selv kreve bedre betingelser.

Slike ødeleggende handlinger fra enkeltkreditorer, kan være et økende problem i og med at man har observert en oppblomstring i antall ”gribbefond” senere tid, jfr. Elliot Associates-tilfellet, s.52-54. På side 113-114 i Appendiks 1, har Ghosal og Miller en analyse der de viser at økt forekomst av slike fond kan øke sannsynligheten for at kreditorene trekker seg ut av prosjektet, det vil si velger (**Quit**). Dette skjer fordi fondene har bedre mulighet til å presse penger ut av landet, eller lavere rettslige kostnader tilknyttet dette. Men i denne analysen er det jo ikke inkludert en mulighet for en majoritetsbestemmelsesklausul.

Særlig i forbindelse med kollektive samhandlingsklausuler vil enkeltkreditorer som motsetter seg en restrukturering, eventuelt kombinert med rettslige skritt mot debitor, kunne skape problemer (Roubini/Setser 2003: 21). Det skyldes at majoritetsavgjørelsene i denne sammenhengen, bare vil gjelde obligasjonsutgivelse for obligasjonsutgivelse. I forbindelse med en restrukturering av alle obligasjonsutgivelsene fra et land, som under SDRM-mekanismen, vil trolig dette problemet være mindre. Det vil kreve store summer for å kjøpe opp for eksempel 10% av alle obligasjonene utstedt av et lands myndigheter, til tross for at obligasjonene i markedet er priset mye lavere enn pålydende. Men muligens kan dette tenkes å bli et problem i forhold til obligasjonsutgivelser fra små fremvoksende økonomier.

Dessuten kan det skje at et for stort mindretall blant kreditorene motsetter seg den avtalen som er forhandlet frem på alle kreditorenes vegne (jfr. modell i Further Considerations, november 2002: 76) Oppnås ikke enighet, vil problemområdene kunne taes opp i et Dispute Resolution Forum (Further Considerations august 2002: 26). I dette forumet kan det mekles i konflikter mellom debitor og kreditorer på den ene siden, og i konflikter mellom de ulike kreditorene på den andre siden. Dette kan ta tid, og det vil kunne trekke ut restruktureringsprosessen. Hvis det ikke oppnås enighet, vil man stå overfor en del av de samme problemene som fremvoksende økonomier møter i uordnede restruktureringsprosesser i dag. Da må eventuelt gjelden restruktureres instrument for instrument. Prosessen kan bli uordnet, og dette kan ta fokus bort fra nødvendige økonomiske reformer i landet. Det er derved ikke helt sikkert at det vil være uproblematisk å koordinere de ulike kreditorene, selv med en SDRM-mekanisme. Men til tross for de nevnte innvendingene, vil det trolig under en velfungerende restruktureringsmekanisme for statsgjeld, være enklere å oppnå en samordning av kreditorenes interesser enn det er i dag. Dermed vil SDRM-mekanismen antakeligvis medføre

en forbedring i forhold til dagens situasjon, i og med at slike "holdout"-problemer kan forventes å forekomme mindre hyppig enn de gjør i dag.

11.2.3.2. Kan kreditorflukten bli fremskyndet?

I den grad en restruktureringsmekanisme for statsgjeld vil gi økt forekomst av mer ordnede restruktureringsavtaler, kan dette påvirke kreditorers forventninger. SDRM kan da tenkes å ha den uheldige konsekvensen at kreditorene trekker seg ut fra landet tidligere i prosessen enn det de gjør i dag. Prosessen med mer vanlige initierte og godkjente stans i utbetalingen av gjeldsavdrag fra et land, kan derfor paradoksalt nok føre til at kreditorene trekker seg ut tidligere i prosessen. Det gjør de for å forhindre at de blir låst inne. Hvis de blir værende (dvs. velger **Stay**), kan de forvente å måtte bli med på en restruktureringsavtale. Dette vil som nevnt mest sannsynlig innebære en senket nåverdi av kravene deres (Eichengreen 2002: 83). En SDRM-mekanisme, som gir en offisiell godkjenning av en betalingsstans, kan derved faktisk tenkes å bidra til å øke kreditorkoordinerings-problematikken. Den uheldige likevekten (**Quit, Quit**) kan altså igjen tenkes å bli en Nash-likevekt i spillet mellom kreditorene.

11.2.3.3. Spredning til andre økonomier?

Det er også mulig at denne eventuelt fremskyndete kreditorflukten kan komme til å smitte over til andre fremvoksende stater. Kreditorene kan frykte at også andre økonomier, som de oppfatter som relativt like, vil komme til å måtte restrukturere sin gjeld. Derved kan kreditorene frykte at de risikerer å bli låst inne i en restruktureringsprosess i de andre landene. Det kan gi dem incentiver til å trekke seg ut fra de lignende landene også. Men som nevnt på side 24-26, kan dette problemet ha blitt dempet de siste årene som følge av økt grad av kriseforebyggende tiltak. Det er for eksempel blitt bedret transparens mellom økonomiske forhold i ulike land. Internasjonale investorer kan som følge av dette trolig skille bedre mellom økonomiske forhold i de ulike fremvoksende økonomiene.

11.2.3.4. Solvens/ Likviditetsproblematikk

I hvor stor grad man kan trekke analogier fra modellen til Ghosal og Miller til de finanskrisene som forekommer i fremvoksende økonomier, kan diskuteres. Er det snakk om

samme type krise? I forbindelse med Anne Kruegers forslag til en restrukturingsmekanisme for gjeld til stater, er det forutsatt at det dreier seg om spesielt vanskelige situasjoner, med ikke-oppretholdbar gjeld. Det vil altså være snakk om et grunnleggende insolvensproblem. Det medfører at kreditorene nødvendigvis må forvente nedsatt nåverdi på sine lån etter en restrukturingsprosess.

Hvis landet kun er i en likviditetskrise, ønsker IMF at landet skal forsøke komme gjennom krisen ved midlertidige lån fra IMF, eventuelt kombinert med en frivillig rullering av lån fra kreditorene. Det at IMF gir lån og viser landet tillit, kan roe ned kreditorene slik at de unnlater å trekke ut sine midler fra landet. Det kan derved oppnås en katalytisk virkning. I slike tilfeller kan altså lån fra IMF eller andre offisielle organisasjoner være med på å unngå kreditorproblemene som i Ghosal og Miller-modellen gir uheldige Nash-likevekter. Dette vil være i situasjoner der man antar at krisene i de fremvoksende statene er fremprovosert hovedsakelig av panikk hos kreditorene og ikke av grunnleggende mangler i økonomien.

I artikkelen til Ghosal og Miller er derimot hovedfokuset på illikviditetsproblemer. Det antas at prosjektet er langsiktig solvent, selv om det i en periode er problemer med å betale avdrag. Det er derfor i et slikt tilfelle helt klart at det vil være i kreditorenes felles interesse å samordne seg slik at alle midlene kan bli stående i prosjektet (Ghosal og Miller 2002: 7). Ghosal og Miller utvider imidlertid også modellen til å omfatte en situasjon der kreditorene blir nødt til å godta en viss nedskrivning av sine krav, dette kaller de i modellen for haircuts (= h) (Ghosal og Miller 2002:7). I modellen henger denne nedsatte nåverdien av prosjektet alltid sammen med at debitorlandet ikke legger tilstrekkelig innsats ned i prosjektet på grunn av moralsk hasard problemer. Det sees altså i artikkelen deres ikke på situasjoner der det er et grunnleggende insolvensproblem som utelukkende er forårsaket av at prosjektets verdi er lavere enn gjeldsbetalingsomkostningene. Men også i modellen oppstår det en form for insolvens, siden kravene til kreditorene kan reduseres som følge av dårlig innsats fra debitorlandets side.

Som nevnt, er det i de fleste virkelige situasjoner vanskelig å trekke klare skillelinjer mellom likviditets- og insolvensproblemer (jfr. s. 30). De fleste kriser vil trolig befinne seg i en gråsoner mellom disse to ytterpunktene. Det blir derved i de fleste realistiske situasjoner et mer komplekst problem å løse enn i den enkle modellen til Ghosal og Miller.

I modellen til Ghosal og Miller, hvor det aldri forekommer insolvensproblemer hvis landet yter god innsats, kan løsningen på kreditorproblemene derfor innebære at alle kreditorene ruller sine lån. Sannsynligheten for at prosjektet avsluttes, som blir dannet i koordineringen mellom kreditorene, må imidlertid være stor nok til å avverge moralsk hasard problemer hos debitor. Dette er modellens enkle løsning. Men i virkeligheten er det ofte grunnleggende insolvensproblemer i landets økonomi, i alle fall vil det være en del tvil tilknyttet om landet virkelig kun er i en likviditetskrise. Hvis det er et insolvensproblem, er det aldri tilstrekkelig å rullere lånet. Siden det er lavere nåverdi av prosjektet enn det som er nåverdien av fastlagte avdrag, må nåverdien til gjeldsavdragene reduseres (Vines 2002: 6). Det vil være tilfellet i situasjoner der SDRM tenkes å skulle benyttes, landet vil være i en situasjon med en ikke-oppretholdbar gjeldsbyrde. SDRM-mekanismen kan da legge forholdene til rette for at en restruktureringsavtale som inneholder en ønsket grad av utsettelse og nedskrivning av lånene, kan inngås.

Restruktureringsmekanismen for statsgjeld tenkes altså bare benyttet i tilfeller der det er fundamentale mangler i landets økonomi. Da kan mekanismen tenkes å få i stand en kreditorkoordinering, som medfører at resultatet blir at alle kreditorene blir værende. Jeg forutsetter her at det er større gevinst av å la midlene bli i prosjektet for kreditorene samlet sett, enn det vil være om noen trekker seg ut raskt og får ut en stor del av sine krav på bekostning av de resterende kreditorene. Måten SDRM-mekanismen kan tenkes å forhindre et felles uheldig utfall med kapitalutflyt på, er ved å innføre en stans i betalingene som låser inn alle kreditorene. Ingen kan trekke seg ut før resultatet av restruktureringsforhandlingene er klart. I noen tilfeller kan det også være aktuelt med kapitalkontroller i denne fasen.

Konklusjonen blir at jeg tror SDRM-mekanismen i mange tilfeller vil kunne forenkle kreditorkoordineringen på en tilsvarende måte som det er beskrevet i Ghosal og Miller sin modell. Dette tror jeg vil kunne finne sted i mange reelle situasjoner også med grunnleggende insolvensproblemer i landets økonomi. Men prediksjonen om et gunstig utfall vil bli mindre sikker enn i modellen, siden insolvensproblemene kan føre til at kreditorene kan få større incentiver til å for eksempel trekke ut prosessen ved å saksøke debitoren. Dessuten vil faren for at kreditorene trekker seg ut, velger (**Quit**), i virkelige situasjoner trolig være større enn den er i den enkle modellen, hvor det hovedsakelig er et midlertidig likviditetsproblem.

11.2.3.5. Hvilken type gjeld skal omfattes

I hvilken grad en mekanisme for restrukturering av gjeld til stater vil kunne løse samordningsproblemene mellom kreditorene, vil avhenge av hvilke former for gjeld som inkluderes under mekanismen. Utgjør for eksempel de instrumentene som tas med en stor nok andel av den samlede gjelden, til å kunne oppnå en tilstrekkelig lettelse i gjeldsbyrden?

11.2.3.5.1. Offisiell eller privat gjeld?

SDRM-mekanismen tenkes i utgangspunktet å omfatte gjeld som er utstedt fra myndighetene i landet, men ikke den gjelden som er utstedt av private aktører i landet. Derfor vil SDRM-mekanismen kun bidra til en løsning av finanskriser der denne typen offentlige forpliktelser er en grunnleggende del av gjeldsproblematikken. Noen eksempler på land som har vært rammet av slike kriser er Russland og Tyrkia. I krisen i Argentina utgjøres gjeldsproblemene av en blanding av gjeld utstedt av myndighetene og gjeld fra private aktører. I krisene i Sørøst-Asia på slutten av 90-tallet var det derimot gjeld utstedt fra bedrifter i landene som dominerte. Den plutselige kapitalutflyten var trolig forårsaket av en raskt oppstått tvil om disse bedriftenes gjeldsbetalingssevne. I denne typen kriser må man altså i fremtiden stole på andre kriseløsningsmekanismer enn SDRM. Som regel kan gjeld fra private bedrifter til utlandet restruktureres gjennom det innenlandske konkurssystemet (Eichengreen 2002: 147).

11.2.3.5.2. Gjeld til egne innbyggere

Det har vært debattert i hvilken grad myndighetenes gjeld til private aktører i eget land skal taes med under restrukturingsmekanismen. Ettersom landet er suverent i eget rettsområde, er det enklere å eventuelt nedskrive verdien på denne gjelden. Det kan landet gjøre uten en SDRM-mekanisme. Imidlertid vil ofte det å til en viss grad også restrukturere innenlandsk gjeld, være nødvendig for å oppnå en følelse av rettferdighet mellom de ulike kreditorgruppene (Fachsheets januar 2003: 8). Dessuten kan gjelden til de innenlandske aktørene utgjøre en så stor andel av gjelden, at kravene må inkluderes for å kunne redusere gjeldsbyrden tilstrekkelig. I hvilken grad innenlandske krav skal inkluderes, vil henge sammen med denne gjeldens innvirkning på bankvesenet i landet og derved på hele det finansielle systemet i landet. Hvis innenlandsk gjeld restruktureres, kan bankene måtte

nedskrive verdien av sine utlån så mye at bankvesenet kan komme i en krise. Et velfungerende banksystem er viktig for at landet skal kunne å oppnå en bedre økonomisk utvikling. Å beskytte innenlandske kreditorer kan også i noen tilfeller være nødvendig for å oppnå politisk støtte til et reformprogram. Dessuten kan verdien av innenlandsk gjeld i mange tilfeller allerede ha blitt redusert som følge av en devaluering eller en depresiering av landets valuta (Further Considerations, august 2002 :13-14) .

11.2.3.5.3. Gjeld til utenlandske private aktører

De gjeldskravene det er viktigst å inkludere under SDRM-mekanismen, er kravene fra utenlandske private aktører. Disse aktørene er underlagt et fremmed lovområde. Det er denne typen kreditorer som i størst grad vil være i stand til å tvinge igjennom sine krav via saksøking, på en måte som kan ødelegge for restruktureringsmekanismen (Further Considerations, august 2002: 11). Restruktureringsmekanismen for statsgjeld tenkes altså i hovedsak brukt i tilfeller der myndighetenes gjeld til private utenlandske aktører utgjør en stor del av kriseomfanget.

11.2.3.5.4. Offisielle bilaterale aktører

Hva med gjeld til offisielle bilaterale kreditorer? Dette kan handle om gjeld til andre lands myndigheter eller til internasjonale organisasjoner. Det finnes allerede et forum for slik restrukturering, Paris Club. Det er fremdeles uavklart om også denne typen krav skal inn under SDRM-mekanismen, eller om de nevnte kravene fortsatt skal restruktureres slik det gjøres i dag (Fachsheets, januar 2003: 8). Gjeld fra IMF, Verdensbanken etc. skal ikke inkluderes under SDRM. Denne type gjeld gis prioritet fordi gjelden ikke er gitt til markedsrente, men i form av støtte til å komme gjennom en krise.

Det er altså klart at SDRM-mekanismen ikke vil kunne løse alle typer kreditorkoordineringsproblemer. I hovedsak tenkes den å bli benyttet i forhold til koordineringsproblematikk mellom utenlandske private kreditorer. I slike tilfeller vil majoritetsbestemmelsen kunne ha en positiv virkning. Den vil kunne bidra til å samordne de spredte kreditorene. I modellen til Ghosal og Miller er det sett på nettopp slik gjeld, nemlig den fra private utenlandske aktører til myndigheter i et land. Det at en majoritet av kreditorene kan binde et mindretall til å godta

betingelsene, kan derfor føre til at det felles beste resultatet fremkommer. Det medfører at alle kreditorene lar sine midler bli værende i landet.

11.2.4. Konklusjon

Tross de mulige innvendingene og problemområdene som er nevnt, vil en SDRM-mekanisme kunne bidra til å forenkle restruktureringsprosessen. Men det er viktig å være klar over at den ikke tenkes brukt i alle krisesituasjoner. Kun i ekstreme situasjoner der gjelden vurderes til å være ikke-oppretholdbar, tenkes mekanismen å bli benyttet. I slike tilfeller kan mekanismen hjelpe til å oppnå en koordinering av kreditorenes interesser. Det vil kunne føre til at restruktureringsprosessen blir mindre ødeleggende enn det den har vært i mange tilfeller de senere årene.

Et viktig ankepunkt mot å forenkle restruktureringsprosessen på denne måten, er hvilken innvirkning det vil kunne ha på debitorlandets incentiver i forhold til å betale sine forpliktelser. Dette er tema under neste del.

11.3. Analyse av moralsk hasard problematikk

11.3.1. Innledning

Under denne delen av analysen vil jeg diskutere i hvilken grad en løsningen på koordineringsproblematikken blant kreditorene, vil kunne påvirke forekomsten av moralsk hasard hos debitorlandet. Også i denne sammenhengen vil jeg benytte Ghosal og Millers modell til å belyse problemstillingen. Denne analysedelen er nært knyttet opp mot Hoveddel 3 i SDRM-forslaget, som omhandler å beskytte kreditorinteresser.

11.3.2. Hvordan forbedret kreditorkoordinering ved hjelp av SDRM-mekanismen kan påvirke moralsk hasard problematikken på debitorsiden

SDRM forventes altså, som diskutert i første del av analysen, å kunne bidra til å få koordinert kreditorene. Majoritetsbestemmelsen og mekanismer for å forhindre "holdout"-problemer sørger for dette. Allikevel vil det ut fra Ghosal og Millers modell, kunne være lite heldig at det aldri inntreffer situasjoner der kreditorene velger å trekke seg ut av landets prosjekt. Dette fordi debitorlandet da ikke gis incentiver til å ivareta lånet på best mulig måte.

I modellen til Ghosal og Miller antas det at debitorlandet har en privat kjent nyttegevinst av å jobbe mindre hardt med å ivareta investeringen og dermed kreditorenes interesser. Kreditorene kan ikke skille mellom problemer som er forårsaket av enten lav innsats, eller problemer som er forårsaket av et uheldig eksogent sjokk (jfr. Appendiks 1 s. 117-120). I modellen vil den private nyttegevinsten til debitorlandet avhenge av på hvilket tidspunkt prosjektet avsluttes. En måte å forklare dette på, er at lav innsats kan tenkes å fremkomme i form av mangel på nødvendig finansiell regulering i kapitalmarkedene i landet (Vines 2002:1). Det er i utgangspunktet kostbart å sørge for tilstrekkelig finansiell regulering. Men hvis det inntreffer problemer med å betale avdrag midtveis i prosjektet, vil problemene kunne dempes av at de hensiktsmessige finansielle reguleringene er på plass. Hvis det derimot ikke inntreffer en krise, foretrekker landet å ha utvist lav innsats i form av å ikke ha innført de nevnte reguleringene. Konsekvensen av dette er at det må være en viss sannsynlighet for at

det inntreffer en likevekt der kreditorene velger å trekke seg ut hvis det oppstår problemer med å betale avdrag underveis i prosjektets levetid (jfr. modell Appendiks 1 s. 127). Bare da motiveres landet til å utvise god innsats.

Størrelsen på denne sannsynligheten vil avhenge av forskjellen i landets private nytte ved en avslutning midtveis i prosjektets levetid, vurdert opp mot nytten hvis prosjektet får fortsette. For at en kreditorstrategi med en gitt positiv avslutningssannsynlighet skal gi en løsning, må debitors private nytte av god innsats være større hvis prosjektet avsluttes underveis enn tilsvarende nytte hvis landet har utvist dårlig innsats. Dette er fremstilt grafisk på side 129 i Appendiks 1.

I denne modellen er det i utgangspunktet ikke noen mulighet for å oppnå en koordinering av kreditorene ved hjelp av en restruktureringsmekanisme. Derfor dannes det ulike mulige likevekter i spillet mellom kreditorene. Henholdsvis at begge velger strategien (**Stay**), at begge velger strategien (**Quit**), samt ulike likevekter i blandede strategier, er alle tenkelige likevekter i spillet mellom de to kreditorene.

Med en SDRM-mekanisme kan det, som diskutert i del 1, oppnås en samordning av kreditorinteressene. Det fører til at den samfunnsmessig gunstigste likevekten (**Stay, Stay**) fremkommer som den endelige likevekten. Som nevnt er det noen problemer tilknyttet resultatet. For eksempel kan det oppstå problemer i forhold til at kreditorer kan trekke seg ut tidligere i prosessen av frykt for å bli låst inne på et senere tidspunkt. Men sett bort fra disse mulige problemområdene, vil en restruktureringsmekanisme for statsgjeld trolig kunne gi en mer ordnet og forutsigbar restruktureringsprosess sett fra landets side. Det vil altså innebære en forbedret ex post effektivitet i kriseløsningen.

Problemstillingen blir så hvordan dette vil virke inn på landets ex ante incentiver til å anstrenge seg i forhold til å ivareta investeringen? Her kan Ghosal og Millers analyse gi fortolkningsmuligheter. Selv om en koordinering som gir den entydige Nash-likevekten (**Stay, Stay**) muliggjøres ved hjelp av SDRM-mekanismen, er det ikke sikkert at dette er ønskelig i et samfunnsmessig perspektiv. En slik forenklet kreditorkoordinering kan medføre at landene anstrenger seg mindre med å ivareta lånet. Dette fordi debitorlandet i dette tilfellet vet at det uansett er stor sannsynlighet for at kreditorene vil la midlene bli værende i landet.

Dette antar jeg at kreditorene velger uansett om det finner sted likviditetsproblemer underveis eller ikke.

Nå kan det innvendes at deler av fundamentet som analysen til Ghosal og Miller bygger på er litt uklart, og det bør vel huskes når resultatene av den skal fortolkes. Jeg har kommentert dette underveis i Appendiks 1. For eksempel har jeg litt problemer med å godta at det vil være så stor forskjell på den private nyttegevinsten avhengig av når prosjektet avsluttes. Tross innvendingene virker resultatene som fremkommer med bakgrunn i modellen, overveiende plausible.

I hvilken grad en innføring av en restruktureringsmekanisme for statsgjeld vil kunne øke moralsk hasard problemene hos debitor, vil altså måtte taes med i betraktning når de samfunnsmessige totale virkningene skal vurderes. Det er ikke nok å se på effektivitetsforbedringen i kreditorkoordineringen isolert. Som nevnt under Hoveddel 3, er det ulike syn på i hvilken grad en mer ordnet kriseløsningsprosess vil gi økt fare for moralsk hasard hos debitor. Det kan inntreffe fordi landet kan forvente en mer ordnet og derfor mindre kostbar restruktureringsprosess hvis det må innstille betaling av gjeld i en periode, jfr. s. 55. At en betalingsstans kan oppfattes som mindre smertefull, kan bidra til å gjøre landet mindre opptatt av å forhindre at en slik situasjon oppstår. I forslaget til SDRM fra april 2002 er dette temaet viet mye plass. En av de viktige delene av forslaget omhandler nettopp det å beskytte kreditorer mot mulig økt moralsk hasard på debitorsiden, jfr. Hoveddel 3.

Ghosal og Miller diskuterer i sin artikkel mulige innvirkninger på moralsk hasard problemene hos debitor som følger av at det innføres en overnasjonal konkursdomstol for gjeld til land. Jeg vil støtte meg til disse betraktningene i det følgende. Endringene forfatterne analyserer vil trolig være mer omfattende enn de endringene i kriseløsningsprosessen, som vil følge av dagens forslag til en restruktureringsmekanisme. Allikevel er det en del trekk som vil kunne sammenlignes.

11.3.3. Overføringer ex post hvis dårlig innsats avsløres?

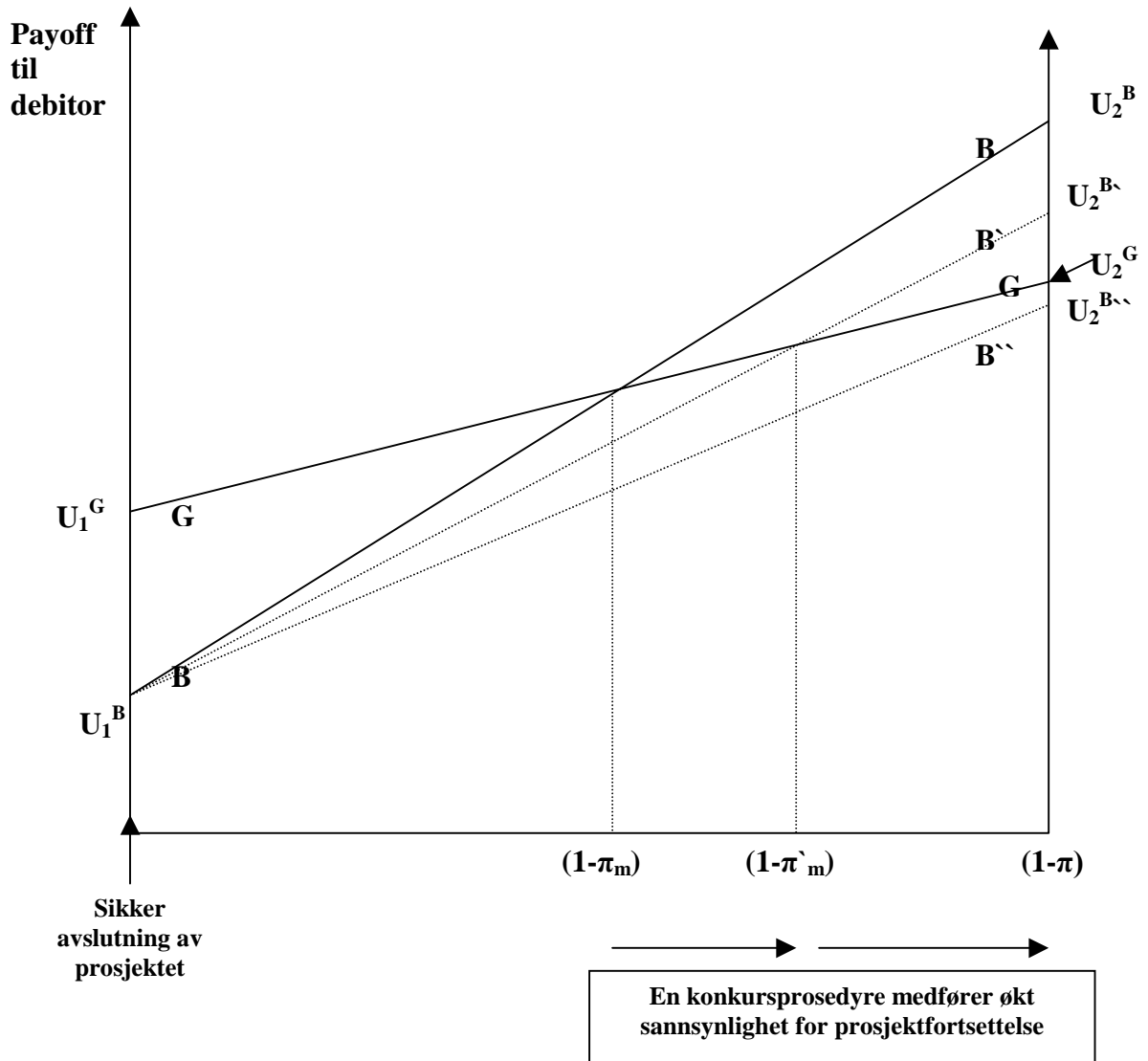
En SDRM-mekanisme vil altså trolig kunne forbedre koordineringen mellom de ulike kreditorene. Men er det rimelig å forvente at en restruktureringsmekanisme for statsgjeld også kan hjelpe til med å senke moralsk hasard problemene hos debitor?

Ifølge analysen til Ghosal og Miller er dette mulig, men det avhenger av hvordan mekanismen konkret blir utformet. De forestiller seg en overnasjonal konkursprosedyre som trer inn etter at et land har innstilt betalinger på gjelden. I denne perioden låses kreditorene inne i prosessen. Her kan det også inntre en midlertidig stans i kreditorenes mulighet til å rettslig forfølge debitor. I denne fasen tenker de at det kan finne sted en etterforskningsperiode som vil kunne avsløre i hvilken grad landet utviste god innsats i forhold til investeringen eller ikke. Dette kan være med på å redusere moralsk hasard problemene. Dette fordi landet kan forplikte seg til å på et senere tidspunkt overføre sin oppnådde private nyttegevinst til kreditorene, i tilfeller der det avsløres at landet har utvist lav innsats. Dette forutsetter at det er mulig å skrive utførlige kontrakter i forkant av investeringsbeslutningen. Her vil det måtte spesifiseres hva som vil inntreffe hvis det avsløres dårlig innsats i etterforskningsfasen. Avsløres dårlig innsats kan debitor i etterkant bli tvunget til å overføre sin private oppnådde nyttegevinst til kreditorene.

I den grad dette medfører at kreditorene nå vil kunne skille mellom ulike årsaker til betalingsproblemene, reduseres den asymmetriske informasjonen mellom partene. Det kan gi økt effektivitet i finansmarkedene fordi beslutninger om investeringer blir fattet på et bedre grunnlag.

11.3.3.1. Grafisk fremstilling av ex post overføringer

Dette kan illustreres, (Ghosal og Miller 2002: 18):



(Figur 1)

For en mer utførlig forklaring av modellen vil jeg vise til Appendiks 1, s. 126-132.

Det faktum at dårlig innsats kan avsløres ex post, senker debitors private nyttegevinst av dårlig innsats hvis prosjektet fullføres. Dette kan man lese av figuren, U_2^B faller hvis det

innføres en konkursmekanisme. Dette er forårsaket av at landet vil måtte regne med å overføre midler til kreditorene etter at etterforskningsfasen er gjennomført. Hvis nytten synker helt til $U_2^{B^*}$ vil det ikke lenger være noe moralsk hasard problem. Debitor finner det nå i sin egeninteresse å yte god innsats uansett når prosjektet forventes å bli avsluttet. Dermed kan **(Stay, Stay)** fremkomme som en Nash-likevekt som sikrer samordning av kreditorene, ved hjelp av en konkursprosedyre for land. Samtidig er denne likevekten optimal fordi det ikke er nødvendig med noen positiv avslutningssannsynlighet for å ivareta debitorincentiver. Hvis nytten bare synker til $U_2^{B^*}$, vil det imidlertid fremdeles kunne forekomme moralsk hasard problemer. De er allikevel blitt redusert i forhold til en situasjon uten muligheten for en slik etterforskningsfase. Nødvendig avslutningssannsynlighet kan reduseres, men kan i et slikt tilfelle ikke elimineres helt. Det må fremdeles være i hvert fall en viss positiv avslutningssannsynlighet for å forsikre seg om at debitor yter god innsats.

En slik konkursprosedyre for statsgjeld som forfatterne ser for seg, kan altså trolig ut fra denne modellen senke moralsk hasard problemene. Landet vil vite på forhånd at det er sannsynlig at en lav innsats vil bli avslørt. Da blir det mindre sjanse for at landet velger å utvise dårlig innsats i utgangspunktet.

11.3.4. Problemområder

Det er allikevel noen problematiske sider ved denne analysen, slik jeg ser det. Ettersom det ikke er mulig å skille mellom betalingsproblemer som er forårsaket av lav innsats fra debitor og et eksternt negativt sjokk underveis i prosessen, jfr. appendiks 1 s. 120, er det litt merkelig at det plutselig blir uproblematisk i en etterforskningsperiode ex post. Dessuten er det jo en forenkling i modellen at innsatsen kan vurderes som enten høy eller lav. I virkelige situasjoner vil det nok heller handle om et spekter av mulige innsatsnivåer. Da kan det bli svært problematisk å spesifisere de ulike overføringsbeløpene ex post, når kontrakten utformes ex ante.

11.3.4.1. Praktisk gjennomførbarhet

I forslagene til en restruktureringsmekanisme for statsgjeld fra IMF, er ikke denne muligheten diskutert. Allikevel kan det kan jo være et fornuftig forslag. Det er imidlertid uavklart hvem som eventuelt skal inneha rollen som etterforsker i denne fasen. Jeg antar det må være en

nøytral part. En mulighet er IMF, men det vil jo i så tilfelle bli en ny type oppgave for organisasjonen. Det er tvilsomt om dette er noe organisasjonen ønsker, eller som den har forutsetninger for å påta seg.

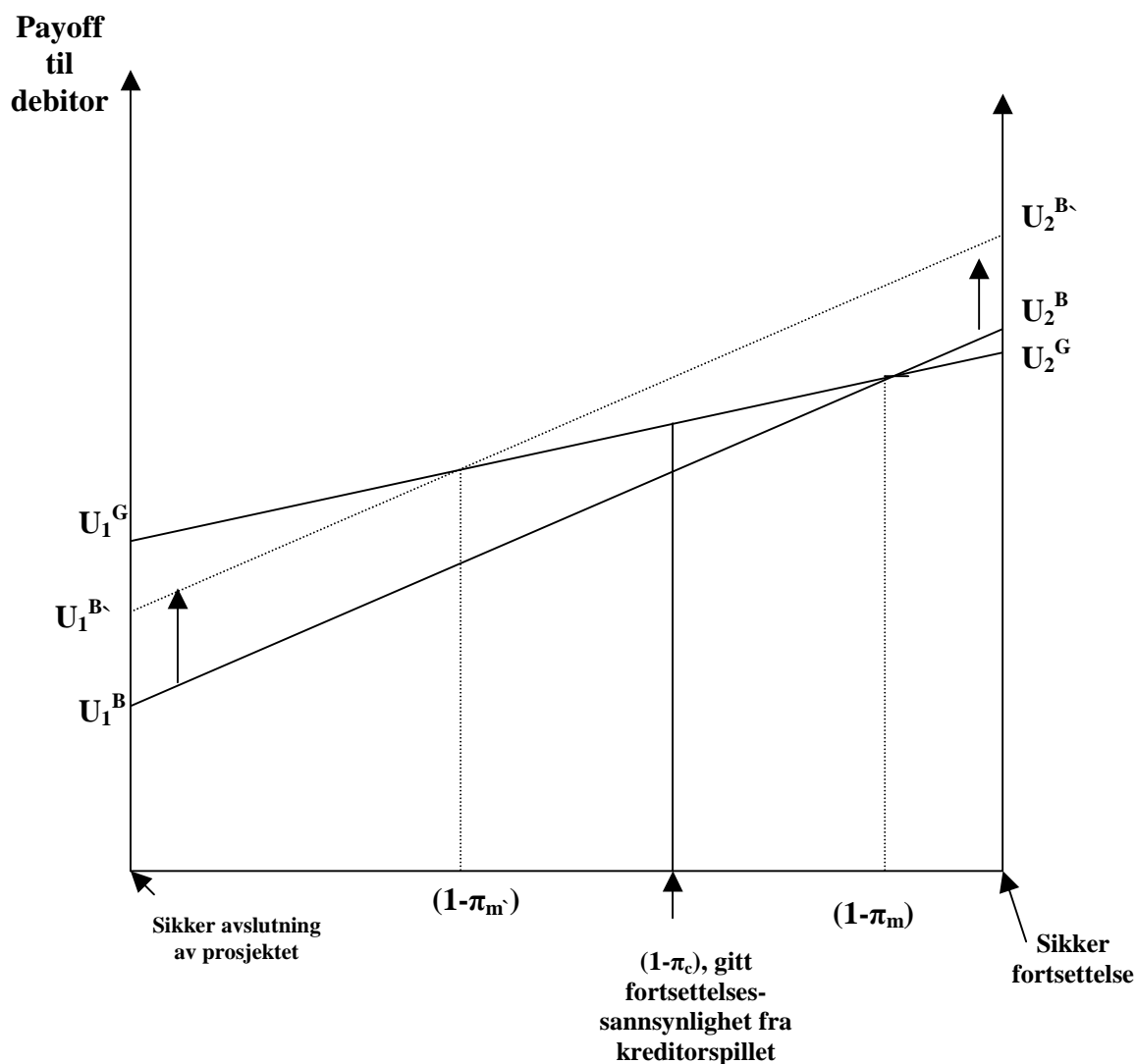
Den praktiske gjennomføringen av forslaget tror jeg også kan bli temmelig problematisk. Hvordan skal for eksempel midlene som skyldes lav innsats, beslaglegges? Myndighetene i et land er jo suverene innenfor sitt eget rettsområde. Det er også problematisk å se for seg hvem som skal bære byrden med å betale tilbake summen. Det vil fortone seg som urimelig at skattebetalerne i et land i en periode skal lide fordi politikere i en tidligere periode for eksempel flyttet ut penger til skatteparadiser i utlandet. Fordelingskonsekvensene kan bli at dette vil ramme mennesker som ikke er ansvarlig for at den dårlige innsatsen ble utvist. Derved kan hele mekanismens legitimitet svekkes.

11.3.5. Finansiell liberalisering

I følge Ghosal og Miller kan det tenkes at finansiell liberalisering kan øke moralsk hasard problemene hos debitor (Ghosal og Miller 2002: 16). Også i forslaget til SDRM fra april 2002 nevnes dette som et mulig problem under delen som handler om å beskytte kreditorene. Mindre regulering av kapitalstrømmene kan øke kapitalflukten fra landet (Krueger april 2002: 17). Ghosal og Miller begrunner dette med at mindre kapitalkontroller kan gjøre det enklere å flytte penger ut av landet og til for eksempel skatteparadiser i utlandet (Ghosal og Miller 2002: 16). Da blir kreditorenes midler flyttet vekk fra det toperiodersprosjektet de i utgangspunktet var ment å skulle finansiere.

11.3.5.1. Grafisk fremstilling av virkninger av finansiell liberalisering

Illustrasjon (Ghosal og Miller 2002: 16):



(Figur 2)

Som følge av liberaliseringen i kapitalmarkedet, øker debitorlandets private nytte ved å utvise dårlig innsats. U^B parallellforskyves opp til U^{B^*} . Den private nytten til debitor ved dårlig innsats økes dermed både hvis prosjektet avsluttes midtveis, og hvis det fullføres. Her ser man bort fra at det kan eksistere en konkursdomstol som eventuelt kan overføre midler til kreditorene i etterkant. Derfor vil trolig debitor uansett ha mulighet til å hente tilbake pengene

fra plasseringen i utlandet, uansett på hvilket tidspunkt prosjektet må avsluttes. Man ser av figuren at fortsettelsessannsynligheten som er nødvendig for å sikre debitorincentivene synker. Det må altså finne sted en avslutning av prosjektet i flere tilfeller enn i utgangspunktet, på grunn av den økte faren for moralsk hasard. Denne sannsynligheten må sammenlignes med den som fremkommer i spillet mellom kreditorene. Hvis det antas at en internasjonal konkursdomstol eller en SDRM-mekanisme er på plass, vil i utgangspunktet (**Stay, Stay**) kunne være en likevekt. Men her vil den økte faren for moralsk hasard ødelegge denne likevekten. Prosjektet må avsluttes med en positiv sannsynlighet for å sikre at debitorlandet gis de riktige incentivene til å utvise god innsats. Derved fremkommer det en løsning som ikke er effektiv i et samfunnsmessig perspektiv, men som er beste oppnåelige løsningen, siden den sikrer at kreditorene vil være villig til å låne ut penger.

I tillegg til faren ved for tidlig finansiell liberalisering, som begrunnes ved hjelp av økt moralsk hasard i Ghosal og Miller sin modell, er det mulig å forestille seg at finansiell liberalisering vil kunne ha en negativ effekt for sammensetningen av lån til fremvoksende økonomier. Finansiell liberalisering kan forenkle innflyten av kortsiktig utenlandsk kapital (Tirole 2002: 7). Dette er risikabelt, særlig ettersom disse statene som nevnt kan rammes av plutselig kapitalutflukt som følge av panikk blant kreditorene. Tirole er kritisk til for høy grad av kapitalflyt uten at disse statene har nødvendige grad av reguleringer i sine kapitalmarkeder, sterkt nok banksystem og et fornuftig valutakurssystem.

11.3.6. Konklusjon

Det er altså ifølge analysen til Ghosal og Miller mulig å sikre både kreditorsamordning og debitorincentiver, ved å utforme en konkursordning for statsgjeld som ivaretar disse hensynene. Slik kan det samfunnsmessige mest gunstige utfallet (**Stay, Stay**), bli Nash-likevekten som inntreffer. Det er allikevel trolig at denne analysen må justeres en del i forhold til hvordan en SDRM-mekanisme i praksis vil fungere. Som nevnt er det i hovedsak snakk om illikviditetsproblematikk i modellen, mens en restruktureringsmekanisme for statsgjeld forutsettes å kun benyttes i alvorlige insolvenstilfeller. Derfor kan det bli mer komplisert å oppnå en kreditorkoordinering i en virkelig situasjon, enn i den enkle modellen. Kreditorer vil kunne ha større grunn til å for eksempel å motsette seg en restrukturering eller trekke seg ut tidligere i prosessen, selv om det finnes en majoritetsmekanisme. Dette skjer fordi det kan oppstå alvorlige tap av nåverdi hvis de lar sine krav bli værende i landet.

Ghosal og Miller konstruerer en form for konkursprosedyre som kan sikre at debitor yter god innsats. Det er lite sannsynlig en konkursmekanisme som ligner denne vil komme til å bli innført. Som følge av at SDRM-forslaget har møtt mye motstand, er omfanget av mekanismen stadig blitt nedskalert. At det i tillegg til foreslåtte virkemidler, skulle finne sted en slik etterforskningsfase som nevnt i artikkelen, med tilhørende økt makt til dem som skal vurdere kravene, er lite trolig. Dette medfører at moralsk hasard problemene i virkeligheten neppe vil kunne elimineres helt. Det vil derfor trolig fortsatt måtte bli en avveining mellom å skape en ordnet restruktureringsprosess, og det å forhindre at det blir for enkelt for land å velge å innstille betalingen av sine gjeldsforpliktelser.

11.4. Analyse av mulige virkninger av SDRM-mekanismen i lånemarkedet til fremvoksende økonomier

11.4.1. Innledning

I denne delen legger jeg til grunn at det vil være mulig å innføre en SDRM-mekanisme. Jeg vil vurdere mulige virkninger en slik innføring kan tenkes å ha i forhold til prising og likviditet i markedet for lån til fremvoksende stater.

Fokus i hele oppgaven har vært konflikten mellom virkning på ex ante incentiver og ex post effektivitet i kriseløsningsprosessen. Også i forhold til virkninger i lånemarkedet til de aktuelle landene, vil hvordan disse to hensynene balanseres opp mot hverandre, være avgjørende.

11.4.2. Innvendinger mot SDRM

En forenklet kriseløsningsprosess kan medføre uheldige bieffekter i form av økt moralsk hasard på debitorlandets side. Dette fordi en stans i innbetalingene vil kunne bli oppfattet som mindre kostbart for landet. Det vil sannsynligvis vil bli enklere å få restrukturert eller nedskrevet utestående gjeld, sett fra landets side. Dette kan medføre en økt kapitalkostnad for fremvoksende økonomier, og tilhørende lavere kapitalstrømmer til landene (Haldane et. al. 2002: 19). Hvis det blir oppfattet som mer sannsynlig at landene vil velge en innstilling av betalingsavdrag på gjelden under et slikt regime, vil det kunne gjøre internasjonale investorer urolige. De kan da ønske å kun investere i gjeldspapirer med kort løpetid i disse markedene, eller ikke ville investere der i det hele tatt. en økte mistilliten til fremvoksende økonomier dette kan medføre, kan gi økt sannsynlighet for kreditorpanikk, og dermed finanskriser forårsaket av plutselig kapitalutflyt.

11.4.2.1. Empirisk støtte

Noen forskere, for eksempel Shleifer, hevder at de økte rentespreadsene som man har sett i forhold til fremvoksende økonomier de siste årene, skyldes at kreditorenes rettigheter overfor suverene land som låntakere har blitt svekket. Debatten rundt SDRM-forslaget fra IMF har vært sentralt i så henseende (Shleifer 2003). Cline forklarer de økte rentekostnadene og den tilhørende dårligere kapitaltilgangen for fremvoksende økonomier, med at det har funnet sted en endring i kriseløsningssystemene som totalt sett svekker kreditorenes rettigheter. Utviklingen har gått i retning av en kriseløsningsprosess som forenkler det å innstille betalinger på gjelden sett fra landets side (Cline 2000: 5). Han trekker frem krisen i Ecuador i 1998-99 som et eksempel. Her måtte de internasjonale investorene godta vesentlige nedskrivninger av sine krav i forbindelse med en restruktureringsprosess i regi av IMF (Cline 2000: 22). Denne høye graden av privat sektor involvering kan ha skapt en skepsis mot å investere i fremvoksende økonomier generelt. En mekanisme som SDRM vil ifølge dette resonnementet, kunne senke adgangen fremvoksende stater har til internasjonale kapitalmarkeder.

11.4.3. Positive effekter av SDRM

En SDRM-mekanisme vil trolig gjøre restruktureringsprosessen mindre vanskelig og ødeleggende for landet. I tilfelle av en betalingsstans, vil derfor den gjenstående verdien av kravene til kreditorene, "recovery value", kunne forventes å øke vurdert i forhold til i tilfeller med betalingsstans uten en slik kriseløsningsmekanisme (Lipworth og Nystedt 2001: 197). Innvendingen som kan benyttes mot dette resonnementet, er at det vil bli en økt sannsynlighet for kriser i og med at en restruktureringsprosess blir mindre ødeleggende for landene.

IMF hevder at de positive effektene av en mer ordnet kriseløsningsprosess vil dominere. En mindre smertefull restruktureringsprosess vil gjøre at landet raskere kan komme igjennom krisen, og igjen oppnå en økonomisk vekst og utvikling som gjør det i stand til å betale i hvert fall en del av kravet. For eksempel vil delen av forslaget som sikrer prioritet til ny kapitaltilførsel, Hoveddel 4, være med på å støtte opp om dette. Virkningene av en

restruktureringsmekanisme mener IMF totalt sett vil medføre en lavere rentespread for fremvoksende økonomier, vurdert i forhold til rentene på obligasjoner til mer utviklede land.

Anne Krueger hevder i en tale fra 10. desember 2002, at SDRM-mekanismen trolig vil gi investorer økte incentiver til å differensiere mellom land. Derved blir det enklere for land med en fornuftig økonomisk politikk å tiltrekke seg kapital. At dette skjer, kan motivere andre fremvoksende økonomier til å angripe sine problemer, for derved å oppnå tilsvarende lave kapitalkostnader. Med tiden mener hun resultatet vil bli lavere lånekostnader for fremvoksende økonomier som gruppe.

11.4.3.1. Empiriske funn

Det er mulig å trekke en analogi fra virkningen av en innføring av kollektive handlingsklausuler til forventet virkning av en SDRM-mekanisme. Hovedtrekkene, majoritetsbestemmelsen og begrensede muligheter til å rettslig forfølge landet, er felles for disse forslagene.

Eichengreen og Mody har foretatt en empirisk undersøkelse av sammenhengen mellom rentespreads tilknyttet obligasjoner som inneholder kollektive samhandlingsklausuler og sammenlignbare obligasjoner uten slike klausuler. Forfatterne fant at slike samhandlingsklausuler øker rentespreads for låntakere med lav kredittverdighet, men senker spreadene for låntakere med god kredittverdighet. Deres tolkning er at de mest kredittverdige låntakerne i høyere grad verdsetter tilgangen til lånemarkedet. Derfor er de ikke tilbøyelige til å innstille betalingen frivillig. Å inkludere de kollektive samhandlingsklausulene vil derfor ikke i vesentlig grad øke moralsk hasard hos disse kreditorene. I unntakstilfeller, der disse kreditorene kommer i betalingsproblemer, vil det at det finnes en forenklet løsningsmekanisme, bli sett på som positivt i markedet. For mindre kredittverdige låntakere vil derimot slike klausuler kunne øke moralsk hasard problemene og derfor gi høyere lånekostnader. Dette skjer fordi investorer oppfatter det som mer sannsynlig at disse debitorerne vil unnlate å betale gjelden. De to nevnte effektene går i hver sin retning, og samlet gir de kollektive samhandlingsklausulene en liten økning i lånekostnadene (Eichengreen og Mody 2000: 1-5).

I den grad det er mulig å overføre disse konklusjonene til markedet for lån til fremvoksende økonomier, vil virkningen kunne forventes å bli at det blir enklere for investorer å skille mellom risikable og mindre risikable investeringer i de ulike fremvoksende økonomiene, slik også Anne Krueger hevder. Obligasjonsprisen vil i større grad forventes å avspeile den virkelige risikoen som er tilknyttet dem.

11.4.4. Total virkning?

11.4.4.1. Positiv virkning på ”recovery value”

Ut fra analysen av SDRM-forslagets virkning på kreditorkoordineringen, blir konklusjonen, tross en del problemområder, at mekanismen trolig vil forenkle samordningen av de spredte kreditorene. Dette er diskutert i første del av analysen, med bakgrunn i teorien i Appendiks 1. Dette vil trolig kunne gjøre restruktureringsprosessen mer ordnet, og det vil kunne ha en positiv virkning på de gjenstående verdiene, som kreditorene kan forvente å hente ut etter at restruktureringsprosessen er gjennomført.

11.4.4.2. Fare for økt antall gjeldsbetalingsinnstillinger

Med bakgrunn i min tidligere analyse av SDRM-forslaget, kan jeg ikke se at det vil være mulig å fullstendig utelukke faren for økt moralsk hasard på debitorlandets side. Det er som nevnt lite sannsynlig at mekanismen vil kunne overføre en eventuell gevinst, som er forårsaket av dårlig innsats fra debitor, til kreditorene i etterkant av at innsatsnivået er avslørt. SDRM-forslaget inneholder riktig nok noen tiltak for å forhindre dette problemet. Et eksempel er at det legges klare føringer på debtors handlingsfrihet i perioden med betalingsinnstilling av landets gjeld. Allikevel tror jeg ikke disse tiltakene vil være tilstrekkelige til å fullstendig utelukke risikoen for at debitorlandet kan utnytte situasjonen.

Spørsmålet blir så om faren for moralsk hasard på debtorsiden er overdrevet. Som nevnt vil landene oppleve store økonomiske og politiske forstyrrelser i tilknytning til en innstilling av gjeldsutbetalingene. I de fleste tilfeller vil dette oppleves som så alvorlig at landet vil forsøke i det lengste å unngå dette, uansett om det isolert sett vil være lavere kostnader tilknyttet å komme i betalingsproblemer, enn det vil være uten en slik restruktureringsmekanisme.

11.4.5. Konklusjon

Jeg tror at en SDRM-mekanisme vil kunne ha en positiv hovedvirkning på lånemarkedet til fremvoksende økonomier. De positive virkningene i form av en bedret samordning av de spredte kreditorene vil antakeligvis overskygge en eventuelt noe høyere sannsynlighet for at land frivillig velger å innstille betaling på gjeldsforpliktelsene sine.

Imidlertid vil jeg tro at det også er mulig å oppnå i hovedsak den samme positive virkningen ved å bare innføre kollektive samhandlingsklausuler i nye obligasjonsutstedelser fra fremvoksende økonomier. Slik stemningen i debatten rundt SDRM-forslaget er i dag, er det mer realistisk å håpe på denne løsningen.

12. Analyse av IMF's rolle i kriseforebyggings- og kriseløsningsprosessen i en verden uten SDRM

12.1. Innledning

I denne delen vil jeg prøve å analysere IMF's mulige oppgaver i forhold til å løse finansielle kriser. Hvordan kriseløsningssystemet er, virker samtidig inn på forebyggingen av finanskriser. Fokus vil i denne delen ligge på hvordan IMF kan ivareta sine oppgaver i en verden uten en restruktureringsmekanisme for lån til fremvoksende økonomier. Dette er et område jeg synes det er vanskelig å få full oversikt over, men jeg vil forsøke å gjøre rede for noen viktige synspunkter.

Jeg vil i denne delen vise til Appendiks 2. Det inneholder deler av en spillteoretisk analyse fra en artikkel av Marcus Miller og Lei Zhang. Modellen de fremstiller viser hvordan IMF kan komme i en ugunstig situasjon, der organisasjonen blir presset til å gi støttelån for ofte. Å involvere kreditorer i tapsbæringen er en måte å redusere moralsk hasard problemene på. Det er uenighet blant forskere når det gjelder IMF's rolle i kriseløsningsprosessen. Uenigheten dreier seg om hvor ofte, og i hvilke tilfeller IMF skal gripe inn med kriselån, samt hvor stort omfang det eventuelt skal være på disse lånene. Dessuten er det uenighet om i hvilken grad privat sektor bør inkluderes i tapsbæringen.

12.2. Kritikk av hyppige IMF-støttelån

12.2.1. Økt moralsk hasard?

Argumenter for å gi lån mindre hyppig enn det gjøres i dag, er at eksistensen av slike lån vil kunne gi økt moralsk hasard blant både kreditorer og debitorer. Kreditorer på den ene siden kan ta for stor risiko siden de vet at det er sannsynlig at de ikke vil måtte bære tap som følger av at landet ikke kan betjene gjelden. Kreditorerne forventer implisitt at IMF vil gripe inn med lån hvis det oppstår en krise.

Landet på sin side kan også ta for stor risiko. Debitorlandet forventer at det vil tilbys en redningspakke fra IMF om ting går riktig galt, og det ikke lenger kan betjene gjelden. Imidlertid er det grunner til å tro at denne kilden til moralsk hasard ikke er så alvorlig. Lånene til IMF har prioritert status, og de blir så godt som alltid betalt tilbake. Renten er riktignok satt til noe under markedsrente. Allikevel er det å anta at ubehagelighetene ved å gå igjennom en slik prosess, og de strenge kravene som stilles til et økonomisk tilpasningsprosess, langt overgår fordelene landet mottar. Det er i siste instans de omtalte landenes skattebetalere som må betale prisen for støttelånene fra IMF (Olivier og Zettelmeyer 2001: 410). Eksistensen av IMF-lån kritiseres også fordi de kan gjøre det mulig å opprettholde en ugunstig politisk kurs for lenge, og at krisen derfor kan bli mer uheldig når den først inntreffer. Landets incentiver ex ante kan forskyves på en lite heldig måte.

12.2.2. Press på IMF om å tilby lån

Et annet problem er at det ofte vil være et sterkt press på IMF om å intervensere når en krise er under oppseiling. Det vil være ofte være et politisk press om ytterligere hjelp, uavhengig av om landet egentlig er insolvent (Eichengreen 2002: 55). Dette skjedde i lang tid i Argentina, før landet i 2002 var i en så fullstendig håpløs økonomisk situasjon at IMF ikke lenger kunne forsvare å gi ytterligere lån. Det vil ofte være redsel for store økonomiske og politiske konsekvenser ved en betalingsinnstilling av gjelden. Det er fare for at denne uroen kan spre seg til andre land og true det globale finansielle systemet. Særlig er denne faren betydelig hvis landet er stort, og hvis det har økonomisk og politisk innflytelse på sin region. I forbindelse med de alvorlige betalingsproblemene tilknyttet den offentlige gjelden fra Russland i 1997, nektet til slutt IMF å bidra med flere lån. Gjelden måtte nedstruktureres. Effekten av den uordnede betalingsstansen ble svært stor. Den smittet over til andre fremvoksende økonomier, blant annet helt til Brasil. Det kan ha økt IMF's ansattes skepsis i forhold til å nekte lån til systemisk viktige land.

12.3. Miller og Zhangs modell

I Appendiks 2 viser jeg til en spillteoretisk analyse av Miller og Zhang, som kan forklare hvorfor IMF kan bli presset til gjentatte redningsaksjoner som følge av at det havner i en ugunstig tidsinkonsistenssituasjon, jfr. Appendiks 2 s. 138-40. Kreditorerne har i denne modellen incentiver til å ikke gi utsettelse på lånene hvis det skulle oppstå betalingsproblemer. Dette inntreffer fordi kostnadene tilknyttet en uordnet betalingsstans vil være store både for IMF og debitorlandet, som sees under ett, og for kreditorerne. Derfor vil IMF's eneste reelle valg som svar på en at kreditorerne nekter å gi utsettelse, være å tilby en redningspakke. Dette ser kreditorerne og velger derfor å ikke gi betalingsutsettelse. De slipper derved ut av krisen uten tap av nåverdi på sine krav i denne modellen. Denne konklusjonen fremkommer i spillteoret på ekstensiv form i Appendiks 2 s. 139. Modellen kan kritiseres for sin forenkling av en kompleks problemstilling, men jeg tror allikevel at den sier noe vesentlig om hvilke mekanismer som finner sted. Spørsmålet som følger fra analysen, blir så om det finnes mulige endringer i måten IMF opererer på, som kan forhindre at IMF havner i denne ugunstige tidsinkonsistenssituasjonen.

12.4. Mulige løsninger

12.4.1. Konstruktiv uklarhet

Ut fra analysen i Appendiks 2, kan det at IMF tilbyr lån i noen tilfeller, men ikke i andre tilfeller, være en måte å løse problemet på. Da kan ikke kreditorerne være sikre på at de vil kunne trekke seg ut uten tap. I tillegg gir denne faren for å måtte bære tapet selv, kreditorerne et incentiv til å godta en utsettelse av avdraget på gjelden, jfr. Appendiks 2 s. 140. Etersom store vestlige investeringshus har mange økonomer, hvis fremste oppgave er å analysere hvor IMF vil komme til å gi redningspakker neste gang, er det grunn til å tro at dette problemet virkelig er stort. Det foreslåtte tiltaket kan dempe moralsk hasard problemene på kreditorsiden og derved gi bedret markedsdisiplin med mer overvåkning av debitorlandet. På den måten gis debitorlandet incentiver til å ivareta lånene bedre. Det ønskes å fremstå som et mer attraktivt plasseringsobjekt for internasjonale investorer. Det vil igjen kunne gi en mer riktig prising av

obligasjoner til fremvoksende økonomier, og det vil forhåpentligvis bidra til mer velfungerende internasjonale finansmarkeder i siste instans.

12.4.1.1. Problemområder

Det er imidlertid problemer tilknyttet denne mulige reformen. I hvilke kriser IMF velger å gripe inn og gi lån, og i hvilke kriser organisasjonene velger å ikke gripe inn, må fortone seg som helt tilfeldig, sett fra kreditorenes side. Sannsynlighetene må være stokastiske. Det blir vanskelig for IMF å ikke la beslutningen bli påvirket av hvilken politisk- og økonomisk betydning landet har. Som nevnt har jo IMF ofte latt seg presse til å gi lån til økonomisk viktige land og alliansepartnere. USA er det mektigste medlemslandet i IMF, og kritiske røster hevder at politisk allierte av USA i mindre grad er blitt nektet lån. Hvis kreditorene i forkant kan resonnerer seg frem til hvor lån vil bli gitt, hjelper tiltaket ikke.

Som nevnt i Appendiks 2, er det også problematisk at lån vilkårlig skal gis til noen medlemsland i krise og ikke til andre. Det kan virke urettferdig, og det vil bli vanskelig å forklare hensikten til skattebetalingene i de av IMF's medlemsland som tilfeldig velges ut til å ikke motta lån.

12.4.2. Involvering av privat sektor i kriseløsningen

Som nevnt kan forventninger om støttelån fra IMF forårsake at kreditorer ikke tar tilstrekkelig hensyn til risikoen tilknyttet lån til fremvoksende økonomier. En måte å sikre at de vurderer denne risikoen bedre, er å la dem selv bære en del av tapet hvis det oppstår uoppretholdbare gjeldsproblemer hos låntakerlandet. Dermed får kreditorene økte incentiver til å overvåke landet de investerer i. Plasserer de sine midler i et land med en uheldig økonomisk politikk, kan de regne med å selv måtte bære en del av tapet. Det at kreditorene bærer en del av tapet, vil samtidig senke størrelsen på nødvendige redningspakker fra IMF.

I en modell på s. 144 i Appendiks 2, viser Miller og Zhang at det er kan være mulig for IMF å oppnå et samlet lavere tap og en tilhørende lavere grad av moralsk hasard, ved å øke graden av privat sektors involvering i tapene tilknyttet gjeldskriser. Dette vises ut fra en beregnet tapsfunksjon, som forsøker å minimere både moralsk hasard på debitorsiden, og kreditorpanikk som skyldes frykt for tapsinvolvering. I hvilken grad landet er eksponert i

valutamarkedet virker derved inn. Lav grad av finansielle reguleringer vil derfor øke denne potensielle faren for kreditorflukt. Høyere grad av IMF-lån demper dette problemet, men skaper samtidig moralsk hasard problemer. Disse lånene forårsaker på sin side igjen dårligere fungerende kredittmarkeder. Ut fra modellen er det mulig å forbedre effektiviteten i samfunnsmessig forstand, ved å involvere privat sektor noe mer i tapene, det vil si ved å redusere trykgheten for et sikkerhetsnett i form av IMF-lån

12.4.2.1. Problemområder

Problemet ved løsningen med å i større grad involvere privat sektor i tapene, er at det kan oppstå ugunstige spillsituasjoner mellom kreditorene. De vil kunne tjene på å hente ut sine midler så raskt som mulig, ved mistanke om en gryende krise (jfr. Hoveddel 1 s. 43). Det kan resultere i investorpanikk og store finanskriser.

12.4.3. Ex ante betingelser tilknyttet lånene?

Det har også blitt foreslått å innføre krav til politikken landene har ført i forkant av krisen. Vurderingen av dette benyttes som et vurderingskriterium når man bestemmer om lån skal gis i en konkret situasjon (Olivier og Zettelmeyer 2001: 421). Målet er å reservere kriselån til land som har ført en fornuftig økonomisk politikk, og nekte lån til de landene som har vært uforsiktige. Dette vil kunne redusere moralsk hasard problematikken siden bare land og kreditorer som har vært fornuftige, men er rammet av for eksempel et uheldig eksternt sjokk, vil få støttelån. I motsatt tilfelle, ved ufornuftig politikk i forkant av krisen, vil partene måtte bære tapet selv. Investorer vil få ta del i tapet i form av nedskrivning av gjeldskravene. Kreditorene vil derfor være tjent med å overvåke økonomiske forhold i landet, siden dette vil virke inn på hvor stor del av tapet de vil måtte bære i en eventuell krisesituasjon. Det kan igjen gi incentiver til landet om å iverksette nødvendige økonomiske og politiske reformer. Det kan være nødvendig for å kunne tiltrekke seg internasjonal kapital. Moralsk hasard problemene kan derfor senkes på både kreditor og debitorsiden (Eichengreen 2002: 52-53).

12.4.4. Tidsinkonsistensproblemet

Denne mulige handlingsstrategien fra IMF kan betraktes som en ganske analog situasjon til tidsinkonsistensproblemet som sentralbanker møter i rentefastsettelsen. Å velge inflasjonsmål

som nominelt anker er en måte å binde seg til masten på. Ved hjelp av dette signaliserer sentralbankeren en forpliktelse om å oppnå et fastsatt mål. Ex ante betingelser tilknyttet IMF-lån kan på tilsvarende måte oppfattes som en forpliktelse fra IMF om å ikke endre vurderingskriterier i etterkant av kriseutbrudd. Siden IMF-lån da ikke lenger kan oppfattes som et sikkerhetsnett som er tilstede uavhengig av politikken landet fører ex ante, økes incentivene til å ta forholdsregler for å senke kriseutsattheten. Derved kan tiltaket bidra til å forebygge at kriser inntreffer (Olivier og Zettelmeyer 2001: 433).

12.4.4.1. Problemområder

Et problem med denne løsningen er at det vil være vanskelig for IMF og det internasjonale samfunnet å forplikte seg troverdig ex ante, til å ikke gripe inn i tilfeller der det viser seg at landet har ført en ufornuftig politikk. Fristelsen til å gi lån til land ex post, for å forhindre uheldig krisespredning i etterkant av kriseutbruddet, vil være stor. Det vil den være uavhengig av landets utviste politikk i forkant. Her kan det å gi lån i noen tilfeller, men ikke i andre, være en mulig måte å avhjelpe problemet på (jfr. modell s. 143 i Appendix 2, Konstruktiv uklarhet).

Et annet problem er at det i etterkant vil kunne være vanskelig å verifisere i hvilken grad landets krise var forårsaket av ugunstig politisk og økonomisk styring, eller om krisen var forårsaket av uheldige ytre forhold som ikke myndighetene kan holdes ansvarlige for. Avhengig av i hvilken grad det er asymmetrisk informasjon mellom myndighetene og IMF's eksperter, vil beslutningene fra IMF nødvendigvis måtte bli preget av usikkerhet.

12.4.5. Forhåndsbestemte lånegrenser fra IMF

Omfanget av IMF-lånene som kreves for å kunne løse kriser i fremvoksende økonomier, har økt dramatisk senere år (Eichengreen 2002: 76). Dette kan bidra til å øke moralsk hasard problematikken på kreditorsiden. En mulig måte å begrense dette, er å innføre klare, fastlagte og forhåndsbestemte grenser for lånene. En klar forpliktelse ex ante om å holde seg til kvotene, kan muligens begrense det politiske presset på IMF om å stadig gi lån. Det vil være en nær sammenheng mellom nødvendig størrelse på redningspakken og det politiske presset på IMF om å gi lån.

12.4.5.1. Problemområder

Problemet er at det også i dette tilfellet kan bli problematisk å stå imot politisk press om å overskride den fastbestemte lånegrensen i en krisesituasjon. Dessuten er kvotene fastsatt basert på handel, og ikke i forhold til graden av finansielle transaksjoner landet er involvert i (Eichengreen 2002: 78). Kvotene kan derfor oppfattes som urettferdige, og de avspeiler ikke nødvendigvis landenes reelle behov for krisefinansiering. Så lenge alternativene til IMF lån er usikre og innebærer fare for global økonomisk ustabilitet, er det vanskelig for IMF å forplikte seg til å ikke overskride lånegrensene.

12.4.6. Konkursprosedyre for statsgjeld

En konkursprosedyre for land, for eksempel av SDRM-formen, kan muligens avhjelpe problemet. Dette er nevnt i appendiks 2 s. 7. Jeg vil ikke gå mer inn på dette temaet her, ettersom det er diskutert tidligere.

12.5. Konklusjon

Slik det økonomiske systemet fungerer i dag, griper IMF relativt ofte inn for å hindre at land skal behøve å gå til det skritt å innstille betaling av sin gjeld. Dette kan være uheldig fordi det endrer incentivene til å ta kriseforebyggende forholdsregler ex ante, både for kreditorer og debitorlandet. En lavere grad av IMF-involvering ville i seg selv altså trolig kunne bidra til bedret markedsdisiplin.

I denne delen har jeg nevnt ulike måter IMF kunne ha senket sin involveringsgrad og dermed gitt mer ansvar til debitorlandet og inkludering i tapene for kreditorene. Problemet er imidlertid at så lenge alternativet til IMF-lån innebærer så store realøkonomiske kostnader og fare for instabilitet i verdens økonomiske system, blir det vanskelig å innføre disse tiltakene, som isolert sett kan øke markedsdisiplinen. I den grad en restruktureringsmekanisme for statsgjeld kan gjøre restruktureringsprosessen mer ordnet, kan den altså gjøre IMF mer fri i

sine beslutninger. På den måten kan forhåpentligvis tidsinkonsistensproblemet som IMF møter, bli redusert.

13. Avslutning

I utredningen har jeg forsøkt å vurdere forskjellige måter å løse gjeldskriser på. Dette er et sentralt område i forhold til å sikre stabile finansielle markeder i verden som helhet. Særlig i forhold til fremvoksende økonomier, vil i hvilken grad man finner heldige løsninger, få betydning for landenes muligheter til en stabil økonomisk utvikling. I siste instans virker dette inn på økonomisk vekst i landene, og derved deres mulighet til å nærme seg et velstandsnivå som det man ser i mer utviklede økonomier. Også for verdensøkonomien sett under ett vil det være positivt med mer stabile finansmarkedene. Mange av de overnasjonale organisasjonene som ønsker å fremme en god utvikling i verdensøkonomien, særlig IMF, men også for eksempel OECD og G10-gruppen, har derfor deltatt aktivt i diskusjonen om et forbedret kriseforebyggings- og kriseløsningssystem.

I utredningen min har fokuset vært på konflikten mellom de forventede effektene av en eventuell restruktureringsmekanisme, i form av virkning på landets incentiver til å ivareta lånet og resultater i form av en effektiv og mer ordnet kriseløsningssystem. Jeg har benyttet en spillteoretisk rammeverk for å analysere virkningene. Selv om jeg føler jeg har fått en dypere innsikt i SDRM-mekanismens mulige virkninger i løpet av utredningsprosessen, synes jeg ikke det er så lett å gi noe klart og entydig svar på hvilke effekter dens eventuelle innførsel vil ha. Det er for mange usikkerhetsmomenter tilknyttet hvordan mekanismen eventuelt vil bli utformet, og det er usikkert hvordan debitorland og private internasjonale aktører vil komme til å tilpasse sin adferd under et slikt nytt kriseløsningssystem.

Jeg tror allikevel at SDRM-mekanismen vil kunne ha hovedsakelig positive effekter som følge av at den forenkler koordineringen av spredte kreditorer, og at den derved kan bidra til mindre ødeleggende finanskriser. Men for tiden er det stor internasjonal motstand mot forslaget, og det fortoner seg som urealistisk at SDRM vil innføres det nærmeste tiåret. Det virker derfor fornuftig av IMF å arbeide for å i første omgang innføre kollektive samhandlingsklausuler i obligasjonsutgivelser fra fremvoksende økonomier. Dette vil trolig kunne ha mye av den samme positive virkningen på samordningen av spredte kreditorer.

Innholdsfortegnelse Appendiks 1:

| | |
|--|------------|
| 1. Innledning | 99 |
| 2. Hovedtrekk ved artikkelen | 101 |
| 2.1. Hvordan artikkelen er lagt opp | 102 |
| 2.2. Gjennomgang av modellrammeverket..... | 102 |
| 2.2.1. Forutsetninger | |
| 2.2.2. Tidsforløp | |
| 2.2.3. Koordineringsspillet mellom kreditorene | |
| 2.2.4. Spillmatrise | |
| 2.2.5. Forklaring til innholdet i matrisen | |
| 2.2.6. Kommentar | |
| 2.3. Normalisert spillmatrise..... | 106 |
| 2.3.1. Nash-likevektene i blandete strategier | |
| 2.3.2. Figur med mulige Nash-likevekter | |
| 2.3.3. Kommentar | |
| 2.3.4. Figur med normaliserte likevekter | |
| 2.4. Hvilken av de mulige likevektene vil inntreffe?..... | 113 |
| 2.4.1. Kommentar | |
| 2.4.2. Risikodominans | |
| 2.4.3. Kommentar | |
| 3. Moralsk hasard problemer på debitorsiden | 116 |
| 3.1. Moralsk hasard definisjoner..... | 116 |
| 3.1.1. Kontrakten | |
| 3.1.2. Asymmetrisk informasjon | |

| | |
|---|------------|
| 3.2. Modelloppsett..... | 117 |
| 3.2.1. Kommentar | |
| 3.2.2. Tidsforløp | |
| 3.2.3. Kommentar | |
| 3.3. Spilltre på ekstensivform | 120 |
| 3.4. Spillmatrise som inkluderer mulighet for moralsk hasard..... | 121 |
| 3.4.1. Forklaring til innholdet i matrisen | |
| 3.4.2. Kommentar | |
| 3.5. Normaliserte likevekter | 122 |
| 3.5.1. Valg av likevekt | |
| 3.5.2. Kommentar | |
| 3.6. Debitor moralsk hasard og incentivkompatibel randomisering | 125 |
| 3.6.1. Kommentar | |
| 3.7. Debtors nytte sett i forhold til sannsynlighet for prosjektavslutning | 126 |
| 3.7.1. Kommentar | |
| 3.7.2. Figur som viser sannsynligheter for prosjektfortsettelse | |
| 3.8. Figur som sammenfatter de ulike delene av modellen | 130 |
| 3.8.1. Kommentar | |
| 3.9. Mulige virkninger av finansiell liberalisering..... | 133 |
| 4.9.1. Kommentar | |
| 4. Oppsummering | 134 |

Appendiks 1; En gjennomgang av en artikkel med fokus på koordineringsproblemer og moralsk hasard ved gjeldskriser:

“Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures”

Sanyantan Ghosal / Marcus Miller

Denne artikkelen ble publisert i forbindelse med Bank of Englands konferanse ”The Role of the Official and Private Sectors in Resolving International Financial Crisis”, juli 2002.

1. Innledning

Jeg vil henviser til denne artikkelen underveis i utredningen. Ettersom den inneholder noen ganske kompliserte modeller og utledninger, synes jeg det er mest gunstig å presentere dette i dybden her i dette appendikset, fremfor å gå igjennom dette underveis i oppgaven.

Jeg har valgt å benytte artikkelen til å belyse problemstillingen i oppgaven, fordi den presenterer et rammeverk som sammenfatter både samordningsproblemer på kreditorsiden og moralsk hasard problematikk på debitorsiden. Selv om begge disse temaene har vært sentrale i forskningen som omhandler finansielle kriser, er så vidt jeg vet denne artikkelen den første som samler dette, og ser på hvilke konsekvenser disse to problemene får i forhold til forekomsten av finanskriser. Sett fra dette perspektivet har det vært interessant for meg å sette meg inn i modellen, og jeg tror den har gitt meg et fornuftig analyseverktøy for å analysere problemstillingen i oppgaven.

På den andre siden bærer artikkelen preg av å være noe uferdig. Artikkelen ble presentert på en konferanse som Bank of England arrangerte om rollen til offisiell og privat sektor i forbindelse med å løse internasjonale finansielle kriser, sommeren 2002. Forfatterne skriver at den er et foreløpig utkast. Det er en del uklarheter og påstander i artikkelen jeg ikke helt forstår. Dette vil jeg kommentere underveis i gjennomgangen av modellen som følger.

Et problem ved å benytte denne artikkelen, er at den i utgangspunktet kun ser på likviditetskriser. Det antas altså at landet kun har et midlertidig likviditetsproblem. Derfor vil det alltid være i kreditorenes interesse at de samordner sine interesser og lar sine midler bli stående i landet, slik at ”prosjektet” kan fullføres. Midlene kan benyttes til mange ulike

forhold, for eksempel offentlige og private prosjekter, samt investeringer innen ulike sektorer som forskning, helse og utbygging av infrastruktur. Brukt fornuftig kan midlene øke landets verdiskapningsevne. I Ghosal og Millers modell er det snakk om et generelt prosjekt, det spesifiseres ikke nærmere hva dette går ut på. Konklusjonen om at det er i kreditorenes egeninteresse å la midlene bli stående i landet, gjelder i hvert fall så lenge man ser bort fra moralsk hasard problemer. I de fleste virkelige situasjoner der kreditorer har lånt ut penger til et land, vil det trolig være en del usikkerhet tilknyttet om det ved betalingsproblemer kun dreier seg om en likviditetskrise, eller om det er et dypere insolvensproblem. Da endres konklusjonene i artikkelen så vidt jeg kan forstå. Det vil ikke lenger nødvendigvis være i kreditorenes felles interesse å bli enige om å la midlene forbli i landet. Når moralsk hasard på debitorsiden inkluderes i modellen, vil det imidlertid oppstå en form for et insolvensproblem. Jeg vil komme tilbake til denne problemstillingen underveis i gjennomgangen. Som nevnt er jo SDRM-mekanismen, slik Anne Krueger presenterer den, kun tenkt å benyttes i forhold til land som er grunnleggende insolvente, jfr. s. 29.

2. Hovedtrekk ved artikkelen

Forfatterne utarbeider i artikkelen en modell for å kunne analysere virkninger i obligasjonsmarkedet for lån til stater. Disse virkningene oppstår med bakgrunn i at det eksisterer både samordningsproblemer på kreditorsiden og moralsk hasard problemer på debitorsiden. Siden det oppstår uheldige spillsituasjoner mellom kreditorene, vil ikke løsningen der begge kreditorene alltid lar midlene bli stående, fremkomme som en sikker likevekt. Ut fra sin modell, viser Ghosal og Miller at det vil oppstå for mange finansielle kriser, i forhold til det som er nødvendig for å sikre at moralsk hasard problematikken på debitorsiden ivaretas separat sett. Asymmetrisk informasjonsflyt i internasjonale kapitalmarkeder og moralsk hasard problemer på debitorsiden kan derved bidra til å øke sannsynligheten for gjeldskriser.

Forfatterne er interesserte i å finne ut om det er mulig å forbedre dette markedsutfallet, som altså innebærer for mange finansielle kriser i forhold til det som ville vært optimalt i en situasjon uten disse to ulike formene for markedssvikt. Er det mulig å oppnå færre kriser samtidig som incentivene til debitor til i forhold til å yte god innsats bevares? Her vurderer forfatterne en internasjonal konkursdomstol og ser på om en slik institusjonell endring i verdens kapitalmarkeder ville kunne hatt en positiv virkning. En slik konkursdomstol kan muligens sikre at det i større grad blir mulig å kontraktfeste debitorlandets inntekter, og derved gi kreditorene større trygghet om at de vil få tilbake kravene sine. Dessuten kan muligens en internasjonal konkursdomstol sørge for midlertidige kapitalkontroller, slik at ikke midler blir flyttet ut av landet i en fase der årsakene til betalingsproblemene blir undersøkt. I etterkant kan inntekter landet har tilegnet seg bli overført til kreditorene. Det vil kunne skje i den grad det blir fastslått at landet har utvist dårlig innsats. Jeg oppfatter det slik at forfatterne mener at en slik internasjonal konkursdomstol kan ha positive virkninger, i den grad den kan bidra til en økt grad av forutsigbarhet og bidra til mer åpen informasjon mellom partene i prosessen. Partene kan da bedre vurdere verdien av obligasjonspapirene, og være sikrere på å få igjen det de har krav på.

2.1. Hvordan artikkelen er lagt opp

Først analyseres kreditorkoordinering i et spillteoretisk rammeverk. Så sees dette i sammenheng med en modell over debitor moralsk hasard, der debitorlandet ikke kan forplikte seg til høy innsats ex ante, det vil si ved kontraktinngåelsen. Disse to aspektene sammenfattes, og det vises at det å finne en likevekt som gir kreditorkoordinering, vil påvirkes av behovet for å sikre riktige debitorincentiver. Nash-likevekten som dannes i spillet mellom kreditorene vil ofte kreve en for hyppig avslutning av prosjekter sett i forhold til det som er nødvendig for å sikre at debitor motiveres til å yte god innsats, isolert sett.

2.2. Gjennomgang av modellrammeverket

Nå vil jeg gi en ganske detaljert gjennomgang av modellen til Ghosal og Miller. Jeg vil kommentere underveis og gi mine fortolkninger av teksten.

2.2.1. Forutsetninger

Et land iverksetter et obligasjonsfinansiert prosjekt som krever K i investering og varer i to perioder. Landet låner altså midler til finansieringen i det internasjonale kapitalmarkedet. Prosjektet finansieres av to kreditorer som investerer b hver. Begge har krav på en avkastning på r (=rente) i den første perioden og $(1+r)$ i den andre perioden. Ved tidspunkt 1 utbetales renten som er påløpt i første periode. Når siste periode er avsluttet, får de tilbakebetalt den opprinnelige summen med denne siste periodens rente. Så lenge landets tilgjengelige ressurser dekker disse betalingene, det vil si at kontantstrømmen overstiger $2rb$ i første periode og $2(1+r)b$ i den andre perioden, blir prosjektet fullført uten problemer. I tillegg må altså landet finne det i sin interesse å utbetale pengene. Dette aspektet kommer igjen under avsnittet om moralsk hasard.

2.2.2. Tidsforløp

Kreditorene låner ut midler ved tidspunkt 0. I løpet av den første perioden prosjektet eksisterer, bestemmer naturen om det inntreffer et ugunstig ytre sjokk eller ikke. Ved tidspunkt 1 er første periode avsluttet, og den andre perioden begynner. Her blir det klart om landet kan betale renten r som kreditorene har krav på eller ikke. Det kan inntreffe uventede, eksogene sjokk som senker betalingskapasiteten i første periode til under det obligasjonskreditorene har krav på ifølge kontrakten. Her vurderes bare likviditetssjokk, slik at nettoverdien av prosjektet vil være uendret. Allikevel vil dette være å anse som en form for teknisk betalingsstans, siden betalingen ikke skjer som presisert i kontrakten. Kreditorene har derfor mulighet til å trekke seg ut. Det gjør de da i så tilfelle i begynnelsen av periode 2, og det fører til at prosjektet må avsluttes. Debitor utsettes som følge av dette for en risiko for en likviditetskrise, selv om landet egentlig er langsiktig solvent. Hvis ingen av kreditorene trekker seg ut, vil prosjektet fullføres. Ved tidspunkt 2 gis endelig betaling til kreditorene på $(1+r)b$, i tillegg til eventuell oppsamlet rente som ble utsatt på grunn av likviditetsproblemene.

2.2.3. Koordineringsspillet mellom kreditorene

Ut fra denne analysen kan man sette opp følgende koordineringsspill for to kreditorer. Begge kreditorene har valget mellom å beholde pengene sine i prosjektet (**Stay**), eller trekke dem ut (**Quit**). Beslutningene foretas simultant, kreditorene kan altså ikke observere hva den andre kreditoren foretar seg, for deretter å treffe sitt valg.

2.2.4. Spillmatrise

Innhold i hvert felt i matrisen er verdien av prosjektet for kreditorene i begynnelsen av periode 2, vurdert ved tidspunkt $t = 1$.

| | | Kreditor 2: | |
|-------------|------|----------------------|----------------------|
| | | Quit | Stay |
| Kreditor 1: | Quit | $Q/2-L, Q/2-L$ | $(1+r)b-L, Q-(1+r)b$ |
| | Stay | $Q-(1+r)b, (1+r)b-L$ | $(1+r)b, (1+r)b$ |

(Figur 1)

2.2.5. Forklaring til innholdet i matrisen

L uttrykker eventuelle rettslige kostnader hver av kreditorene må regne med at det vil koste ham dersom han ønsker å trekke ut sitt krav. Hvis begge velger å trekke seg ut, dvs. velger (**Quit**), vil prosjektet måtte avsluttes. Dette inntreffer fordi tilgjengelige ressurser er for få til å kunne forsvare en fortsettelse.

K_1 er ressursene debitor har til rådighet i slutten av periode 1.

K er minimumsnivået på ressurser som er nødvendig for fortsettelse.

På grunn av likviditetskrisen er $K_1 < K$. Hvis bare en av kreditorene trekker seg ut, vil det denne kreditoren kan hente ut overstige de resterende verdiene, som blir igjen til å dekke kravet til den andre kreditoren; $(1 + r)b > K - K_1$.

Q er verdien av det som er igjen av ressurser ved en avslutning av prosjektet i slutten av periode 1.

Kreditoren som trekker seg ut først, får tilbake den opprinnelige investeringen b , samt renter rb , fratrukket eventuelle rettsomkostninger L . Det medfører at den andre kreditoren får residualbeløpet, $Q - (1 + r)b$.

Hvis begge kreditorene velger (**Quit**), blir verdien av det som er igjen av midler delt mellom dem. De får hver $Q/2$ minus eventuelle rettsomkostninger L . Dette er også mindre enn det den kreditoren som trekker seg ut først, kan forvente å hente ut av midler.

Ettersom det forutsettes at det utelukkende dreier seg om midlertidige likviditetssjokk, antas det at ubetalt rente på obligasjonene samles opp og legges til kupongen i periode 2. Det blir derved ikke tap av verdi hvis begge kreditorene velger (**Stay**). De får fortsatt $(1+r)b$ hver. Verdien måles ved tidspunkt 1, derfor innebærer dette renten både i første og annen periode. Beløpet i slutten av periode 2 neddiskonteres med $(1+r)$. Resultatet av dette er at det uten kreditorkoordinering vil oppstå et ugunstig kappløp om å trekke seg ut først. Dette til tross for at det ville kunne være i kreditorenes felles interesse at prosjektet ble fullført.

2.2.6. Kommentar

Dette er den grunnleggende markedssvikten som skaper vanskeligheter med å koordinere mange spredte kreditorer. Det er den samme mekanismen som ligger bak spillteoretiske modeller om "bankruns", jfr. for eksempel Diamond & Dybvig (1983). Selv om det i dette tilfellet bare er to kreditorer, kan modellen generaliseres til å omfatte mange spredte kreditorer. I en virkelig situasjon ville det nok vært enklere å sørge for et utfall til begge kreditorenes felles beste, hvis det kun var to stykker av dem. Da kunne de snakket sammen og kommet frem til en avtale. Men i modellrammeverket forutsettes det at de handler samtidig, så da faller denne muligheten bort. På den måten blir situasjonen i modellen nokså analog til virkelige situasjoner med en mengde spredte obligasjonsinnehavere. De har liten mulighet til å samarbeide slik at handlingene blir til det felles beste.

2.3. Normalisert spillmatrise

De ulike resultatene til spillerne i matrisen kan normaliseres:

$1 > \varepsilon > 0 > \delta$, der ε er gevinst til spilleren som er den første til å trekke seg ut, og δ er det ugunstige resultatet til spilleren som er den siste til å trekke seg ut. 1 vil være det normaliserte resultatet som begge kreditorene får hvis begge velger å trekke seg ut. 0 er felles resultat som begge kreditorene får hvis begge lar pengene få bli værende i landet.

| | | | |
|--------------------|-------------|--|--|
| | | Kreditor 1: | |
| | | Quit | Stay |
| Kreditor 2: | Quit | <u>0</u>, <u>0</u> | $\varepsilon, \delta(<0)$ |
| | Stay | $\delta(<0), \varepsilon$ | <u>1</u>, <u>1</u> |

(Figur 2)

Ut fra spillmatrisen ser man at spillet har to mulige Nash-likevekter i rene strategier, (**Quit, Quit**) og (**Stay, Stay**). Her vil ingen av spillerne angre sin beslutning når de i etterkant ser hva den andre spilleren valgte. Nash-likevektene er derfor stabile siden ingen av spillerne har incentiver til å avvike i etterkant.

2.3.1. Nash-likevekter i blandete strategier

I tillegg finnes det mulige Nash-likevekter i blandete strategier. Her vil hver av spillerne velge (**Quit**) med en sannsynlighet:

$$q = \frac{1-\varepsilon}{1-\varepsilon-\delta}$$

og (**Stay**) med sannsynlighet $(1 - q)$

$0 < q < 1$ pga. $\delta < 0$ og ε mellom 0 og 1 .

Hvordan vil spillerne så resonnerer?

Den ene av spillerne vil vurdere at forventet verdi av å slutte blir lik sannsynligheten (r) han legger på at den andre spilleren velger å slutte, multiplisert med verdien han da får, pluss sannsynligheten for at den andre spilleren trekker seg ut, multiplisert med resultatet dette gir.

$$\begin{aligned} E(\text{Quit}) &= r * E(\text{Quit}) + (1-r) * E(\text{Stay}) \\ &= r * ((1-q)\epsilon) + (1-r) * (q\delta + (1-q)*1) \end{aligned}$$

Man kan her uttrykke r som en funksjon av q . Den gir sannsynligheten for at en spiller velger (**Quit**) som en funksjon av sannsynligheten for at spiller 2 velger (**Quit**). Jo større sannsynlighet q , jo høyere vil r være.

Hvordan vil spiller 1 fastsette q med bakgrunn i hva han antar at spiller 2 sin sannsynlighet for å velge (**Quit**), ($=r$) er?

$$\begin{aligned} \delta E / \delta r &= ((1-q)\epsilon) - (q\delta + (1-q)*1) \geq 0 \\ \epsilon - q\epsilon - q\delta - 1 + q &\geq 0 \\ \text{dette gir } q &\geq 1 - \epsilon / 1 - \epsilon - \delta \end{aligned}$$

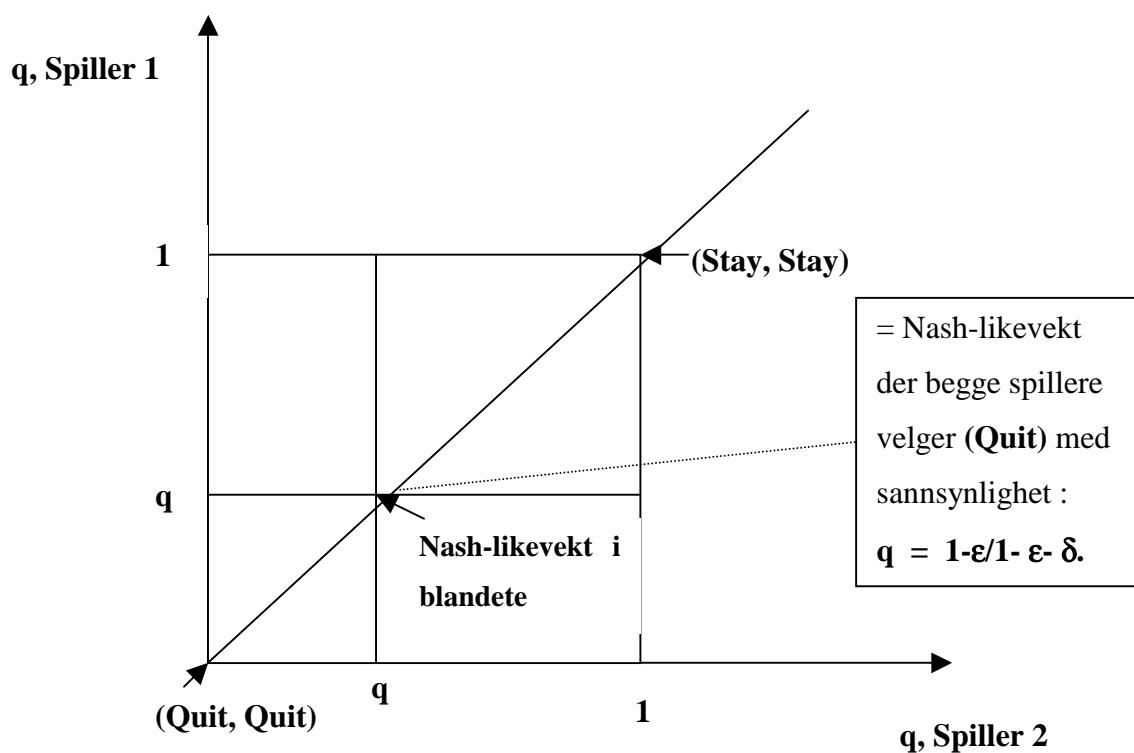
Det vil altså lønne seg for spiller 2 å øke r så lenge $q > 1 - \epsilon / 1 - \epsilon - \delta$, spilleren setter da r lik 1. Spillet er symmetrisk. Spiller 2 velger $q = 1$ for $r > 1 - \epsilon / 1 - \epsilon - \delta$.

I tillegg til de to mulige likevektene i rene strategier, finnes det altså en mulighet for at spillerne kan finne frem til en likevekt der hver av spillerne randomiserer i sitt valg mellom å trekke seg ut og å la pengene stå i prosjektet. En strategi i blandete strategier kan gi en likevekt i en situasjon der en spiller er usikker på hva den andre spilleren vil velge (Gibbons 2002: 30). Her foretar spilleren en sannsynlighetsvurdering over valgene i rene strategier, med bakgrunn i sannsynligheten han pålegger motstanderens valg. Han regner ut egen forventet gevinst med bakgrunn i hva han vurderer vil være motstanderens sannsynlige valg. I dette eksempelet er de to spillerne symmetriske. De vil begge velge (**Quit**) med sannsynlighet q og (**Stay**) med sannsynlighet $(1-q)$. De velger (**Quit**) om kritisk verdi av q er større enn sannsynligheten som det antas ligger til grunn for motstanderens valg. Dette gir en beste

responsfunksjon, q (q motstander), som er en funksjon av hva den ene spilleren tror sannsynligheten er for at den andre spilleren velger henholdsvis **(Quit)** og **(Stay)**.

2.3.2. Figur med mulige Nash-likevekter

Dette kan illustreres i følgende figur. Det finnes en lignende figur i (Gibbons 2002: 41). Dette blir en versjon av spiloppsettet "battle of the sexes".



(Figur 3)

Nash-likevekten viser her en mulig likevekt der begge spillerne velger **(Quit)** med sannsynlighet $q = 1-\epsilon/1-\epsilon-\delta$.

De ulike Nash-likevektene som kan fremkomme langs 45° -linjen, vil avhenge av parameterverdiene ϵ og δ . ϵ er gevinsten ved å trekke seg ut som den første, og δ er tapet ved å være den siste som trekker seg ut.

2.3.3. Kommentar

Hvordan vil så sannsynlighetene for å trekke seg ut eller bli værende, som danner likevekten i blandede strategier, variere med verdiene på ϵ og δ ? Jeg har satt inn i uttrykket for ulike verdier på parametrene for å se virkningene på q (jfr. figur 4). Hvis den positive gevinsten ved å trekke seg ut først er stor i forhold til tapet ved å eventuelt bli værende som den eneste, vil dette senke q . Det medfører at sannsynligheten for at begge velger å trekke seg ut stiger, slik dette fremstilles i artikkelen. Det at det negative resultatet ved å trekke seg ut som sistemann øker, vil også bidra til å øke sannsynligheten for at begge velger (**Quit**).

Dette kan vises i følgende tabell:

Jeg har regnet ut hvordan q verdiene vil endres når parametrene som viser gevinst ved å trekke seg ut først og tap ved å trekke seg ut sist varierer. ($q = 1 - \epsilon / 1 - \epsilon - \delta$)

$$\delta < (0)$$

| | | $\delta < (0)$ | | | |
|------------|-----|----------------|------|------|------|
| | | -0.1 | -0.2 | -0.3 | -0.4 |
| ϵ | 0.2 | 0.89 | 0.8 | 0.73 | 0.67 |
| | 0.4 | 0.85 | 0.75 | 0.67 | 0.6 |
| | 0.6 | 0.8 | 0.67 | 0.57 | 0.5 |
| | 0.8 | 0.67 | 0.5 | 0.4 | 0.33 |

(Figur 4)

Hvis både gevinsten ved å trekke seg ut tidlig og tapet ved å vente som den eneste er små, vil q nærme seg 0, slik forfatterne fremstiller det i sine figurer. Det er i et slikt tilfelle svært sannsynlig at begge kreditorene trekker seg ut, se figur 3. Dette virker litt ulogisk, men det blir slik siden forfatterne her valgt å la **(Quit, Quit)**-utfallet stå i den enden der 0 er. Hvis **(Quit, Quit)**-utfallet derimot var plassert ved 1, ville resultatene i tabellen blitt mer intuitivt logiske. Man må tenke at slik det presenteres i figurene i artikkelen, vil q tilsvare $(1-q)$. Hvis både gevinsten ved å trekke seg ut tidlig og tapet ved å vente er store, vil q nærme seg 1. Da blir det svært sannsynlig at begge kreditorene lar midlene få bli stående i landet.

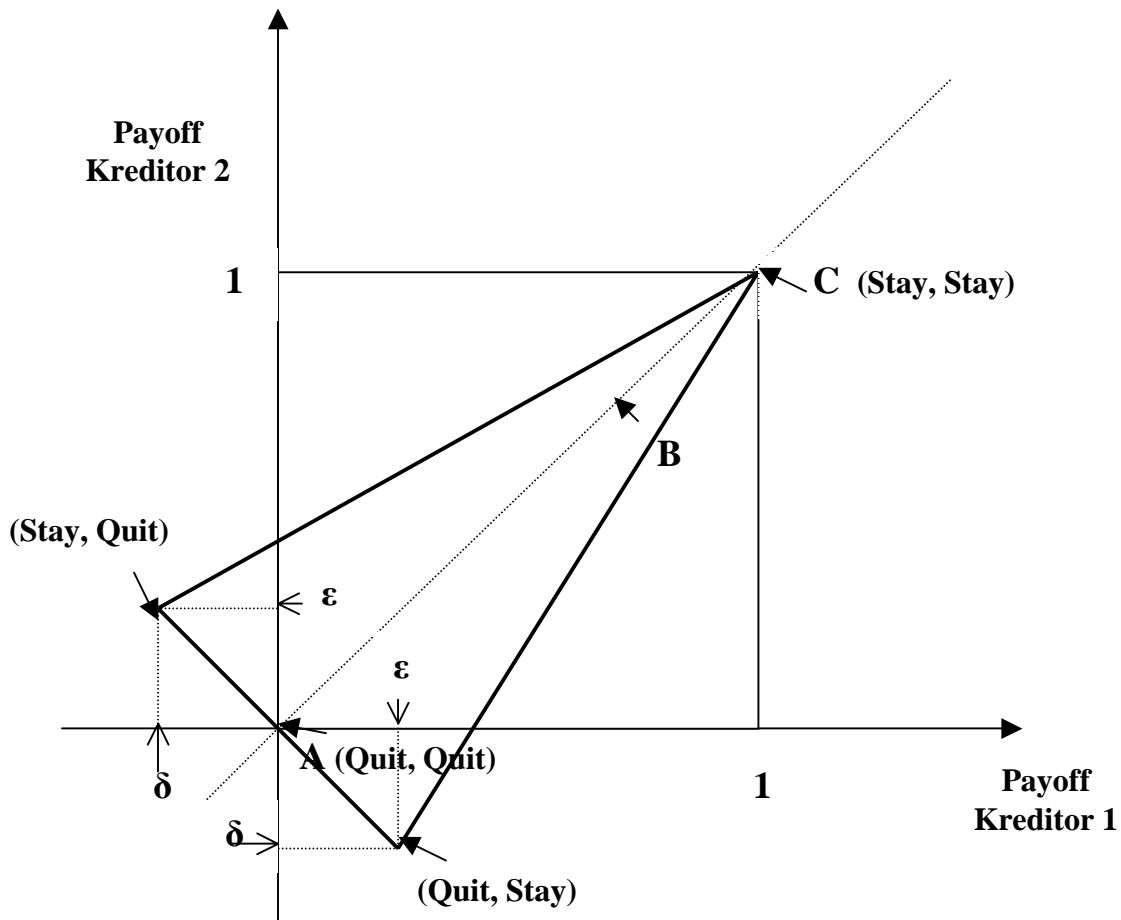
Spillteori bygger på sterke krav om at spillerne handler rasjonelt (Pindyck og Rubinfeld 1998: 477). Hver spillers valg av strategi avhenger ikke bare av egen rasjonalitet, men også av

motstanderens. I dette spesielle tilfellet må man i tillegg forvente at partene kan sette verdier på parametrene ϵ og δ . De må altså kunne vurdere hvordan den finansielle tilstanden i debitorlandet er. De må også forvente at de andre kreditorene ser dette på samme måte for at de skal kunne foreta valg i blandede strategier, som gir en stabil Nash-likevekt. Dette er strenge forutsetninger. Jeg har litt problemer med å forestille meg hvordan ulike kreditorer foretar de nødvendige vurderingene i praksis. Forfatterne problematiserer ikke dette aspektet. Men modellen bidrar jo med en mulig, og intuitivt ganske plausibel, forklaring på hvorfor det forekommer flere finansielle kriser enn det som er samfunnsøkonomisk gunstig.

2.3.4. Figur med normaliserte likevekter

Figuren under viser de normaliserte resultatene til spillerne (Ghosal og Miller: 8).

De tre mulige Nash-likevektene er vist som **A**, **B** og **C**. De kraftige sorte strekene viser forventede resultater til hver av spillerne.



(Figur 5)

A er likevekten i rene strategier der spillerne velger (**Quit, Quit**). Dette er et utfall som representerer en fullstendig koordineringssvikt mellom spillerne. Her vil landet komme i en likviditetsskvis hver gang det inntreffer et uheldig eksogent sjokk i den første perioden. Kreditorerne reagerer altså med å trekke ut midlene sine hver gang det oppstår betalingsproblemer. Likevekt **B** gir en av mange mulige likevekter i blandete strategier for et

sett av parameterverdier, se avmerket for δ (< 0) og ϵ . Ut fra en vurdering av størrelsen på gevinsten ved å trekke seg ut som den eneste, ϵ , og tilsvarende tap ved å eventuelt ikke slutte som den eneste, δ , vil spillerne kunne velge ulike likevektspunkter langs 45° -linjen. Denne linjen representerer likevektene som dannes i skjæringspunktene mellom beste responsfunksjonene til spillerne. De fastsettes med bakgrunn i hva partene forventer at motspilleren vil foreta seg. Likevekt **C**, (**Stay, Stay**), er den samfunnsoptimale løsningen. Etersom prosjektet egentlig er grunnleggende likvidt, ville dette vært det gunstigste utfallet.

2.4. Hvilken av de mulige likevektene vil inntreffe?

Hvordan avgjøres hvilken av likevektene som inntreffer? Her nevner forfatterne at utvelgelsen av likevekter kan skyldes noe de kaller "sunspots". Dette vil kunne være tilfeldige hendelser som kreditorene observerer. Selv om de ikke i seg selv har noen direkte betydning for resultatet, kan de bidra til å koordinere handlingene til kreditorene. Konsekvensen er at finanskriser vil forekomme med positiv sannsynlighet, men at sannsynligheten ikke vil henge sammen med fundamentale årsaker i debitorlandet.

2.4.1. Kommentar

Dette kan sees i sammenheng med Tiroles bok, som skiller mellom to hovedteorier for å forklare finansielle kriser. Noen forskere mener at hovedårsaken til kriser er fundamentale svakheter i landets økonomi (Tirole 2002: 37). Andre mener årsaken til krisene oftest er forårsaket av spillteoretisk koordineringssvikt og panikk blant kreditorene. Miller og Ghosal vil derved trolig være å finne blant denne sistnevnte gruppen.

2.4.2. Risikodominans

For å si noe om sannsynlig utfall, trekker forfatterne også inn begrepet Risikodominans. Begrepet kan si noe om hvilket av de rene likevektspunktene som vil bli valgt (Ghosal og Miller 2002: 9).

α og $(1-\alpha)$ er sannsynligheten spiller 1 legger på at henholdsvis (**Quit**) eller (**Stay**) velges av den andre spilleren.

Dette gir forventet resultat for spiller 1:

$$\text{Ved (Quit)} : 0 \cdot \alpha + \epsilon(1 - \alpha) = \epsilon(1 - \alpha)$$

$$\text{Ved (Stay)} : \delta \cdot \alpha + (1 - \alpha) = 1 - \alpha(1 - \delta)$$

Betingelsen for at å trekke seg ut skal være strengt risikodominant, er i følge forfatterne at $|\delta| > 1 - \epsilon$

Det medfører at å trekke seg ut vil være en risikodominant strategi når gevinsten ved å være den første som handler og trekker seg ut er relativt stor, vurdert opp mot det relative tapet ved å velge den andre strategien. For at å velge (**Stay**) skal være dominant strategi, må gevinsten ϵ ved å handle først, være tilstrekkelig stor i forhold til δ , som er straffen for å bli lurt av motspilleren hvis man selv satser på (**Stay**).

2.4.3. Kommentar

Ved utregning finner jeg at:

$$E(\text{Quit}) > E(\text{Stay}):$$

$$\epsilon(1 - \alpha) > 1 - \alpha(1 - \delta)$$

$$-\alpha \cdot \delta > (1 - \alpha) \cdot (1 - \epsilon)$$

$$-\delta > (1 - \alpha) / \alpha \cdot (1 - \epsilon)$$

Risikodominansbegrepet innebærer at α er 0.5. Derfor må $\epsilon > \delta$ for at å velge å trekke seg ut skal være dominant strategi.

Risikodominansbegrepet benyttes ikke videre i modellen, ettersom forfatterne heretter blir opptatt av behovet for å sikre debitorincentiver og hvordan dette virker inn på valg av likevekt. Men en interessant videreføring av risikodominansbegrepet synes jeg er at det blir trukket inn hvordan en forekomst av "gribbefond" vil virke inn. Det antas at disse fondene har adgang til spesielt gode likvideringsteknikker, og spørsmålet er om det da kan bli en risikodominant strategi å selge sin andel i prosjektet til disse fondene. Disse fondene har altså en bedre mulighet til å presse ut pengene landet skylder, og ϵ blir høyere.

Det kan være forårsaket av at fondet har mindre rettslige omkostninger ved å saksøke landet, **L** blir derved lavere. Det blir altså en økt gevinst til den av kreditorene som handler raskt og selger sin andel til fondet. Man må vel anta at **δ** vil være uendret, det vil si at tapet ved å være den siste som trekker seg ut ikke endres. Det vil altså kun være mulig å selge til gribbefondet for den av kreditorene som selger sine obligasjoner først, for at denne analysen skal holde.

Resultatet kan bli at eksistensen av slike fond kan være med på å øke sannsynligheten for at **(Quit)** blir valgt som likevekt. I hvor stor grad dette vil påvirke likevektene, vil avhenge av hvor mye det relativt sett er å tjene på å selge til denne typen fond. Dette er interessant fordi det er en vekst i forekomsten av slike fond, jfr. saken med Elliott Associates og Argentina s. 43-44.

3. Moralsk hasard problemer på debitorsiden

Til nå har forfatterne bare sett på koordineringsproblemer på kreditorsiden, men i resten av artikkelen trekkes også moralsk hasard problematikk på debitorsiden inn.

3.1. Moralsk hasard definisjoner

I denne delen trekker forfatterne inn moralsk hasard problemet som kan oppstå på debitorsiden. Det er viktig å ta hensyn til dette aspektet, ettersom mulige utfall av kreditorsamordningsproblemet vil påvirke incentivene til debitorlandet i forhold til å ivareta lånet.

Før jeg går inn i modellen vil jeg forsøke å klargjøre noen viktige begreper. Jeg har benyttet Macho-Staedtler og Perez-Castillo (1999). Moralsk hasard problematikken omhandler hvordan kontrakter utformes når det er asymmetrisk informasjon mellom de ulike partene i en økonomisk transaksjon. I denne teorien ses det hovedsakelig på bilaterale forhold mellom en prinsipal og en agent. Agenten skal utføre en oppgave som er av verdi for prinsipalen. I dette tilfellet vil det samsvare med at landet skal ivareta investeringen på beste måte. Det vil øke sannsynligheten for at kreditorene kan tilbakebetales som spesifisert i lånekontrakten.

3.1.1. Kontrakten

Kontrakten er en felles avtale mellom partene om å handle på bestemte måter. Det er nødvendig å spesifiserer deres forpliktelser i alle tenkelige omstendigheter som kan inntreffe. I hvilken grad kreditorene kan være sikre på å motta sine krav, vil være et eksempel på omfanget av debitorslandets forpliktelser. Kontrakter er viktige når avtalen og hendelsene den omhandler, er atskilt i tid. Uten en rettslig gjennomførbar avtale, kan det at en part er redd den andre senere vil unnlate å oppfylle sin forpliktelse, føre til at avtalen ikke blir inngått. En kontrakt kan bare baseres på verifiserbare variabler, det vil si variabler som kan kontrolleres av en uavhengig tredjepart, for eksempel rettssystemet. Senere i oppgaven vil en konkursdomstol for land trekkes frem som en mulig måte å sikre kreditorer mot moralsk hasard hos låntakerlandet.

3.1.2. Asymmetrisk informasjon

En av partene vet mer om noe som er av interesse for avtalen enn det den andre parten vet. Hvis det at lånekontrakten er inngått, gjør at landet finner det i sin interesse å endre sin adferd, vil det være et eksempel på moralsk hasard. Det at landet kan ha en privat nytte av lav innsats, som ikke er observerbar for kreditor etter kontraktinngåelsen, gir opphav til moralsk hasard problemer på debitorlandets side.

3.2. Modelloppsett

I modellen antar Ghosal og Miller at landet kan benytte pengene de har lånt i det internasjonale lånemarkedet på en god eller en dårlig måte. At det eksisterer en viss sannsynlighet for at prosjektet må avsluttes tidligere enn debitorlandet ønsker, kan derfor være nødvendig for å sikre en løsning på moralsk hasard problemet. Det kan være nødvendig for å motivere landet til å yte en god innsats, slik at sannsynligheten for at lånet fullt ut blir tilbakebetalt øker.

Det antas en liten åpen økonomi. Renten landet kan låne til i verdensmarkedet er fast. Landet utsteder gjeld i periode 0. Denne gir rente i periode 1, og kapitalen tilbakebetales med rente i periode 2 da prosjektet er fullført. Strukturen er den samme som i første del av artikkelen.

Det antas at to ulike hendelser i slutten av periode 1 kan føre til at utbetalingene ikke finner sted som spesifisert i kontrakten.

1. Debitor velger innsatsnivå, enten god innsats (**G**), eller dårlig innsats (**B**).
2. Et uavhengig eksogent sjokk kan ramme landet med en sannsynlighet på **p**.

Det eksogene sjokket vil kun gi en likviditetskrise. Den eventuelle dårlige innsatsen fra debitorlandet vil imidlertid kunne redusere nåverdien av kreditorenes krav. Det er avgjørende på hvilket tidspunkt kreditorene kan avgjøre hva som er grunnen til de tekniske betalingsproblemene. Hvis årsaken kan fastsettes relativt raskt, kan kreditorene ta stilling til om de skal trekke seg ut før 2. periode begynner. Da er ikke moralsk hasard problemene så

omfattende. Problemet med moralsk hasard oppstår når kreditorene avgjør om de skal velge (**Stay**) eller (**Quit**) før avsløringen finner sted.

3.2.1. Kommentar

Hva det å yte god eller dårlig innsats i forhold til å ivareta lånet egentlig innebærer, synes jeg ikke artikkelforfatterne klargjør særlig godt. Måten debitor behandler lånet eller prosjektet på, vil i følge modellen være med på å påvirke sannsynligheten for om lånet kan betales som spesifisert i kontrakten, eller ikke. Det forutsettes fremdeles at det grunnleggende sett dreier seg om en likviditetskrise. Derfor vil landet kunne betale lånet med renter i slutten av periode 2, men i tilfellet med dårlig innsats kan debitor avkorte kravet noe, med h (=haircut). Dette skyldes moralsk hasard problemet og ikke solvensproblemer i prosjektet isolert sett. Midt i prosjektets levetid, ved tidspunkt 1, vil sannsynligheten for om landet har mulighet til å betale avdrag avhenge av landets innsatsnivå.

Hva vil så kunne karakterisere god eller dårlig innsats fra landets side? Forfatterne nevner at det kan handle om en midlertidig flukt av kapital ut av landet, slik at avdraget ikke kan betales (Ghosal og Miller 2002: 10). Det kan for eksempel dreie seg om at myndighetene tillater at kapital flyttes ut av landet, kanskje fordi det er høyere rente der pengene flyttes, enn i hjemlandet. De må jo da i så fall kunne hente det meste av pengene tilbake før tidspunkt 2. David Vines har skrevet en kommentar til Ghosal og Miller sin artikkel, denne ble også offentliggjort i forbindelse med den nevnte konferansen. Han tolker lav innsats som manglende finansiell regulering eller manglende kapitalkontroller. I fravær av denne reguleringen vil det kunne forekomme en kapitalutflyt som senker muligheten prosjektet har til å lykkes. Hvis myndighetene anstrenger seg og viser god innsats, kan de forhindre at dette skjer (Vines 2002: 1). I tillegg nevner forfatterne at den private nytten som debitorlandet kan oppnå på bekostning av kreditorene, kan handle om for eksempel å subsidiere et offentlig foretak der verdiene ikke kan angripes av internasjonale obligasjonsinnehavere. Alternativt kan det handle om å overføre midler til innbyggerne som kan gi myndighetene økt popularitet og makt. Det er altså snakk om en privat gevinst som det ikke er mulig å kontraktsfeste ex ante. Debitor kan ikke forplikte seg til å eventuelt overføre dette ex post til kreditorene hvis det viser seg at innsatsen var lav.

3.2.2. Tidsforløp

Ved tidspunkt 0 bestemmer kreditorene seg for om de skal låne ut penger. Etter dette, i den første perioden, velger debitorlandet innsatsnivå i forhold til å forvalte pengene. I denne perioden inntreffer også eventuelt et negativt ytre sjokk. Ved tidspunkt $t = 1$ blir det klart om landet har betalingsproblemer eller ikke. Det er fremdeles kun snakk om et forbigående likviditetsproblem. Kreditorene velger om de trekker seg ut eller ikke. Hvis dette skjer etter at innsats er avslørt, er det ikke noe problem i forhold til debitorincentiver. Det er i det tilfellet symmetrisk informasjon mellom partene. Hvis derimot innsatsnivået avsløres senere, eller aldri avsløres, er det et slikt problem. Trekker minst en av kreditorene seg ut på tidspunkt $t = 1$, avsluttes prosjektet. Hvis ingen trekker seg ut fullføres det på tidspunkt $t = 2$.

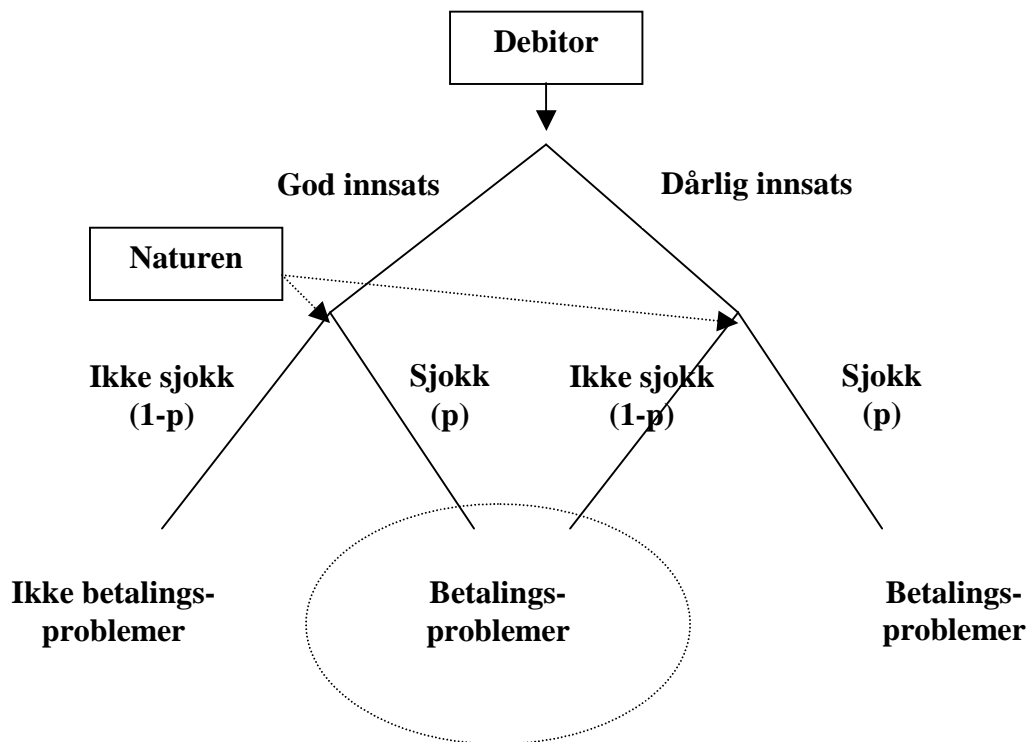
Det er i alt fire mulige utfall i periode 1. Bare hvis det samtidig ytes god innsats i forhold til gjennomføringen av prosjektet fra debitorlandets side, og de eksogene forholdene er gunstige, kan renten betales. Hvis det enten har vært dårlig innsats, et negativt ytre sjokk eller en kombinasjon av disse faktorene, blir det problemer med å betale rente på tidspunkt $t = 1$. Kreditorene kan gjenkjenne betalingsproblemer som skyldes både dårlig innsats og et negativt eksogent sjokk, men kan ikke skille mellom betalingsproblemer som skyldes bare den ene av disse årsakene. Dette er illustrert i figur 6.

3.2.3. Kommentar

Jeg synes det er litt underlig at kreditorene ikke kan se om det foreligger et negativt ytre sjokk eller ikke. Jeg forestiller meg at dette kan være faktorer som for eksempel lavere etterspørsel etter landets varer på verdensmarkedet, endringer i oljepris etc. Dette vil det være mulig å observere for alle aktører skulle jeg tro. Men det forutsettes altså her at det ikke går an. Forfatterne spesifiserer ikke hva det negative sjokket konkret kan innebære. De sier kun at det vil bidra til å senke produktiviteten til prosjektet.

3.3. Spilltre på ekstensivform

De fire mulige utfallene kan fremstilles i et spilltre på ekstensivform: (Ghosal og Miller 2002: 11).



(Figur 6)

Man kan se fra figuren, at det ikke er mulig for kreditorene å skille mellom et dårlig resultat forårsaket av dårlig innsats eller forårsaket av ytre sjokk. Det er illustrert med den stiplede linjen rundt dette utfallet.

3.4. Spillmatrise som inkluderer mulighet for moralsk hasard

Dette gir følgende nye spillmatrise:

Det eneste nye elementet er at verdien av å fortsette hvis begge kreditorene velger (**Stay**) endres.

| | | | |
|--------------------|-------------|--|--|
| | | Kreditor 2: | |
| | | Quit | Stay |
| Kreditor 1: | Quit | $Q/2-L, Q/2-L$ | $(1+r)b-L, Q-(1+r)b$ |
| | Stay | $Q-(1+r)b, (1+r)b-L$ | $(1+r)b-(1-p)h,$ $(1+r)b-(1-p)h$ |

(Figur 7)

3.4.1. Forklaring til innholdet i matrisen

p = sannsynligheten for et eksogent sjokk

h = avkortning av kravet for kreditorer på grunn av dårlig innsats fra debitors side

Nå blir forventet gevinst til hver av kreditorene i periode 2:

$$p(1+r)b + (1-p)((1+r)b-h) = (1+r)b-(1-p)h$$

Derved kan kreditorene i forventning regne med **$(1+r)b-(1-p)h$** hvis de begge velger (**Stay**).

Det antas at ubetalt rente samles opp og legges til periode 2 utbetalingen ved et rent eksogent sjokk, da er det bare en midlertidig likviditetskrise. Men hvis debitor utviser dårlig innsats vil

ikke kreditorene kunne betales fullt tilbake. Dette kan tolkes som en form for et insolvensproblem.

3.4.2. Kommentar

Dette resultatet er intuitivt litt merkelig. Hvis det inntreffer et eksogent sjokk, med sannsynlighet p , er det kun snakk om et midlertidig likviditetsproblem. Hvis kreditorene samordner seg er nåverdien av kravet uendret, isolert sett. Dette tolker jeg som at hvis det er et ytre sjokk kan ikke debitorlandet yte dårlig innsats, for så å skjule seg bak at det bare var forårsaket av uflaks. Er det samtidig dårlig innsats og ytre sjokk kan jo kreditorer observere det, og den lave innsatsen er avslørt. Hvis det derimot ikke inntreffer et negativt sjokk, med sannsynlighet $(1-p)$, kan kreditorene regne med at kravet vil senkes med h . Dette fordi da vil debitorlandet finne det i sin egeninteresse å yte dårlig innsats, ettersom det da ikke kan avsløres at det er forårsaket av lav innsats. Dette forutsetter at debitorlandet kan se om det vil inntreffe et negativt sjokk eller ikke, og deretter beregne om det vil tjene på å vise lav innsats. Jeg har noe problemer med å se for meg hvordan dette faktisk skulle skje i realiteten. Det forutsetter opportunistiske myndigheter, som ikke har tanke for hvordan slike handlinger vil påvirke markedet for landets obligasjonsutstedelser i fremtiden.

3.5. Normaliserte likevekter

Som tidligere normaliseres gevinstene. Det gir lik struktur på normalformspillet som tidligere, og de samme mulige likevektene (se s.5 Appendiks 1). Forfatterne problematiserer det ikke, men det er vel usikkert om $\mathbf{1}$ alltid vil være større enn $\mathbf{\epsilon}$. I dette tilfellet vil jo den forventede gevinsten ved å la pengene stå i landet reduseres. Hvor stor reduksjonen blir, vil avhenge av størrelsen på h , dvs. hvor mye moralsk hasard vil redusere tilbakebetalingen. Dessuten vil sannsynligheten for at det ikke inntreffer et ytre sjokk, $(1-p)$, virke inn. Det er vel mulig at dette vil kunne redusere gevinsten hvis begge kreditorene velger å la pengene bli, i så stor grad at denne likevekten ikke lenger er stabil.

Videre fokuseres på en blandet strategilikevekt der hver av kreditorene velger **(Quit)** med sannsynlighet q . Hvis en av kreditorene trekker seg ut, blir resultatet at prosjektet stanses. Da

oppstår det en uordnet stans i utbetalingene. Fra debitorlandets side blir den forventede fortsettelsessannsynligheten lik:

$(1 - q)^2 = (1 - \pi_c)$ der π_c er sannsynligheten for at en uordnet betalingsstans inntreffer. De to kreditorene er symmetriske. Fotskrift **c** uttrykker at det dreier seg om en likevekts-sannsynlighet tilknyttet kreditorenes samordningsspill.

3.5.1. Valg av likevekt

Her vurderer forfatterne igjen de mulige likevektene, jfr. s.8 i Appendiks 1, og ser på hvordan det å sikre debitorincentiver vil virke inn. Kreditorenes behov for å gi incentiver til debitorlandet slik at det finner det i sin egen interesse å yte god innsats, vil spille inn.

Mulige likevekter:

1. Full sikkerhet for fortsettelse, (Stay, Stay)

En likevekt som impliserer full sikkerhet for at spillet vil fortsette, kan ikke være en likevekt, fordi debtors incentiver til god innsats svekkes. En debitor som er garantert lånefinansiering vil ut fra modelloppsettet alltid finne det tjenelig å yte lav innsats. Det innebærer ingen kostnad for debitor å utvise lav innsats ettersom det aldri fører til kriser. Kreditor vil derfor velge lav innsats. Dette er ikke samfunnsmessig effektivt.

2. Full sikkerhet for at prosjektet avsluttes, (Quit, Quit)

Utfallet (Quit, Quit) vil kunne gi debitor incentiver til innsats. Det er en mulig likevekt, men det er en sosial ineffektiv løsning. Alle midlertidige eksogene sjokk vil uvilkaarlig utløse en gjeldskrise.

3. Likevekter i blandete strategier

Ulike strategilikevekter i blandete strategier kan også gi riktige incentiver til debitor. Her randomiserer kreditorene mellom å velge (Stay) og (Quit). Ettersom debitor vet at lav innsats øker sannsynligheten for krise, kan dette gi incentiv til landet til å utvise høy innsats.

3.5.2. Kommentar

I modellen sees det bort fra dynamisk interaksjon mellom kreditorer og debitor. I virkeligheten ville trolig debitorlandet også være opptatt av å sikre sitt rykte for å få tilgang til internasjonale kapitalmarkeder i fremtiden. Det ville i så fall ha vært med på å avgrense moralsk hasard problemet.

Jeg har problemer med å se for meg hvordan noe tilnærmet likt den kreditorkoordineringen som antas i modellen finner sted i virkeligheten. Hver gang det oppstår en likviditetskrise, må altså kreditorene ikke bare vurdere den oppståtte situasjonen. De må også ta i betraktning hvordan en eventuell avslutning av det konkrete prosjektet, vil virke inn på debitors oppfattelse av generelle sannsynlighet for å måtte avslutte et prosjekt hvis det oppstår likviditetsproblemer underveis. En mulighet er imidlertid at situasjonen kan sammenlignes med spillsituasjoner der spillerne møtes gjentatte ganger, dette kalles gjentatte spill (Gibbons 1992: 88-89). Det er jo mulig at de samme obligasjonsinnehaverne stadig er i markedet, og at de derfor vil tenke langsiktig. Selv om det er lite gunstig med en likviditetskrise vurdert separat, kan det være gunstig fordi det på lengre sikt motiverer debitor til å yte god innsats.

Jeg synes allikevel det virker intuitivt mer plausibelt å anta at offisielle organisasjoner, som for eksempel IMF, resonnerer på denne måten (jfr. Appendiks 2). Det er enklere å forestille seg at de kan velge en konstruktiv uklarhet i sin håndtering av kriser for å dempe moralsk hasard problemet, enn at enkeltinnehavere av statsobligasjoner gjør dette.

3.6. Debitor moralsk hasard og incentivkompatibel randomisering

Kilden til moralsk hasard problemet i modellen, er at landet har en privat gevinst som det ikke er mulig å kontraktfeste ex ante. Dessuten er ikke kreditors og debtors incentiver overensstemmende. Kreditorerne foretrekker at debitorlandet yter god innsats, mens debitorlandet ikke nødvendigvis finner dette mest gunstig. Det antas at landet har en privat kjent nyttegevinst når prosjektet avsluttes ved tidspunkt $t = 1$ eller $t = 2$. Det er altså ikke fullstendig informasjon mellom partene. Det at debitorlandet vet noe som er av interesse for kontraktforholdet, som ikke kreditorene vet, gir opphav til moralsk hasard problemet. Dette kan gi ineffektivitet i kapitalmarkedet. Kapitalen flyter ikke nødvendigvis dit den ville ha hatt høyest avkastning, slik den i teorien ville ha gjort ved full informasjon til alle parter.

Det antas i modellen at landets gevinst ikke kan kontraktfestes ex ante. Debitorlandet kan derved ikke forplikte seg troverdig ex ante til å overføre deler av dette til kreditorene etter at dårlig innsats eventuelt er avslørt. Det antas også at størrelsen på debitorgevinsten ($=h$) avhenger av om innsatsen landet yter er god eller dårlig. God innsats tilsier at betalingsstans kun inntreffer hvis det finner sted et negativt eksogent sjokk. Dårlig innsats tilsier at en form for betalingsstans nødvendigvis må inntreffe.

U_t^G og U_t^B uttrykker forventet neddiskontert resultat for debitorlandet når prosjektet avsluttes ved tidspunkt $t = 1, 2$ osv. U_t^G og U_t^B inkluderer både residualverdi av prosjektet finansiert av lån fratrukket gjeldsbetalingskostnad og privat ikke-kontraktfestet nytte.

En mulighet er å anta at $U_t^G < U_t^B$ for alle t . Da finnes det ingen umiddelbar løsning på moralsk hasard problemet. Dette fordi ex ante vil landet alltid finne det gunstigst å yte dårlig innsats, selv når prosjektet avsluttes i periode 1. Her mener forfatterne at en internasjonal konkursdomstol kunne hatt en funksjon. Den kunne ha vurdert landets innsats i etterkant og sørget for å overføre en kompensasjon til kreditorene hvis innsatsen avsløres som lav. Da ville trolig debitor i forkant se at dette ville skje hvis han utviste lav innsats og funnet det i sin egeninteresse å velge høy innsats.

Den mer interessante mellomløsningen vil inntreffe når $U_1^G > U_1^B$ men $U_2^G < U_2^B$. Dette medfører at resultatet for debitor vil variere i forhold til på hvilket tidspunkt prosjektet avsluttes. Nyten hvis prosjektet avsluttes ved tidspunkt 1 er større ved god innsats enn ved

dårlig innsats. Hvis prosjektet derimot avsluttes på tidspunkt 2, er nytten størst hvis debitor har lagt ned dårlig innsats.

3.4.1. Kommentar

Jeg synes det er litt uklart hva dette egentlig innebærer. Det er ikke så lett å forestille seg hva som skulle forårsake disse forskjellene. Dette synes jeg ikke forfatterne forklarer i særlig grad. I David Vines fortolkning skyldes dette at hvis det inntreffer en likviditetskrise som fører til at prosjektet avsluttes på slutten av periode 1, så er utfallet med god innsats bedre for debitor, siden innsatsen kan tenkes å være i form av finansiell regulering eller kapitalkontroller. Ex ante regulering vil derfor kunne være med på å dempe eventuelle finanskriser. Inntreffer det ikke noen likviditetskrise underveis, antas det at å ikke ha ytet innsats er bedre for debitor. Da slipper låntakerlandet kostnadene tilknyttet å sørge for ordentlig regulering. Dette gir jo en forklaring, men jeg synes det er litt sært. Det er litt uvant å forestille seg av vurderinger om eventuelle reguleringer i kapitalmarkedet foretas på denne måten. Hvis derimot moralsk hasard problemet skyldes at debitor benytter midlene til uheldige prosjekter sett fra kreditorenes synspunkt, synes ikke denne type forklaringer å holde. Jeg kan vanskelig forestille meg hvorfor debitorlandets private nytte i et slikt tilfelle skulle avhenge av på hvilket tidspunkt prosjektet blir avsluttet, på den måten det fremstilles i modellen.

3.7. Debtors nytte sett i forhold til sannsynlighet for prosjektavslutning

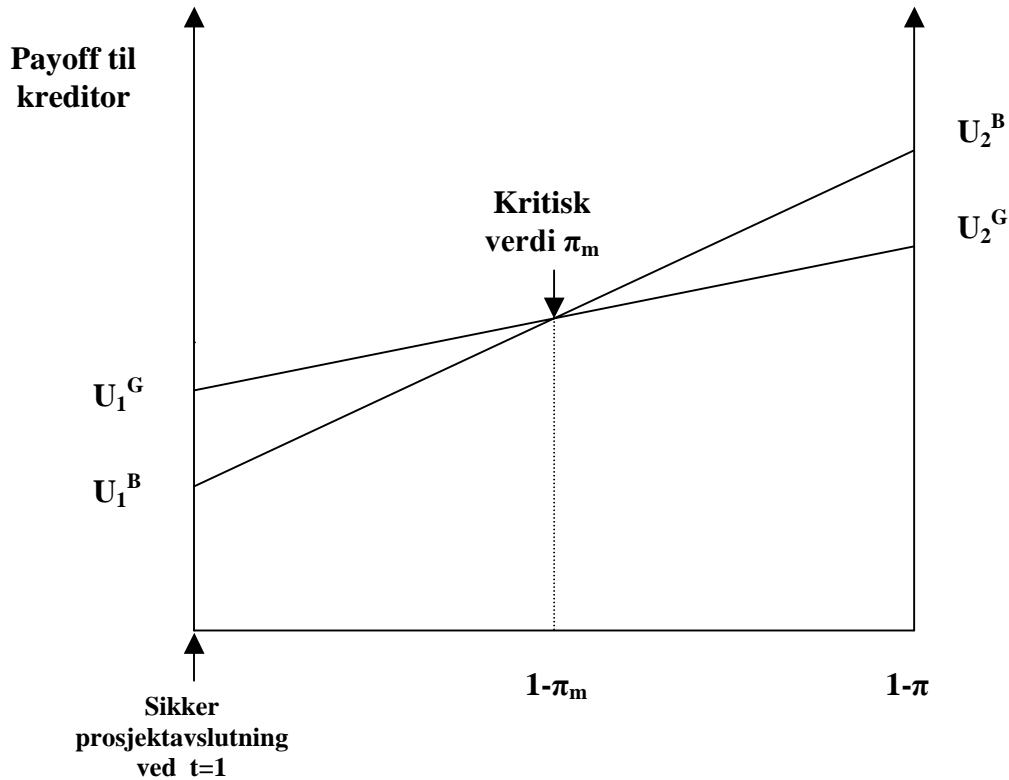
Debitor vil vurder sin private nytten i hvert av tilfellene, sett i forhold til sannsynlighet for prosjektavslutning underveis:

$$E(\mathbf{B}) = U_1^{\mathbf{B}*}\pi + U_2^{\mathbf{B}*}(1-\pi)$$

$$E(\mathbf{G}) = U_1^{\mathbf{G}*}\pi + U_2^{\mathbf{G}*}(1-\pi)$$

Dette vil uttrykke hellingen på linjene for debtors nytte ved god og dårlig innsats, sett i forhold til sannsynligheten for at prosjektet må avsluttes midtveis.

Dette kan illustreres i følgende figur (Ghosal og Miller 2002: 13):



(Figur 8)

Låntakeren vil altså bare velge å yte høy innsats hvis det er høy nok sannsynlighet for at det inntreffer en likviditetskrise på tidspunkt 1. $(1-\pi_m)$ uttrykker den nødvendige sannsynlighet, eller kritisk verdi for at prosjektet fortsetter, som er nødvendig for å oppfylle debitorincentivbetingelsen. Forventet gevinst ved dårlig innsats øker raskere enn tilsvarende gevinst ved god innsats. Hvis sannsynligheten for å få fullført prosjektet, $(1-\pi_m)$, er lik null, vil andre periodes resultat være irrelevant. Etersom $(1-\pi_m)$ øker mot 1, vil utsiktene til å få fortsette med prosjektet, selv med lav innsats, gjøre at dårlig innsats blir et mer attraktivt valg for debitorlandet. For å sikre at landet velger god innsats må sannsynligheten for å få fortsette ikke overgå $(1-\pi_m)$, se punktet der linjene krysses i figuren. Denne moralske hasardbetingelsen sikrer at incentiver til debitor utformes slik at å yte god innsats blir lønnsomt sett i forhold til

å yte lav innsats. Denne sannsynligheten, $(1-\pi_m)$, fastsettes uavhengig av $(1-\pi_c)$, som sikrer likevekt i kreditorkoordineringsspillet. Disse sannsynlighetene trenger altså ikke samsvare.

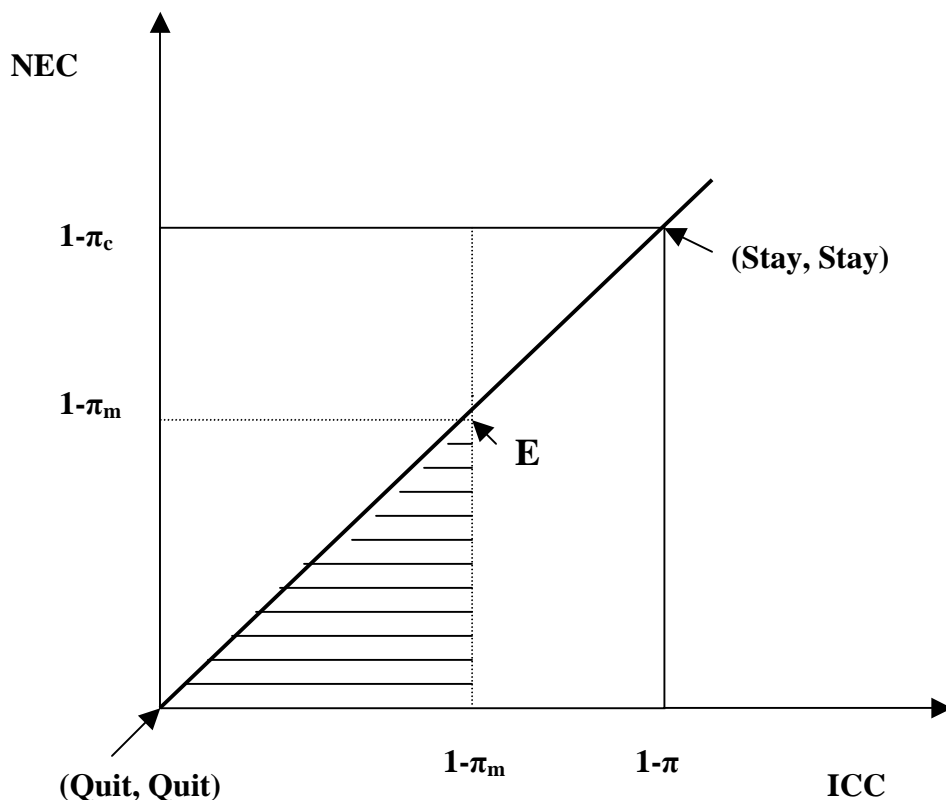
3.7.1. Kommentar

Slik jeg forstår det, må det for å sikre god innsats altså være en viss sannsynlighet for at kreditorene trekker seg ut dersom det oppstår likviditetsproblemer underveis i prosjektet. Uten moralsk hasard, ville det ha vært i alles interesse at ingen trakk seg ut. Men for å sikre at debitor legger ned god innsats, må det være en viss sannsynlighet for at prosjektet avsluttes underveis. Denne konklusjonen er ganske plausibel, selv om noen av modellforutsetningene for å komme hit virker litt konstruerte.

Et mulig scenario er å anta at sannsynligheten for at prosjektet får fortsette skapt av kreditorene, $(1-\pi_c)$, er for høy til at moralsk hasard betingelsen blir oppfylt. For å unngå moralsk hasard problemene og derved indusere debitorlandet til god innsats, kan kreditorene velge løsningen (**Quit, Quit**) i rene strategier. Der vil en uordnet betalingsstans inntreffe med en sannsynlighet på 1. Dette er imidlertid en sosialt ineffektiv løsning. Dette medfører jo at ingen prosjekter fullføres hvis det er likviditetsproblemer underveis. Dette til tross for at prosjektet isolert sett er solvent.

3.7.2. Figur som viser sannsynligheter for prosjektfortsettelse

De nevnte poengene kan fremstilles i følgende figur (Ghosal og Miller 2002: 14):



(Figur 9)

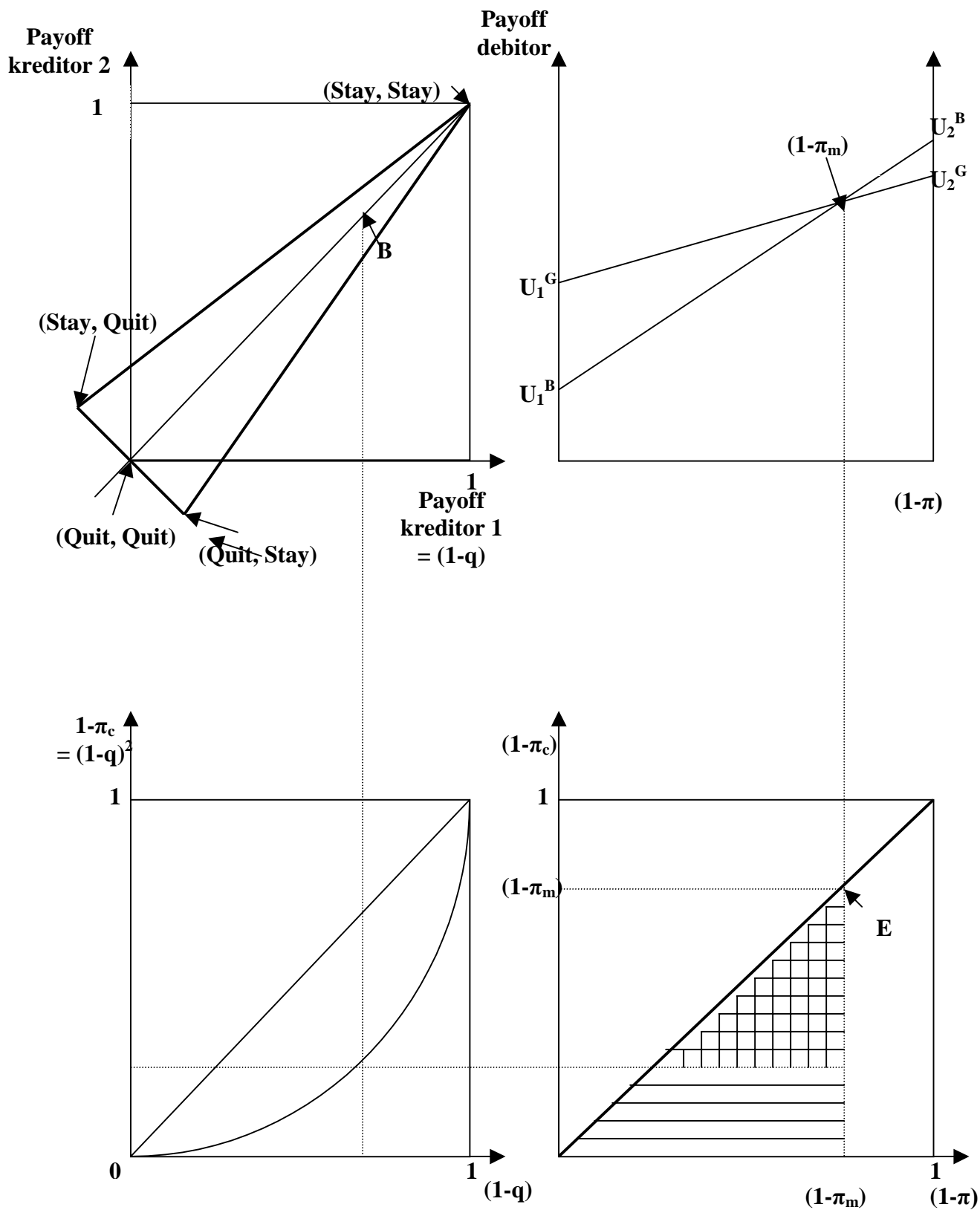
Det skraverte området i figuren indikerer overdreven risiko for betalingsstans, etter at det er tatt hensyn til nødvendigheten av å sikre riktige debitorincentiver. Dette fører til økt fare for finansielle kriser i et samfunnsperspektiv. Vertikal akse viser $(1-\pi_c)$. Det er sannsynligheten for at prosjektet fortsetter gitt kreditorenes samordningsspill. Her fremkommer de ulike mulige Nash-likevektene i kreditorenes strategivalg. $(1-\pi_c) = (1-q^2)$ = Nash-likevekt fortsettelsessannsynlighet (NEC) når $(1-q^2) < (1-\pi_m)$. Det betyr at så lenge fortsettelsessannsynligheten som dannes fra kreditorenes koordineringsspill er lavere enn den som er nødvendig for å gi debitor rette incentiver, er det den førstnevnte som utgjør den endelige Nash-likevekten. Hvis derimot fortsettelsessannsynligheten som dannes fra kreditor-

koordineringsspillet er høyere enn den sannsynligheten som er eksogent gitt og som hindrer moralsk hasard problemer hos debitor, blir løsningen **(Quit, Quit)**. Horisontal akse viser $(1-\pi_m)$, sannsynligheten for å fortsette som kreves for å sikre at debitor induseres til å yte innsats. Denne kan betegnes incentiv kompatibel betingelsessannsynlighet **(ICC)**.

I følge forfatterne vil Nash-likevekts sannsynligheten for å velge **(Quit)**, som dannes for å løse kreditorkoordineringsproblemet, nesten alltid være høyere enn det som er nødvendig for å oppfylle moralsk hasard betingelsen. Derfor vil sannsynligheten for prosjektavslutning i spillet mellom kreditorene, som dannes i form av Nash-likevektene i dette rammeverket, føre til overdreven hyppighet av kriser. Det blir for mange kriser relativt til den nest beste løsningen, som ivaretar at debtors incentiver til god innsats er sikret. Kun i tilfeller der disse tilfeldigvis er helt like, er resultatet samfunnsmessig optimalt (se punkt **E** i figur 10).

3.8. Figur som sammenfatter de ulike delene av modellen

De ulike hovedmomentene som er nevnt i artikkelen så langt samles i følgende figur på neste side (Ghosal og Miller 2002: 15):



(Figur 10)

Bare i punkt **E** er Nash-likevekten i blandete strategier samsvarende med den incentivkompatible randomiseringssannsynligheten. Hvis sannsynligheten for fortsettelse fra kreditorenes side, $(1-\pi_c)$, blir større enn $(1-\pi_m)$, så vil det eneste mulige likevektspunktet bli at begge kreditorene trekker seg ut når betalingsproblemer oppstår. Dette inntreffer fordi $(1-\pi_m) < (1-\pi_c)$ fører til at debitor ikke gis incentiver til å yte god innsats. Dette er ikke en effektiv løsning siden prosjekter som er grunnleggende solvent alltid avsluttes.

Hvis $(1-\pi_c) < (1-\pi_m)$, vil det oppstå sosialt ineffektive situasjoner. Dette fordi nødvendig sannsynlighet for avslutning av prosjektet for å sikre debitorincentiver, vil overstige den avslutningssannsynligheten som dannes i spillet mellom kreditorene. Dette gir en overdreven stor sannsynlighet for finansielle kriser i forhold til det som ville vært nødvendig i en situasjon uten kreditorkoordineringsproblemer, der kun å sikre debitorincentiver var problemet. I figuren vises det ineffektive resultatet i dette eksempelet ved det rutete feltet.

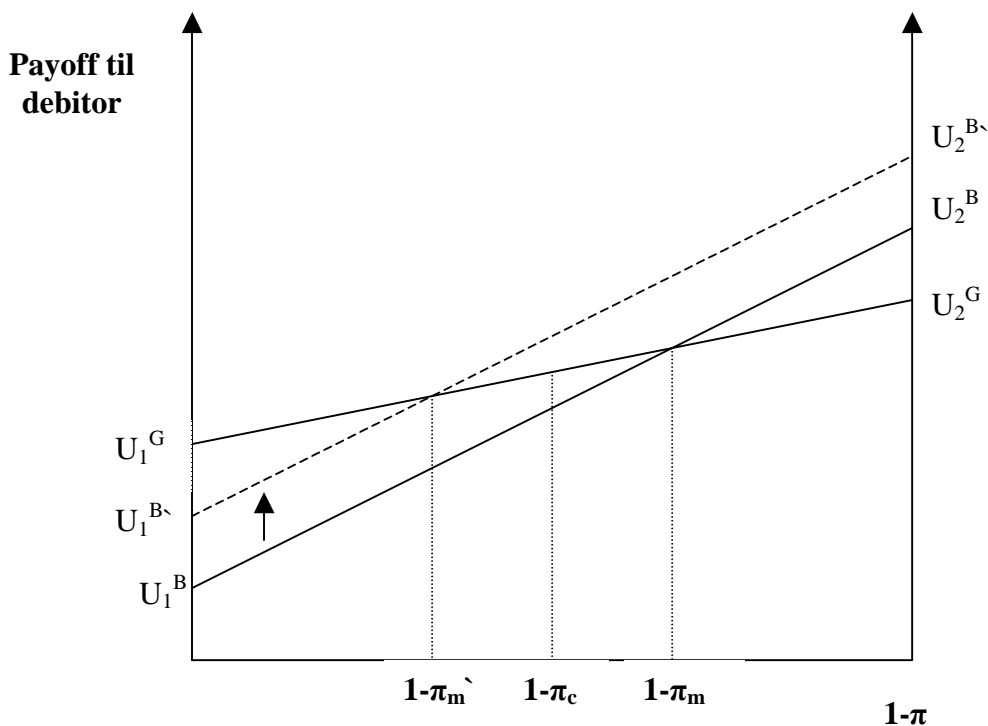
3.8.1. Kommentar

Som tidligere sier ikke forfatterne noe om hvordan kreditorene i praksis går frem for å danne disse sannsynlighetene. De har heller ikke noe empirisk belegg for teorien de kommer med, utover at det er observert mange finansielle kriser det siste tiåret, og at dette kan gi en mulig forklaring. Heller sier de ikke noe om hvorvidt det er mulig å teste om teorien holder.

Nå går forfatterne inn på mulige uheldige effekter av uregulert finansiell liberalisering (Ghosal og Miller 2002: 16). Det antas at finansiell liberalisering fører til at det blir mer gunstig for landet å yte lav innsats. En forklaring på dette kan være at det blir enklere å flytte penger ut og inn av landet. Dette kan skje på bekostning av prosjekter som midlene egentlig var ment å skulle finansiere. Dette gjør at **BB** flytter til **B`B`**, og den tilhørende incentivkompatibilitets-sannsynligheten faller.

3.9. Mulige virkninger av finansiell liberalisering

Finansiell liberaliserings påvirkning på moralsk hasard problemene kan fremstilles i følgende figur (Ghosal og Miller 2002:16):



(Figur 11)

Hvordan den senkede Incentivkompatibilitets-sannsynligheten for fortsettelse samsvarer med den aktuelle kreditorkoordineringssannsynligheten er avgjørende. Hvis incentivkompatibilitets-sannsynligheten fremdeles er oppfylt ved $(1-\pi_c)$, betyr ikke dette noe for den valgte likevekts-sannsynligheten. Hvis derimot $(1-\pi_m)$ blir lavere enn tilhørende koordineringssannsynlighet for fortsettelse, får det store konsekvenser. I et slikt tilfelle vil bare **(Quit, Quit)** kunne være en likevekt hvis det oppstår finansieringsproblemer underveis. I figuren vil prosjektet måtte ha en sikker avslutning etter den finansielle liberaliseringen. Dette fordi debitors private nytte øker så mye at kun sikker avslutning vil kunne avverge moralsk hasard problemene.

3.9.1. Kommentar

Dette er argumenter som kan brukes mot ukritisk finansiell liberalisering i fremvoksende økonomier. I den grad dette gjør det enklere for landet å behandle lån fra utlandet uforsiktig for å oppnå en privat nyttegevinst, kan dette øke moralsk hasard problematikken.

4. Oppsummering

Modellen til Ghosal og Miller viser at løsningen på problemet med kreditorkoordinering i obligasjonsmarkedet ikke kan betraktes uavhengig av en moralsk hasard betingelser for debitorlandet. Det finnes tre mulige likevekter i kreditorkoordineringsspillet. Debitorincentivbetingelsen medfører at **(Stay, Stay)** ikke kan være noen likevekt. Avhengig av hvor alvorlige moralsk hasard problemene er, vil enten likevekten i blandete strategier eller **(Quit, Quit)** være en mulig likevekt. Det vil derfor oppstå for mange gjeldskriser utover det som er nødvendig for å sikre debitors incentiver. Det skjer som følge av at Nash-likevektene som dannes mellom kreditorene ofte tilsier at prosjektet må avsluttes med høy positiv sannsynlighet. Denne avslutningssannsynligheten overskrider i mange tilfeller den som ville ha vært nødvendig for å hindre moralsk hasard problemene isolert sett. Dette gjør at det er ønskelig å finne en mekanisme som kan dempe de nevnte problemene og derved øke effektiviteten i de internasjonale obligasjonsmarkedene for statsgjeld. Her kan muligens en internasjonal konkursdomstol ha den ønskede effekten. Lykkes det internasjonale samfunnet i å finne en løsning, kan dette trolig bidra til å forebygge at finanskriser inntreffer.

Innholdsfortegnelse Appendiks 2:

| | |
|--|------------|
| 1. Innledning | 136 |
| 2. Problemstillingen i artikkelen | 136 |
| 2.1. IMF som kombinert ”lender of last resort” og konkursdomstol | |
| 2.2. Modelloppsett | |
| 2.3. Spillmatrise | |
| 2.4. Fremstilling på ekstensivform | |
| 2.5. Kommentar | |
| 3. Fremstilling på ekstensivform med normaliserte resultater..... | 142 |
| 3.1. Forklaring til figuren | |
| 4. Hva kan IMF gjøre for å motvirke tidsinkonsistensproblemet?..... | 143 |
| 3.2. Konkursprosedyre for land | |
| 3.3. Konstruktiv uklarhet | |
| 3.4. Kommentar | |
| 5. Privat sektor involvering og graden av moralsk hasard..... | 144 |
| 5.1. Modelloppsett | |
| 5.2. Kommentar | |
| 6. Oppsummering | 146 |

Appendiks 2; En gjennomgang av en artikkel med fokus på ulike løsninger for land i finanskriser:

”Sovereign Liquidity Crisis: The Strategic Case for a Payment Standstill”

Marcus Miller / Lei Zhang

CSGR Working Paper No. 35/99

1. Innledning

Jeg har valgt å benytte artikkelen til Miller og Zhang for å belyse hvordan IMF kan komme i en ugunstig situasjon, der organisasjonen blir presset til å gi støttelån selv i tilfeller det berørte landet kun er i en likviditetskrise. I et slikt midlertidig likviditetstilfelle, vil i teorien en rullering av gjelden fra kreditorenes side, kunne være tilstrekkelig til å forhindre gjeldskrisen. Jeg mener dette resonnementet kan utvides til også å gjelde situasjoner med mer grunnleggende solvensproblematikk. Dette fordi alternativet til full dekning av landets behov ved hjelp av IMF lån, er at kreditorene selv må bære en del av tapet. Artikkelen er mer omfattende enn det jeg velger å trekke frem. Jeg velger bare ut den delen som er mest relevant i forhold til problemstillingen i oppgaven.

2. Problemstillingen i artikkelen

IMF har ved en rekke anledninger de senere år blitt presset til å tilby lån til kriserammede land. Dette har skjedd selv i situasjoner der det ville vært samfunnsmessig sett gunstigst at kreditorene gikk sammen om å gi en utsettelse av gjeldsavdragene. Dette kan ha ført til moralsk hasard problemer på kreditorsiden. I og med at kreditorene vet at investeringene har en implisitt garanti, vil de legge mindre vekt på å overvåke at landet ivaretar investeringen. Det gir igjen lavere effektivitet i verdens finansielle system.

Hva kan IMF gjøre for å unngå å komme i denne ugunstige situasjonen der de tvinges til å gi lån? Forfatterens svar er at det bør innføres en trussel om at kreditorene kan risikere å selv måtte bære tapet. Det kan gi kreditorene incentiver til å anstrenge seg for å unngå kriser, ved å øke overvåkingen i forkant av krisene. Dessuten kan det motivere dem til å godta en

utsettelse av gjeldsavdrag når krisen er oppstått. Men kan IMF forplikte seg ex ante til å ikke gi lån når krisen er brutt ut? Slike situasjoner fører i dag ofte til uordnede restruktureringsforsøk. Dette kan medføre store realøkonomiske kostnader for det gjeldende landet, og det kan smitte over på andre lands finanssystemer og forårsake ustabilitet i den globale økonomien. For å avhjelpe dette foreslår forfatterne at IMF også påtar seg rollen som en slags internasjonal konkursdomstol. IMF kan offisielt godkjenne en stans i gjeldsutbetalingene ved fare for kreditorpanikk og hvis nødvendig legge til rette for en forutsigbar restrukturering av gjelden. Denne rollen kan komplimentere IMF's rolle som likviditetstilbyder i tilfeller der landet antas å være i en midlertidig likviditetskrise.

Dilemmaet som møter IMF, er at det kan oppstå kreditorpanikk og derved en ødeleggende kapitalflukt hvis ikke IMF tilbyr kapital. Jeg går ikke mer inn på begrunnelsen for dette. Situasjonen er lik spillsituasjonen i Appendiks 1, jfr. s. 102. Men hvis IMF alltid bidrar med midler blir utfallet også uheldig, fordi markedsdisiplinen synker. Det øker igjen sannsynligheten for nye kriser i fremtiden.

2.1. IMF som kombinert "lender of last resort" og konkursdomstol

Denne funksjonen kan arte seg som at IMF tilbyr lån hvis situasjonen blir antatt å være kun en midlertidig likviditetskrise. Hvis situasjonene forverrer seg, og landet blir insolvent, kan IMF medvirke til at forholdene legges til rette slik at debitor kan få restrukturert gjeldsbyrden sin (Miller og Zhang 1999: 14). Dette samsvarer med trinnene i løsningsprosessen til gjeldskrisen i Latin-Amerika på 80-tallet. Først ble Baker-planen iverksatt. Den vektla tilførsel av ny kapital. Gjeldsproblemet ble i denne fasen altså antatt å være av likviditetstypen. I etterkant så det internasjonale samfunnet at dette ikke var tilstrekkelig. Det forelå mer alvorlig insolvensproblematikk. Brady-planen oppnådde å få til en nedskrivning av gjeldsbyrden til de mest gjeldstyngede landene (jfr. s. 22). Man kan forestille seg at IMF i alvorlige tilfeller også kan påta seg rollen som en koordinator for gjeldsnedskrivningene hvis situasjonen forverrer seg. Det at aktørene i markedet vet at IMF også kan påta seg rollen som en koordinator for gjeldsnedskrivninger slike situasjoner, kan ifølge forfatterne redusere moralsk hasard problemene som skapes ved at IMF gir lån i likviditetskriser. Da har kreditorene fremdeles incentiver til å overvåke debitor.

2.2. Modelloppsett

Forfatterne benytter en spillteoretisk tilnærming for å begrunne hvorfor de mener at IMF's rolle bør endres. Målet er å unngå å havne i en inkonsistensfelle der IMF alltid må gi lån. Forfatterne ser på et spill mellom to aktører. Her forenkles altså virkeligheten. I modellen slås alle kreditorene sammen til en spiller, og IMF og debitor betraktes også under et. IMF og debitorlandet antas å ha relativt like interesser. Kreditor har førstetrinnsfordel. Det antas at det er snakk om en likviditetskrise. Jeg velger å benytte forfatterens gitte verdier på de ulike "payoffene". Debitor er verdt **130** men har pr. i dag ikke tilstrekkelig med midler til å betjene en gjeld på pålydende **100**.

Kreditors valg: Kan enten gi debitor utsettelse eller trekke ut sine midler.

IMFs valg: Kan enten gi redningslån eller forholde seg passiv.

2.3. Spillmatrise

Dette gir følgende spillmatrise (Miller og Zhang 1999: 19):

| | | IMF (Debitorland) | |
|-------------|---------------|-----------------------------|------------------------------|
| | | Passiv | Gi lån |
| Kreditorer: | Gi utsettelse | <u>80</u>, <u>50</u> | 80, <u>50</u> |
| | Trekke seg ut | 40, 0 | <u>100</u>, <u>25</u> |

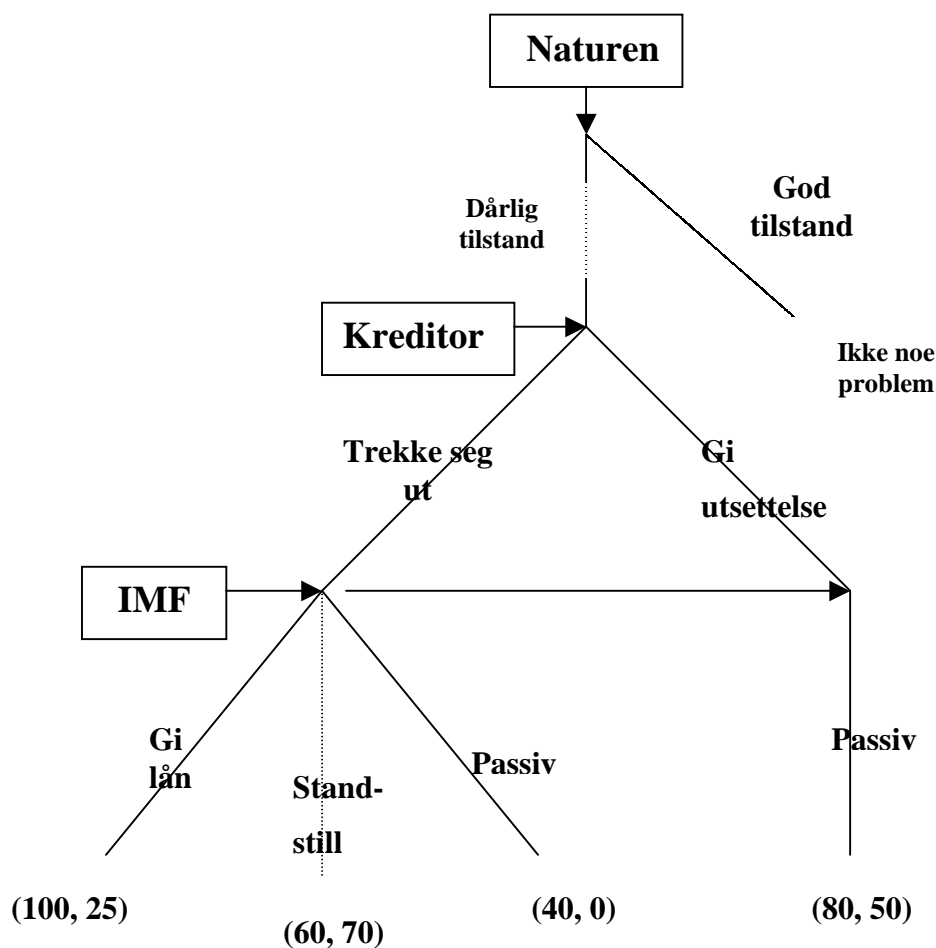
(Figur 1)

Det fremkommer to mulige Nash-likevekter i spillet, henholdsvis (**utsettelse fra kreditor og ingen inngripen fra IMF**), og (**kreditor trekker seg ut og redningslån fra IMF**) (Miller og

Zhang 1999: 19). Dette ligner spillet i Ghosal og Miller s. 7. Den første av disse likevektene gir samlet størst gevinst. I den andre alternative likevekten får kreditorene dekket sin andel fullt ut, men dette er en mindre gunstig løsning for debitor og det offisielle samfunnet representert ved IMF. Ettersom kreditor handler først, vil det siste alternativet velges. Hvis kreditorene trekker seg ut uten at IMF griper inn, får de **40**, som antas å være debitors sikkerhetsstillelse. Debitor får i dette tilfellet ingenting.

2.4. Fremstilling på ekstensivform

IMF vil altså kunne møte et tidsinkonsistensproblem. Dette kan fremstilles bedre ved å vise spillet på ekstensivform (Miller og Zhang 1999: 20):



(Figur 2)

Naturen bestemmer først om det inntreffer en heldig tilstand eller ikke. Hvis heldig tilstand inntreffer fra naturens side, oppstår det ikke noe gjeldsbetalingsproblem. Da ender spillet uten at kreditor eller IMF bes velge. Hvis derimot uheldig tilstand inntreffer, blir det en likviditetskrise. Kreditor kan da velge enten å gi en frivillig gjeldsutsettelse, eller alternativt å kreve betaling av gjelden straks. Da vil en likviditetskrise fremprovoseres. Hvis kreditorene velger det første alternativet, oppstår det ikke noe problem siden det bare antas å være en likviditetskrise. Hvis de trekker seg ut derimot, vil IMF måtte ta stilling til om lån skal gis eller ikke. Nå gjenstår det kun en likevekt, og den vil medføre gjentatte redningslån fra IMF. Dette inntreffer fordi kreditorene induserer baklengs og forutser hvordan IMF vil komme til å handle.

Hvordan kan dette unngås? IMF må kunne gi en troverdig trussel om at de ikke vil komme til å yte redningslån. Ifølge forfatterne er det mulig hvis IMF's rolle endres slik at de har muligheten til å opptre både som en likviditetstilbyder og en konkursdomstol. Ved at det innføres en positiv sannsynlighet for at IMF vil foretrekke en stans i alle utbetalinger fra landet fremfor et lån, gis et nytt mulig valg i spillet. Ved en stans i utbetalingene må alle involverte kreditorer ta en del av tapet som oppstår fordi debitor er i en likviditetskrise. Dette alternativet fremkommer ved den stiplede linjen. Ser av figuren at valget med betalingsstans dominerer lån som gunstigste IMF respons ved trussel om at kreditorene trekker seg ut. Nå vil derfor kreditorenes valg stå mellom å enten ta en del av tapet under en betalingsstans eller å utsette betalingene. Slik resultatene til spillerne fremstår i denne modellen, blir det nå gunstigere å velge å utsette gjeldsinnbetalingene.

2.5. Kommentar

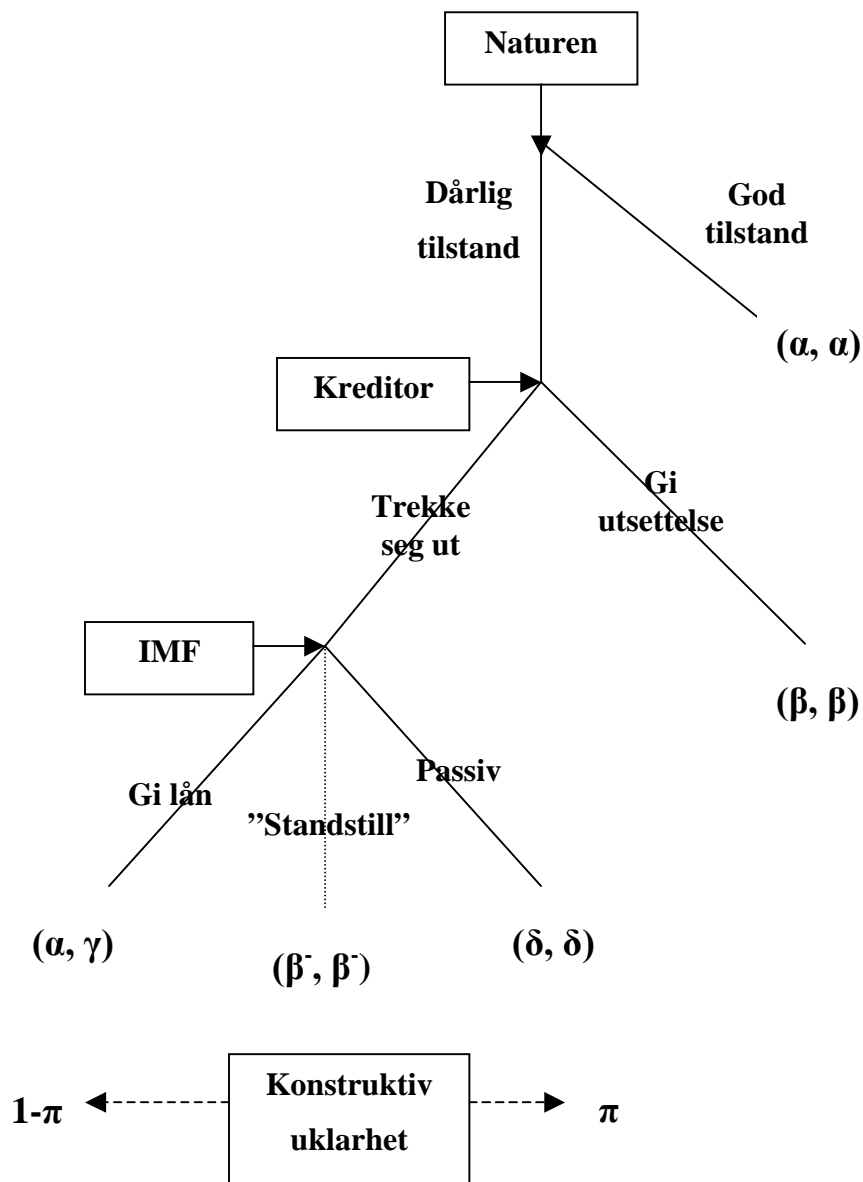
Hvordan de ulike tallene tilknyttet de ulike resultatene er valgt i forhold til hverandre, vil få betydning for hva som fremkommer som likevekter. Må for eksempel IMF og debtors samlede gevinst alltid være større ved en stans i utbetalingene, enn ved en betalingsutsettelse fra kreditorenes side?

Det er også en forenkling at naturen eksogent bestemmer om det inntreffer en god eller en dårlig tilstand. For eksempel vil debtors innsats virke inn, det ses altså bort fra moralsk hasard problematikk på debtorsiden i modellen (jfr. Ghosal Miller 2002: 12). Dessuten kan

sannsynligheten for godt eller dårlig utfall påvirkes av hvor god overvåkingen av debitor har vært i forkant. En forhistorie med gjentatte IMF lån, kan derfor bidra til å øke sannsynligheten for dårlige utfall.

3. Fremstilling på ekstensivform med normaliserte resultater

I artikkelen "Sovereign Debt Restructuring: New Articles, New Contracts- or no Change?" av Marcus Miller fremstilles den samme modellen på ekstensivform, men i dette tilfellet med normaliserte gevinster til aktørene (Miller 2002: 8): Kreditorresultat vises først.



(Figur 3)

3.1. Forklaring til figuren

I en god tilstand vil både kreditorene og IMF/debitor få α . Resultatet til partene ved dårlig tilstand i naturen vil avhenge av måten krisen håndteres på av IMF. Velger kreditor å gi utsettelse får begge partene β . Hvis kreditor ikke gir utsettelse, har IMF i utgangspunktet to valg. Foreløpig sees det bort fra muligheten for å velge ”standstill”, vist ved stiplet linje. IMF kan velge å gi lån. Da får kreditorene dekket sine tap fullt ut, de får α , mens debitor/ IMF bare får γ . Forholder IMF seg passiv, får begge parter δ . Det er kostnaden tilknyttet en uordnet betalingsstans med en komplisert restruktureringsprosess i etterkant.

Via baklengs induksjon ser man at IMF vil komme til å velge å gi lån for å unngå ”default”-kostnadene ($\delta < \gamma < \beta < \alpha$). Siden kreditor ser dette og handler først, er det rasjonalt å velge å ikke gi utsettelse. Denne analysen kan dermed kan derved forklare tidsinkonsistensproblemet IMF kan havne i.

4. Hva kan IMF gjøre for å motvirke tidsinkonsistensproblemet?

4.1. Konkursprosedyre for land

Den stiplede linjen viser et alternativt valg IMF kan foreta hvis det blir innført en form for en konkursmekanisme for land, for eksempel i form av en SDRM-mekanisme. Her får IMF en ny valgmulighet, der kreditorene inkluderes i tapsfordelingen. Kreditorene må altså selv bære en del av byrden. Når kreditorer ser at dette er en mulighet, kan de finne det rasjonelt å velge å gi utsettelse

4.2. Konstruktiv uklarhet

Her vil IMF kunne velge å gi lån med en randomisert likevektstrategi. IMF velger ingen handling med sannsynlighet π og lån med sannsynlighet $(1 - \pi)$. Da har kreditorene incentiv til å godta betalingsutsettelse så lenge forventet payoff er mindre enn β , $(1 - \pi) \cdot \alpha + \pi \cdot \delta \leq \beta$. β er payoff hvis kreditor velger å gi en utsettelse av gjeldsinnbetalingene til debitor. Dette medfører at IMF motstår presset om å gi lån i en viss prosentandel av krisene. Dette kan

benevnes ”konstruktiv ukklarhet”. Hensikten er at risikoen som finnes for at kreditorer ikke blir reddet ved at offisielle midler benyttes til å betale dem ut, skal gi kreditorene incentiver til å godta utsettelse av avdragene, eller eventuelt en viss nedskrivning av verdien på kravene.

4.3. Kommentar

Jeg har litt problemer med å se hvorfor ikke IMF alltid bør velge en autorisert stans i betalingsutbetalinger. Jeg antar IMF ikke bør velge dette alternativet i alle tilfellene, siden en likviditetstilførsel er det gunstigste valget i tilfeller der det kan bidra til å løse en likviditetskrise. Hvis IMF nekter å gi lån med en sannsynlighet som er tilstrekkelig stor til å hindre dårligere overvåking i kredittmarkedet, og derved dempe moralsk hasard problemene, vil å nekte lån med en viss sannsynlighet være den mest effektive løsningen. Trolig vil det være mest gunstig å velge autorisert stans og restrukturering av gjeldsbyrden i tilfeller der det er klare insolvensproblemer, mens det er bedre å velge konstruktiv ukklarhet i forhold til lån der tilfellene vurderes mer som likviditetsproblemer.

Et problem med denne ”konstruktiv ukklarhet”-strategien er at den kan virke urettferdig. IMF's ressurser gis vilkårlig til noen medlemsland i krise, mens andre nektes. Det er enkelt å forestille seg at dette vil møte motstand blant politikere og folk generelt. Det er utvilsomt også en fare for at valget IMF tar når de skal avgjøre ved hvilke kriser de skal gi lån, ikke blir helt tilfeldig. Det vil bli vanskelig for IMF å se bort fra politisk press, og hvor systemisk viktig landet er. Hvis investorgrupper i forkant av en eventuell krise kan forutse hvilke land som vil få lån faller hensikten bort.

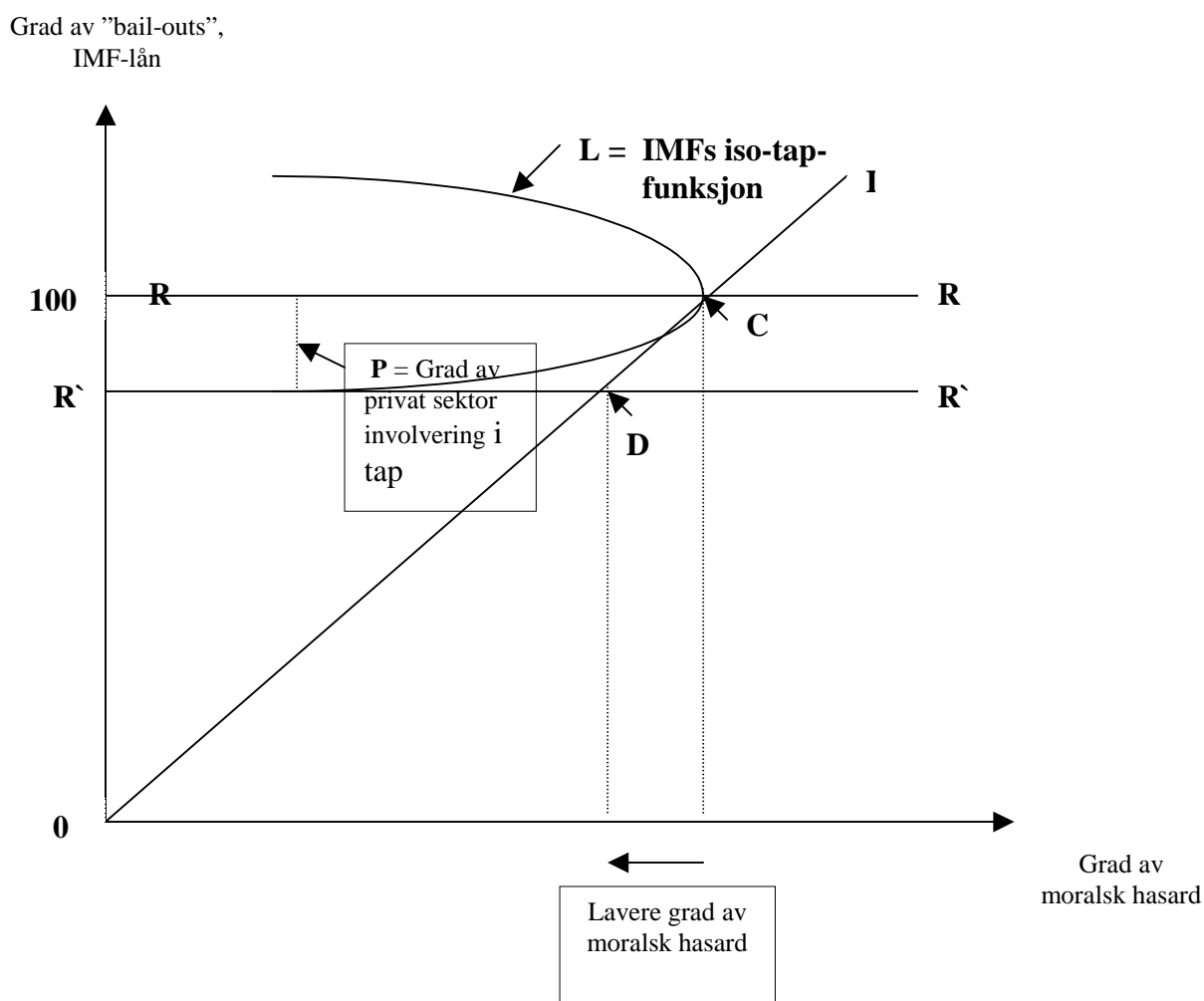
5. Privat sektor involvering og graden av moralsk hasard

Trusselen om at det ikke alltid vil gis lån fra IMF, kan løse tidsinkonsistensproblemene og forhindre mindre effektiv allokering av kapital grunnet moralsk hasard problemer. Forfatterne prøver å vise dette i en modell som beregner en iso-tapsfunksjon der IMF søker å minimere tapene som følge av moralsk hasard problemene og panikk blant kreditorene. Å involvere privat sektor i tapene reduserer moralsk hasard problemene via økt overvåking, men dette må veies opp mot en økt fare for kapitalflukt fra landet. En løsning med noe

kreditorinvolvering i tapene vil allikevel trolig gi lavere samlet samfunnsmessig tap enn en løsning der IMF alltid vil gripe inn og gi lån.

5.1 Modelloppsett

Forfatterne fremstiller dette i følgende figur (Miller og Zhang 1999: 21):



(Figur 4)

M på horisontal akse måler tap som skyldes moralsk hasard. Det kan for eksempel handle om investeringstap som følger av manglende overvåkning i kredittmarkedet. Vertikal akse måler mengden av offisielle kriselån, forventet B_e og virkelig B . Det antas at graden av moralsk hasard øker med omfanget av forventede lån fra IMF, $M = B_e$. Det vises ved 45%-linjen OI .

Kostnaden ved at det ikke gis lån i en situasjon med kreditorpanikk beregnes til $(100-B)^2$, der **100** representerer fremvoksende økonomiers valutaeksponering. Det vil si verdien av kortsiktig utenlandsk valutaeksponering minus landets egne reserver. Det antas at IMF minimerer tapet som kan forårsakes av både moralsk hasard og kreditorpanikk. Dette vises ved isotap-funksjonen **L**, som vil avhenge av forventede lån **B_e**.

Tidsinkonsistensproblemet fører som diskutert tidligere til at det forventes at IMF lån ytes. Punkt **C** blir da likevekten som inntreffer. Her er det relativt høy grad av moralsk hasard. Hva kan gjøres for å forbedre dette sosialt ineffektive utfallet? Det er mulig å øke graden av privat sektors involvering i tapene som følger av krisen. I figuren vises dette ved at **RR** flyttes til **R`R`**. Avstanden **P** viser størrelse på forventet privat sektor involvering. Siden forventet grad av involvering i tapene senker graden av moralsk hasard og fører til økt overvåking fra kreditorenes side, vil det nye tidskonsistente likevektspunktet **D** innebære mindre offisielle lån og mindre moralsk hasard. Dette er artikkelforfatternes teoretiske begrunnelsen for å gi IMF makt til å iverksette stans i gjeldsutbetaling fra landet.

5.2. Kommentar

Modellen kan trolig kritiseres for å ikke bygge på noe konkret empirisk grunnlag. For eksempel tror jeg isotap-funksjonen er fastsatt ganske tilfeldig av forfatterne. Men modellen gir jo en ganske enkel grafisk fremstilling av en kompleks problemstilling, som virker intuitivt fornuftig.

6. Oppsummering

Også i dag er det mulig for land å iverksette unilateral stans i gjeldsutbetalingen fra et land i gjeldskrise. Problemet er at dette skjer på en lite ordnet måte (jfr. StatusQuo tilnærmingen s. 23). Dette har i mange tilfeller ført til store realøkonomiske forstyrrelser i landet. Et eksempel er Russland, der IMF valgte å ikke gi lån. Innstillingen av gjeldsutbetalingene fra Russland sin side ga enormt store negative konsekvenser for økonomien i landet, og smittet over på økonomiske forhold i andre fremvoksende økonomier. Hvis det derimot ble innført en mer forutsigbar mekanisme med IMF-støtte for løsning av denne typen gjeldsbetalingsproblemer,

ville trolig det kunne senke de realøkonomiske forstyrrelsene for det berørte landet. Faren ved alternativet er at det kan bli økte moralsk hasard problemer på låntakerlandets side.

Litteraturliste

- Boorman, Jack, Approved by (2001)
“Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crisis. –The Treatment of the Claims of Private Sector and Paris Club Creditors. Preliminary Considerations”
IMF
- Bergundhaugen, Jon (2003)
”Finanskriser og sammensetningen av ekstern gjeld”
Penger og kreditt, 1/03
- Cline, William R (2000)
“The Role of the Private Sector in Resolving the Financial Crises in Emerging Markets”
NBER, Conference on Economic and Financial Crisis in Emerging Market Economies
- Cline, William R (1995)
International Debt Reexamined
Institute for International Economics
- Dixon, Liz , Wall, David (2000)
“Collective action problems and collective action clauses”
Financial Stability Review, Bank of England, Issue 8
- Dawson, Thomas C (2003)
“Sovereign Debt Restructuring and the International Financial Architecture”
IMF: Prepared text for remarks at the session on “Strengthening the International Financial Architecture”
- Eichengreen, Barry, Mody, Ashoka (2001)
“Bail-Ins, Bailouts and Borrowing Costs”
IMF Staff Papers, Vol. 47
- Eichengreen, Barry (2002)
Financial Crisis and What to Do About Them
Oxford University Press
- Eichengreen, Barry, Mody, Ashoka (2000)
“Lending booms, reserves and the sustainability of short term debt: inference from the pricing of syndicated bank loans”
Journal of Development Economics, Vol. 63 (2002)
- Eichengreen, Barry, Mody, Ashoka (2000)
“Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?”
NBER Working Papers 7458

Eicheengreen, Barry, Mody, Ashoka (2000)

“Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? An Update and additional Results”

The World Bank Development Group

Fischer, Stanley (2002)

“Financial Crisis and Reform of the International Financial System”

Working Paper 9297

Fischer, Stanley (1999)

“On the Need for an International Lender of Last Resort”

Journal of Economic Perspectives vol.13, nr.4

Friedman, Benjamin M (2000)

“Debt Restructuring”

NBER Working Papers 7722

Gianviti, Francois, Geithner, Timothy (Approved By) (2003)

“Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism”

IMF, 12. februar

Ghosal, Sayantan og Miller, Marcus (2002)

“Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures”

Bank of England, *Publications*

Gibbons, Robert (1992)

A Primer in Game Theory

Prentice Hall

Haldane, Andrew, Hayes, Simon, Penalver, Adrian, Saporta, Victoria og Song Shin, Hyun (2002)

“Binding in the Private Sector”

Bank of England, *Publications*

Hausler, Gerd, Gianviti, Francois, Geithner, Timothy (Approved By) (2002)

“Sovereign Debt Restructuring Mechanism, Further Considerations”

IMF, 14. august

Hausler, Gerd, Gianviti, Francois, Geithner, Timothy (Approved By) (2003)

“Collective Action Clauses: Recent Developments and Issues”

IMF, 25.mars

IMF Annual Report 2002

IMF Factsheet (2003)

“Proposals for a Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM)”

IMF Board discusses Possible Features of a New Sovereign Debt Restructuring Mechanism (2002) *Public Information Notice* no. 02/106 IMF

IMF Board holds *Informal Seminar on Sovereign Debt Restructuring* (2002)
Public Information Notice no. 02/38, IMF

“IMF Surveillance”, A Factsheet (2001), IMF

Investor Relations Programs:

“Report of the Capital Markets Consultative Group (CMCG) Working Group on Creditor Debtor Relations” (2001), IMF

“Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crisis”: A Staff Note on the Lerrick-Meltzer Proposal (2002)
IMF

Jeanne, Olivier, Zettelmeyer (2001)

“International bailouts- The IMF’s role”
Economic Policy

Koch, Elmar B (2003)

“Debt resolution processes for sovereign debt,- current policy issues, some reflections Bank of International Settlements”, Paper presented at the Fifth Conference on Money and Finance

Kreps, David M (1996)

Game Theory and Economic Modelling

Claredon Press

Krueger, Anne O (2002)

“A New Approach to Sovereign Debt”, IMF

Krueger, Anne O (2000)

“IMF Stabilization Programs“
NBER Working Papers

Krueger, Anne O (2003)

“Sovereign Debt Restructuring, Messy or Messier”
Annual meeting of the American Economic Review

Krueger, Anne O (2002)

“Sovereign Debt Restructuring Mechanism -One Year Later”
IMF

Krugman, Paul R (1989)

“Market-Based Debt-Reduction Schemes”. Artikkel i Frenkel, Dooley og Wickman (eds)
Analytical issues in debt, IMF

Lipworth, G. og Nystedt. J (2001)

“Crisis Resolution and Private Sector Adaption”
IMF Staff Papers Vol. 47

Lund, Arild J (1999)

”Ny global finansiell arkitektur, - Foreslåtte reformer for finansmarkedene”
Penger og Kreditt 2/99

Macho-Staedler, Ines og Perez-Castrillo, J.David (2001)

An Introduction to the Information of Economics

2.utgave, Oxford University Press

Miller, Marcus (2002)

“Sovereign Debt Restructuring: New Articles, New Contracts- or No Change?”
International Economics Policy Briefs

Miller, Marcus , Zhang, Lei (1999)

“Sovereign Liquidity Crisis: The Strategic Case for a Payment Standstill”
CSGR Working Paper no. 35/99

”Om verksemda til Det internasjonale valutafondet, IMF” (2003)

Finansdepartementet

Pedersen, Karl Rolf (1999)

”Internasjonale kapitalstrømmer, utenlandsgjeld og valutakriser”

Fra: *Fordeling og vekst i fattige land*

Fagbokforlaget

Pindyck, Robert S. og Rubinfeld, Daniel L. (1998)

Microeconomics

Prentice Hall International

Rogoff, Kenneth, Zettelmeyer, Jeromin (2002)

“Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001”

IMF Staff Papers, vol.49, No. 3

Rogoff, Kenneth, Zettelmeyer, Jeromin (2002)

“Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization: A Survey”

IMF Working Papers 02/57

Roubini, Nouriel (2002)

“Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Mechanisms for Dealing with Sovereign Debt Problems”

Roubini, Nouriel og Setser, Brad (2003)

“Improving the Sovereign Debt Restructuring Process; Problems in Restructuring, Proposed Solutions, and a Roadmap for Reform”

Institute for International Economics

Sandal, Knut, Svor, Anders (2001)

”Internasjonale finanskriser, kan og bør det finnes en internasjonal ”lender of last resort”?”

Penger og Kreditt 1/01

Shleifer, Andrei (2003)
“Will the Sovereign Debt Market Survive?”
Department of Economics, Harvard University

Solnik, Bruno (1999)
International Investments
Addison-Wesley

Sovereign Defaults: Moving higher again in 2003? (2002)
Standard & Poors Research

Stiglitz, Joseph E (2002)
Globalization and Its Discontents
W.W Northon Company, New York/London

Stæhr, Karsten, Winje, Pål (2001)
”Valutakursregimer, kapitalrestriksjoner og finanskriser i fremvoksende økonomier”
Penger og Kreditt 3/01

The Economist, February 1st 2003, ”A better way to go bust”

The Economist, May 3rd 2003, “A survey of global finance”

The Economist, May 10th 2003, “Dealing with default”

Taylor, John B (2002)
“Sovereign Debt Restructuring: A US Perspective”
Speech at the Conference “Sovereign Debt Workouts: Hope and Hazards”, Washington DC.

Taylor, John B (2002)
“Using Clauses to Reform the Progress for Sovereign Debt Workouts: Progress and Next Steps”
Prepared Remarks at the EMTA Annual Meeting

Tirole, Jean (2001)
Lecture Notes on Corporate Finance
Kompendium, NHH

Tirole, Jean (2002)
Financial Crisis, Liquidity, and the International Monetary System
Princeton University Press

“The IMF and the Private Sector”, A Factsheet (2001)
IMF

Vines, David (2002)

“Comments on “Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures”
“by S. Ghosal and M. Miller
Bank of England, *Publications*

“What is the International Monetary Fund?”(2002), IMF Updated 2002

Winje, Pål (2002)

”Gjeldsordning for land”

Penger og Kreditt 4/02