

Internasjonale finanskriser – kan og bør det finnes en internasjonal «lender of last resort»?

Knut Sandal, rådgiver i Avdeling for verdipapirmarkeder og internasjonal finans, og Anders Svor, assisterende direktør i Internasjonal avdeling¹

De senere år har vært preget av en rekke internasjonale finanskriser. Et hovedproblem har vært kapitalflukt, slik at landene har fått akutt behov for valutalån. Artikkelen drøfter om det kan og bør være et internasjonalt organ som yter midlertidige valutalån til land som ikke kan skaffe finansiering på andre måter. På nasjonalt plan kan sentralbanken tilby nødkreditt til banker i likviditetsproblemer. Flere forhold gjør det vanskelig å kopiere denne rollen på et globalt plan. En mulighet kan være at et organ, som IMF, opptretr som koordinator for kriseløsninger hvor privat sektor bidrar i betydelig grad.

1 Innledning

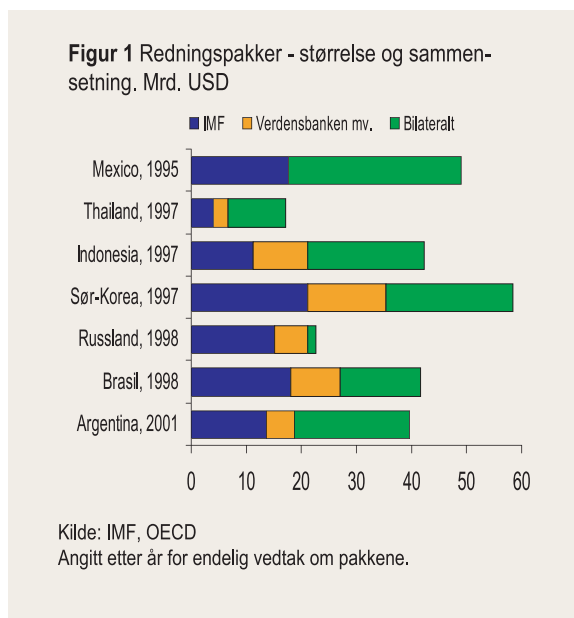
En rekke fremvoksende økonomier har de senere år gjennomgått finanskriser, blant andre Mexico i 1994–95, flere østasiatiske land i 1997–98, Russland i 1998 og Brasil i 1998–99. De seneste månedene har det vært alvorlige problemer i Argentina og Tyrkia.

Deregulering av kapitalbevegelser har de siste tiårene bidratt til sterk vekst i kapitalstrømmene over landegrensene. Dette har styrket verdiskapningen i mange fremvoksende økonomier. Samtidig er kapitalstrømmene volatile. Flere land har opplevd at stor kapitalinngang er blitt etterfulgt av kapitalflukt. En betydelig del av de fremvoksende økonomienes eksterne gjeld har vært kortsiktige lån denominert i fremmed valuta. Valuta-reservene har ofte vært for små til å sette landene i stand til å tilbakebetale alle kreditorer på kort varsel. Landene som har vært utsatt for kapitalflukt, har derfor fått akutt behov for utenlandsk valuta.² I denne artikkelen drøfter vi om det er mulig – og ønskelig – at et internasjonalt organ innehar rollen som «lender of last resort» (LLR) overfor land i valutalikviditetsproblemer.

Problemstillingen står sentralt i den debatten som pågår om reformer av det internasjonale finansielle systemet. Det er fremmet en rekke forslag til tiltak som dels skal redusere faren for at kriser skal oppstå, dels bedre håndteringen av de kriser som likevel måtte oppstå. Forslagene til en «ny finansiell arkitektur» dekker både makroøkonomiske forhold, reformer av finansiell sektor, privat sektors bidrag til løsning av finanskriser og rollen til internasjonale institusjoner.³

Debatten er utløst av de senere års kriser og størrelsen på redningspakkene som ble arrangert for å løse krisene. Figur 1 viser at pakkene har vært meget betydelige, og at internasjonale institusjoner – i første rekke Det internasjonale valutafondet (IMF) – har vært sentrale bidragsytere.

En viktig grunn til at det internasjonale samfunn har ytt støttelån, er frykt for at krisene skal spre seg til andre land. Industrialiserte land har således hatt en betydelig egeninteresse i å bidra til at kriser i fremvoksende økonomier løses raskt og effektivt.



Internasjonale redningsaksjoner kan imidlertid også ha uønskede konsekvenser. Hyppige redningsaksjoner kan føre til at aktørene i låneforhold tar det for gitt at låntakere vil få hjelp til å oppfylle sine forpliktelser ved eventuelle betalingsvansker. Dette kan lede til at både låntakere og långivere oppfører seg mer uforsiktig enn de ellers ville ha gjort: myndighetene i et låntakerland kan velge å følge en risikoartet økonomisk politikk, mens banker låner ut uten å ta tilstrekkelig hensyn til den egentlige risikoen.⁴ Slike effekter kalles ofte «moralsk hasard». Resultatet kan bli oftere uro og flere redningsaksjoner enn om aktørene ikke føler at de er dekket av et sikkerhetsnett. Fordeler og ulemper ved et sikkerhetsnett må således veies mot hverandre. En mulig tilnærming kan være å kombinere et sikkerhetsnett med tiltak for å redusere moralsk hasard, jf. Fischer (1999).

Artikkelen er organisert som følger: I kapittel 2 drøfter vi hva som ligger i LLR-funksjonen på nasjonalt plan, og undersøker om det er meningsfylt å overføre den til en global sammenheng. I kapittel 3 ser vi nærmere på om IMF kan fylle en eventuell rolle som internasjonal LLR. Artikkelen oppsummeres i kapittel 4.

¹ Takk til Anne Berit Christiansen, Espen Frøyland, Arild J. Lund, Enok Olsen og Karsten Stæhr for nyttige kommentarer.

² Det finnes flere teorier for valutakriser. I hovedsak skiller det mellom fundamentale og ikke-fundamentale kriseforklaringer. Inkonsistens mellom myndighetenes økonomiske politikk og landets valutakursregime er eksempel på det første. Et selvpåfyllende spekulasjonsangrep er eksempel på det andre. Se for eksempel Røisland og Stæhr (1998).

³ For en nærmere beskrivelse, se Lund (1999).

⁴ I artikkelen omtales primært lån opptatt av lands myndigheter. Dette er en forenkling. I tillegg til offentlige låntakere, vil det som regel også være private låntakere, spesielt banker. I de senere års kriser har det ofte vært slik at bankene har fått så store problemer at myndighetene har måttet gripe inn. I Asia-krisen skyldtes dette bl.a. at bankene hadde tatt opp store kortsiktige lån i fremmed valuta. Behovet for å redde innenlandske banker har således økt myndighetenes behov for valutalån.

2 LLR-funksjonen

Rollen som yter av valutilån til land i likviditetsproblemer har en parallell på nasjonalt plan: sentralbanker yter store ekstraordinære lån til banker i likviditetskrise. LLR-rollen på nasjonalt plan har en lang historie, og det er utviklet teorier for hvordan rollen bør utøves. Den kan derfor være et nyttig utgangspunkt for diskusjonen om LLR på internasjonalt plan.

Likviditetsproblemer i banker er tradisjonelt forbundet med såkalte «bank runs»: innskyterne strømmer til banken for å ta ut sine penger, fordi de frykter at de kan gå tapt. Selv i en situasjon der alle innskyterne er sikre på at banken er solvent, kan et slikt «bank run» i prinsippet oppstå. Innskyteren vet at dersom banken opplever store uttak, vil banken få et likviditetsproblem. Hvis det av en eller annen grunn oppstår forventninger om at andre innskytere vil ta ut sine penger, vil det derfor være rasjonelt for alle innskyterne å ta ut sine innskudd. Det er således et koordineringsproblem mellom innskyterne.

Dette kan beskrives som en situasjon med flere likevekter. Det finnes en god likevekt – uten «bank run» – og en dårlig likevekt – med «bank run». Dersom en er i ferd med å havne i en dårlig likvekt, kan det være behov for at noen initierer en bevegelse mot den gode likevekten.

Koordineringsproblemet blant vanlige innskytere er i dag løst ved sikringsordninger som garanterer for kundeinnskudd opp til en viss størrelse. Store innskudd og finansiering gjennom verdipapirer og interbanklån er imidlertid ikke dekket av innskuddsgarantien. Det kan oppstå situasjoner der banker ikke er villige til å dekke en annen banks likviditetsbehov. Dette kan skje selv om banken er solvent, fordi andre banker ikke har full informasjon og derfor ikke kan være sikre på den nøyaktige finansielle stillingen til en bank. En annen årsak kan være koordineringsproblemer, jf. over.

Stans i virksomheten til en bank kan få ringvirkninger for mange banker. Det kan derfor være risiko for at det finansielle systemet bryter sammen dersom en ikke foretar seg noe. Løsningen på likviditetsproblemet kan være tilførsel av nødkreditt fra en LLR. Gjennom sin blotte eksistens har LLR-ordningen også en viktig tillitskapende effekt. Ordningen bidrar således til at en god likevekt opprettholdes, selv om den ikke benyttes.

Sikringsordninger kan som nevnt ha uønskede effekter. Det er derfor viktig at ordningene forvaltes på en god måte. Den klassiske oppskriften for hvordan LLR-rollen skal utøves, stammer fra Thornton (1802) og Bagehot (1873). Bagehot definerer LLR-rollen slik: I en krise bør LLR låne «ubegrenset» til midlertidig illikvide, men solvente institusjoner, mot god sikkerhet og til strafferente.

«Låne ubegrenset...»

En effektiv LLR må være i stand til å låne ut det som skal til for å forhindre en likviditetskrise. I de fleste land

er det sentralbanken som utøver rollen som LLR. Sentralbanken trykker penger, og har derfor i utgangspunktet ingen begrensninger på hvor mye den kan låne ut.⁵

Det samme ville vært tilfellet på internasjonalt plan, dersom det bare eksisterte én internasjonal valuta utstedt av en global sentralbank. Capie (1998) og andre mener at så lenge det ikke er slik, vil ikke et internasjonalt organ ha ressurser til å utøve LLR-rollen på en effektiv måte.⁶ Eichengreen (1999) hevder at en internasjonal LLR ikke nødvendigvis må ha adgang til å utstede sin egen valuta, men må ha til sin disposisjon en så stor mengde valuta at det er vanskelig å se for seg at en institusjon kan spille rollen som en klassisk LLR i en internasjonal sammenheng.

Fischer (1999) og Giannini (1999) på sin side argumenterer for at rollen som LLR ikke bare er knyttet til det å gi store utlån, men vel så mye til det å være en koordinator for krisehåndteringen («*crisis manager*»). Rollen består i å arrangere redningspakker der også andre bidrar, blant annet privat sektor. Ledende sentralbanker vil kunne bidra både med likviditet og gjennom sin rentesetting og kommunikasjon med markedet, og på den måten hindre eller redusere uro i de internasjonale finansmarkedene. Det kan imidlertid stilles spørsmål om en slik rolle som krisehåndterer er LLR i tradisjonell forstand.

Giannini (1999) påpeker at jo større ressurser som tilføres en internasjonal LLR, jo større sannsynlighet vil det være for at de største yterne av kreditt vil ønske å kontrollere ressursbruken, for eksempel gjennom å redusere midlene som LLR-organet selv kan bestemme over. Effektiv kriseløsning krever ofte hurtige beslutninger og tilstrekkelig tilførsel av ressurser i en tidlig fase. Mindre diskresjon og mer omstendelige beslutningsprosedyrer vil derfor redusere organets evne til å løse finanskriser.

Kontrollspørsmålet kan også skape gnisninger mellom bidragsyterne til LLR-organet. En kan ikke utelukke at store bidragsytere vil blokkere redningsaksjoner for land som de ikke har noen egeninteresse av å bruke ressurser på, jf. Sakakibara (2000). I forlengelsen av dette har det vært diskutert om regionale LLR kan være en løsning. Tankegangen bak forslaget er at stor grad av økonomisk integrering mellom landene som er med i en slik ordning, gjør det lettere å se kostnadene ved ikke å gjøre noe. Forslaget har hittil vunnet liten oppslutning. Eksempelvis spør Little og Olivei (1999) om det ikke er bedre å håndtere de vanskelige spørsmålene knyttet til politikkkoordinering og LLR på et globalt nivå, først som sist.

«...til midlertidig illikvide men solvente banker, mot god sikkerhet...»

Likviditetslån fra en LLR er ikke det eneste virkemiddelet i håndteringen av nasjonale bankkriser. Dersom en krise-

⁵ Til dette kan en reise to innvendinger. For det første er det ikke sikkert at «ubegrenset» kredittgivning passer med det gjeldende pengepolitiske regimet. For det andre vil store lån til institusjoner med uklar solvensposisjon være forbundet med betydelig kredittrisiko for sentralbanken. Sentralbanken vil derfor neppe være villig til å gi slike lån uten at bevilgende myndigheter er involvert.

⁶ Noen hevder riktignok at den amerikanske sentralbanken kan spille en rolle som en slags global sentralbank, jf. Saxton (1999).

bank ikke bare er illikvid, men også insolvent, er det behov for tilførsel av ny kapital. Dersom myndighetene velger å rekapitalisere en bank, innebærer dette en overførsel av skattebetalernes penger. Dette er derfor normalt et ansvar for bevilgende myndigheter. Det er således en ansvarsdeling i krisehåndteringen.

Det kan være vanskelig å skille mellom solvens- og likviditetsproblemer. Beslutninger om likviditetsstøtte må gjøres raskt og med ufullstendig informasjon. En vet derfor ofte ikke før etterpå om banken var solvent eller ikke. Videre kan verdien av bankens eiendeler endre seg under krisen. Lån mot sikkerhet kan gi en test på om institusjonen er solvent i normale tider, og reduserer behovet for å gjennomføre en omfattende solvensvurdering når en har dårlig tid.

En nasjonal LLR som også har som oppgave å føre tilsyn med bankene – eller har god tilgang på informasjon fra tilsynsorganet – vil ha kunnskaper som gjør den bedre i stand til å vurdere om banken er solvent eller ikke. Gjennom tilsyn kan den nasjonale LLR også påvirke banken slik at den driver godt og ikke havner i problemer.

En internasjonal LLR vil ofte ikke ha like godt innsyn i den finansielle stillingen til potensielle låntakerland som det en sentralbank har i en nasjonal bank. I tillegg vil tilgjengelige data i stor grad være skaffet til veie av låntakerlandet selv. Saxton (1999) mener derfor at en internasjonal LLR som prøver å følge Bagehots regler, ikke har tilstrekkelig informasjon til å fatte raske lånebeslutninger og til å skille mellom illikviditet og insolvens for et land.

Uavhengig av tilgangen på informasjon, er skillet mellom illikviditet og insolvens for et land vanskelig. Tilbakebetaling av lån kan ofte være et politisk og ikke et økonomisk spørsmål. En betalingsstopp kan skyldes at de politiske myndighetene er uvillige til å betale den politiske og økonomiske prisen ved å tilbakebetale landets gjeld. Litan (1998) trekker fram Russland som et eksempel.

Det kan også være komplisert å avgjøre hvilke typer sikkerheter et land bør stille. Men minst like viktig er spørsmålet om innkreving av sikkerheter eller generelt oppfyllelse av avtaler: hvilken mulighet har internasjonale organisasjoner til å sette makt bak sine krav? Et land er suverent, og har ingen overliggende autoritet. Det er således ikke enkelt for en internasjonal LLR å iverksette tiltak mot ledelsen i et land, i motsetning til en nasjonal LLR, som kan gjøre dette overfor de som har stått for en høy risikotaking (normalt styre og administrativ ledelse i en bank). Internasjonale organisasjoner har derfor begrenset makt til å sørge for at land følger opp betingelser.

«...og til strafferente»

Med strafferente menes at LLR skal kreve en rentesats på sine lån som er høyere enn markedsrenten i normale tider.⁷ Dette bidrar til at LLR-lån virkelig er siste utvei for låntakerne. Strafferente representerer også en

sanksjon mot dem som må trekke på sikringsordningen. Dette kan bidra til å redusere moralsk hasard.⁸

Det er også andre måter å redusere moralsk hasard på, bl.a. tilsyn og regulering, markedsovervåking/selvregulering og ulike former for sanksjoner. Fordi internasjonale organisasjoner har begrenset mulighet til å sette makt bak sine krav, kan det være komplisert å redusere moralsk hasard på internasjonalt plan. Likevel bidrar trolig strafferente på støttelån og styrket markedsovervåking – gjennom økt åpenhet og bedre tilgang på informasjon – til å redusere moralsk hasard blant låntakere. Likeledes kan økt involvering av privat sektor i løsningen av kriser bidra til å redusere moralsk hasard blant långivere, jf. drøfting nedenfor.

«Konstruktiv ukklarhet»

Det er blitt hevdet at klare regler for bruk av sikringsordninger kan bidra til økt risikotaking. Enkelte mener derfor at såkalt «konstruktiv ukklarhet» – det vil si at myndighetene håndhever sikringsordningene på en slik måte at bankene ikke kan være sikre på at de blir reddet, og i tilfelle til hvilke betingelser – er viktig for å unngå moralsk hasard.

Dette synet er også blitt fremmet når det gjelder internasjonale redningspakker. Spesielt er det blitt fremhevet at IMF ved sine store kriselån kan ha bidratt til at långivere har vært villige til å ta økt risiko, og priset den for lavt ved lån til fremvoksende økonomier.

3 IMF's rolle

Mens IMF's fokus tidligere var på enkeltlands betalingsbalanseproblemer, retter fondet nå i sterkere grad oppmerksomheten mot ansvaret for å ivareta internasjonal monetær og finansiell stabilitet. Endringen i fokus har også medført at IMF's virksomhet har endret seg. Fra flere hold har det imidlertid vært hevdet at IMF ikke har vært i stand til å omstille seg til en endret verden. Globaliseringen og den tettere finansielle integrasjonen mellom landene krever ifølge kritikerne en gjennomgripende reform av IMF, eller at det etableres nye internasjonale organer for å sikre finansiell stabilitet (se egen ramme for en omtale av noen av disse forslagene).

Forebygging

Et viktig element i reformen av den internasjonale finansielle arkitekturen er å etablere systemer som i størst mulig grad hindrer at kriser oppstår. For IMF omfatter dette blant annet en styrket overvåking av den økonomiske utviklingen i enkeltland, regioner og verdensøkonomien generelt. Økt vekt legges på overvåking av finansiell sektor.⁹ I tillegg har IMF etablert en rekke standarder for «beste praksis» innenfor områder som statistikk, finanspolitikk, pengepolitikk og finans-

⁷ Det kan i en del tilfeller være vanskelig å definere hva som er markedsrenten, bl.a. har mange land ikke adgang til private internasjonale kapitalmarkeder.

⁸ I selve krisesituasjonen kan imidlertid nivået på lånerenten være mindre viktig for låntakeren enn å komme ut av krisen. Strafferente kan derfor ha større effekt på hvor fort lånene tilbakebetales enn på hvor ofte lån opptas, jf. Goldstein (2000).

⁹ «Financial Sector Assessment Program» (FSAP), et felles prosjekt mellom IMF og Verdensbanken, står sentralt i dette arbeidet. FSAP søker bl.a. å gi en grundig vurdering av styrker, svakheter og risiki i lands finanssystem, vurdere behovet for tiltak og foreslå konkrete tiltak.

Alternative forslag til internasjonale institusjoner for krisehåndtering

IMF har i dag en sentral rolle i arbeidet med å forebygge og håndtere kriser som kan true stabiliteten i det internasjonale monetære systemet. Det har de siste årene vært fremmet en rekke alternative forslag til hvordan det internasjonale samfunn kan etablere ordninger for håndtering av kriser.

Sachs (1995) har foreslått at det etableres en *internasjonal konkursdomstol*. Hensikten er blant annet å gi debitorlandet et visst pusterom i tilfelle det ser seg nødt til å misligholde lån. Videre vil en slik domstol sikre en likebehandling av kreditorene. Dette vil kunne hindre at alle kreditorene søker å komme først ut av landet med sine plasseringer. I motsetning til en nasjonal domstol er det imidlertid vanskelig å se for seg at en slik internasjonal domstol vil få myndighet til å «fryse» ulike aktiva og langt mindre avskjedige «styret» – det vil i dette tilfellet si regjeringen. Manglende mulighet til å foreta tvangstiltak er den viktigste innvendingen mot dette forslaget.

Kaufman (1998) og andre har foreslått at det bør etableres en *internasjonal tilsynsmyndighet* for finansinstitusjoner. En oppgave vil være å etablere felles standarder for banker og øvrig finansvirksomhet. En innvending mot forslaget er at slikt arbeid i stor grad allerede pågår i regi av bl.a. BIS (Bank for International Settlements) og IMF. Det er dessuten vanskelig å se hvordan en slik institusjon skal bli gitt myndighet til å håndheve at land og finansinstitusjoner faktisk etterlever slike standarder og hvilke sanksjonsmuligheter som foreligger ved manglende etterlevelse.

Soros (1998) mener at det må være mulig å etablere et *internasjonalt sikringsfond* som skal forsikre internasjonale investorer mot tap dersom et land misligholder sine lån. Låntakende land må betale en premie til dette fondet før de opptar lån. IMF skal ha myndighet til å bestemme hvor mye et land skal kunne låne. Det er imidlertid langt fra opplagt hvordan IMF skal kunne sette et slikt «tak» og hvordan forsikringspremien skal beregnes. Videre kan det være vanskelig å hindre at et land opptar ikke-forsikrede lån. Forslaget forutsetter at slike lån ikke skal være gjenstand for «bail out» dersom en krise skulle oppstå. Dette kan være vanskelig å gjennomføre dersom en krise truer stabiliteten til finansinstitusjoner i for eksempel G7-land.¹⁰

markedspolitikk. I større grad enn tidligere offentliggjøres informasjon og analyser om den økonomiske utviklingen i enkeltland. Et viktig element er også økt åpenhet om virksomheten i IMF.

Krisehåndtering

Slike preventive tiltak vil ikke hindre at finansielle kriser likevel kan oppstå. Da kan IMF ha en rolle å spille ved å være en koordinator for krisehåndteringen. Dette innebærer at IMF vil ha et hovedansvar for å forhandle med det kriserammede landet med sikte på at det innretter sin politikk slik at det kommer ut av krisesituasjonen. Samtidig må IMF være beredt til å gi relativt store, kort-siktige lån. Landet må selv følge opp med økonomiske tiltak. Hensikten er blant annet at dette skal inngi tillit hos de private långiverne slik at kapitalutgangen stoppes. Fra flere hold har det imidlertid vært understreket at IMF ikke må være en «lender of first resort». Dette vil kun lede til moralsk hasard og økt risikotaking, både i mulige kriseland og ikke minst blant øvrige långivere.

Giannini (1999) peker på at IMF i formen er organisert som en gjensidig «kredittforening» der medlemmene har skutt inn kapital som benyttes til utlån. Denne organisasjonsformen indikerer at IMF aldri var tiltenkt å spille en rolle som LLR. Han viser også til at IMF's statutter inneholder en bestemmelse (artikkel VI) om at fondet ikke skal låne til land som opplever stor eller vedvarende kapitalutgang.

IMF's leder, Horst Köhler, har fremhevet at IMF må ha effektive låneinstrumenter og tilstrekkelige ressurser til å kunne gi troverdig respons på kriser, jf. Köhler (2000). Men fondets ressurser er begrensede, og han mener derfor at IMF ikke kan fylle rollen som en tradisjonell LLR.

Långivning

IMF har etablert to låneordninger for bruk i krisesituasjoner: «Supplemental Reserve Facility» (SRF) og «Contingent Credit Lines» (CCL). (Se egen ramme for omtale av IMF's ressurser og låneordninger.) Selv om lånene under disse ordningene kan bli svært store, er de langt fra ubegrensede.

Fischer (1999) mener at «ubegrensede lån» i en internasjonal sammenheng ikke så mye bør knyttes til et låns større, men heller til det forhold at det finnes en institusjon som på kort tid er beredt til å yte relativt store lån til land som står i en krisesituasjon eller som kan bli smittet av en finansiell krise. Etter hans syn oppfyller IMF et slikt vilkår med SRF og CCL.

Både SRF og CCL har en rente som er høyere enn renten på IMF's ordinære utlånsordninger. Særlig for SRF kan renten ligge til dels betydelig høyere. Slikt sett kan det sies at disse utlånsordningene har en «strafferente». Fondet knytter dessuten alltid betingelser – kondisjonalitet – til sine utlån. Dette kan være forhold knyttet til finans- og pengepolitikken, det finansielle systemet, regler for god myndighetsutøvelse («governance»), m.v. Hensikten med kondisjonaliteten er å legge grunnlag for at landet

¹⁰ Gruppen av de syv største industrialiserte landene: USA, Japan, Tyskland, Frankrike, Storbritannia, Italia og Canada.

IMFs ressurser og utlånsordninger

Begrensede utlånsressurser

IMFs ressurser består i det alt vesentlige av midler innbetalt av medlemslandene i forbindelse med tildeling av kvoter. Medlemslandenes innskutte kapital – eller kvoter – er hovedsakelig beregnet utfra deres økonomiske størrelse. Hvert femte år vurderes om det er behov for økning i kvotene. De økningene som har funnet sted siden 1944, står imidlertid ikke i forhold til veksten i verdensøkonomien. Dersom forholdet mellom kvoter og medlemslandenes samlede bruttonasjonalprodukt skulle ha vært uendret, måtte kvotene ha vært tre ganger større enn hva de faktisk er. Hvis veksten i verdenshandelen legges til grunn, måtte kvotene ha vært hele ni ganger høyere. Veksten i kapitalbevegelsene har vært enda større.

IMFs statutter utelukker ikke at fondet kan oppta lån i de internasjonale markedene, men denne muligheten er aldri blitt benyttet. Det synes å være enighet om at IMF ikke skal ty til denne muligheten. IMF kan også øke sine ressurser ved å utstede SDR¹¹ til medlemslandene. Siste gang det ble foretatt en generell tildeling av SDR var i 1981. Dette er således en mulighet som bare benyttes i helt spesielle tilfeller.

IMFs samlede ressurser ved utgangen av 2000 utgjorde nesten 280 milliarder amerikanske dollar. Av dette var nesten halvparten betegnet som «non-usable». Dette var hovedsakelig midler fra land som enten er på IMF-program (og som derfor per definisjon har en svak utenriksøkonomisk situasjon) eller land som blir vurdert å ha en svak ekstern balanse. Fratrukket en nødvendig arbeidsbalanse og allerede bevilgede beløp, gjenstod om lag 105 milliarder USD som kan benyttes til nye utlån.

IMFs egne ressurser er ikke spesielt store sett i forhold til den krisefinansieringen fondet har vært involvert i de seneste årene. Etter de store lånene til Mexico i 1994–95 ble det derfor tatt initiativ til å etablere NAB («New Arrangements to Borrow»)¹², som er en ordning der enkelte medlemsland gir IMF kortsiktige lån for å styrke fondets likviditet i krisesituasjoner. Denne ordningen kom i tillegg til den tidligere etablerte GAB («General Arrangements to Borrow»). IMF kan mobilisere 44 milliarder USD gjennom GAB/NAB. Da lånene til Russland og Brasil ble bevilget i 1998, var IMFs likviditetssituasjon så svak at fondet så seg nødt til å aktivisere henholdsvis GAB og NAB.

IMFs låneordninger

IMFs ulike låneordninger kan hovedsakelig grupperes i tre typer (se også tabell 1):

- ordinære utlån til land som får «tradisjonelle» betalingsbalanseproblemer;
- store, relativt kortsiktige lån til land med plutselig og massiv kapitalutgang;
- subsidierte, langsiktige lån til lavinntektsland med langvarige betalingsbalansebehov.

IMF har to låneordninger opprettet spesielt for bruk ved finansielle kriser. SRF («Supplemental Reserve Facility») ble etablert i desember 1997 i forbindelse med krisen i Sør-Korea. Den er blitt benyttet ved kriser i Russland, Brasil, Argentina og Tyrkia. Ordningen skiller seg fra IMFs øvrige låneordninger på vesentlige punkter. Det er ingen formell grense for hvor mye et land kan låne. Vanligvis settes det en begrensning i forhold til landets kvote i IMF. Renten på SRF er høyere enn på de vanlige ordningene, og løpetiden er kortere. Bakgrunnen for utformingen er dels en antagelse om at krisen vil være relativt kortvarig. De store lånene er ment som et middel til å gjenreise markedsaktørenes tillit til vedkommende land og dermed snu kapitalflukten. Samtidig skal vilkårene være slik at landet har incentiv til hurtigst mulig å gjenoppta låntakingen i de internasjonale finansmarkedene.

I april 1999 etablerte IMF en beredskapslåneordning – CCL («Contingent Credit Lines»). Den er ment for land som i utgangspunktet har en sunn økonomi, men som uforskyldt kan bli rammet av kapitalutgang som følge av «finansiell smitte» fra andre land. For å være berettiget til CCL må landet på forhånd tilfredsstille visse krav, blant annet når det gjelder den økonomiske politikken, oppfyllelse av visse standarder satt av IMF og kontakt med det internasjonale finansmarkedet. Lånene under CCL er større enn ved IMFs ordinære utlånsordninger, renten er høyere og nedbetalingstiden er kortere.

Hensikten med CCL er at landene på forhånd blir gitt lånetilsagn slik at de hurtig kan trekke på lånet dersom en krisesituasjon skulle oppstå. Håpet er at man på denne måten kan hindre at situasjonen utvikler seg til en alvorlig finansiell krise. Intet land har til nå søkt om CCL. Grunnen til dette er trolig først og fremst at en slik søknad av markedsaktører kan bli oppfattet dithen at landet er et mulig kriseland, noe som i verste fall kan medvirke til kapitalutgang og dermed utløse en krise. Et annet usikkert forhold er hva som vil skje dersom et land som tidligere har fått tilsagn om CCL, ikke lenger tilfredsstiller kravene.

¹¹ SDR – «Special Drawing Rights» – er en «valuta» som utstedes av IMF til medlemslandene. Verdien av SDR beregnes av en valutakurv bestående av amerikanske dollar, euro, japanske yen og britiske pund.

¹² Se <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gabnab.htm>.

Tabell 1. Oversikt over IMF's låneordninger

Låneordning	Lånegrense (i % av landets kvote)	Rente	Tilbakebetaling	Formål
Ordinære ordninger				
Stand-By Arrangement (SBA)	Normalt 100% årlig og 300% over lånets løpetid, men kan være høyere	«Rate of charge» (RoC) ¹ + 100–200 rentepunkter ²	Forventet innen 2 ¼ – 4 år, men maks. 5 år	Kortsiktige betalingsbalanseproblemer
Extended Fund Facility (EFF)	Som for SBA	Som for SBA	Forventet innen 4 ½– 7 år, men maks. 10 år	Mer langsiktige betalingsbalansebehov som hovedsakelig skyldes strukturelle forhold
«Kriselån»				
Supplemental Reserve Facility (SRF)	Ingen definert grense	RoC + 300–500 rentepunkter ³	Forventet innen 1–1½ år, men maks. 2 ½ år	Uventet store betalingsbalansebehov, som særlig kan true den internasjonale finansielle stabilitet
Contingent Credit Lines (CCL)	Formelt ingen grense, men det forventes at lånet ikke skal være mer enn 300–500%	RoC + 150–350 rentepunkter ⁴	Forventet innen 1–1½ år, men maks. 2 ½ år	For land med «sunn» økonomi som får betalingsbalansebehov som følge av smitte fra andre land
Øvrige ordninger				
Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF) ⁵	140–185%	0,5%	5 ½ – 10 år	Subsidierte lån til lavinntektsland med langvarige betalingsbalansebehov

¹ IMF's ordinære utlånsrente («Rate of Charge» (RoC)) er basert på en kortsiktig SDR-rente, dvs et veiet gjennomsnitt av en tremånedersrente for de valutaene som inngår i SDR (amerikanske dollar, euro, britiske pund og japanske yen). «Rate of charge» var vel 5,3 prosent tidlig i 2001.

² Det er et rentepåslag på 100 punkter for den del av lånet som overstiger 200% av kvoten, og 200 punkter på den del som overstiger 300% av kvoten.

³ Rentepåslaget starter med 300 punkter og øker med 50 punkter etter 1 år og deretter med 50 punkter hver sjette måned inntil det når 500 rentepunkter.

⁴ Rentepåslaget starter med 150 punkter og øker med 50 punkter etter 1 år og deretter med 50 punkter hver sjette måned inntil det når 350 rentepunkter.

⁵ PRGF er en låneordning som kun administreres av IMF. Utlånene finansieres ikke over IMF's ordinære ressurser, men gjennom bilaterale bidrag fra medlemslandene og spesielle IMF-ressurser.

skal føre en økonomisk politikk som bedrer eller fjerner betalingsbalanseproblemet. Kondisjonalitet er viktig både for å sette landet i stand til å betale lånet tilbake til IMF, men ikke minst fordi den skal virke tillitskapende overfor privat sektor. Kondisjonalitet er en del av prisen et land må betale for å få lån i IMF.

Fra flere hold (blant andre Mishkin (2000)) er det pekt på at dess raskere et lån blir gitt i en krisesituasjon, desto mindre beløp vil være nødvendig for å stoppe kapitalutgangen. Vanligvis er det en relativt tidkrevende prosess å få lån i IMF. Dette skyldes at før lån utbetales, må medlemslandet normalt forplikte seg til å gjennomføre et økonomisk tilpasningsprogram. Det tar tid å forhandle frem et slikt program. Flere har derfor foreslått at fondet bør innføre et system med forhåndskvalifisering av mulige låntakere. Alle land som tilfredsstillter visse krav, skal automatisk ha rett til å låne et visst beløp uten at det settes ytterligere betingelser (kondisjonalitet).

CCL inneholder et visst element av forhåndskvalifisering. Land som ønsker å trekke på ordningen, må likevel

gjennom en særskilt prosedyre før lånet kan utbetales. Videre er det påpekt at CCL er en ordning for land som i utgangspunktet har en sunn økonomi, men som kan bli rammet av smitte fra andre land. Ordningen fyller derfor ikke kravene til å være en generell kriserordning for land som plutselig opplever massiv kapitalutgang.

Fondets statutter åpner for at det kan kreve sikkerhet for sine utlån. Dette har imidlertid skjedd ved kun én anledning. Spørsmålet om konkret sikkerhetsstillelse må også sees i sammenheng med kondisjonaliteten. Det er vanskelig å se at IMF samtidig kan kreve sikkerhet og omfattende kondisjonalitet. I avveiningen mellom å kreve sikkerhet og pålegge kondisjonalitet har IMF valgt å vektlegge det siste. I vid forstand kan imidlertid kondisjonalitet oppfattes som en form for sikkerhet, da det er ment å styrke landenes økonomiske stilling, og dermed deres evne til å tilbakebetale lånene. Dessuten har IMF (og Verdensbanken) en uformell status som *prioritert kreditor*. Medlemslandene vet at dersom de misligholder lånene til IMF, vil det (i hvert fall på kort

sikt) være så godt som umulig for dem å få lån i de private finansmarkedene. Statusen som prioritert kreditor innebærer derfor et element av sikkerhet for IMF.

Involvering av privat sektor

Bundesbank (2000) er meget skeptisk til at IMF skal delta med store lån ved løsningen av finansielle kriser. Etter deres syn vil dette kun fremme moralsk hasard, føre til en lite effektiv allokering av ressurser og ofte bare lede til at landet kan videreføre en ikke holdbar økonomisk politikk. Bundesbank mener at IMF's deltakelse må utformes slik at den bidrar til sterkere involvering av private långivere. Banken vektlegger således meget sterkt den «katalytiske effekt» av fondets medvirkning. Et viktig element for å få til dette er å begrense långivningen fra IMF og andre offentlige institusjoner. Verken debitorer eller kreditorer skal i utgangspunktet ta det for gitt at IMF vil komme til unnsetning med store lån.

Erkjennelsen av at IMF verken kan eller ønsker å påta seg en rolle som klassisk LLR, tilsier at privat sektor må bringes inn ved forebygging og løsning av finanskriser. Tilsvarende som medlemslandene kan få forhåndstilsagn om lån fra IMF gjennom CCL, kan de også etablere forhåndsavtalte kredittlinjer med private finansinstitusjoner. Dersom en krise skulle oppstå, er det også viktig å ha på plass et system som sikrer at långivere (både banker og obligasjonseiere) frivillig ruller eksisterende lån.

Det har vært eksempler på at låntakerland ensidig har innstilt betjeningen av gjeld. Det diskuteres nå om det er mulig å etablere et system der et land kan iverksette en ordnet, midlertidig betalingsstans, såkalt «standstill». En slik betalingsstans innebærer at kreditorene «låses fast» i kreditorlandet. I et slikt system kan det også være nødvendig å innføre midlertidige restriksjoner på kapitalbevegelser.

Fortsatt gjenstår det mye arbeid med å vurdere hvordan et system for ordnet betalingsstans kan benyttes i ulike krisesituasjoner. Ikke minst er det uavklart hvilken rolle IMF eventuelt skal spille. Et forslag er at IMF som krisehåndterer også skal være den institusjonen som utløser og koordinerer en betalingsstans.

4 Avslutning

Debatten om IMF's deltakelse med store lån til enkeltland i kriser ble reist etter Mexico-krisen i 1994–95. Fra G7-landene ble det uttalt at medlemslandene i IMF for fremtiden ikke måtte forvente å få tilgang på store lån fra institusjonen. På den annen side utelukket ikke G7 at IMF i enkelte situasjoner måtte gi slike lån. Erfaringene fra de siste årene har vist at IMF både hyppigere og i større omfang har måttet bidra til løsning av finansielle kriser.

Globalisering og tettere integrasjon av finansmarkedene har utløst en debatt om tiltak som kan bedre funksjons-

måten til det internasjonale finansielle systemet. Det er å håpe at forebyggende tiltak – som forsterket overvåking av den økonomiske utviklingen, bedre forståelse av finansmarkedenes virkemåte, gjennomføring av «beste praksis» på ulike områder og økt åpenhet – vil lede til mer stabile kapitalstrømmer og redusere både antallet og omfanget av finanskriser.

Likevel må vi være forberedt på at kriser igjen vil oppstå, med behov for hurtig tilførsel av likviditet. Størrelsen på redningspakken gjør det vanskelig å se for seg at et internasjonalt organ kan fylle rollen som «lender of last resort» i tradisjonell forstand. Ut fra hensynet til moralsk hasard er det heller ikke ønskelig at en institusjon skal påta seg denne rollen.

IMF er med sine 183 medlemsland en global institusjon. Både ut fra sitt mandat og sin medlemskrets er det naturlig at IMF inntar rollen som krisehåndterer. Dette innebærer at institusjonen må innta en ledende rolle når det gjelder å organisere redningspakker, samtidig som den selv må være forberedt på hurtig å gi store, men begrensede lån.

Spesielt viktig er det at en i større grad enn hva som tidligere har vært tilfellet, involverer privat sektor i løsningen av kriser. Det foreligger en rekke forslag om hvordan dette kan gjøres – fra ulike frivillige avtaler mellom långivere og låntakere til et system der långiver må akseptere at låntaker kan innføre midlertidig stans i tilbakebetaling av lån.

Finanskriser varierer både i omfang og styrke. Dette har medført at det internasjonale samfunn til nå har løst krisene ved en sak-til-sak-tilnærming. Dette har den fordel at det gir fleksibilitet med hensyn til hvordan en krise skal håndteres. Samtidig innebærer det ulemper, ikke minst i forhold til privat sektor, som kan bli usikker på hva som er myndighetenes tilnærming til krisen. Dette kan lede til at privat sektor vil være mer tilbakeholden med å bidra til å løse krisen.

Klarere regler for krisehåndtering – både når det gjelder IMF's rolle og privat sektors involvering – vil sammen med bedret informasjon kunne bidra til at långivere legger større vekt på risikovurderinger ved sine utlån. Det kan gjøre det dyrere for låntakerne å oppta lån i de internasjonale finansmarkedene. Det vil ikke nødvendigvis være uheldig.

Referanser:

Bagehot, Walter (1873): «Lombard Street: A Description of the Money Market», London: H. S. King.

Bundesbank (2000): «The role of the International Monetary Fund in a changing global economic environment», *Monthly Report*, September.

Capie, Forrest (1998): «Can There Be an International Lender-of-Last-Resort?», *International Finance* pp 311–325.

- Clementi, David (2000): «Crisis prevention and resolution: two aspects of financial stability», *Financial Stability Review*, Bank of England, December.
- Eichengreen, Barry (1999): «Toward a New Financial Architecture», *Institute for International Economics*.
- Fischer, Stanley (1999): «On the Need for an International Lender of Last Resort», IMF, January, <<http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.HTM>>.
- Giannini, Curzio (1999): «Enemy of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function», *IMF Working Paper* 99/10, <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk&sk=2882.0>>.
- Goldstein (2000): «Strengthening the International Financial Architecture – Where Do We Stand?», *Working Paper* 00-8, Institute for International Economics <<http://www.iie.com/catalog/WP/2000/00-8.htm>>.
- Kaufman, Henry (1998): «Preventing the Next Global Financial Crisis», *Washington Post*, January 28.
- Kenen, Peter (2000): «The New International Financial Architecture: Reconstruction, Renovation, or Minor Repair?», *International Journal of Finance and Economics*.
- Knight, Malcolm, Lawrence Schembri og James Powell (2000): «Reforming the Global Financial Architecture: Just Tinkering Around the Edges?», *Paper for the GEI Conference on Reforming the Architecture of Global Economic Institutions*, Bank of England.
- Köhler, Horst (2000): «Address to the Board of Governors of the Fund», *IMF*, Prague, September 26, <<http://www.imf.org/external/np/speeches/2000/092600.htm>>.
- Litan, Robert E. (1998): «Does the IMF have a Future? What should it be?», *Paper for the IMF/Federal Reserve Bank of Chicago Conference on the IMF*, October 1998, <<http://www.brook.edu/views/papers/litan/19981009.htm>>.
- Little, Jane S. og Giovanni P. Olivei (1999): «Why the Interest in Reforming the International Monetary System?» *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, November.
- Lund, Arild J. (1999): «Ny global finansiell arkitektur – foreslåtte reformer for finansmarkedene», *Penger og Kreditt*, 1999/2.
- Masson, Paul R. og Michael Mussa (1997): «The Role of the IMF. Financing and Its Interactions with Adjustment and Surveillance», *Pamphlet Series No. 50*, IMF, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/pam/pam50/pam50con.htm>>.
- Mishkin, Frederic S. (2000): «Financial Stability and the Macroeconomy», *Working Papers No. 9*, Central Bank of Iceland, <<http://www.sedlabanki.is/interpro/sedlabanki/sedlabanki.nsf/pages/wp>>.
- Rogoff, Kenneth (1999): International Institutions for Reducing Global Financial Instability», *Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, Number 4.
- Røisland, Øistein og Karsten Stæhr (1998): «Kan teorier for spekulasjonsangrep forklare krisen i Øst-Asia?», *Penger og Kreditt*, 1998/1.
- Sachs, Jeffrey (1995): «Do We Need an International Lender of Last Resort?», *Frank D Graham Lecture*, Princeton University, 20 April.
- Sakakibara, Eisuke (2000): «East Asian Crisis: Two Years Later», *Paper presented at the Twelfth Annual Bank Conference on Development Economics*, 18.–20. April.
- Saxton (1999): «An International Lender of Last Resort, The IMF, and the Federal Reserve», *Joint Economic Committee Study*, February.
- Soros, George (1998): «The Crisis of Global Capitalism», *New York: Public Affairs Press*.
- Thornton, Henry (1802): «An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain».