

Finanskriser og sammensetningen av ekstern gjeld

Jon Bergundhaugen, rådgiver i Avdeling for verdipapirmarkeder og internasjonal finans¹

Det har vært flere finansielle kriser internasjonalt det siste tiåret. Krisene er ofte utløst ved at kapitalinngangen til et land brått stopper opp og snur til utgang. En stor del av kapitalinngangen består av gjeldsøkning i form av banklån eller utstedelse av obligasjoner og sertifikater.² Denne artikkelen belyser sammenhenger mellom forløpet av finanskriser og sammensetningen av de berørte landenes eksterne gjeld. Gjelden deles opp etter to dimensjoner: løpetid og type kredittkilde.³

Kortsiktig gjeld fra utenlandske banker blir i en krisesituasjon trukket tidlig ut, og dette kan bidra til å akselerere kriseforløpet, uavhengig av gjeldssammensetningen for øvrig. Slik gjeld er også vanligvis knyttet til finansielle mellomledd innenlands og har derfor bidratt til å trekke finansiell sektor inn i krisene. På den annen side er bankgjeld enklere å restrukturere enn obligasjonsgjeld. Bedre kapitaldekningsregelverk vil kunne redusere problemene knyttet til ekstern bankgjeld. Helt entydige konklusjoner om gjeldssammensetning og kriseforløp kan ikke trekkes, fordi en rekke økonomiske og politiske faktorer spiller ulikt inn i hvert tilfelle.

1. Innledning

Banklån er ofte mer kortsiktige enn obligasjonslån, og kan derfor trekkes tilbake raskere. Dette kan ha stor betydning for hvordan en finansiell krise rammer økonomien, graden av smitte til andre land, konsekvenser for det finansielle systemet og hvor lenge problemene varer. Erfaringen er at de kortsiktige kapitalstrømmene er spesielt prosykliske ved negative sjokk og kan forsterke økonomiske nedgangstider i utsatte land (Verdensbanken 2000). Når eksterne banklån formidles gjennom det nasjonale bankvesenet, kan det gi høy likviditets- og valutarisiko.

Obligasjonsgjeld er på sin side vanligvis knyttet direkte til et stort antall långivere og innebærer derfor en større spredning av risikoen til långivere utenfor finansiell sektor. Uro i obligasjonsmarkedet slår ut i økte rentebetalinger til utlandet, eventuelt også kapitaltørke, først når behovet for refinansiering eller nye lån blir vesentlig.

Når en krise har oppstått, vil det i tilfellet med bankgjeld normalt være et begrenset antall aktører som skal bli enige om hvordan gjelden kan restruktureres og videreføres. Det kan gjøre det lettere å komme til enighet og dermed også gi landet mulighet til å normalisere den økonomiske situasjonen. Når det gjelder obligasjonslån, vil imidlertid det store antall långivere gjøre det vanskeligere å komme fram til en konstruktiv håndtering av gjeldsmassen. Dette øker den enkelte kreditors insentiv til å forfølge egne interesser, uavhengig av en «kollektiv fornuft».

Artikkelen drøfter tre aktuelle «kriserområder»: Sørøst-Asia, Russland og Sør-Amerika. Landene som analyseres, er Sør-Korea, Thailand, Russland, Argentina og Brasil. Sør-Korea og Thailand vurderes samlet, mens krisene i Brasil (1998/99) og Argentina drøftes hver for

seg. Først gis det en gjennomgang av kriser og gjeldsforhold i de tre områdene. Deretter diskuteres felles-trekk og ulikheter. Avslutningsvis drøftes også det eksisterende regelverket for kapitaldekning som mulig årsak til gjeldssammensetning, og aktuelle tiltak for å redusere problemene med ustabil kapitalinngang.

Diskusjonen i denne artikkelen fokuserer kun på gjeld som en mulig forklaring på enkelte trekk ved de krisene som analyseres. Det må understrekes at krisedynamikk også avhenger av en rekke andre faktorer. Et viktig poeng er likevel at gjeldens sammensetning mer generelt kan påvirke et lands sårbarhet for skift i kreditorenes oppfatning av landets kredittverdighet.

2. Sammensetningen av kapitalbevegelsene til noen fremvoksende økonomier

Fra 1990 og fram til Asia-krisen i 1997 ble utestående gjeld med løpetid under ett år, fra banker i industrialiserte land⁴ til fremvoksende økonomier, nær tredoblet. Veksten var raskest i Sørøst-Asia og Latin-Amerika. Fram til omtrent 1995 falt imidlertid andelen av direkte bankfinansiering i fremvoksende økonomiers samlede utenlandsgjeld, til fordel for direkte investeringer og obligasjonsgjeld. Veksten i kortsiktig bankgjeld var altså lavere enn veksten i andre typer finansiering, og den mer langsiktige bankgjelden gikk klart tilbake i samme periode. I løpet av 1990-årene økte fremvoksende økonomiers utestående obligasjonsgjeld fra 1169 til 4499 milliarder amerikanske dollar. I forhold til dette generelle bildet har det imidlertid vært store variasjoner i de enkelte lands gjeldssammensetning. I det følgende gjennomgås utviklingen for noen land som har hatt kriser det siste tiåret.

¹ Takk til Gunnvald Grønvik, Arild J. Lund, Knut Sandal, Karsten Stæhr, Bent Vale og Pål Winje for svært nyttige kommentarer til tidligere utkast.

² Andre former for kapitalinngang omtales ikke i artikkelen. Gjeld til utenlandske banker omfatter gjeld til nasjonale filialer av disse. Gjeldsbegrepet i artikkelen tilsvarende ekstern gjeld slik det vanligvis defineres, med unntak av offentlige lån, se fotnote 3.

³ Artikkelen tar utgangspunkt i den internasjonale finansmarkedsstatistikken fra Bank for International Settlements (BIS). Obligasjonsstatistikken og nyere bankstatistikk er kvartalstall, mens bankstatistikk fram til 2000 er halvårlig. Statistikken omfatter ikke lån gitt fra internasjonale institusjoner.

⁴ Omfatter banker som rapporterer til BIS. For alle praktiske formål dekker de rapporterende banker alle internasjonale banklån.

a) Sørøst-Asia: Sør-Korea og Thailand

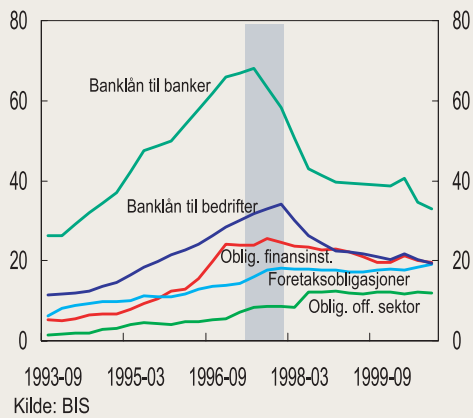
Asiakrisen fant sted i 1997-98. Kapitalinngang og overinvesteringer tidlig på 1990-tallet ble snudd til kapitalutgang og press på landenes faste valutakurser. Thailand var det første landet som ga opp den faste valutakursen og slapp sin valuta fri i juli 1997. Devalueringsforventningene økte dermed ytterligere også for andre valutaer i regionen. Sør-Korea gav opp forsvaret av sin valuta i november samme år. Berg (1999) gir en kronologisk gjennomgang og bred diskusjon av Asia-krisen.

Både i Sør-Korea og Thailand kom det meste av kapitalinngangen på 1990-tallet i form av banklån, jf. figur 1 og 2.⁵ I Sør-Korea kom en dominerende del av dette i form av at nasjonale banker lånte fra utenlandske banker.⁶ Men i stor grad lånte utenlandske banker også direkte til koreanske foretak. I Thailand var disse to gruppene av låntakere omvendt rangert, men til sammen enda mer dominerende i forhold til andre låntakere. Fordelingen

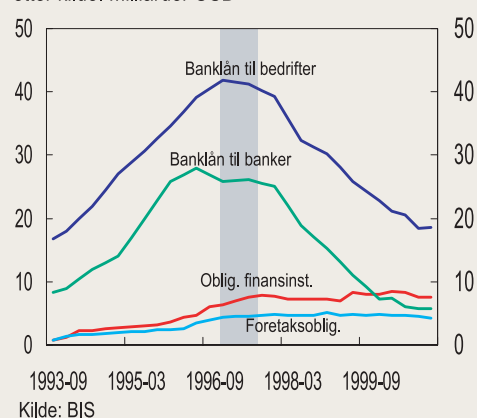
mellom kredittkildene holdt seg relativt stabil i begge landene helt til krisen inntraff.

Banklånene var i stor grad kortsiktige, og utestående lån med gjenstående løpetid under ett år økte raskt under oppgangen først på 90-tallet i begge landene, se figur 3 og 4. De innenlandske bankene var som nevnt mellomledd mellom internasjonale långivere og produksjonsbedriftene. Som det fremgår av figurene, gjaldt dette særlig i Sør-Korea. Lånene til innenlandsk næringsliv hadde lengre løpetid enn innlånene fra utlandet, og bankene opererte derfor med høy likviditetsrisiko. I tillegg pådro bankene seg valutarisiko, som skyldtes høy opplåning i fremmed valuta og mangelfull valutasikring basert på tillit til fastkursregimene. Dessuten kan låneprosjektene generelt ha vært for lavt priset i forhold til risikoen (BIS 1998a). Alle disse faktorene gjorde at bankene senere ble trukket direkte inn i krisen. Tidlig i 1996 bestod 57 prosent av den koreanske utenlandsgjelden av banklån med løpetid

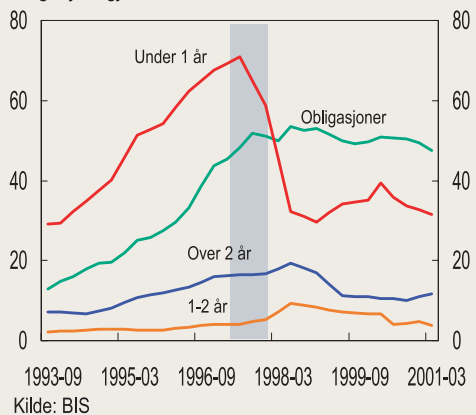
Figur 1 Sammensetning av eksternt gjeld i Sør-Korea etter kilde. Milliarder USD



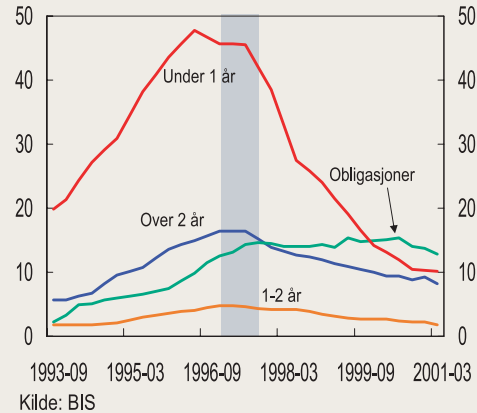
Figur 2 Sammensetning av eksternt gjeld i Thailand etter kilde. Milliarder USD



Figur 3 Eksternt bankgjeld etter løpetid, samt obligasjonsgjeld, Sør-Korea. Milliarder USD



Figur 4 Eksternt bankgjeld etter løpetid, samt obligasjonsgjeld, Thailand. Milliarder USD



⁵ I figurene 1-11 er en periode på 3 måneder før og etter krisen (oppør av valutaordning) markert. Unntaket er figur 5, der ettårsperioden mars 1997 til mars 1998 er markert. Kategoribetegnelsene er forenklet. Eksempler: «Banklån til banker» betyr lån fra utenlandske til innenlandske banker. «Oblig. finansinst.» betyr obligasjoner utstedt av innenlandske finansinstitusjoner i det internasjonale obligasjonsmarkedet.

⁶ I figurene over gjeldssammensetning er de minste kategoriene utelatt av hensyn til lesbarhet. Dette gjelder også gjeldspapirer med løpetid mindre enn ett år (sertifikater).

på under ett år, mens det samme tallet for Thailand var 63 prosent.

Figur 5 viser hvordan kapitalinngangen gjennom bank- og obligasjonslån til Sør-Korea og Thailand bremsset raskt opp og snudde i perioden 1996-97. Dette skjedde parallelt i de to landene.⁷ I løpet av siste halvår 1997 falt den utestående gjelden til utlandet med vel 16 % både i Thailand og Sør-Korea. Denne reverseringen var spesielt alvorlig, fordi den økonomiske veksten i stor grad var drevet av investeringer finansiert utenfra. De foregående figurene viser at det særlig var banklånene som ble redusert i forhold til andre typer lån. Eksterne banklån til foretakssektoren falt ikke like kraftig i Sør-Korea som i Thailand, noe som kan støtte hypotesen om at denne krisen i større grad var relatert til finansiell sektor og ikke like mye til fundamentale makroøkonomiske forhold.

b) Russland

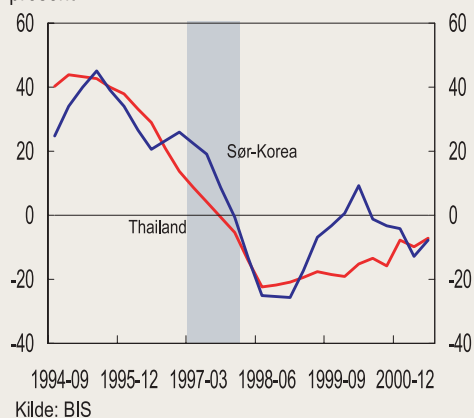
Den russiske krisen ble i stor grad skapt av store offentlige budsjettunderskudd, ikke minst på grunn av svært dårlig skatteinngang opp gjennom 1990-tallet.⁸ Gjennom hele perioden bygget banker og private selskaper opp stor gjeld til utlandet. Statens svake finansielle stilling skapte frykt for betalingsproblemer og devaluering, noe som førte til tørke i kapitalinngangen og kraftig fall i valutareservene. Den 17. august 1998 erklærte russiske myndigheter betalingsstans på privat utenlandsgjeld og restrukturering av statsgjeld, og sentralbanken intervenerte ikke lenger for å fastholde rubelens internasjonale verdi.

Private aktører i den tidlige russiske markedsøkonomien fikk i stor grad utenlandsfinansiering gjennom at nasjonale banker lånte inn penger fra utenlandske banker og kanaliserte dette videre, se figur 6. Dette var i stor grad lån gitt med offentlige garantier fra nasjonale myndigheter i långiverlandene. I 1998 hadde for eksempel tyske banker 31 milliarder USD i fordringer på Russland, hvorav 60 prosent var gitt med offentlige garantier, se Lund (1998). Statens eksterne låneopptak var relativt lavt helt fram til 1996. IMF etablerte imidlertid en fast låneavtale med Russland i 1995. Denne lånemuligheten ble senere utvidet i 1996 og i juni 1998.

De russiske bankenes rolle i formidlingen av kreditt falt gradvis, særlig fra 1995 da bedrifter begynte å låne mer direkte fra utenlandske banker. Fram til midten av 1996 utgjorde de innenlandske bankenes innlåning over 80 prosent av all ekstern gjeld, men andelen var innen utgangen av 1997 falt ned mot 45 prosent. Sviktende internasjonal tillit til bankene var trolig en viktig drivkraft, jf. BIS (1998b). Veksten i kreditt til russiske foretak fortsatte helt fram til krisen. Figur 6 viser også at finansieringen av statens budsjettunderskudd etter hvert ble lagt ut i det internasjonale obligasjonsmarkedet.⁹

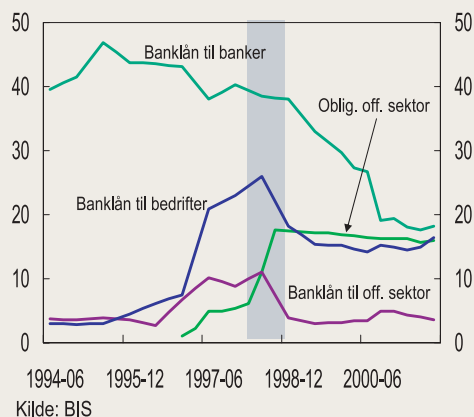
Som det fremgår av figur 7 begynte reduksjonen i kortsiktig bankinnlåning allerede ett år før krisen var et

Figur 5 Bank- og obligasjonsgjeld. Årlig endring i prosent



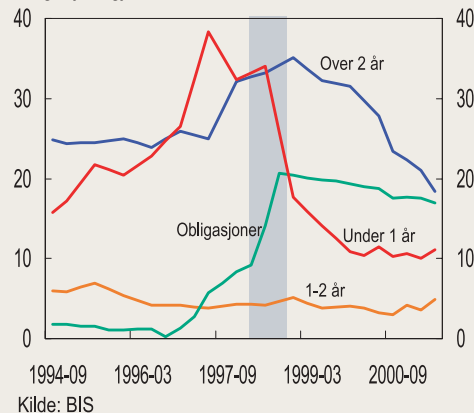
Kilde: BIS

Figur 6 Sammensetning av ekstern gjeld i Russland etter kilde. Milliarder USD



Kilde: BIS

Figur 7 Ekstern bankgjeld etter løpetid, samt obligasjonsgjeld, Russland. Milliarder USD



Kilde: BIS

⁷ Likevel ble krisen først klart synlig i Thailand.

⁸ For en grundig gjennomgang av krisen i Russland, se Stæhr (1999).

⁹ Sommeren 1998 ble dessuten store mengder innenlandske statssertifikater konvertert til dollardenominerte obligasjoner med 7 og 20 års løpetid, noe som økte mengden ekstern obligasjonsgjeld kraftig.

faktum.¹⁰ Fra første til tredje kvartal 1998 ble disse lånene nær halvert. Banklån med lengre løpetid fortsatte imidlertid å vokse, også under og rett etter krisen. Dette skjedde parallelt med at russiske bankers rolle som formidlere av kapitalinngang avtok (jf. figur 6).

Figurene 6 og 7 sammenholdt viser at fallet i kortsiktige banklån i stor grad går sammen med fallet i lån gitt direkte til bedrifter og til staten. Russiske bankers opplåning i utenlandske banker falt mindre i denne perioden. Dels kan dette forklares med at mye av bankenes utenlandsopplåning var dekket av statlige garantier i långiverlandene. Mer generelt er dette et eksempel på at likviditetsproblemer knyttet til kortsiktig gjeld til utenlandske banker ikke alltid rammer finansiell sektor sterkest. Også foretakssektoren kan komme i lignende problemer, dersom finansiell sektor ikke har noen sterk rolle som mellomledd.

c) Latin-Amerika

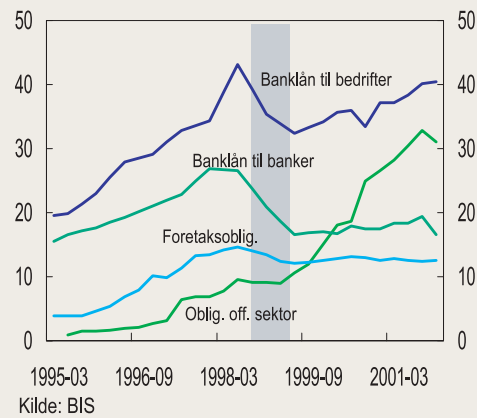
Krisene i Argentina (2001/02) og Brasil (1998/99) kan ikke uten videre betraktes under ett. De fant sted til ulik tid og i ulike internasjonale sammenhenger. Krisen i Brasil hevdes ofte i stor grad å ha vært et utslag av smitte fra Russland gjennom globale investorer. Krisen i Argentina var mer relatert til indre økonomiske forhold. Når det gjelder utenlandsgjeld har de to krisene likevel interessante fellestrekk.

Brasil¹¹

Krisen i Russland sommeren 1998 og sammenbruddet i det store amerikanske hedge-fondet Long Term Capital Management (LTCM) i september samme år skapte stor uro i finansmarkedene over hele verden. Dette var trolig viktige årsaker til at også Brasil opplevde stor kapitalutgang. De høye rentene som fulgte i forsvaret av landets «crawling peg» fastkurspolitikk skapte store problemer innenlands og tvil om landet ville kunne holde depresieringen innenfor en kontrollert rate over tid. Samtidig økte utgiftene til betjening av statsgjelden. Fallet i valuta-reservene svekket tilliten til valutaen, og valutakursmålet ble forlatt i januar 1999. Valutaen depresierte deretter 41 prosent på 17 dager.

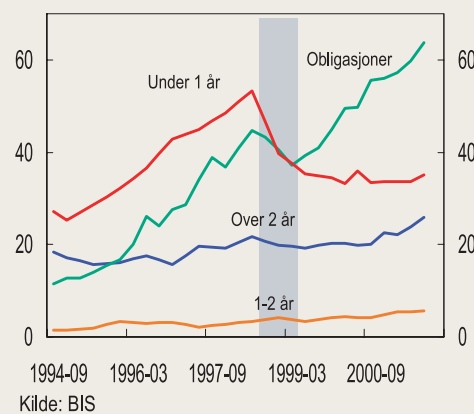
Også i Brasil var det banklån som dominerte kapitalinngangen på 1990-tallet, se figur 8.¹² Innslaget av obligasjonslån var imidlertid større enn både i Asia og i Russland. Statens eksterne gjeld ble mer enn firedoblet fra september 1996 til september 1998, men utgjorde likevel bare 10 prosent av Brasils totale eksterne gjeld før krisen. Denne gjelden har imidlertid også fortsatt å vokse i tiden etter krisen. Som det fremgår av figuren, spilte brasilianske banker en relativt beskjeden rolle i kanaliseringen av eksterne banklån til nasjonale foretak

Figur 8 Sammensetning av eksterne gjeld i Brasil etter kilde. Milliarder USD



Kilde: BIS

Figur 9 Eksterne bankgjeld etter løpetid og obligasjonsgjeld i Brasil. Milliarder USD



Kilde: BIS

sammenlignet med de sørøstasiatiske landene. Kapitalinngangen til foretakssektoren kom i stor grad direkte fra utenlandske banker. Et karakteristisk trekk er den relativt raske reduksjonen i eksterne banklån også før Russlands moratorium og LTCM-krisen. Siden det ikke var framme spesielt negative nyheter om makroøkonomiske fundamentale forhold i Brasil på denne tiden (ut over en generell skepsis til den økonomiske styringen over tid), kan det tyde på at markedene var «nervøse» i hele perioden etter Asia-krisen, og at kapitalflukten ikke bare var en umiddelbar panikkreaksjon etter det russiske moratoriet.

Fokus på bankgjeldens løpetid viser en viss likhet med Russland, se figur 9. Et markert fall i de korteste banklånene faller sammen med reduksjonen i lån gitt direkte

¹⁰ Data omkring midten av 1997 er preget av en statistikkomlegging og kan derfor vise noe overdrevne utslag.

¹¹ En fylldig gjennomgang av tiden før og under krisen finnes i Eide og Stæhr (1999)

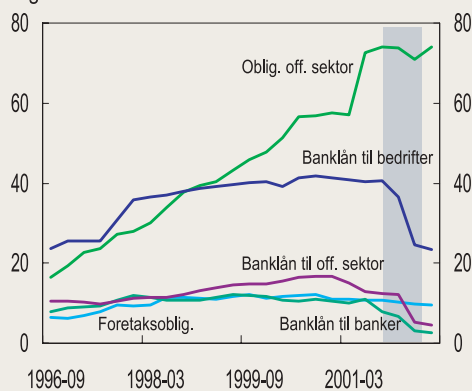
¹² Eksterne banklån til offentlig sektor falt svakt gjennom hele den perioden som i figuren dekker, fra 16 til 11 mrd. USD. Internasjonale obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner lå relativt stabilt mellom 15 og 20 mrd. USD fra midten av 1996 og ut perioden. Begge kategorier er utelatt av hensyn til figurens lesbarhet.

til foretakssektoren. Også her ser det ut til at mye av den kortsiktige eksterne bankgjelden var knyttet direkte til foretakene.

Argentina

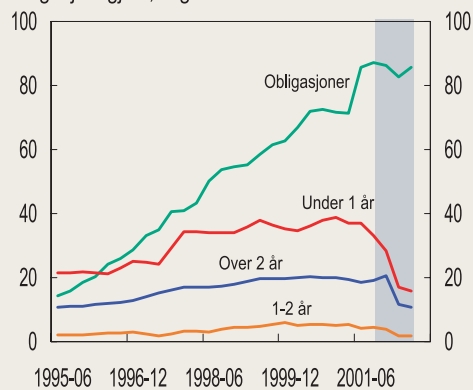
Som i Russland hang Argentinas problemer sammen med tvil om den offentlige budsjettpolitikken kunne opprettholdes over tid. Høy internasjonal tillit til valutakursordningen gjorde det relativt billig å finansiere underskuddene ved å ta opp obligasjonslån i utenlandsk valuta helt fram til midten av 2001.¹³ Offentlig sektors utenlandske obligasjonsgjeld vokste i årene 1996 - 2000 med en gjennomsnittlig årlig rate på 40 prosent, se figur 10. Gjeldsbyrden ble etter hvert ansett som uholdbar, og renten på nye lån økte dramatisk. Rentedifferansen mellom amerikanske og argentinske statspapirer var 6,6 prosentpoeng i januar 2001, og økte til 55 prosent 11 måneder senere.

Figur 10 Sammensetning av eksterne gjeld i Argentina etter kilde. Milliarder USD



Kilde: BIS

Figur 11 Eksterne bankgjeld etter løpetid, samt obligasjonsgjeld, Argentina. Milliarder USD



Kilde: BIS

Like etter oppga myndighetene fastkurspolitikken og valutaen deprimerte kraftig.

Foretakssektorens tilgang til ekstern kreditt falt brått midt i 2001. Først og fremst var dette trolig en konsekvens av uroen omkring statens gjeldssituasjon og valutakursordningen. Den høye andelen direkte lån til foretakene kan trolig i stor grad forklares med den sterke representasjonen av utenlandske banker i Argentina gjennom filialer. Disse lånte blant annet til datterselskaper av foretak i hjemlandet.

For øvrig fremgår det av figur 11 at de kortsiktige banklånene til Argentina ble raskt redusert rett før krisen, på samme måte som i de andre landene. Dette til tross for at finansiell sektor ikke ble oppfattet som svak i utgangspunktet. Den argentinske krisen oppstod først og fremst gjennom offentlig sektors obligasjonslån og reaksjonene i de internasjonale rentemarkedene på en vedvarende uansvarlig finanspolitikk (Mussa 2002). En høy opplåning i utenlandsk valuta, både fra privat og offentlig sektor, bidro til at landet ble oppfattet som svært sårbart etter hvert som fastkurspolitikken kom under press. De høye rentene som oppstod, rammet først og fremst offentlig sektor ved rulling og utleggelse av nye lån. De virkelige prøvelsene for privat sektor kom først da disse problemene manifesterte seg i press mot, og senere sammenbrudd av fastkursregimet.¹⁴

3. Sammenligninger

a) Gjeldssammensetning

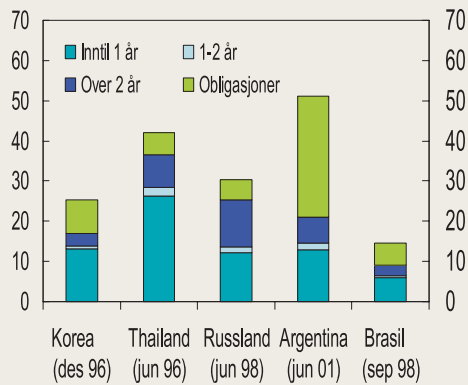
Korea, og særlig Thailand, peker seg ut med spesielt høy og raskt voksende kortsiktig gjeld fra utenlandske banker. Disse landene ble da også utsatt for den raskeste og dypeste likviditetstørken, fordi en svært høy andel av gjelden forfalt i løpet av krisen. På den annen side ble virkningene på renter og valutakurs mindre og kortere, jf. avsnitt 3b. Dette underbygger at det er en sammenheng mellom gjeldsstruktur og kriseforløp. Selv om en rask kapitaltørke i markedet for kortsiktige banklån kan ha store negative effekter på kort sikt, synes det å føre til en raskere avklaring av forholdet mellom debitor og kreditor. Når en større del av den eksterne gjelden består av internasjonale obligasjoner, kan en lengre periode med gradvis økende gjeldskostnader og senere konkurs etterfølges av lange forhandlinger om restrukturering med en svært fragmentert gruppe långivere. For alle landene er det imidlertid klart at det er raske fall i bankgjeld som er en hovedfaktor når krisene utløses. Obligasjonsgjeldens effekter er generelt mer langsiktige. De store forskjellene i gjeldssammensetning ved utbruddet av de enkelte krisene vises i figur 12.

Det er uklart i hvilken grad sammensetningen av ekstern gjeld har hatt betydning for smitte av uro til andre land. Under Asia-krisen var det klare tegn på slik regional smitte ved at utenlandske banker stengte kapitaltilførselen til hele regionen basert på usikkerhet i noen land. Disse

¹³ Valutaordningen i Argentina var et strengt fastkursregime knyttet til amerikanske dollar, men med flere mangler i forhold til et rent «seddelfond».

¹⁴ Se også Krueger (2002a).

Figur 12 Ekstern bankgjeld etter løpetid, samt ekstern obligasjonsgjeld. Prosent av BNP på krisetidspunktet



Kilde: BIS, IMF

landenes åpenhet medførte også sterkere fall i konkurransevne når nabolandene deprimerte. Selv om smitten etter krisen i Argentina foreløpig har vært karakterisert som lav, er det ikke nødvendigvis slik at obligasjonsmarkedet alltid er i stand til å diskriminere mellom låntakerland på noen bedre måter enn banker.

Den kraftige smitten i Asia-krisen kan langt på vei tilskrives landenes store åpenhet mot de samme markedene og deres relativt like næringsstruktur. I tillegg kan konsentrasjonen av kreditorer være viktig i slike tilfeller. Kombinasjonen av kortsiktig gjeld og relativt like långivere kan øke graden av flokkatferd. Kaminsky og Reinhardt (2000) analyserer blant annet kreditor-konsentrasjon som smittekanal mellom flere grupper av land. Studien finner støtte for at felles kreditorer og samhandel i verdipapirer trolig er viktigere enn lik struktur på utenrikshandelen.

b) Åpenhet og valutakurser

Krisene i Sørøst-Asia, Russland og Latin-Amerika var på mange måter svært forskjellige. Det samme var gjeldssammensetningen i forkant av krisen. Det er svært mange andre variable som kan tenkes å forklare et kriseforløp. Tabell 1 oppsummerer enkelte andre sentrale variable. Tabellen viser størrelsene i hvert enkelt land rett før krisene inntraff.

Et lands åpenhet er av stor betydning for hvordan en krise virker på økonomien, sett i sammenheng med hvordan gjelden er sammensatt. Som det fremgår av tabellen, hadde både Sør-Korea og Brasil en relativt lav gjeldsbelastning i forkant av krisene, men for øvrig var økonomiene svært forskjellige. Korea var en langt mer åpen økonomi med en eksport på om lag 30 prosent av BNP. Det tilsvarende tallet for Brasil var drøyt 8 prosent. Gjelden i Brasil var derfor mye høyere i forhold til eksportinntektene enn tilfellet var i Sør-Korea. En økning i risikopremien på brasiliansk gjeld førte derfor til en relativt mye sterkere forverring av driftsbalansen for Brasil, og dermed et press på valutakursen. Dette kan ha gjort Brasil spesielt sårbar for den nervøsitet som rådet i markedet høsten 1998, særlig når det gjelder tilliten til valutakursregimet. Brasils betydelige valuta-reserver synes ikke å ha vært tilstrekkelig til å opprettholde tilliten.

I likhet med Brasil var også Russland og Argentina relativt lukkede økonomier ved utbruddet av krisene. Sammen med en spesielt høy utenlandsgjeld var de derfor svært utsatt for finansieringsproblemer og høyere rentenivå. Samtidig var statsfinansene generelt svake, noe som isolert sett bidro til å svekke tilliten til de faste valutakursene. Den statlige eksterne opplåningen gikk spesielt kraftig opp før krisene både i Russland og Argentina. Dette kan ha bidratt til at renteutslagene var klart størst for disse landene.

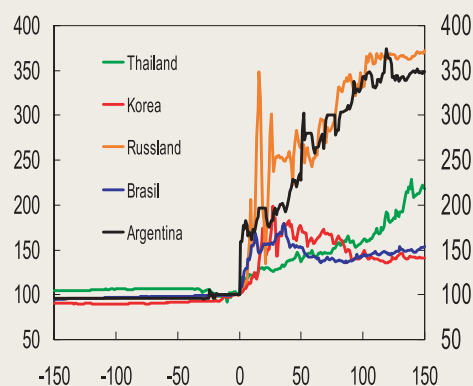
Også valutakursene viser store ulikheter i volatilitet rundt krisene. Figur 13 viser at utslagene i thailandske baht og koreanske won var relativt små, i alle fall i forhold til russiske rubler og argentinske pesos. En mulig hypotese er at også dette knytter seg til landenes åpenhet. En valutadepresiering i land med stor gjeld i utenlandsk valuta og lukket økonomi vil gi en relativt ensidig effekt i form av økte utgifter til gjeldsbetjening. De får liten hjelp av bedret bytteforhold og handelsbalanse, som normalt vil bidra til en raskere stabilisering av valutakursen, økt økonomisk vekst og styrket skatteinngang gjennom eksportnæringen. Eller sagt på en annen måte; de trenger en større depresiering for å oppnå ekstern balanse. Calvo m.fl. (2002) identifiserer og utdyper denne typen eksterne ubalanser som en viktig forklaring på krisen i Argentina, sammen med høy grad av dollarisering og høy ekstern statsgjeld.

Tabell 1: Nøkkeltall for gjeld og eksport. Alle tall i prosent.

	Korea 1996	Thailand 1996	Russland 1998	Brasil 1998	Argentina 2001
Ekstern gjeld / BNP	22,0	41,8	33,2	18,8	50,8
Ekstern bankgjeld / ekstern gjeld	73,9	87,8	89,1	63,2	49,5
Eksport / BNP	29,6	30,2	7,6	8,4	10,8
Ekstern gjeld / eksport	74	138	435	225	472
Valutareserver / ekstern gjeld	52,4	80,7	37,9	95,2	68,0

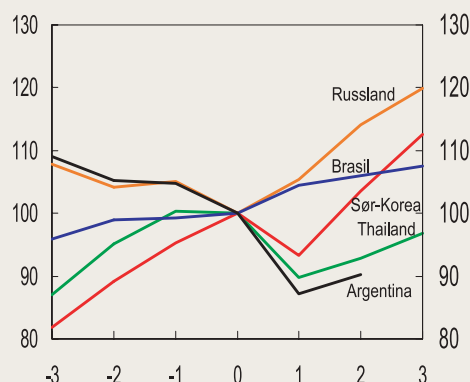
Kilder: BIS, Datastream, Verdensbanken

Figur 13 Valutakurser mot USD. 150 handledager før og etter krisetidspunkt. Indeksert, krise = 100



Kilde: EcoWin

Figur 14 Reelt BNP. 3 år før og etter krisetidspunkt. Indeksert, krise = 100



Kilde: IMF, Datastream

c) Virkningen på nasjonal produksjon

Landene hadde svært forskjellig utvikling i innenlandsk produksjon rundt krisene. Figur 14 viser utviklingen i økonomisk aktivitet i forhold til tidspunktet for når de finansielle krisene inntraff. En naturlig forklaring på ulikhetene er at finanskrisene kom på ulike tidspunkt i forhold til oppbyggingen av økonomiske ubalanser og påfølgende nedgangstider.

Thailand og Sør-Korea hadde høy økonomisk vekst helt fram til krisen, men det var likevel store underliggende ubalanser. Krisen avdekket ubalansene og utløste et kraftig, men kortvarig realøkonomisk tilbakeslag og betydelige reformer. Som en klar motsetning var krisen i Russland enden på en lang periode med økonomisk stagnasjon. Her var det altså svak økonomisk utvikling som til slutt førte til kapitaltørke og moratorium. Den økonomiske veksten kom relativt raskt tilbake etter krisen, selv om rentene ikke normaliserte seg før to år senere. Brasil kjennetegnes ved en mindre alvorlig valutakrise som ikke i samme grad påvirket den økonomiske aktiviteten over tid. Blant landene som omtales her hadde Brasil den minste effekten på årlig produksjon, noe som i stor grad gjenspeiler den relativt lave eksterne gjelden, jf. tabell 1. Depresieringen brakte ikke landet inn i en klart negativ bane med stadig økte utgifter og opplåning til gjelds-betjening. Argentina har likheter både med Russland (offentlige budsjettunderskudd undergraver fastkurs-politikken), og med Sørøst-Asia (valutakrise gir store virkninger på gjeldsbetjeningen og markedet for nye lån, og dermed den økonomiske aktiviteten). Misligholdet på statsgjelden synes å bli etterfulgt av en stadig kraftigere nedgang i produksjonen.

4. Tiltak for å styrke stabiliteten

Andelen kortsiktig ekstern bankgjeld (jf. figur 12) kan ha vært så høy i noen av landene vi ser på, fordi det

internasjonale kapitaldekningsregelverket (Basel-reglene) kan ha gitt insentiver til kortsiktige banklån til land utenom OECD (Greenspan 1998). Basel-reglene gir 20 prosent vekt til fordringer kortere enn ett år til banker i ikke-OECD-land ved beregning av det risiko-veide beregningsgrunnlaget¹⁵. Fordringer med løpetid lengre enn ett år har en vekt på 100 prosent. Det innebærer at banker som står overfor en annen bank utenfor OECD med en gitt risiko, vil kreve lavere rente ved kortsiktig enn ved langsiktig lån fordi det gir minst kostnad i forbindelse med kapitaldekningen. Problemstillingen er spesielt relevant for de sørøstasiatiske landene, fordi bankene der hadde en sterk posisjon som mellomledd mellom internasjonale investorer og det nasjonale kreditmarkedet. Liberaliseringer av finansmarkedene i samme tidsperiode spilte også en rolle for omfanget. Tankegangen bak Basel-reglene er at et kortsiktig lån er mindre risikofyllt for långiver, fordi det gir mulighet til å avslutte eksponeringen når risikoen tilknyttet låntaker endres. Problemet er at en enkelt banks mulighet til å trekke seg raskt ut, vil øke risikoen for øvrige långivere. Dette kan øke graden av flokkadferd i tilfeller der det oppstår usikkerhet om låntakers soliditet eller landets generelle økonomiske stilling.

I forslaget til nytt kapitaldekningsregelverk (Basel II) er disse uheldige insentivene noe redusert. Den ene av to alternative regelverksmodeller inneholder en mulighet for nasjonale myndigheter til å gi preferanse for fordringer på 3 måneder eller kortere. Dette vil imidlertid bare gjelde for fordringer på banker med relativt lav rating, og vektingsforskjellen mellom kortsiktig og langsiktig gjeld blir uansett mindre enn i dagens regelverk. Den andre modellen gir imidlertid banker anledning til å benytte egne modeller for risikomåling, noe som kan tenkes å føre til fortsatt lavere kapitaldekning for kortsiktige lån.

¹⁵ Sør-Korea ble medlem av OECD i 1996.

Basel-reglene er utformet med hovedformål å sikre långiverne i forhold til risikoen de påtar seg. Dette har stor betydning for finansiell stabilitet i långiverlandene. Det kan derfor argumenteres mot at disse reglene i tillegg skal ta hensyn til de eksterne effektene som oppstår ved kortsiktig finansiering av utenlandske banker. Kan hende må det andre typer regler til for å sikre låntakerne mot kapitalflukt og likviditetssvikt. Det må i så fall være regler rettet mot låntakerne og ikke långiverne. Slike eksplisitte regler vil kunne flytte risikoen for finanskriser fra myndigheter og internasjonale institusjoner og over til banksektoren selv, og således begrense omfanget av «moralsk hasard» der aktørene implisitt forventer ulike former for redningsaksjoner med offentlige midler.

Som nevnt har størrelsesforholdet mellom obligasjonsgjeld og bankgjeld stor betydning for finansiell stabilitet i et globalt perspektiv. Gjennom obligasjonsmarkedet kan risiko kanaliseres direkte fra informerte investorer til låntakere. Dette vil generelt øke tilgangen på kreditt til prosjekter i land på lavt utviklingsnivå. Et problem med obligasjonsgjeld oppstår om lånet misligholdes. Den fragmenterte kreditorstrukturen vanskeliggjør restrukturering og gir få insentiver til kollektive løsninger. Enkeltkreditorer vil da kunne velge å forfølge sine krav mot et land uavhengig av internasjonale initiativ for å få til restruktureringer som kan bringe landet videre. Dette koordineringsproblemet har bidratt sterkt til de langvarige virkningene av misligholdt obligasjonsgjeld. Den senere tids debatter omkring ordninger for effektiv restrukturering av obligasjonsgjeld er et skritt i retning av å gjøre krisevirkningene mer kortvarige, se for eksempel Krueger (2002b). Felles for disse forslagene er at de søker å binde kreditorerne til en allmenn restrukturering som vil være bedre både for kreditorerne samlet sett og for landet selv, gitt at krisen allerede er oppstått.¹⁶

Sammen med revideringen av Basel-reglene vil dette arbeidet kunne bidra til at konsekvensene av en krise blir mindre, enten fordi kapitalstrømmene blir mer langsiktige eller fordi kreditorerne kan opptre mer ordnet. Konsekvensen vil imidlertid måtte være at lånekostnadene for fremvoksende økonomier vil øke. Det vil gjenspeile den enkelte kreditors økte kapitalkrav eller reduserte mulighet til å «redde seg selv». I utgangspunktet kan dette virke negativt. For global finansiell stabilitet vil det imidlertid være ønskelig med en slik håndtering av de eksterne effektene som har ført til høy og kortsiktig utlåning til disse landene. Også landene selv vil i det lange løp kunne nyte godt av at kapitalstrømmene blir mindre volatile, selv om det kan bety høyere kostnader.

Referanser

- Berg, Andrew (1999): «The Asia Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes». *IMF Working Paper* nr. 99/138
- BIS (1998a): «Financial intermediation and the Asian crisis». *68th Annual Report*, kapittel VII. Bank for International Settlements, Basel, juni 1998
- BIS (1998b): *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, first half 1997. Bank for International Settlements, Basel, januar 1998
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo og Ernesto Talvi (2002): «Sudden Stops, The Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons». Artikkel til seminaret «*The Resurgence of Macro Crises: Causes and Implications for Latin America*», Inter-American Development Bank.
- Eide, Jostein og Karsten Stæhr (1999): «Brasils finanskriser i et historisk perspektiv – statsfinanser, inflasjon og stabilisering». *Penger og Kreditt* nr. 2/1999
- Greenspan, Alan (1998): Tale til Federal Reserve Bank of Chicagos konferanse «34th Annual Conference on Bank Structure and Competition», 7. mai. *BIS Review*, 18. mai 1998.
- Kaminsky, Graciela L. og Carmen M. Reinhart (2000): «On Crises, Contagion and Confusion». *Journal of International Economics*, bind 51(1) (juni 2000), s. 145-68
- Krueger, Anne (2002a): «Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina» tale på konferanse om «*The Argentina Crisis*» i regi av National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, juli 2002. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/071702.htm>)
- Krueger, Anne (2002b): «New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking». Tale på *Conference on «Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards»* ved Intstitute for International Economics, Washington DC, april 2002 (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm>)
- Lund, Arild J. (1998): «Uroen på de internasjonale finansmarkedene høsten 1998». *Penger og Kreditt* nr. 4/1998
- Mussa, Michael (2002): «Argentina and the fund: from triumph to tragedy». *Policy Analyses in International Economics 67*, Institute of International Economics, Washington DC
- Stæhr, Karsten (1999): «Russlands finanskriser – bakgrunn og perspektiver». *Penger og Kreditt* nr. 1/1999
- Verdensbanken (2000): *Global Development Finance*, kapittel 4, «The Benefits and Risks of Short-Term Borrowing».
- Winje, Pål (2002): «Gjeldsordning for land». *Penger og Kreditt* nr. 4/2002

¹⁶ En utfyllende drøfting av problematikken rundt ordninger for restrukturering av obligasjonsgjeld og alternative forslag er gitt i Winje (2002).