Reformerad hantering av internationella finanskriser

Av Ola Melander
Ola Melander studerar för närvarande vid London School of Economics.

De senaste årtiondenas internationella finansiella kriser har lett till en omfattande debatt om hur olika typer av kriser bör hanteras. Debatten har intensifierats sedan Internationella valutafonden under 2001 presenterade ett förslag till förbättrad hantering av staters soliditetskriser. Författaren redogör för olika motiv och förslag till reformerad hantering av likviditets- respektive soliditetskriser.

Aktuella problem och frågeställningar

De senaste årtiondenas internationella finanskriser, från 1980-talets skuldkris i Latinamerika till den pågående krisen i Argentina, har lett till en omfattande debatt om brister i det internationella samfundets hantering av länder i kris och möjliga sätt att åtgärda dessa.[1] Inte minst frågan om den privata sektorns roll, eller den privata sektorns deltagande (Private Sector Involvement, PSI), har diskuterats. Det finns ingen allmänt vedertagen definition på PSI, utan begreppet används på flera olika sätt. Allmänt kan sägas att PSI-frågan rör hur privat finansiering i form av beviljande av lån eller skuldnedskrivning ska kunna upprätthållas till länder i kris. Formerna för lämplig PSI beror på om krisen är av likviditets- eller soliditetskaraktär (tillfällig respektive permanent betalningsoförmåga).[2]

De senaste årtiondenas internationella finanskriser har lett till en omfattande debatt om brister i det internationella samfundets hantering av länder i kris.

Det finns två olika motiv till reformer av krishanteringen: koordineringsproblem mellan privata kreditorer samt moral hazard-problem hos långivare och/eller låntagare. Koordineringsproblem mellan privata kreditorer innebär att de in-

[1] Se Eichengreen (1999), Kenen (2001) och Rogoff (1999) för översikter.
[2] Finanskriser kan även delas in i skuld-, bank- och valutakriser, eller en kombination av dessa.

Det finns två olika motiv till reformer av krishanteringen: koordineringsproblem och moral hazard-problem.

dividuella incitamenten i krissituationer strider mot kreditorernas kollektiva intresse. Exempelvis vill en enskild långivare ha full betalning, medan kreditorerna som grupp i soliditetskriser kan gynnas av en gemensam nedskrivning av fordringarna, något som kan öka landets förmåga till ekonomisk tillväxt, och därmed dess långsiktiga betalningsförmåga. Moral hazard-problem uppstår när offentlig finansiering skyddar privata kreditorer från förluster (creditor moral hazard) och minskar krislandets ekonomiska kostnader (debtor moral hazard). Båda typerna av moral hazard ökar risken för framtida kriser genom att minska de förväntade kostnaderna av osunt risktagande.

En diskussion om förbättrad hantering av kriser bör utgå från en ekonomisk analys av dagens arrangemang. Vilka problem och marknadsmisslyckanden finns? Hur söker olika förslag till reformer åtgärda problemen? Och skulle föreslagna reformer ha negativa bieffekter? Artikeln inleds med en kort redogörelse för dagens ramverk för hantering av internationella finanskriser. Därefter görs en distinktion mellan likviditets- och soliditetskriser, med fokus på olika typer av koordineringsproblem mellan privata kreditorer, varefter moral hazard-problemet diskuteras. Politiska krav på en rättvis fördelning av bördan mellan olika aktörer analyseras också. Slutligen beskrivs och analyseras olika förslag till reformerad hantering av kriser.

Dagens ramverk för hantering av internationella finansiella kriser

Utgångspunkten är att länder som befinner sig i finanskris har ett finansieringsbehov, som består i att inkomsterna inte räcker för att finansiera utgifterna. Finansieringsproblemen kan hanteras på tre olika sätt, som i praktiken kompletterar varandra: ekonomisk åtstramning (minskade utgifter), lån från Internationella valutafonden (International Monetary Fund, IMF) och andra internationella organisationer och/eller länder (ökade inkomster) samt privat finansiering (ökade inkomster).

Ett ramverk för Internationella valutafondens förhållningssätt till länder i finansiella krissituationer antogs av IMF:s policykommitté i april 2000. Till stor del

baserades ramverket på tidigare arbete inom IMF, G7[3] och G10[4]. Ansatsen innebär stor flexibilitet att anpassa fondens agerande efter förhållandena i specifika fall. Enligt ramverket ska IMF:s uppskattning av det specifika landets underliggande betalningsförmåga och utsikter att åter få tillgång till den internationella kapitalmarknaden ligga till grund för beslut om angreppssätt. Enkelt uttryckt görs i varje enskilt fall en bedömning av i vilken utsträckning krisen är av likviditets- eller soliditetskaraktär. I en likviditetskris, när utsikterna är goda för att kombinationen av IMF:s katalytiska utlåning[5] och landets genomförande av ett ekonomiskt anpassningsprogram ska leda till att landet snabbt åter får tillgång till den internationella kapitalmarknaden, ska inga krav på tvingande PSI ställas, även om landets behov av finansiering är stort. I vissa fall kan frivilliga åtgärder, som exempelvis övervakningsrutiner för privata portföljkapitalflöden, krävas för att lösa koordineringsproblem mellan kreditorer. När å andra sidan landets skuldsituation är ohållbar på längre sikt, alltså när landet befinner sig i en soliditetskris, ska tvingande PSI i form av omförhandling av privata fordringar krävas för erhållande av IMF-medel.

Ett ramverk för Internationella valutafondens förhållningssätt till länder i finansiella krissituationer antogs av IMF i april 2000.

Något förenklat innebär ramverket således att det finns en möjlighet till stora IMF-lån i likviditetskriser, samt att skuldomförhandling ska ske i soliditetskriser. Kritik har riktats mot ramverket, främst mot otydliga regler för IMF-lånens storlek och brist på fungerande alternativ till stora IMF-lån.

Ramverket innebär att det finns en möjlighet till stora IMF-lån i likviditetskriser, samt att skuldomförhandling ska ske i soliditetskriser.

Koordineringsproblem mellan privata kreditorer i likviditets- och soliditetskriser

För företag och banker är distinktionen mellan likviditets- och soliditetskriser, åtminstone i teorin, tydlig.[6] Samma indelning kan användas för stater, med en viktig skillnad: utöver betalningsförmågan påverkar den politiska betalningsviljan storleken på de faktiska betalningarna. Det kan vara politiskt omöjligt att använ-

[3] Frankrike, Italien, Japan, Kanada, Storbritannien, Tyskland och USA.
[4] G7-länderna samt Belgien, Nederländerna, Schweiz och Sverige.
[5] Utlåning i syfte att visa IMF:s förtroende för ett lands ekonomiska politik och därigenom öka inflödet av privat kapital.
[6] Se Eichengreen & Portes (1995) och Paues (2001).

En likviditetskris kännetecknas av en tillfällig oförmåga att fullgöra betalningsskyldigheter, medan en soliditetskris karakteriseras av att landets skuldsituation är långsiktigt ohållbar.

da en hög andel av BNP till att uppfylla betalningsskyldigheter, även om det är ekonomiskt möjligt. En *likviditetskris* kännetecknas av en tillfällig oförmåga att fullgöra betalningsskyldigheter med de intäkter och likvida tillgångar som landet förfogar över. Hantering av krisen kräver således tillfällig finansiering och/eller senareläggning av betalning. En *soliditetskris* karakteriseras av att landets skuldsituation är långsiktigt ohållbar, givet storleken på dess skulder och utsikter till framtida intäkter, under rimliga ekonomiska antaganden. Hantering av en sådan kris kräver därför en nedskrivning av nuvärdet av skulderna, genom minskning av räntor och/eller amorteringar. I en likviditetskris är gäldenärens betalningsoförmåga tillfällig, och i en soliditetskris är betalningsoförmågan mera långsiktig.

Distinktionen är svår att göra i praktiken, inte minst under tidspress i en krissituation, och framför allt när det gäller stater.

Det finns dock flera skäl till varför distinktionen i praktiken är svår att göra, inte minst under tidspress i en krissituation, och framför allt när det gäller stater. En likviditetskris beror ofta på oro för framtida insolvens – annars borde gäldenären kunna finansiera sig på marknaden – och kan i förlängningen leda till en soliditetskris. Dessutom beror framtida betalningar på landets framtida ekonomiska politik, som påverkar betalningsförmågan, och på den politiska betalningsviljan. Både den ekonomiska politiken och betalningsviljan är svåra att prognosticera. Slutligen är statlig insolvens egentligen bara möjlig för lån i utländsk valuta, när räntor och amorteringar till utlandet är för stora i förhållande till exporten. För lån i inhemsk valuta finns alltid möjligheten att inflatera bort skulden genom en expansiv penningpolitik.

Både i likviditets- och soliditetskriser kan det finnas behov av att hantera koordineringsproblem mellan privata kreditorer.

Både i likviditets- och soliditetskriser kan det finnas behov av att hantera koordineringsproblem mellan privata kreditorer. Krishantering består i att förmå enskilda kreditorer att agera i linje med kreditorernas kollektiva intresse.[7] I en *likviditetskris* karakteriseras koordineringsproblemet av multipla jämvikter. Om tillräckligt många kreditorer bedömer att tillräckligt många andra kreditorer inte kommer att förlänga sina kortfristiga krediter och att landet därför inte kommer att kunna uppfylla sina betalningsskyldigheter, så blir denna bedöm-

[7] Beskrivningen av koordineringsproblemen baseras främst på Bank of England (2002).

ning en självuppfyllande profetia. Resultatet blir en ”dålig” jämvikt. Individuella kreditorer har intresse av att dra tillbaka krediter medan landet fortfarande har likvida medel, medan kreditorerna som grupp skulle tjäna på att inte försöka få betalt på varandras bekostnad. Den kortsiktiga betalningsförmågan minskar och landets likviditetskris kan till och med riskera att övergå i en soliditetskris, om bristen på likviditet skadar landets långsiktiga betalningsförmåga. Om däremot kreditorer bedömer att andra kreditorer kommer att förlänga sina lån, dras inga krediter tillbaka och den hotande likviditetskrisen uteblir. Resultatet blir en ”bra” jämvikt.

I en *soliditetskris* kan enskilda kreditorer också agera på ett sätt som strider mot majoritetens intressen, genom att inte acceptera den skuldnedskrivning, som är nödvändig för att uppnå en hållbar skuldsituation, utan i stället i domstol försöka utverka betalning enligt de ursprungliga villkoren i lånekontraktet. Av flera skäl kan detta leda till att landets betalningsförmåga minskar ytterligare, så att kreditorerna sammantaget får mindre betalt än vad som vore fallet utan stämningar. Framför allt gör en oordnad och utdragen omförhandling av skulden att krisen förvärras och förlängs, med negativa konsekvenser för BNP och därmed betalningsförmågan. Enligt ett mer teoretiskt resonemang leder hotet om framtida stämningar till minskade incitament att investera och föra en ekonomisk politik som ökar landets långsiktiga betalningsförmåga – eventuella framtida överskott riskerar ju att beslagtas i domstol.

I en soliditetskris kan enskilda kreditorer agera på ett sätt som strider mot majoritetens intressen.

Ett av grundproblemen i krishantering rör alltså att få till stånd en koordinering mellan kreditorer, både i likviditets- och soliditetskriser, så att enskilda kreditorer förmås att handla i deras gemensamma intresse. I likviditetskriser består ett sådant agerande i att förlänga kortfristiga krediter, och i soliditetskriser i att acceptera nödvändiga skuldnedskrivningar. Koordineringsproblemen har ökat i betydelse sedan 1980-talets skuldkris. Internationella valutafonden krävde då att även den privata sektorn skulle bidra med finansiering till landet i fråga. Privat finansiering underlättades då av att ländernas kreditorer var en homogen och relativt begränsad grupp av internationella banker och av att finansieringen främst bestod av medel- och långfristiga syndikerade[8] banklån. Kredito-

Ett av grundproblemen i krishantering rör att få till stånd en koordinering mellan kreditorer genom att förlänga krediter i likviditetskriser och acceptera skuldnedskrivningar i soliditetskriser.

[8] Syndikerade banklån innebär att flera banker arrangerar och garanterar teckningen av ett lån.

rernas förluster i skuldomförhandlingarna under 1980-talet och början av 1990-talet var en viktig faktor bakom att de syndikerade banklånen i ökad utsträckning kom att ersättas av statsobligationer, som länge ansågs vara en för kreditorerna säkrare utlåningsform. På 1980-talet undgick statsobligationer nämligen oftast omförhandlingar, dels för att obligationslånen var jämförelsevis obetydliga i sammanhanget, dels för att de var svårare att omförhandla. Under senare år har dock flera omförhandlingar av obligationslån ägt rum. Det stora antalet obligationsinnehavare i dag, jämfört med antalet inblandade banker som lånade ut till länder på 1980-talet, gör att koordineringsproblemen vid eventuella skuldomförhandlingar har blivit större sedan dess.

Moral hazard – ett problem?

Debatten om krishantering har främst präglats av oro för vad som kan hända om långivare inte tvingas ta konsekvenserna av felaktiga beslut.

Moral hazard-problematiken rör inte intressekonflikter mellan privata kreditorer. Konflikten finns här mellan de privata kreditorerna och andra aktörer – det internationella samfundet (creditor moral hazard) och låntagarlandet (debtor moral hazard). Debatten om krishantering har främst präglats av oro för den creditor moral hazard som uppstår när långivare inte tvingas ta konsekvenserna av felaktiga placeringsbeslut, utan skyddas från förluster när länder beviljas stora lån från de internationella finansiella institutionerna, främst IMF.

Debtor moral hazard har inte diskuterats i fullt lika stor utsträckning.[9] Det finns en teoretisk möjlighet att IMF-lån, genom att mildra de ekonomiska konsekvenserna av en finanskris, minskar länders incitament att föra en politik inriktad på att undvika finanskriser. Kriser är dock alltid kostsamma för det drabbade landet, inte minst i termer av förlorad BNP, även med lån från IMF. Däremot skulle debtor moral hazard vara ett problem om länders kostnader för finanskriser blev alltför låg.

IMF-lån bör inte stödja en ekonomisk politik som inte är i linje med landets långsiktiga intressen.

IMF:s tidigare chefsekonom Mussa (2002) menar att särskilt creditor moral hazard-problemet kraftigt överdrivits i debatten. IMF-lån är tillfälliga, måste återbetalas med ränta och medför krav på ekonomiska reformer. I allmänhet innebär finanskriser, även med IMF-finansiering, betydande ekonomiska kostnader för både landet i fråga

[9] Exempelvis Lipworth & Nystedt (2001) utgör ett undantag.

och dess kreditorer. Däremot medger Mussa att framtida moral hazard-problem kan uppstå då säkerhetspolitiska överväganden antas ligga till grund för beslut om IMF-lån.[10] Han pekar också på det problem som består i att ett lands regering kan ha intressen som skiljer sig från landets medborgare. Regeringen kan ibland, med hjälp av IMF-lån, föra en riskabel och kortsiktig ekonomisk politik, som fördröjer krisen och gör den allvarligare. Grundproblemet är att regeringens tidshorisont kan vara kortare än medborgarnas och kanske bara sträcker sig till nästa val.[11] IMF-lån bör inte stödja en ekonomisk politik som inte är i linje med landets långsiktiga intressen.

Samtidigt som moral hazard-problemen bör tas på allvar måste frågan om IMF-utlåningens effekter studeras i ett bredare perspektiv. Möjligheten att låna från IMF utgör en slags försäkring, där lån under vissa villkor beviljas till länder i ekonomiska svårigheter. Liksom i alla försäkringarrangemang resulterar detta i viss moral hazard. Frågan är dock om denna är tillräckligt stor för att uppväga de positiva konsekvenserna av IMF-lån. Möjligheten att i krissituationer låna av IMF uppmuntrar ekonomisk och finansiell öppenhet, vilket gynnar inte bara landet självt, utan även andra länder som därmed får ökade möjligheter till internationellt ekonomiskt utbyte.

Möjligheten för ett land att i krissituationer låna av IMF uppmuntrar ekonomisk och finansiell öppenhet, vilket gynnar inte bara landet självt, utan även andra länder.

Vad säger då empiriska tester om förekomsten av moral hazard? Lane & Phillips (2000) undersöker hur marknadsräntorna i tillväxtländer påverkats av händelser av betydelse för sannolikheten för att få framtida IMF-lån. Exempel på sådana händelser är att IMF:s finansiella resurser utökats eller att stora lånepaket beviljats. De finner inga entydiga belägg för moral hazard-hypotesen, som dock är svår att testa empiriskt.

Fördelning av bördan – ett politiskt problem

Moral hazard-problematiken rör alltså fördelningen av bördan i kriser mellan det internationella samfundet, låntagarländer och privata långivare. Om creditor moral hazard är det främsta problemet bör privata långivare bära en större börda, och om debtor moral hazard är det främsta problemet bör låntagarländer bä-

[10] Det främsta exemplet på detta är Ryssland i slutet av 1990-talet. Marknadsaktörer talade då om ”the moral hazard play”, eller investeringar i ryska statsobligationer, under antagandet att landet var ”too big and too nuclear to fail”.

[11] Motsvarande fenomen kan inträffa för företag och/eller banker, då ledningen följer en riskabel strategi för att försöka undanröja soliditetsproblem (gambling for resurrection).

ra en större börda. Syftet med sådana reformer för ändrad fördelning av bördan skulle således vara att åtgärda ekonomiska brister (moral hazard-problem) i dagens system.

Det ligger i låntagarländernas långsiktiga intresse att betalningsinställelser och skuldnedskrivningar även i framtiden är kostsamma.

Vissa förespråkare av reformer utgår dock inte enbart från ekonomisk analys, utan även från ett mer politiskt perspektiv, och kräver skuldnedskrivningar för att nå en ”rättvis” fördelning av bördan.[12] Tanken är att låntagarländernas börda bör minska på långivarnas bekostnad. Problemet är att ett sådant system skulle uppfattas som godtyckligt och kraftigt minska tillväxtländernas möjligheter att låna på de internationella kapitalmarknaderna. En politiskt motiverad omfördelning skulle innebära *kortsiktiga* vinster för skuldsatta länder, men endast med allvarliga konsekvenser för framtida lån. Det ligger därför i låntagarländernas *långsiktiga* intresse att betalningsinställelser och skuldnedskrivningar även i framtiden är kostsamma.[13]

På kort sikt står IMF ofta för en stor del av finansieringsbördan, men på längre sikt täcker privat kapital en större del.

En annan politiskt känslig fråga är att privata aktörer på kort sikt minskar sin exponering gentemot länder i finansiell kris, medan det internationella samfundet, främst via IMF, bidrar med omfattande finansiering. Eftersom IMF-lån ges till lägre ränta antas det internationella samfundet bära en kostnad i form av räntesubventioner. Denna obalans har gett upphov till krav på att den privata sektorn måste bära en större del av bördan. Det finns dock en viktig skillnad mellan de två typerna av lån: medan privata lån inte alltid betalas tillbaka, åtnjuter IMF så kallad preferred creditor status. Länder prioriterar återbetalning av IMF-lån och den lägre räntan är ett uttryck för den lägre kreditrisken.[14] En annan viktig aspekt på fördelningen av bördan är tidsperspektivet. På kort sikt står IMF ofta för en stor del av finansieringsbördan, men på längre sikt täcker privat kapital en större del. En kortsiktig jämförelse mellan offentlig och privat finansiering blir därför delvis missvisande.

[12] Se exempelvis Raffer (1990) och Pettifor (2002).

[13] Detta innebär inte att skuldnedskrivningar för de allra fattigaste och mest skuldsatta länderna inte är önskvärda. Sådana skuldnedskrivningar hanteras redan inom ramen för HIPC-initiativet (Heavily Indebted Poor Countries). Denna artikel behandlar dock endast hantering av kriser i tillväxtländer med tillgång till de internationella kapitalmarknaderna.

[14] IMF:s speciella status grundar sig i att dess utlåning inte bara gynnar låntagarlandet, som i en krissituation endast har mycket begränsad tillgång till privat kapital, utan även andra länder och privata kreditorer, genom att internationell handel underlättas och landets betalningsförmåga ökar.

Förslag till reformerad krishantering

Oro för ökade koordineringsproblem mellan privata kreditorer och för moral hazard-problem ligger till grund för förslag till reformer.

Oro för ökade koordineringsproblem mellan privata kreditorer och för moral hazard-problem ligger alltså till grund för olika förslag till förbättrad hantering av likviditets- respektive soliditetskriser. I denna del redogörs för ett urval av de viktigaste reformförslagen för olika kriser. Framställningen inleds med IMF:s förslag om en internationell mekanism för hantering av soliditetskriser, Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). Därefter beskrivs en mekanism för hantering av likviditetskriser: en internationell ”lender of last resort” (LOLR). Avslutningsvis förklaras två förslag för hantering av båda typerna av kriser. Det första är begränsade IMF-lån, i kombination med betalningsinställelser, och det andra är klausuler i lånekontrakt, Collective Action Clauses (CACs), för att underlätta skuldomförhandlingar.

Internationell mekanism för hantering av soliditetskriser

IMF:s förslag om en ny internationell mekanism – SDRM – för hantering av staters soliditetskriser lades fram hösten 2001 och är inspirerat av nationell konkurslagstiftning.

IMF:s förslag om en ny internationell mekanism för hantering av staters soliditetskriser, Sovereign Debt Restructuring Mechanism, lades fram under hösten 2001 och är inspirerat av nationell konkurslagstiftning, främst USA:s ”Chapter 11”.[15] Syftet är att, liksom på det nationella planet, och genom en förutsägbar, ordnad och snabb process, hantera koordineringsproblem mellan kreditorer och därmed maximera låntagarens förmåga att återbetala sina skulder. Anledningen till att det hittills inte varit möjligt att införa en internationell konkursmekanism är att suveräna stater inte är fullt jämförbara med företag och banker inom ett land. Stater kan inte avvecklas eller övertas inom ramen för en konkurs, och deras betalningsförmåga beror delvis på betalningsviljan. IMF:s förslag tar hänsyn till dessa skillnader och innebär inte att suveräna stater skulle underställas en internationell domstol.

Enligt det ursprungliga SDRM-förslaget skulle landet självt ansöka om aktivering av mekanismen. IMF skulle kunna godkänna aktivering, under förutsätt-

[15] Se Krueger (2001, 2002c) för en utförligare genomgång av förslaget. Se även Sachs (1995) för en tidig variant, ämnad för både likviditets- och soliditetskriser, och Rogoff & Zettelmeyer (2002) för en genomgång av den idéhistoriska bakgrunden.

ning att det föreligger en ohållbar skuldsituation och att landet har eller förhandlar om ett IMF-program. Förslaget har tre beståndsdelar, som skulle träda i kraft när mekanismen aktiverats. Den *första* beståndsdelen är ett tillfälligt förbud mot kreditorer att stämma ett land som ställt in betalningarna, under förutsättning att landet lever upp till vissa krav vad gäller ekonomisk politik och behandling av sina kreditorer. Den *andra* beståndsdelen är att länder under IMF:s tillsyn ges möjlighet att utfärda nya obligationer med högre prioritet än utestående skuld. Dagens obligationskontrakt skyddar tidigare investerares intressen och försöker försvåra en sådan nyupplåning. Den *tredje* beståndsdelen är möjligheten för en majoritet av kreditorer att binda en minoritet vid en omstrukturering av landets skuld. Enligt förslaget skulle IMF kunna ge sitt godkännande till villkoren för en omstrukturering. IMF skulle dock inte ha någon formell makt över villkoren, som skulle förhandlas fram av landet och dess kreditorer.

En majoritet av kreditorerna skulle fatta de centrala besluten och IMF:s roll skulle vara begränsad.

SDRM-förslaget har modifierats sedan det först presenterades, efter motstånd från USA och andra mot IMF:s centrala roll.[16] En majoritet av kreditorerna skulle fatta de centrala besluten, om aktivering och förlängning av förbudet mot stämningar, utgivning av prioriterad skuld, samt villkoren för en omförhandling av skulden. IMF skulle, liksom i dag, informellt godkänna villkoren för en skuldomförhandling, genom att bevilja lån till landet i fråga som en del i finansieringen av landets kapitalbehov.

IMF – en internationell lender of last resort?

Vissa bedömare menar att IMF redan i dag fungerar som en internationell lender of last resort för länder, motsvarande en nationell lender of last resort för finansiella institutioner. Andra menar att dagens IMF inte fungerar som en internationell lender of last resort (LOLR), men att institutionen bör förändras i denna riktning.

I internationella finanskriser kan en internationell LOLR fylla en funktion.

En nationell LOLR kan bevilja obegränsade, kortfristiga lån till illikvida, men solventa, finansiella institutioner, vid hot mot det finansiella systemets stabilitet.[17] I idealfallet krävs hög ränta, för att beivra missbruk, och säkerheter, för att skydda mot kreditförluster, även om detta i praktiken sällan

[16] Se Krueger (2002a, 2002d) för reviderade versioner av förslaget.

[17] Det bör noteras att centralbankers LOLR-utlåning endast är möjlig då en kris hotar det finansiella systemets stabilitet. Centralbanker förser också banksystemet med likviditet under normala förhållanden, men då mot fullgoda säkerheter.

är möjligt. En nationell LOLR kan inte alltid hantera en internationell finanskris, eftersom det behövs likviditet i utländsk valuta. I internationella finanskriser kan därför en internationell LOLR fylla en funktion. Fischer (2000) anser att IMF utvecklas mot en internationell LOLR, genom ökade möjligheter att få till stånd stora, kortfristiga lån i krissituationer.

I dag skiljer sig IMF på flera sätt från en renodlad nationell LOLR.

I dag skiljer sig IMF på flera sätt från en renodlad nationell LOLR. Dess utlåningsmöjligheter är begränsade av organisationens resurser och beviljande av bilaterala, kompletterande lån kan inte garanteras på förhand. IMF har inte en nationell centralbanks möjlighet att utan begränsningar ge ut betalningsmedel. Lånen betalas endast ut efter hand, mot att landet i fråga genomför ekonomiska reformer. I många fall krävs relativt långfristiga lån, för att återställa finansmarknadernas förtroende och ge landet tillräcklig tid att genomföra reformer. Höga låneräntor kan hota statsskuldens hållbarhet och används därför med viss försiktighet.

Den viktigaste skillnaden mellan det nationella och det internationella planet är att suveräna stater inte kan jämföras med företag eller banker.

Den viktigaste skillnaden mellan det nationella och det internationella planet, vad gäller distinktionen mellan likviditets- och soliditetskriser, är att suveräna stater inte helt kan jämföras med företag eller banker, i frånvaro av en internationell konkursdomstol överordnad världens stater. Länders framtida betalningar beror dels på framtida ekonomiska politik, som påverkar betalningsförmågan, dels på den politiska betalningsviljan. För lån i inhemsk valuta finns dessutom alltid möjligheten till finansiering via sedelpressarna, varför insolvens för sådana lån inte är möjlig.

Det finns dessutom flera andra skillnader mellan länder och privata låntagare. Säkerheter är ofta svåra att avkräva stater, och länder kan inte avvecklas eller övertas genom ett konkursförfarande på samma sätt som banker och andra företag. Länders politiska ledning kan inte heller avskedas av internationella organisationer, medan bankledningar kan avskedas av de nationella myndigheterna. Det finns ingen direkt internationell motsvarighet till nationella tillsynsmyndigheters möjligheter att övervaka och påverka bankers agerande.

Samtidigt bör inte skillnaderna mellan länder och privata låntagare överdrivas. Även om säkerheter är svåra att kräva, så prioriterar stater i praktiken återbetalning av IMF-lån framför återbetalning av privata lån. Fullgoda säkerheter i akuta krissituationer är för övrigt ett teoretiskt begrepp även på det nationella planet. Regeringar kan inte avskedas av IMF, men erfarenheten visar att finanskriser ofta medför regeringsskiften. Slutligen uppvisar IMF flera likheter med na-

tionella tillsynsmyndigheter. Fonden övervakar sålunda medlemsländernas ekonomier, framför allt genom så kallade Artikel IV-konsultationer, och har också möjlighet att direkt påverka den förda ekonomiska politiken i låntagarländer.

Meltzerrapporten förespråkar att IMF utvecklas ytterligare i riktning mot en internationell LOLR.

Meltzerrapporten till den amerikanska kongressen (IFIAC 2000) förespråkar att IMF utvecklas ytterligare i riktning mot en internationell LOLR, genom att kunna ge större lån, men mer kortfristiga och mot högre ränta än i dag. Lån skulle endast beviljas till länder som på förhand uppfyller vissa krav på finansiell stabilitet och transparens. Det är dock tveksamt om förslaget är genomförbart. Ett löfte om att endast bevilja lån till vissa, på förhand utsedda länder kan aldrig tillämpas helt objektivt i alla lägen. Dessutom är det inte troligt att IMF-lån kan göras mer kortfristiga och dyrare utan negativa konsekvenser för marknadens förtroende och programmens hållbarhet.

Begränsade IMF-lån och tillfälliga betalningsinställelser

Kombinationen av tillfälliga betalningsinställelser och begränsade IMF-lån är ämnad för både likviditets- och soliditetskriser.

Kombinationen av tillfälliga betalningsinställelser och begränsade IMF-lån är ämnad för både likviditets- och soliditetskriser.[18] Betalningsinställelser kan täcka antingen statlig skuld eller alla utlandsskulder via kapital- och/eller valutakontroller. I likviditetskriser är betalningsinställelser alternativ till stora IMF-lån. Kapitalutflöden stoppas tillfälligt och tid ges för att genomföra ekonomiska reformer. Dessutom hanteras koordineringsproblemen mellan de privata kreditorerna. Likviditetskrisen undviks, eftersom enskilda kreditorer inte kan minska sin exponering. I soliditetskriser är betalningsinställelser inte tillräckliga, eftersom skulden per definition är ohållbar och måste skrivas ned, men de kan ge tillfälligt andrum under skuldomförhandlingar. IMF-lån av begränsad storlek är nödvändiga i båda typerna av kriser, inte minst för att bidra med tillfällig finansiering. För att öka trovärdigheten i uttalanden om att IMF-lånen kommer att vara begränsade, föreslås tydligare regler och kriterier för beviljande av lån utöver IMF:s ordinarie utlåningsgränser. Undantag från reglerna skulle fortfarande vara möjliga i exceptionella fall, bland annat vid hot mot den internationella finansiella stabiliteten.

[18] Se exempelvis Haldane & Kruger (2001).

Det finns ett antal potentiella problem med att använda betalningsinställelser i större utsträckning. En risk är att långivare, vid minsta misstanke om kommande betalningsinställelse, skulle dra tillbaka finansiering och därmed framtvinga en betalningsinställelse. Ett annat problem är risken för stämningar. För att hantera detta problem föreslår Buiter & Sibert (1999) införande av klausuler för förlängning av lån, så kallade Universal Debt Rollover Option with a Penalty (UDROP). Klausulerna skulle ge rätt att förlänga statsobligationer och interbanklån, för förutbestämd tid och till förutbestämd räntekostnad. Villkoren skulle bestämmas i lånekontrakten och sålunda ha accepterats av långivare och låntagare i förväg. Länder skulle kunna välja att inkludera UDROPs i lånekontrakt, åtminstone för lån i utländsk valuta. En fördel med förslaget är att inget skydd mot stämningar skulle behövas, eftersom eventuell förlängning av lån skulle ske i enlighet med kontrakten. Ett problem är att förslaget skulle ta lång tid att genomföra: även om klausulerna skrevs in i alla nya kontrakt dröjer det innan alla existerande lånekontrakt utan klausuler löper ut. De största problemen är dock effekterna på kapitalflöden och räntor samt att det inte finns något enkelt sätt att förmå länder att införa UDROPs.

Det finns ett antal potentiella problem med att använda betalningsinställelser i större utsträckning.

Collective Action Clauses – klausuler för att underlätta skuldomförhandling

Collective Action Clauses i obligationskontrakt utgör ett kontraktsbaserat komplement till SDRM-förslaget. En grundläggande skillnad är att SDRM endast är avsedd för soliditetskriser, medan CACs kan underlätta hanteringen av båda typerna av kriser. I likviditetskriser kan klausulerna minska koordineringsproblem mellan kreditorer och därmed möjliggöra en senareläggning av betalningarna. I soliditetskriser kan CACs användas för att få till stånd en nödvändig skuldnedskrivning. De positiva effekterna av CACs är således avsevärda.

SDRM är endast avsedd för soliditetskriser, medan CACs kan underlätta hanteringen av båda typerna av kriser.

Klausulerna inkluderas i dag rutinmässigt i obligationer som ges ut under brittisk lag, men sällan i obligationer utgivna under amerikansk lag. Det finns i dag fyra olika typer av CACs:[19]

[19] Se Dixon & Wall (2000) för en mer utförlig beskrivning.

- Collective representation clauses (former för att utse en gemensam representant i förhandlingarna).
- Majority action clauses (en kvalificerad majoritet av obligationsinnehavare kan binda en minoritet vid en skuldomförhandling).
- Sharing clauses (betalningar till en obligationsinnehavare delas mellan alla obligationsinnehavare).
- Non-acceleration clauses (en viss andel av obligationerna är nödvändiga för att kunna kräva full betalning efter att ett land ställt in betalningarna, det vill säga skydd mot stämningar från enskilda kreditorer under förhandlingarna).

Det finns dock ett antal svårigheter med CACs, vilka gör att klausulerna utgör ett komplement till en SDRM, snarare än ett alternativ. De viktigaste är:

- Förhandlingarna och omröstningarna sker kontrakt för kontrakt, snarare än för hela den utestående skulden. Klausuler för heltäckande förhandlingar har föreslagits, men sådana skulle öka risken för missbruk. Staten skulle då kunna utfärda nya obligationer till aktörer under dess kontroll och därmed kunna påverka förhandlingsresultatet. Dessutom skulle legala problem, med olika tolkningar i olika länder, kunna uppstå.
- Erfarenheten visar att många tillväxtländer inte är villiga att införa CACs, av rädsla för minskade och fördyrade kapitalflöden.[20]
- Även om klausulerna skulle inkluderas i alla nyutgivna obligationer skulle det ta lång tid innan alla utestående obligationer utan CACs förfaller till betalning. CACs skulle därför få full effekt först på längre sikt.

De politiska och legala möjligheterna att införa en SDRM är emellertid ännu oklara.

En SDRM skulle däremot hantera dessa problem. Förhandlingarna och omröstningarna skulle täcka hela den utestående skulden, samtidigt som ett fristående internationellt juridiskt organ skulle ha till uppgift att förhindra missbruk.[21] Implementeringsproblemen skulle också lösas, eftersom en SDRM med automatik, och omedelbart, skulle ge effekter motsvarande CACs. De politiska och legala möjligheterna att införa en SDRM är emellertid ännu oklara.[22]

[20] Se Eichengreen & Mody (2000) och Becker, Richards & Thaicharoen (2001) för empiriska studier av klausulernas ränteeffekter.
[21] Se Krueger (2002b) för en närmare beskrivning av det föreslagna juridiska organets funktioner.
[22] Se Boorman (2002) för en diskussion av utestående frågor och svårigheter vad gäller införandet av en SDRM och CACs.

Slutsatser

Förslagen om SDRM och klausuler för att hantera koordineringsproblem skulle vara betydelsefulla reformer för förbättrad hantering av internationella finanskriser.

Både koordineringsproblem mellan kreditorer och moral hazard-problem gör att de internationella mekanismerna för krishantering sannolikt inte är optimala. Det är dock viktigt att reformer baseras på ekonomisk analys, snarare än politiska överväganden, och att eventuella negativa bieffekter av olika förslag noga utvärderas. IMF fungerar redan i dag till viss del som internationell lender of last resort, men det förefaller varken önskvärt eller politiskt möjligt att organisationen utvecklas ytterligare i den riktningen. Relativt långfristiga lån, utan alltför höga räntor, är ofta nödvändiga för att återställa marknadens förtroende och möjliggöra inflöden av privat kapital. Det är också viktigt att IMF verkar för landets långsiktiga bästa och inte låter kortsiktiga, politiska intressen i landet förmå IMF att bevilja lån som endast fördröjer och förvärrar krisen. Förslagen om en internationell mekanism för soliditetskriser och klausuler i obligationskontrakt för att hantera koordineringsproblem mellan privata kreditorer fyller viktiga ekonomiska funktioner och skulle vara betydelsefulla reformer för förbättrad hantering av internationella finanskriser.

Referenser

Bank of England, (2002), ”Binding-in the Private Sector”, London, UK.

Becker, T., Richards, A. & Thaicharoen, Y., (2001), ”Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?”, IMF Working Paper.

Boorman, J., (2002), ”Sovereign Debt Restructuring: Where Stands the Debate?”, IMF.

Buiter, W. & Sibert, A., (1999), ”UDROP: A Small Contribution to the New International Financial Architecture”, *International Finance*, 2, sid. 227–247.

Dixon, L. & Wall, D., (2000), ”Collective Action Problems and Collective Action Clauses”, *Financial Stability Review*, juni, Bank of England, sid. 142–151.

Eichengreen, B., (1999), ”*Toward a New International Financial Architecture*”, Washington, Institute for International Economics.

Eichengreen, B. & Mody, A., (2000), ”Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?”, NBER Working Paper.

Eichengreen, B. & Portes, R., (1995), ”*Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*”, London, CEPR.

Fischer, S., (2000), ”On the Need for an International Lender of Last Resort”, Essays in International Economics 220. Princeton, NJ: International Economics Section, Princeton University.

Haldane, A. & Kruger, M., (2001), ”The Resolution of International Financial Crises: Private Finance and Public Funds”, *Financial Stability Review*, december, Bank of England, sid. 193–202.

International Financial Institution Advisory Commission (IFIAC), (2000), Report, Washington, United States Congress.

Kenen, P., (2001), ”*The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?*”, Washington, Institute for International Economics.

Krueger, A., (2001), ”A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, IMF.

Krueger, A., (2002a), ”New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking”, IMF.

Krueger, A., (2002b), ”Sovereign Debt Restructuring and Dispute Resolution”, IMF.

Krueger, A., (2002c), ”A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, IMF.

Krueger, A., (2002d), ”Crisis Prevention and Resolution: The Role of Sovereign Debt Restructuring”, IMF.

Lane, T. & Phillips, S., (2000), ”Does IMF Financing Result in Moral Hazard”, IMF Working Paper.

Lipworth, G. & Nystedt, J., (2001), ”Crisis Resolution and Private Sector Adaptation”, *IMF Staff Papers*, Vol. 47, sid. 188–214.

Mussa, M., (2002), ”Reflections on Moral Hazard and Private Sector Involvement in the Resolution of Emerging Market Financial Crises”, utkast till Bank of England-konferens, London, UK.

Paues, T., (2001), ”Banking Crises and Public Policy in a World of Open Markets – How Should the International Financial System Be Reformed?”, Riksbank essays, No. 2, Sveriges riksbank.

Pettifor, A., (2002), ”Chapter 9/11? Resolving International Debt Crises – the Jubilee Framework for International Insolvency”, New Economics Foundation report.

Raffer, K., (1990), ”Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face”, *World Development*, Vol. 18, No. 2, sid. 301–311.

Rogoff, K., (1999), ”International Institutions for Reducing Global Financial Instability”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, No. 4, Fall, sid. 21–42.

Rogoff, K. & Zettelmeyer, J., (2002), ”Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization: A Survey”, IMF Working Paper.

Sachs, J., (1995), ”Do We Need an International Lender of Last Resort?”, The Frank D. Graham Memorial Lecture, Princeton University.