

# Når et land går konkurs

*Hvordan en konkursmekanisme for stater vil  
påvirke insentiver i lånemarkedet*

Øygunn Sundsbø Brynildsen



Masteroppgave ved Økonomisk Institutt

UNIVERSITETET I OSLO

Mai 2014

# **Når et land går konkurs**

Hvordan en konkursmekanisme for stater vil påvirke insentiver i lånemarkedet

Copyright Forfatter

2014

Når et land går konkurs

Øygunn Sundsbø Brynildsen

<http://www.duo.uio.no>

Trykk: Reprosentralen, Universitetet i Oslo

# Sammendrag

Gjeldskrisen i eurosonen revitaliserte politisk og økonomisk debatt om hvordan gjeldskriser for stater kan og bør løses. Også etter gjeldskrisen i utviklingsland på 1980-tallet, etter asiakrisen på slutten av 1990-tallet og etter Argentinas økonomiske krise på begynnelsen av 2000-tallet satte politikere og økonomer søkelyset på hvordan best håndtere lands gjeldskriser. Til tross for en økende grad av anerkjennelse av at en stat kan være insolvent, er dette ikke reflektert i den internasjonale finansarkitekturen. Dette står i motsetning til velutviklede nasjonale kredittmarkeder som har ordnede, lovfestede prosedyrer for hvordan raskt og forutsigbart løse insolvensproblemer for bedrifter så vel som for individer og kommuner. Hart (1995) presenterer konkursteori for bedrifter. Han hevder at det private kredittmarkedet er preget av transaksjonskostnader, asymmetrisk informasjon og moral hazard, og at det forutsatt disse markedsimperfeksjonene er optimalt med en konkursmekanisme (Hart 1995). Lånemarkedet for stater preges av de samme forholdene, men har ingen veldefinert prosess til å redusere de negative virkningene av imperfeksjonene.

Et av hovedargumentene mot å opprette en konkursprosess for stater, er at låntakerlands moral hazard vil øke siden muligheten for gjeldslette i fremtiden vil svekke låntakers insentiver til å unngå å låne over evne eller til uproduktive formål. Videre er det i dag svært omdiskutert å ta långivers rolle med i vurderingen når et lands gjeld restruktureres, til tross for at långivere har bidratt til å skape uproduktive lån og ikke-bærekraftige gjeldsbyrder for låntakerland. I denne oppgaven utfordrer jeg disse to forholdene. Jeg viser at en internasjonal konkursmekanisme for staters gjeld vil endre både låntakeres og långiveres insentiver, og jeg påstår at en konkursmekanisme slik jeg skisserer den vil redusere moral hazard i det internasjonale lånemarkedet.

Jeg definerer at låntakers moral hazard skapes av forhold som gir insentiver til uproduktiv lånefinansiering eller til å begjære konkurs i tilfeller hvor landet er solvent, fordi låntaker ikke bærer den fulle risikoen av sine valg. Tilsvarende referer långivers moral hazard til forhold der långiver har insentiver til å gi uproduktive lån som en følge av at långiver selv ikke bærer risikoen for en ikke bærekraftig og produktivt investert gjeld.

Med bakgrunn i USAs konkurslov for henholdsvis bedrifter, kommuner og individer skisserer jeg i denne oppgaven et rammeverk for en mulig konkursprosedyre for stater. Jeg definerer fire relevante faktorer som skiller seg fra dagens måter å håndtere statlige gjeldsproblemer på. Disse er 1) helhet: prosedyren samler alle långivere i én prosess 2)

nøytralitet, 3) skjerming av nødvendige minsteutgifter og av selvbestemmelse, og 4) umiddelbar frys av gjeldsbetjening og rettsaker mot låntaker. Jeg diskuterer hvordan låntakers og långivers insentiver i det internasjonale kredittmarkedet for stater vil endres ved opprettelsen av en konkursprosedyre som følger disse elementene. Diskusjonen bygger også på økonomisk teori for offentlig gjeld og partenes insentiver i kredittmarkeder med asymmetrisk informasjon. Ettersom det finnes begrenset økonomisk litteratur om insentivstrukturer i internasjonale kredittmarkeder, benytter jeg også relevant litteratur om kredittmarkeder i rurale strøk i utviklingsland.

Jeg viser at påstanden om at en konkursprosedyre for stater vil skape moral hazard for låntakere er sann, men at frykten er overdrevet. Her følger et sammendrag av argumentene bak konklusjonene i oppgaven.

Etter en systematisk diskusjon om hvordan hver av de fire elementene jeg definerer for en konkursprosedyre vil påvirke låntakers insentiver, konkluderer jeg med at en konkursprosedyre vil virke motstridende på låntakers moral hazard. Alt i alt er det likevel sannsynlig at den påvirker låntakers insentiver i retning av mer bærekraftig lånefinansiering. En prosess som samler alle långivere kan redusere låntakers transaksjonskostnader forbundet med å begjære konkurs, og slik skape økt moral hazard. En samlet prosess innebærer også økt informasjonsflyt mellom långiverne, noe som svekker låntakers moral hazard. En nøytral prosess har også motstridende virkninger på låntakers insentiver. Det styrker låntakers posisjon i forhandlinger med långiverne, men nøytral informasjonsinnhenting er et effektivt middel for å redusere moral hazard. En konkursmekanisme som beskytter nødvendige minsteutgifter øker isolert sett låntakers insentiver til å handle opportunistisk, og økt grad av selvbestemmelse kan svekke långiveres trusler om sanksjoner og dermed ytterligere øke låntakers moral hazard. På den andre siden kan en prosedyre som beskytter låntakers suverenitet i større grad ansvarliggjøre myndighetene i låntakerlandet. Automatisk frys av gjeldsbetjening og eventuelle rettsaker mot låntaker kan insentivere låntaker til å begjære konkurs også når det ikke er nødvendig.

De fire elementene i en konkursprosedyre gir altså ulike virkninger på låntakers insentiver. Hovedargumentene bak konklusjonen om at låntakers insentiver vil endres i retning av mer bærekraftig lån, er at trusler om dårlige lånevilkår og utfrysning av land som misligholder gjeld, samt mulige indirekte sanksjoner fra långivere skaper sterke insentiver for låntaker til å ikke å misbruke muligheten til å begjære konkurs. Trusselen om utfrysning fra lånemarkedene er også mer troverdig hvis långivere samarbeider. På den andre siden er det

sannsynlig at en forutsigbar og rask prosess som samler alle långivere og ivaretar låntakers grunnleggende behov for videre finansiering og selvbestemmelse, gjør det lettere for land å begjære konkurs i tilfeller der landet allerede er insolvent eller er på kantent av insolvens.

Etter en tilsvarende systematisk gjennomgang av hvordan de fire faktorene vil påvirke insentivene til lands långivere, konkluderer jeg med at långivere vil ha økte insentiver til å påse bærekraftig utlån. En viktig nyansering er at endringen i insentivstrukturen sannsynligvis vil være størst blant långivere som i liten grad har bidratt til gjeldslette.

Hovedelementene i diskusjonen er som følger: En konkursprosedyre som samler alle långivere i én prosess framtvinger økt koordinering mellom långivere, og vissheten om at ingen långivere vil måtte bidra til en eventuell restrukturering insentiverer långivere til å påse at lån er bærekraftige. I likhet med låntakere, vil også långivere miste insentiver til opportunistisk handling ved eksistensen av en nøytral prosess der informasjonsinnhenting om partenens valg og handlinger – for eksempel risikovurderinger og korrupsjon, står sentralt. En prosess som skjærer låntakers minsteutgifter og selvbestemmelse kan svekke långiveres villighet til å gi lån. Kombinert med at konkursprosessen samler alle långivere, vil det gi insentiver til å påse at utlån er bærekraftige. Effekten av en prosess som aktiverer umiddelbar frys i gjeldsbetjening og eventuelle rettsaker vil trolig også minske långiveres villighet til å gi lån til land de oppfatter som usikre låntakere.

Et relevant tema som melder seg, er hvorvidt en konkursmekanisme for stater vil svekke långiveres villighet til å låne til stater, og utlån kan bli forbundet med en høyere risikopremie, altså høyere rentenivå. Dette gjelder særlig for utviklingsland. En konkursmekanisme som samler alle långivere, og som gir låntaker begrenset ansvar gjennom beskyttelse av et minimum av låntakers eiendeler og fremtidige inntekter, kan gjøre utlån mer risikofyllt. Selv om jeg i oppgaven konkluderer med at trusselen om sanksjoner i stor grad disiplinere låntakere, kan kredittmarkedet konkludere i en annen retning. Hvordan vil mulig lavere tilgang til lånefinansiering virke på utviklingslands økonomi? Store behov for økte inntekter for å finansiere fattigdomsbekjempelse og å holde gjeldsnivået bærekraftig er to nødvendige mål som det er utfordrende å balansere. Dette kan være en interessant problemstilling for videre forskning.



# Forord

Denne oppgaven er avslutningen på min toårige mastergrad i samfunnsøkonomi ved Universitetet i Oslo.

Å skrive denne oppgaven har gitt meg en mulighet til å gå dypere inn i teoretiske sider ved et tema jeg har jobbet med politisk før og under arbeidet med oppgaven. Gjennom tidligere engasjementer i Slett Ulandsgjelda (SLUG) og i European Network on Debt and Development har jeg godt innsyn i internasjonale politiske debatter om gjeldslettemekanismer.

Et argument jeg ofte har møtt fra representanter i kreditorsamfunnet, er at en konkursmekanisme for land ikke er mulig å opprette fordi det vil skape svært sterke moralske dilemma for låntakerlandene. Låntakere vil ikke ha insentiver til å sikre bærekraftige lån når de uansett har utsikter til gjeldslette hvis de ikke kan betjene gjelden, går argumentet. Det høres fornuftig ut, men når man ser hvor mange dypt forgjeldede utviklingsland som likevel betjener lånene, og når man ser hvordan långivere i mange tilfeller må kunne holdes i hvert fall delvis ansvarlig for den ubetalbare gjelden mange land sliter med å betjene, har det forundret meg at det ikke er mer oppmerksomhet omkring långiveres moralske dilemma. Dette har motivert meg til å gå dypere inn i materien og analysere hvordan en konkursmekanisme for land vil påvirke insentivene for låntakere og långivere.

Engasjementet mitt i temaet betyr at jeg ikke har den akademiske avstanden til stoffet som kan være ønskelig. På den andre siden gir det meg et fortrinn å kjenne den politiske debatten omkring et tema jeg her behandler teoretisk. I oppgaven tilstreber jeg naturligvis en nyansert fremstilling av stoffet.

Jeg vil takke Jo Thori Lind for god veiledning, tålmodighet og oppmuntringer gjennom arbeidet med denne oppgaven.

Mai, 2014

Øygunn Sundsbø Brynildsen





# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>Innledning</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Utenlandsgjeld og gjeldsforhandlinger</b>	<b>4</b>
<b>2.1</b>	<b>Gjeld, en teoretisk oversikt</b>	<b>4</b>
2.1.1	Definisjon av gjeld og utenlandsgjeld	4
2.1.2	Når er gjeld og budsjettunderskudd nyttig?	5
2.1.3	Når er gjelden for høy?	8
2.1.4	Utviklingslands gjeld i dag	11
2.1.5	Hjelper gjeldslette?	12
<b>2.2</b>	<b>Gjeldsforhandlinger: Fra militærmakt til utviklingsmål</b>	<b>14</b>
2.2.1	Uformelle långiverklubber	15
2.2.2	Tiltak for å løse gjeldskrisen: Fra likviditet til solvens	16
2.2.3	Institusjonaliserte initiativer: HIPC	17
2.2.4	Med mål om utvikling: MDRI	17
2.2.5	Forsøk på å samle långivere	18
<b>2.3</b>	<b>Oppsummering</b>	<b>18</b>
<b>3</b>	<b>Moral hazard og insentivstrukturer</b>	<b>20</b>
<b>3.1</b>	<b>Når betaling ikke er en selvfølge: Låntagers moral hazard</b>	<b>21</b>
3.1.1	Mislighold av gjeld	21
3.1.2	Moral hazard	22
3.1.3	En modell for låntakers og långivers insentiver	24
3.1.4	Låntakers moral hazard	29
<b>3.2</b>	<b>Hvorfor betjene lånet likevel</b>	<b>30</b>
3.2.1	Det gode ryktet	31
3.2.2	Sanksjoner	33
<b>3.3</b>	<b>Långivers moral hazard</b>	<b>34</b>
3.3.1	Långiver i siste instans	35
3.3.2	Ikke-finansielle insentiver	36
3.3.3	Legitime krav?	37
<b>3.4</b>	<b>Oppsummering</b>	<b>39</b>
<b>4</b>	<b>Konkursprosedyre for land: Rammeverk og insentiver</b>	<b>41</b>
<b>4.1</b>	<b>USAs konkurslov</b>	<b>41</b>
4.1.1	Kapittel 7: Oppgjør for individer og bedrifter	41
4.1.2	Kapittel 11: Reorganisering	42
4.1.3	Kapittel 9: Kommunekonkurs	43
<b>4.2</b>	<b>Overførbare elementer fra USAs konkurslov</b>	<b>44</b>
4.2.1	En samlet prosess for alle fordringer	44
4.2.2	Nøytralitet	45
4.2.3	Skjerme nødvendige minsteutgifter og selvbestemmelse	46
4.2.4	Gjeldsbetjening og rettsaker settes på vent	47
<b>4.3</b>	<b>Særtrekk ved stater</b>	<b>48</b>
<b>4.4</b>	<b>Mål for en konkursmekanisme for stater</b>	<b>49</b>
4.4.1	Effektivitet	49
4.4.2	Sikre de rette insentivene	50
4.4.3	Tilbakebetaling etter forhåndsbestemt rekkefølge	51
<b>4.5</b>	<b>Konkursprosedyrens insentivpåvirkning</b>	<b>51</b>
4.5.1	Låntakers insentiver og moral hazard	51
4.5.2	Långivers moral hazard	53
<b>5</b>	<b>Konklusjon</b>	<b>57</b>
	<b>Litteraturliste</b>	<b>61</b>

# 1 Innledning

*“As you know, much has been done to strengthen the architecture of the international financial system in response to the recent emerging market financial crises. But there remains a gaping hole: we lack incentives to help countries with unsustainable debts resolve them promptly and in an orderly way. At present the only available mechanism requires the international community to bail out the private creditors.”*

Anne Krueger, tidligere visepresident i IMF (Krueger, 2001).

Staters utenlandsgjeld har de siste årene figurert i krigstyper i internasjonal media og har stått på agendaen når verdens ledere møtes. Gjeldskrisen i eurosonen revitaliserte politisk og økonomisk debatt om hvordan gjeldskriser for stater kan og bør løses. Det er ikke første gang en pågående gjeldskrise utløser en slik debatt. Sitatet over viser til Det Internasjonale Pengefondet (IMF) sitt initiativ til en internasjonal mekanisme for restrukturering av staters gjeld, en reaksjon på Argentinas økonomiske krise i 2001.

Anne Krueger løfter frem insentivstrukturene i lånemarkedet for stater som en hindring for effektive løsninger på staters gjeldsproblemer. Et av hovedargumentene mot innføringen av en konkursprosess for stater, er at låntakerlands moral hazard vil øke. Argumentet er at muligheten for gjeldslette i fremtiden reduserer låntakers insentiver til ikke å låne over evne eller låne til uproduktive formål. I denne oppgaven utfordrer jeg dette argumentet. Jeg viser at en internasjonal konkursmekanisme for staters gjeld vil endre både låntakeres og långiveres insentiver, og redusere moral hazard i det internasjonale lånemarkedet. Med bakgrunn i USAs konkurslov for henholdsvis bedrifter, kommuner og individer definerer jeg fire faktorer jeg mener er relevante å overføre til en konkursmekanisme for gjeldstyngede land, og jeg diskuterer hvordan en konkursmekanisme innenfor dette rammeverket vil påvirke insentiver i lånemarkedet.

EUs forsøk på å løse gjeldsproblemer i eget hus illustrerer hva fraværet av en forutsigbar og ordnet gjeldshåndteringsprosess kan koste. Både debitorer og kreditorer måtte tåle store tap som følge av en uryddig og sterkt politisert prosess for å løse Hellas gjeldsproblem siden 2010. En kan trekke paralleller til håndteringen av gjeldskrisen i hovedsakelig latinamerikanske land på 1980-90-tallet. ”Veien blir til mens vi går”-tilnærmingen til

håndtering av ubetalbare gjeldsbyrder ble også da svært kostbar, ikke minst for debitorlandene og deres innbyggere.

Til tross for en økende grad av anerkjennelse av at en stat kan være insolvent, er ikke dette reflektert i den internasjonale finansarkitekturen. Dette står i motsetning til velutviklede markeder som har ordnede, lovfestede prosedyrer for hvordan raskt og forutsigbart løse insolvensproblemer for bedrifter så vel som for individer og kommuner. Hart (1995) skriver om konkursteori for bedrifter og hevder at det private kredittmarkedet er preget av transaksjonskostnader, asymmetrisk informasjon og moral hazard, og at det forutsatt disse markedsimperfeksjonene er optimalt med en konkursmekanisme (Hart 1995). Lånemarkedet for stater preges av de samme forholdene, men har ingen vel definert prosess til å redusere de negative virkningene av disse imperfeksjonene.

Et grunnleggende samfunnsøkonomisk prinsipp er at alle økonomiske aktører må ha de rette insentivene for at en løsning skal bli samfunnsmessig optimal. Samfunnsøkonomiske så vel som politiske diskusjoner om gjeld, og særlig statlig gjeld, overser likevel i stor grad långivers insentiver. Långivere; offentlige som private, har bidratt til å skape uproductive lån og ikke-bærekraftige gjeldsbyrder for land. Likevel det svært omdiskutert å ta långivers rolle med i vurderingen når et lands gjeld restruktureres. I denne oppgaven vurderer jeg også långivers moral hazard, og diskuterer hvordan denne kan påvirkes av en konkursprosedyre.

Lånetakers moral hazard referer til forhold som skaper insentiver til uproduktiv lånefinansiering som følge av at låntaker ikke bærer den fulle risikoen av uansvarlig låneopptak. Moral hazard viser også til låntakers insentiver til å erklære seg konkurs i tilfeller hvor landet er solvent. Tilsvarende referer långivers moral hazard til forhold der långiver har insentiver til å gi uproductive lån som en følge av at långiver selv ikke bærer risikoen for en ikke bærekraftig og produktivt investert gjeld.

Jeg refererer til at stater går konkurs. Det er verd å merke seg at en stat teknisk sett ikke går konkurs. En stat kan gå tom for valutaeserver, men som en følge av staters videre eksistens og ikke-finansielle ressurser kan en stat i teorien alltid skape mer verdier eller kutte i utgifter. Når jeg benytter begrepet 'konkurs' om lands insolvensproblemer referer jeg altså ikke til den tekniske definisjonen av konkurs, men til en bredere forståelse av begrepet.

Jeg har valgt å fremstille stoffet narrativt, med svært lite bruk av formelle modeller. Dette følger av at jeg ønsket en helhetlig tilnærming til og oversikt over aktørenes insentiver. Gitt

at det finnes lite litteratur på området, er denne diskusjonen for omfattende til å kunne fremstilles i en ny modell i en masteroppgave.

I kapittel 2 gir jeg først en teoretisk oversikt over gjeld og gjeldslette. Det er ulike syn på når lånefinansiering er hensiktsmessig, og når gjeldslette er et effektivt middel, men det er økonomisk enighet om at langvarige budsjettunderskudd virker negativt på økonomisk vekst og at gjeldslette kan være effektivt i situasjoner der et land lider under gjeldsoverheng. Kapitlet gir også en oversikt over de prosedyrene som finnes for å restrukturere staters gjeld.

I kapittel 3 presenterer jeg teori om moral hazard og insentiver i kredittmarkeder. Det finnes lite økonomisk teori om moral hazard for statlige debitorer og deres kreditorer, og jeg tar derfor utgangspunkt i teori om kredittmarkeder i rurale strøk i utviklingsland. Jeg viser også en modell for hvordan asymmetrisk informasjon i lånemarkedet skaper insentiver til opportunistisk handling, og hvordan långivers og låntakers insentiver påvirker hverandre. Grunnlaget for diskusjon om långivers moral hazard henter jeg fra litteratur om odiøs gjeld og eksempler der lånenes kvalitet og opphav har vært del av grunnlaget for gjeldslette.

I kapittel 4 gir jeg en kort beskrivelse av tre kapitler i USAs konkurslov som har blitt foreslått som grunnlag for en konkursmekanisme for stater. Jeg presenterer kapittel syv som omhandler oppgjør for individer, kapittel elleve for reorganisering av bedrifter, og kapittel ni for kommunekonkurs. Jeg trekker frem og diskuterer fire faktorer som er særlig relevante for en mulig konkursprosedyre for stater. Disse er 1) en helhetlig behandling av alle fordringer, 2) nøytralitet, 3) beskyttelse av prioriterte utgifter og selvbestemmelse, og 4) gjeldsbetjening og rettssaker settes på vent. Jeg diskuterer så relevante vesensforskjeller mellom bedrifter og stater, ettersom deler av teorigrunnlaget bygger på bedriftskonkurs, før jeg presenterer Harts (1995) tre mål for bedriftskonkurs og deres relevans for en statlig konkursprosedyre. De tre målene er 1) effektivitet, 2) sikre rette insentiver, og 3) forutsigbar betalingsrekkefølge.

I siste del av kapittel 4 diskuterer jeg hvordan hver av de fire elementene jeg har definert som sentrale for konkursprosessen vil virke inn på låntakers og långivers insentiver. Jeg viser at en konkursprosess innenfor rammeverket jeg har skissert vil påvirke aktørenes insentiver i ulike retninger. Hvis en legger til grunn at risikoen for sanksjoner og dårlig betalingsrykte oppfattes som reell for låntaker, mener jeg likevel at en konkursprosess vil påvirke både låntakers og långivers insentiver i retning av mindre moral hazard.

I kapittel 5 trekker jeg konklusjoner.

## 2 Utenlandsgjeld og gjeldsforhandlinger

*"Debt has come to be the central issue of international politics. But nobody seems to know exactly what it is, or how to think about it."*

David Graeber in "Debt: the first 5,000 years" (Graeber, 2011)

Frem til våren 2010 var ordet "gjeldskrise" først og fremst forbundet med gjeldskrisen i latinamerikanske land på 1980 og 90-tallet og delvis til Asiakrisen på slutten av 1990-tallet. Påfølgende initiativer for gjeldslette for de fattigste landene har redusert disse landenes gjeldsbyrder betydelig, og siden 2003 har statlig gjeld nærmest forlatt overskriftene i nyhetsbildet så vel som i akademia. De siste årene har debatten om hva som er bærekraftig gjeld, hvordan gjeldsproblemer bør løses og hvem som skal bære byrden igjen stått i fokus. Denne gangen først og fremst med referanse til krisen i Hellas, Irland, Spania og andre gjeldstyngede land i eurosone.

I dette kapitlet gir jeg først en oversikt over teoretiske sider ved gjeld og gjeldslette. Deretter presenterer jeg mekanismer for å håndtere gjeldsproblemer i dag, og diskuterer kort utfordringer knyttet til aktørenes insentiver.

### 2.1 Gjeld, en teoretisk oversikt

Like sikkert som at lån kan være et effektivt økonomisk virkemiddel som gir mulighet til å overføre ressurser over tid, kan det også bli for mye. I dette kapitlet gir jeg en innføring i makroøkonomiske diskusjoner omkring gjeld. Når er gjeld nyttig, når er gjelden for høy, og er da gjeldslette et effektivt virkemiddel? Dette er store tema, så jeg begrenser meg her til å referere hovedlinjene i økonomisk teori. Først presenterer jeg ulike definisjoner av 'gjeld' og 'utenlandsgjeld'.

#### 2.1.1 Definisjon av gjeld og utenlandsgjeld

I standard makroøkonomi defineres en stats gjeld som den akkumulerte summen av budsjettoverskudd og budsjettunderskudd over tid (Rosen, 2002 og Delong, 2002). En detaljert analyse av et lands gjeld krever likevel en mer presisjon. For eksempel er offentlig gjeld på lokalt nivå, implisitte forpliktelser som fremtidige pensjonsutbetalinger, gjeld i statseide selskaper og garantier utstedt for banker og andre private aktører utelatt.

Verdensbanken definerer en stats gjeld som offentlig og offentlig garantert gjeld, altså lån tatt opp av sentrale myndigheter eller lån tatt opp av lokale myndigheter eller private aktører der sentrale myndigheter har stilt opp som garantist (Verdensbanken, 2014b). Hvordan en stats gjeld defineres er ikke utslagsgivende for diskusjonen i denne oppgaven.

Denne oppgaven er avgrenset til å omhandle staters utenlandsgjeld. To standard definisjoner av utenlandsgjeld tar utgangspunkt i henholdsvis långivers nasjonalitet og lånets valuta. Den første definerer utenlandsgjeld som den delen av statens gjeld som holdes av utenlandske långivere (IMF, 2006). Denne definisjonen gjør eksakte kalkuleringer vanskelige å gjennomføre ettersom en stadig større andel av utviklingslands gjeld er i form av statsobligasjoner (Verdensbanken, 2012). Disse omsettes på det internasjonale markedet og det er svært vanskelig, kanskje umulig, å vite hvem långiverne er til enhver tid og hvorvidt disse er registrert i eller utenfor landet. En annen vanlig definisjon på utenlandsgjeld er den delen av statens gjeld som er utstedt i fremmed valuta. Denne definisjonen er lettere å avgrense, men ikke like beskrivende ettersom flere land utsteder obligasjoner i utenlandsk valuta i nasjonale markeder og obligasjoner i nasjonal valuta i internasjonale markeder (Panizza m.fl. 2010).

Definisjonen av utenlandsgjeld og dens eksakte størrelse er heller ikke essensiell for diskusjonen og konklusjonen i denne oppgaven ettersom jeg ikke benytter eksakte størrelser og økonometriske beregninger. Kilder benyttet i denne oppgaven benytter ulike definisjoner av 'utenlandsgjeld' og ikke alle oppgir hvordan de definerer begrepet. Jeg velger derfor å benytte begrepet "utenlandsgjeld" uten å definere begrepet nærmere.

En stadig økende andel av staters totale gjeld holdes av statens innbyggere, altså såkalt innenlandsgjeld. Økningen i andel innenlandsgjeld gjelder særlig utviklingsland (Verdensbanken, 2012). Gjeldsforhandling mellom en stat og dens innbyggere og institusjoner er av en annen natur enn forhandlinger med utenlandske långivere. Lånene er ofte i nasjonal valuta, og eventuell gjeldssanering har andre konsekvenser for den forgjeldede staten. Å inkludere denne typen gjeld blir derfor for omfattende for denne masteroppgaven, men gitt den økende betydningen av innenlandsgjeld er dette en type gjeld som bør inkluderes i mer omfattende analyser.

### **2.1.2 Når er gjeld og budsjettunderskudd nyttig?**

*"The Democratic Republic of Timor-Leste began life in 2002 without owing money to anyone. For the sake of an equitable, prosperous, and environmentally sound future for*

*today's and tomorrow's children Timor-Leste should remain debt-free. We urge Timor-Leste's leaders and international institutions to use other ways to finance the country's much-needed development."*

(East Timor Action Network: Opprop for et gjeldsfritt Øst-Timor, signert østtimorske og internasjonale organisasjoner, 9 september 2011.)

I offentlig økonomi presenteres lån som én av to kilder til finansiering av offentlige utgifter. Den andre inntektskilden er skatter og avgifter. Det er likevel viktig å merke seg at statens gjeld også må betjenes med inntekter fra skatter og avgifter, men må et senere tidspunkt. Et lån er altså en transaksjon over tid. Spørsmålet om hvorvidt en stat bør finansiere spesifikke kostnader ved låneopptak eller skatteinnkreving er derfor et spørsmål om når det er mest hensiktsmessig å kreve inn skattene. Hvis svaret er nå, bør en kostnad finansieres direkte over skatteseddelen. Hvis svaret er senere bør staten ta opp lån som betales tilbake med økte skatter i senere perioder (Rosen, 2002). Rosen (2002) skiller ikke mellom innenlands og utenlands låneopptak i dette argumentet. Dersom det er snakk om lån i utenlandsk valuta må en ta i betraktning at staten behøver valutainntekter fra eksport eller nye lån i relevant valuta.

I standard økonomi er spørsmålet om hvorvidt en statlig utgift bør finansieres over skatteseddelen eller ved hjelp av lån et spørsmål om hvilken generasjon som skal bære byrden for dagens utgift (Rosen, 2002). Robert Barro bygger på teorien om ricardiansk ekvivalens. Han hevder at og siden gjeld til syvende og sist må dekkes inn gjennom skatteinntekter, og effekten av skatteøkning er en nedgang i potensielt output, virker gjeld negativt på økonomisk vekst (Reinhart og Rogoff, 2010). I dette kapitlet referer jeg til litteratur som viser at lånefinansiering likevel kan være hensiktsmessig i enkelte situasjoner.

Rosen (2002) presenterer to prinsipper for når en stat bør velge lånefinansiering. Ett prinsipp sier at den som nyter godt av statens utgifter bør betale. Det betyr at lånefinansiering er hensiktsmessig hvis utgiften er en investering med avkastning for fremtiden, for eksempel investeringer i infrastruktur. Et annet prinsippet handler om likhet mellom generasjoner. Dersom det er et mål å utjevne økonomiske forskjeller mellom generasjoner, kan en forsvare å lånefinansiere kortsiktige investeringer som kommer nåværende generasjon til gode i situasjoner der det er klare forventninger om at neste generasjon vil være rikere enn dagens generasjon. Lånefinansieringen er slik en overføring fra en fremtidig relativt rik generasjon til dagens relativt fattigere generasjon (Rosen, 2002).



Lån kan også virke positivt som overgangsløsning og for å øke import. Lånefinansiering kan være en siste utvei i situasjoner der eksterne sjokk eller dårlig økonomisk styring har ført et land ut i en likviditetskrise. En stat kan søke kortsiktige lån når det ikke har tilstrekkelig valuta til å betale sine internasjonale regninger eller opprettholde et minimum av valutaeserver. IMF ble opprettet for å bidra med kortsiktige lån på gode betingelser i slike situasjoner. Omkring tyve prosent av IMF's medlemsland har benyttet seg av fondets ulike låneordninger (IMF, 2014d). Lån i utenlandsk valuta er også en inngang til høyere import og investeringer. Enkelte importvarer og investeringer er kun tilgjengelig i hard valuta, ofte amerikanske dollar, euro, kinesiske yuan eller japanske yen.

Ulike økonomiske retninger gir ulike svar på når lånefinansiering er samfunnsøkonomisk effektivt. Et grunnleggende hensyn er likevel at det avhenger av om lånefinansiering gir lavere ekstrakostnad enn finansiering gjennom skatter. Svaret på dette spørsmålet avhenger av hvordan skattesystemet er bygget opp og hvilke antagelser en legger til grunn, inkludert hvilken makroøkonomisk modell en benytter (Rosen, 2002). Her presenterer jeg kort de to mest refererte makroøkonomiske retningene om lånefinansiering.

Nyklassisk økonomisk teori argumenterer for at statlig konsum og investeringer foretrekker privat konsum og investeringer, og at staten konkurrerer med privat sektor når den søker lånefinansiering. Statlig lånefinansiering øker etterspørselen etter lån slik at lånerenten, prisen på lån, går opp. Statens låneopptak foretrekker slik låne- og investeringsmuligheter i privat sektor. Økt rente gir seg utslag i reduserte private investeringer som virker negativt på økonomisk vekst (Rosen, 2002).

Keynesiansk teori sier at statlig gjeld er særlig nyttig for et lands muligheter til å bekjempe økonomisk nedgang fordi det skaper økt etterspørsel i økonomien (Reinhart og Rogoff, 2009). I en standard keynesiansk makromodell er arbeidsledighetsnivået avgjørende for hvorvidt låne- eller skattefinansiering av offentlige utgifter er å foretrekke. I en situasjon med høy arbeidsledighet, kan staten stimulere økonomisk aktivitet gjennom å øke sine utgifter. Når arbeidsledigheten er lav, bør utgifter finansieres av privat sektor, altså over skatteseddelen (Rosen, 2002). Reinhart og Rogoff (2009) advarer også mot lånefinansiering i oppgangstider og mener det gjør økonomien sårbar for tillitssjokk ettersom den ser sterkere ut enn hva den faktisk er.

Til tross for ulike oppfatninger av effekten av kortsiktig budsjettunderskudd, er det bred enighet i økonomisk litteratur om at langvarige lånefinansierte budsjettunderskudd, altså høyere gjeld, demper økonomisk aktivitet og hindrer full produksjon og sysselsetting. I tillegg fører lånefinansiert underskudd til økte rentebetalinger for staten, som må dekkes inn gjennom økte skatter. Skatteøkning har også dempende effekt på privat økonomisk aktivitet og forsterker de negative langsiktige konsekvensene av høy gjeld (Delong, 2002).

Politiske hensyn kan komplisere diskusjonen om lånefinansiering og gi grobunn for samfunnsøkonomisk ukloke beslutninger. Politikere kan høste kortsiktige gevinst av lånefinansiering fordi velgere tenderer til å se fordelene av økt forbruk nå tydeligere enn ulempene ved skatteøkning senere (Delong, 2002). Enkelte økonomer, blant dem James Buchanan, tar til orde for at et demokratisk styre vil gjennomføre holistiske kostnadsanalyser av offentlige programmer kun hvis den politiske debatten vurderer både gevinsten av investeringer og kostnadene av fremtidige skatteøkninger (Delong, 2002). Barro argumenterer mot dette når han hevder at velgere forstår at lånt forbruk nå betyr skatteøkning senere og tar arvinger inn i sin nyttefunksjon, og dermed ikke endrer konsum nå på bekostning av fremtidige generasjoner (Rosen, 2002). Andre hevder at en stat alltid har insentiver til å drive budsjettunderskudd for å finansiere en stadig voksende offentlig sektor, og at underskudd gjennom skattekutt er eneste middel for å stoppe kontinuerlig vekst i offentlig sektor (Delong, 2002).

Videre er det en implisitt forutsetning for effektiv lånefinansiering for en stat at den aktøren som tar opp lån på statens vegne gjør det for statens beste, ikke for egen vinning. Historien viser tallrike eksempler på statsoverhoder som har lånefinansiert privat forbruk i statens navn. I andre tilfeller virker den politiske dynamikken slik at selv investeringer som med stor sikkerhet gir høy avkastning på lang sikt blir liggende. Den politiske risikoen forbundet med å øke kostnadene i egen regjeringsperiode når avkastningen og de politiske laurbærene hentes inn flere perioder senere, kan gi et dis-insentiv til å sette i gang store langsiktige prosjekter.

Med denne oversikten som bakteppe presenterer jeg i neste kapittel en diskusjon om når gjelden er for høy, og senere hvorvidt gjeldslette er et effektivt middel.

### **2.1.3 Når er gjelden for høy?**

Det finnes mange og delvis motsigende svar på dette spørsmålet. Er gjelden for høy når långivere ikke er sikret tilbakebetaling? Eller når landet ikke har råd til å sikre innbyggerne

tilfredsstillende helsetjenester? Eller begge deler? I dette kapitlet fokuserer jeg på økonomiske beregninger for gjeldsbærekraft, og jeg setter låntakers mulighet til å sikre grunnleggende tjenester til befolkningen til side. Her diskuterer jeg kort de mest brukte målene for bærekraftig gjeld, og jeg presenterer eksempler på hvordan disse må tilpasses det enkelte lands gjeldskapasitet.

Størrelsen på et lands gjeld i forhold til landets brutto nasjonalprodukt (BNP) er et mye brukt mål på landets gjeldsbærekraft. Generelt gjelder sammenhengen at jo høyere gjelden er i forhold til BNP, jo mer risikabelt anser investorer det å investere i landet, og de blir mindre villige til å kjøpe gjeld. Delong (2002) nevner to årsaker til denne dynamikken. For det første øker sannsynligheten for at en ny regjering ikke anerkjenner gjelden og dermed ikke betjener den fullt. Enhver ny regjering som står overfor store betalingsbyrder må vurdere hvorvidt gjelden er nasjonens ansvar eller om den ble tatt opp av en ikke-representativ regjering i nasjonens navn og brukt til privat gunst (Delong, 2002). For det andre kan inflasjon være et virkemiddel låntaker kan bruke for å senke verdien på gjeld. Når gjeldens nominelle verdi holdes fast, synker dens reelle verdi ved høy inflasjon. Inflasjon har en høy politisk kostnad, men kan være en lønnsom overføring av ressurser fra långivere til skattebetalere dersom gjelden er høy (Delong, 2002). Det er viktig å merke seg at inflasjon som gjeldsreducerende virkemiddel kun gjelder gjeld i nasjonal valuta.

Standard økonomisk teori argumenterer for at budsjettunderskudd er bærekraftig når landets gjeld over tid vokser med samme rate som landets BNP, men nyanserer ved å understreke at gjeld/BNP må være på et nivå som er lavt nok til at det kan tiltrekke långivere. Det høyeste nivået av gjeld/BNP der långivere er villige til å låne til en rimelig rente, kalles landets ”gjeldskapasitet”. Dersom gjeld/BNP er så høy at investorer krever ekstra risikokompensasjon, altså over landets gjeldskapasitet, øker landets lånekostnader (Delong, 2002).

Et relevant spørsmål her er hvilket forhold mellom gjeld og BNP som er bærekraftig. Svaret på dette avhenger blant annet av landets økonomiske og politiske stabilitet. Landene i eurosonen opererer med et veiledende gjeldsgrense på 60 prosent av landets BNP (Europakommisjonen, 2013). For utviklingsland er terskelen lavere. Verdensbankens og IMF's rammeverk for gjeldsbærekraft (Debt Sustainability Framework) ble utviklet i 2005 for å veilede land og långivere i hvordan dekke lavinntektslands finansieringsbehov og samtidig redusere sannsynligheten for overdreven gjeldsakkumulering (Verdensbanken and IMF,

2014). Det vurderer utviklingslands gjeldsbærekraft på bakgrunn av landets utenlandsgjeld i forhold til BNP, eksportinntekter og inntekter, og landets gjeldsbetjening i forhold til inntekter og eksport. Etter rammeverkets andre revisjon senket institusjonene i 2012 terskelen for hva som blir ansett som en bærekraftig gjeld. Avhengig av landets politisk og økonomisk stabilitet og styrken på offentlige institusjoner anser rammeverket det som bærekraftig når gjelden tilsvarer 30-50 prosent av landets BNP, 100-200 prosent av landets eksportinntekter og 200-300 prosent av landets inntekter. I tillegg anser rammeverket det som bærekraftig når gjeldsbetjeningen tilsvarer 15-25 prosent av landets eksportinntekter og 18-22 prosent av landets inntekter (Verdensbanken and IMF, 2014).

Empiriske studier av sammenhengen mellom gjeld og økonomisk vekst gir delvis ulike resultater, men har til felles at de finner en ikke-lineær effekt der utenlandsgjeld kan virke positivt på økonomisk vekst opp til et visst punkt, men har en negativ virkning når utenlandsgjelden er høy i forhold til BNP (Checherita og Rother, 2010). I utviklingsland ligger tippunktet ofte på et utenlandsgjeld/BNP-forhold omkring 40 prosent (Checherita og Rother, 2010, Patillo et al 2002. Referert i Checherita og Rother, 2010). Clements et al. (2003, referert til i Checherita og Rother, 2010) finner et tippunkt når utviklingslands utenlandsgjeld som tilsvarer 20-25 prosent av BNP. Reinhart og Rogoff (2010) har analysert historisk data fra 44 land for å lete etter systematiske sammenhenger mellom gjeldsnivå, økonomisk vekst og inflasjon. De finner at sammenhengen mellom gjeld og økonomisk vekst målt i BNP er lav for industriland med en gjeld / BNP-ratio under 90 prosent. Når gjeld / BNP er over 90 prosent ser de en signifikant nedgang i økonomisk vekst målt i BNP. For fremvoksende økonomier finner de et tilsvarende tippunkt når utenlandsgjeld utgjør 60 prosent av BNP. Økonomisk vekst har blitt halvert i fremvoksende økonomier med gjeldsbyrder høyere enn 60 prosent av landets BNP (Reinhart og Rogoff, 2010).

Det er altså store forskjeller i hvor mye gjeld et land kan tåle relativt til landets BNP. Reinhart og Rogoff (2010) opererer med begrepet 'gjeldstoleranse' og mener at et lands tåleevne for utenlandsgjeld i stor grad bestemmes av andelen kortsiktig gjeld, andelen utenlandsgjeld og ikke minst landets systemer for å håndtere gjeld

Gjeldens sammensetting er også av betydning for risikoen for gjeldskrise. Panizza m.fl. (2010) mener at gjeldens sammensetting er av større betydning enn dens størrelse relativ til BNP. Empiri antyder at sannsynligheten for mislighold av statlig gjeld øker med den totale

gjeldsbyrden og med andelen gjeld med kort løpetid (regnet som under et år), og den synker med størrelsen på valutareserver og vekst i BNP (Panizza et. al. 2010).

Gjeldsletteinitiativer har altså redusert utviklingslands utenlandsgjeld betydelig. Hvordan er gjeldssituasjonen for utviklingsland i kjølvannet av den internasjonale finanskrisen? Dette presenterer jeg i neste kapittel.

#### **2.1.4 Utviklingslands gjeld i dag**

Både størrelse på og sammensetning av et lands gjeld er altså relevant for hvorvidt et lands gjeldskapasitet overstiges. Her gir jeg en kort oversikt over utviklingslands gjeldsbærekraft og sammensetningen av utviklingslands gjeld. De mest omfattende analysene av utviklingslands gjeld er fra 2010 og 2012. Enkelte av tallene under er derfor fra noen år tilbake, men gir likevel en oversikt over det store bildet.

Den internasjonale finanskrisen har skapt stor økonomisk ustabilitet og gjeldsproblemer i både utviklingsland og innad i Europa. En rekke utviklingsland var likevel bedre rustet til å tåle en global nedtur etter gjeldslette gjennom internasjonale gjeldsletteprogrammer eller å ha bygget valutareserver. Ifølge IDA og IMF (2010) var likevel 24 prosent av landene som hadde fått gjeldslette gjennom de internasjonale gjeldsletteinitiativene Highly Indebted Poor Countries Initiative (HIPC) og Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) igjen i stor fare for å havne i en ny gjeldskrise. I 2014 har 14 av verdens fattigste land høy risiko for å bli rammet av gjeldskrise, og 23 land har moderat risiko (IMF, 2014c).

De siste to tiårene har sammensetningen av utviklingslands utenlandsgjeld endret seg betydelig. Panizza et. al. (2010) viser at tre trender har gjort seg gjeldende: Når en ser på gjeld til offentlige långivere, har andelen gjeld til multilaterale långivere har økt i forhold til de bilaterale siden midten av 1990-tallet. Dette er imidlertid i ferd med å endres i takt med fremveksten av nye bilaterale långivere. I 2009 og 2010 økte nettolån fra bilaterale långivere kraftig, drevet av såkalte Sør-Sør lån med Kina som den desidert største långiveren (Verdensbanken, 2012). Ser en på gjeld til private långivere, er det tydelig at statsobligasjoner har overtatt som den dominerende typen privat gjeld. Banklån har sunket både absolutt og relativt til andre typer lån siden låneboomen på 1980-tallet, og sank ytterligere som følge av den globale finanskrisen fra 2008. Den tredje utviklingen er relatert er relatert til utviklingslands totale gjeldsbyrde. Siden midten av 1990-tallet har andelen utenlandsgjeld relativt til total statlig gjeld sunket kraftig. Det betyr at en større andel av utviklingslands totale gjeldsbyrde er gjeld til innenlandske långivere. I 1995 utgjorde gjeld

utstedt i internasjonale markeder over halvparten av utviklingslands totale gjeldsbyrder. I 2007 hadde denne andelen sunket til under 25 prosent (Panizza et. al. 2010).

I de foregående underkapitlene har jeg presentert teori og empiri som viser at gjeld og offentlige budsjettunderskudd kan være nyttig i bestemte sammenhenger, men at for høy gjeld, stor andel privat og kortsiktig gjeld og langvarig budsjettunderskudd virker negativt på et lands økonomiske vekst. Er gjeldslette en god løsning når et lands gjeldskapasitet er oversteget? Dette diskuterer jeg i neste kapittel.

### **2.1.5 Hjelper gjeldslette?**

*There is the paradox that that a large group of countries came to be defined as heavily indebted at the end of two decades of debt relief and concessional finance”*

(Easterly, 2002, s.1677)

I dette kapitlet presenterer jeg teori og empiri som belyser spørsmålet om hvorvidt gjeldslette er en effektiv løsning på staters gjeldsproblemer, og i så fall under hvilke omstendigheter.

Easterly (2002) sin analyse av 41 dypt forgjeldede fattige land (HIPC) viser at reduksjon av disse landenes gjeld i perioden 1977-97 ikke bidro til en mer bærekraftig gjeldsbyrde.

Snarere tvert i mot hadde mange av de landene som kvalifiserte for gjeldslette gjennom HIPC-initiativet i 1996 allerede vært gjennom to tiår med restrukturering av offentlig gjeld og var mottakere av lån på svært gode betingelser (Easterly, 2002). IMF (2013) viser også at gjeldslette ikke alltid har hatt den ønskede effekten på låntakerlandets økonomi. På bakgrunn av casestudier av ni land som har restrukturert gjeld til internasjonale långivere, finner de følgende: *”Most of the case studies have shown a prolonged reliance on official financing and repeated debt restructurings. The Dominican Republic, Grenada, and Jamaica all returned for another Fund-supported program after their restructurings and with the initial program going off track quickly”* (IMF, 2013, s. 24). I enkelte tilfeller var nye gjeldsforhandlinger utløst av eksterne sjokk som internasjonale økonomiske forhold eller naturkatastrofer.

Studier av gjeldslette de siste 15 årene viser likevel flere eksempler der gjeldslette har bidratt til bærekraftige gjeldsbyrder og økt velferd. Easterly (2002) sin analyse av de 41 HIPC-landene viser en knekk i 1996, der gjeldslette ser ut til å begynne å bidra til mer bærekraftige gjeldsbyrder. Etersom datasettet kun går til 1997 var det for tidlig å konkludere med hvorvidt

dette var en trend. Analyser har i ettertid vist at den samlede reduksjonen i utenlandsgjelden til de 35 landene som per september 2009 hadde kvalifisert for gjeldslette gjennom HIPC og MDRI utgjorde i gjennomsnitt 40 prosent av disse landenes BNP i 2008 (IDA og IMF, 2009), og gjeldsbyrden til afrikanske land sør for Sahara er mer enn halvert etter gjeldslette gjennom HIPC-initiativet (Panizza m.fl. 2010). I 2013 hadde 36 land kvalifisert for gjeldslette gjennom HIPC og MDRI. I gjennomsnitt har betjening av utenlandsgjeld for disse landene sunket fra 2,8 prosent av BNP i 2001 til 1,6 prosent i 2013. Selv om en må være forsiktig med å trekke årsakssammenhenger, er det interessant å se at kostnader forbundet med fattigdomsreducerende tiltak økte i samme periode fra 6,5 prosent av BNP til estimerte 10,4 prosent (Verdensbanken, 2014a). IMF (2013) viser også til tilfeller der gjeldslette ser ut til å ha vært vellykket i å gjenopprette gjeldsbærekraft. Seychelles og St. Kitts og Nevis er to eksempler der bærekraften ble raskt gjenopprettet etter gjeldslette. De definerer at to sentrale faktorer for vellykket restrukturering av gjeld er at gjeldsletten må være dyp nok, og prosessen må gå raskt (IMF, 2013).

Når er gjeldslette et effektivt virkemiddel? Et grunnleggende spørsmål er hvor dype gjeldsproblemene er, om det er snakk om en likviditetskrise som landet kan komme gjennom ved hjelp av et overgangslån, eller en permanent ikke-bærekraftig gjeld; insolvens. IMF (2002) definerer en at en enhet er solvent når nåverdien av landets nåværende og fremtidige utgifter ikke er høyere enn nettoverdien av landets nåværende og fremtidige inntektsstrøm. Et land er likvid når dets likvide midler og tilgjengelige finansiering er nok til å møte eller refinansiere forfallende gjeld. Grensen mellom illikviditet og insolvens er likevel noe flytende. For det første er det ingen klar avgrensning for et lands fremtidige inntektsstrøm. Hvor mye statlig eiendom kan selges? Hvor mye skatter og avgifter kan staten kreve inn? Svarene handler om både økonomi og politikk. For det andre kan en situasjon der et land er solvent, men illikvid føre til insolvens dersom refinansiering fører til høyere rentenivå som landets økonomi ikke tåler (IMF, 2002). I en likviditetskrise innebærer gjeldshåndtering ofte refinansiering av forefallende lån, det vil si en forlengelse av lånets løpetid eller lavere rente. Hvis landet er insolvent kan gjeldslette være nødvendig for å bringe økonomien tilbake på fote, og nye lån uten delvis avskrivning av eksisterende gjeld kan forverre situasjonen og forhindre bærekraft (IMF, 2013).

Krugmann (1988) hevder at skillet mellom illikviditet og insolvens har begrenset verdi i diskusjonen om gjeldshåndtering. *"If we knew that the country could repay the full present value of its debt - or even if the expected value of potential payments were large enough - the*

*country could attract voluntary lending by offering a sufficiently high interest premium*” (Krugmann, 1988, s. 258). Ifølge dette argumentet er et land illikvid kun når det er usikkerhet omkring landets solvens. Hvis det ikke er noe usikkerhet knyttet til solvens vil landet få overgangslån til å dekke forefallende gjeld (Krugmann, 1988).

Situasjonen der et lands kredittverdighet hindrer det i å ta opp nye lån, kalles gjeldsoverheng. Krugmann (1988) refereres til som den som for alvor brakte begrepet 'gjeldsoverheng' inn i debatten om gjeldsette. Krugmann (1988) hevder at gjeldsoverheng kan gi långivere insentiver til å gi overgangslån selv i situasjoner der forventet avkastning er negativ. Påstanden følger av at overgangslån kan sikre låntaker likviditet til å betjene eksisterende lån. På den andre siden kan gjeldsoverheng gi låntager insentiver til mislighold ettersom landet likevel ikke har tilgang til nye lån. Hvis et land har et gjeldsoverheng kan gjeldslette derfor være hensiktsmessig, også for långiverne. *”the distortion [of the debtor’s incentives] will be reduced if creditors provide immediate debt forgiveness rather than providing new money and hoping for more favorable future conditions* (Sachs, 1986, referert i Krugmann 1988, s 254). I denne situasjonen kan både låntaker og långiver tjene på gjeldslette (Krugmann, 1988, Sachs, 1989. Referert i Panizza, 2013).

Gjeldslette har hjulpet mange fattige land til å reise seg økonomisk etter store gjeldsoverheng. Hvorvidt gjeldslette er et effektivt økonomisk virkemiddel avhenger av hvilke problemer gjeldsletten søker å løse, og hvordan den gjennomføres. I neste kapittel gir jeg en oversikt over de mest brukte mekanismene for håndtering av utviklingslands gjeldsproblemer i dag.

## **2.2 Gjeldsforhandlinger: Fra militærmakt til utviklingsmål**

I 1862 invaderte Frankrike Mexico og innsatte Maximilian fra Østerrike som keiser. Bakgrunnen for invasjonen var Mexicos ubetalte gjeld. Ubetalt gjeld var også begrunnelsen for Frankrike og Storbritannias invasjon av Egypt i 1876 og for USAs invasjon av flere Karibiske øyer på begynnelsen av 1900-tallet. Så sent som i 1934 var Newfoundland tvunget til å gi slipp på sitt parlamentariske styre for å bli satt under administrasjon under Canada som følge av ikke å kunne betjene sine store lån (Stiglitz, 2007). Metoder og mål for gjeldsforhandlinger har endret seg siden den gang. I dette kapitlet presenterer jeg internasjonale initiativer for gjeldsforhandlinger i dag. Gjennomgangen gir en bakgrunn for



oppgavens videre diskusjon om hvordan låntakers og långivers insentiver vil endres dersom disse erstattes av en mer omfattende konkursmekanisme for stater.

### 2.2.1 Uformelle långiverklubber

På midten av 1950-tallet hadde flere latinamerikanske land store gjeldsproblemer, og i 1956 møtte Argentina alle sine bilaterale långivere i Paris for å forhandle om en restrukturering av landets gjeld. Långivernes felles mål var å legge til rette for at Argentina skulle kunne gjenoppta regelmessige nedbetalinger av utenlandsgjelden (Cosio-Pascal, 2008). Dette var det første møtet i det som senere har blitt kjent som Parisklubben. Parisklubben er en uformell ikke-institusjonalisert gruppe bestående av 19 långiverland og er en hovedaktør i forhandlinger om omstrukturering av staters offentlige og offentlig garanterte gjeld.<sup>1</sup> Med mål om å finne koordinerte og bærekraftige løsninger på låntakerlands betalingsproblemer har Parisklubben inngått 429 avtaler om restrukturering av 573 milliarder USD med til sammen 90 låntakerland (Parisklubben, 2014b) I 2010 hadde Parisklubben båret 36 prosent av de totale kostnadene av gjeldslette gjennom HIPC og MDRI (IDA og IMF, 2011).

Bilaterale långivere samlet i Parisklubben har altså bidratt med restrukturering av gjeld gjeldslette for utviklingsland. Til tross for de mange avtalene inngått med en lang rekke land, er det flere faktorer som står i veien for en effektiv løsning på utviklingslands gjeldsproblemer. *“Consigned to perdition if you do and consigned to perdition if you don’t.”* Slik beskriver de to juristene Buchheit og Gulati (2010) låntakers muligheter til å lykkes etter en avtale med Parisklubben. Bakgrunnen for utsagnet er långiverklubbens prinsipp om ”likeverdig behandling”. Dette innebærer at et land hvis gjeld restruktureres i Parisklubben, forplikter seg til å oppnå en avtale på like vilkår med andre bilaterale og private långivere. Dette byr på utfordringer for låntakerlandet, som ikke er garantert at andre långivere er villige til å godta Parisklubbens vilkår.

*“So if a debtor country, after leaving Paris, honours the terms of a loan from a private sector creditor, it will breach this solemn undertaking to the governments of the Paris Club countries. But if that sovereign dishonours the terms of the loan, the judiciaries of those same Paris Club countries will remorselessly hand down judgements against it and assist the creditors in enforcing those judgments against the debtor’s property”* (Buchheti og Gulati, 2010, side 8).

---

<sup>1</sup> Parisklubbens medlemmer er: Australia, Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Irland, Italia, Japan, Kanada, Nederland, Norge, Russland, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland, USA og Østerrike, Andre långiverland kan delta i forhandlingsmøter fra sak til sak. (Paris Club, 2014a)

Ifølge Cosio-Pascal (2008) har låntakerland uttrykt bekymring for Parisklubbens lave effektivitet, og han lister flere problemer med Parisklubben som multilateral gjeldsforhandlingsmekanisme. For det første har forhandlingene høye transaksjonskostnader. For det andre ledes forhandlingsforumet av en av forhandlingspartene, nemlig långiverne som i dette tilfelle er den absolutt sterkeste parten og ikke er bundet til å forhandle fram en avtale som er bærekraftig for låntaker. Tallene presentert over antyder lav effektivitet: 429 avtaler med 90 land. Senegal har inngått hele 14 avtaler med sine långivere i Parisklubben siden 1981 (Parisklubben, 2014c). For det tredje er det en svakhet at kun et fåtall bilaterale långivere omfattes av Parisklubbens avtaler (Cosio-Pascal, 2008).

Private långivere har også sett nytten av å gjennomføre forhandlinger som en uformell gruppe. Londonklubben er en uformell gruppe private banker som møtes for å forhandle i krav mot stater. En ad hoc rådgivingskomité ledet av en av de store långiverne settes ned for hver sak og gjennomfører forhandlingene på vegne av klubben (IMF, 2014a). Private långivere hadde i 2010 bidratt med seks prosent av HIPCAs totale kostnader (IDA og IMF, 2011).

## **2.2.2 Tiltak for å løse gjeldskrisen: Fra likviditet til solvens**

Ordet 'gjeldskrise' forbindes ofte med den store gjeldskrisen på 1980-tallet, hovedsakelig i latinamerikanske land. Startskuddet gikk da Mexicos president i 1982 gjorde det klart at landet ikke hadde midler til å betjene lånene til sine långivere og ble det første av en rekke land som erklærte mislighold utover på 1980-tallet. Lånene de satt på var i stor grad til amerikanske banker, og i USA fryktet myndighetene at store tap for bankene skulle føre til en krise for landets banker. USAs myndigheter intervenerte derfor, med mål om å unngå en nasjonal bankkrise.

Gjeldskrisen ble først forstått som en likviditetskrise. Den såkalte Baker-planen, oppkalt etter USAs daværende finansminister James Baker hadde som mål å gi nye lån til de tungt belånte landene. Argumentet var at nye lån ville tilføre likviditet og legge til rette for økt eksport slik at landene kunne gjenoppta nedbetalingene (Miller og Zhang, 2000). Kumar m.fl. (2000) kaller planen en feildiagnostisering: *"Under the Baker Plan the situation was mis-diagnosed as one of illiquidity and countries were expected to 'grow out of debt' "* (Kumar m.fl. 2000, s. 5). I 1989 skiftet USA strategi. En ny plan ble utarbeidet, oppkalt etter USAs finansminister Nicholas Brady. Gjennom Brady-planen ble banklån byttet mot obligasjoner til en redusert pris (Verdensbanken, 2004). Der Baker-planen hadde avskrevet enhver form for reduksjon i banklånene, innebar Brady-planen altså en delvis avskrivning på lånene.

Planene bidro til å løse deler av gjeldsproblemene der og da, men endret ikke de forholdene i de internasjonale kredittmarkedene som lå til grunn for gjeldskrisen (Eaton, 1990).

### **2.2.3 Institusjonaliserte initiativer: HIPC**

Erkjennelsen av at flere av de fattigste landenes betalingsproblemer skyldtes insolvens fikk konsekvenser for internasjonale gjeldsforhandlinger på 1990- og 2000-tallet. I kapittel 2.1.5 viste jeg at midlertidige likviditetskriser kan overkommes med betalingspauser eller nye lån, men at insolvens krever mer omfattende virkemidler. Som et svar på denne anerkjennelsen opprettet IMF og International Development Association (IDA, Verdensbankens ”utviklingsfond”) i 1996 en mekanisme for reduksjon av gjeldstyngede fattige lands gjeld: Highly Indebted Poor Countries (HIPC)-initiativet. HIPC-initiativet skulle sikre at ingen fattige land skulle ha uhåndterlige gjeldsbyrder. Initiativet bygget på en målsetting om å gi de fattigste og mest gjeldstyngede landene en ”ny start” gjennom å oppfordre alle långivere til å bidra til gjeldslette. 39 land ble definert til å være innenfor rammene av HIPC-initiativet (IMF, 2014b).

Gjeldsreduksjon for de fattigste landene har vært av stor betydning for å bedre økonomien i de fattigste mest gjeldstyngede landene, men initiativet ble kritisert for å omfatte for få land, gi for lite gjeldslette og være knyttet til for strenge betingelser om omstrukturering av landenes økonomiske politikk uten å sikre deltakelse fra demokratisk valgte nasjonale beslutningstakere (Verdensbanken, 2003). I 1999 ble HIPC- initiativet utvidet. Målsettingene for det utvidede initiativet var å sette en permanent stopper for behovet for nye omstruktureringer av gjeld, styrke økonomisk vekst og frigjøre ressurser til sosiale utgifter (World Bank Independent Evaluation Group, 2006). En evaluering av det utvidede HIPC-initiativet viste imidlertid at selv om gjeldsreduksjon hadde en positiv virkning på fattigdomsreduksjon, var flere av landene igjen i fare for å havne i ny gjeldskrise og hadde dårlig kapasitet til å håndtere utenlandsgjeld (World Bank Independent Evaluation Group, 2006).

### **2.2.4 Med mål om utvikling: MDRI**

Året etter at HIPC ble utvidet vedtok FNs generalforsamling åtte mål for å bekjempe fattigdom (Tusenårsmålene), og bevegelsen Jubilee 2000 overleverte 24,1 millioner underskrifter med krav om å slette gjeld som la byrder på verdens fattige. Kritikken av HIPC-initiativet var det samme som før: For lite gjeldslette til for få land og med for strenge betingelser.

I 2005 ble HIPC supplert med Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI). Målet med MDRI var at land som kvalifiserer for disse gjeldsletteinitiativene skulle kunne nå tusenårsmålene (IMF, 2014b). I tillegg til IDA og IMF sluttet også Den inter-amerikanske utviklingsbanken og Det afrikanske utviklingsfondet seg til initiativet.

### **2.2.5 Forsøk på å samle långivere**

Gjeldsforhandlingsmekanismene har imidlertid ikke vist seg i stand til å fjerne årsakene til at gjeldskriser oppstår. Enkelte av svakhetene ved dagens mekanismer og behovet for en mer omfattende, helhetlig prosess for å løse staters gjeldsproblemer var anerkjent og høyt på agendaen i kjølvannet av Argentinas mislighold i 2001. I 2002-2003 arbeidet IMF med å utvikle en Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) som skulle ha som mål å samle låntakerer og långivere for å *”restructure unsustainable debts in a timely and efficient manner”* (Krueger, 2001). Anne Krueger, daværende visepresident i IMF, la særlig vekt på å inkludere private långivere i prosessen, altså utvikle en mer helhetlig gjeldsforhandlingsmekanisme enn det som allerede eksisterer. Forslaget hadde bred støtte blant IMF’s medlemsland, men initiativet ble lagt dødt ettersom det ikke fikk støtte fra tungtveiende aktører innen privat sektor.

Et annet initiativ i kjølvannet av Argentinakrisen var introduksjonen av såkalte collective action clauses (CACs) i statsobligasjoner. Obligasjoner med CAC gir en majoritet av obligasjonsholderne rett til å ta beslutninger på vegne av alle obligasjonsholderne i forhandlinger med utstederen. Målet med å innføre CACs var å redusere problemer med manglende koordinering og såkalte hold-outs. Til tross for at enkelte utstedere fryktet at CACs ville svekke deres kredittverdighet, tyder empiri på at dette har vært tilfelle (Bradley and Gulati, 2012, referert i Panizza, 2013, s.12). Nå er CACs et vanlig forhandlingselement, og et av EUs første langsiktige svar på gjeldskrisen innad i eurosone var et vedtak om at CACs skal innføres på alle statsobligasjoner utstedt i EU fra og med 2013.

## **2.3 Oppsummering**

I dette kapitlet har jeg vist at gjeld er en transaksjon over tid, mellom regjeringsperioder og mellom generasjoner. Gjeld kan være effektivt som en kortsiktig løsning for et land, men langvarig høy gjeld er i de aller fleste tilfeller skadelig for et lands økonomi. Hvor høy gjeld og hvilken sammensetning av gjeld et land kan tåle avhenger av landets gjeldskapasitet. Gjeldslette kan være effektivt når et lands gjeldsbyrde overstiger landets gjeldskapasitet, men det avhenger av hvor dypt gjeldskrisen går og hvordan gjeldsletten gjennomføres. Dagens

mekanismer for håndtering av staters gjeld har bidratt til å redusere fattige lands gjeldsbyrder, men de har også flere svakheter. Hovedutfordringene er at det er ulike prosesser for ulike långivergrupper, forhandlingene tar lang tid og domineres av långiverne. Senere i oppgaven viser jeg hvordan en konkursmekanisme for håndtering av staters gjeld kan svare på disse utfordringene, og legge til rette for mer optimale insentivstrukturer i det internasjonale kredittmarkedet for stater. Men først går jeg gjennom økonomisk teori om insentiver i kredittmarkeder, og aktørenes moral hazard.

### 3 Moral hazard og insentivstrukturer

Staters gjeldsforhandlinger med utenlandske långivere blitt viet større oppmerksomhet i kjølvannet av den globale finanskrisen. Låntakerlandenes moral hazard er et gjennomgående tema i politiske diskusjoner om gjeldslettemekanismer og en mulig konkursprosess for stater. Låntakers insentiver til gjeldsbetjening og mislighold i ulike markeder er relativt godt dekket i økonomisk teori, men långivers moral hazard er det skrevet lite om. Dersom en vil tilstrebe et varig sosialt optimum er det i ethvert marked nødvendig å analysere alle aktørenes insentiver, og hvordan disse effektivt kan styres mot valg som fører til sosialt optimale løsninger. Når en diskuterer nytten av en statlig konkursmekanisme, er det viktig å analysere hvordan en endring vil påvirke låntakers så vel som långivers insentiver. Her legger jeg det teoretiske grunnlaget for denne diskusjonen.

Det finnes økonomisk teori om låntageres insentiver, men lite som omhandler insentivstrukturer og moral hazard forbundet med statlige låntakere og deres långivere. Jeg henter derfor en stor del av teorigrunnlaget i dette kapitlet fra utviklingsøkonomiens beskrivelser av rurale kredittmarkeder i utviklingsland. Det er flere likhetstrekk mellom disse to typene markeder. Først og fremst preges begge markedene av mangelen på formelle innkrevingsmekanismer. Dette påvirker låntagers insentiver til å betjene gjelden. En annen likhet er at aktørene i lånemarkedet har formelle og uformelle bånd til hverandre også utenfor lånekontrakten. Dette påvirker aktørenes insentiver i rurale kredittmarkeder i utviklingsland så vel som i det internasjonale kredittmarkedet. Gjennom oppgaven peker jeg på flere likhetstrekk som viser hvordan problemstillingen kan sees i lys av teorien.

I dette kapitlet forklarer jeg først långivers problem med utgangspunkt i teori om rurale kredittmarkeder i utviklingsland, nemlig låntakers mulighet til ikke å betjene gjelden. Jeg forklarer begrepet moral hazard, og viser i en modell hvordan informasjon spille en avgjørende rolle for låntakers insentiver, samt hvordan långivers insentiver påvirkes av dette. Deretter viser jeg hvordan frykten for et dårlig betalingsrykte og trussel om sanksjoner likevel kan insentivere låntaker til å betjene gjelden. Videre diskuterer jeg långivers insentiver, et område som ikke er godt dekket av økonomisk teori. Jeg viser hvordan en långiver i siste instans og ikke-finansielle interesser skaper moral hazard for lands långivere. Sist presenterer jeg betraktninger omkring illegitim gjeld.

## 3.1 Når betaling ikke er en selvfølge: Låntagers moral hazard

*“Indeed, it is probable that loans to foreign Governments have turned out badly on balance... . The investor has no remedy –none whatever –against default.”*

(Keynes, 1924, gjengitt i Eaton, 1990, s.48)

Et lån er en handel hvor ressurser nå byttes mot ressurser i fremtiden. Långiver gir kapital til en låntaker som lover å betale tilbake i fremtiden. Denne type handel er mer usikker for selgeren enn en handel der en vare byttes mot betaling på stedet, siden låntaker kan velge å misligholde lånet og dermed helt eller delvis bryte løftet om tilbakebetaling (Bardhan og Udry, 1999). Her gir jeg en innføring i teoretiske betraktninger omkring mislighold av gjeld.

### 3.1.1 Mislighold av gjeld

Långivers risiko for ikke å få full tilbakebetaling står sentralt i teori om uformelle kredittmarkeder. Ray (1998) viser til denne usikkerheten når han trekker frem to forhold som kan hindre kredittmarkeder fra å fungere optimalt: Ufrivillig og frivillig mislighold. Mislighold er definert som å ikke betale renter og avdrag som avtalt.

Ufrivillig mislighold betyr at låntaker ikke har ressurser til å betale lånet. Mislighold er her knyttet til den økonomiske muligheten til å overholde lånekontrakten. Ufrivillig mislighold kan skyldes en rekke faktorer. Låntakeren kan ha gjort lite for å tjene inn de lånte pengene og dermed være helt eller delvis skyld i betalingsproblemene (Ray, 1998). For stater kan dette for eksempel være å lånefinansiere vedvarende budsjettunderskudd eller ressuroverføringer til en økonomisk elite som fører midlene ut av landet uten å bidra i form av skattebetalinger (Ghosal og Miller, 2003). I andre tilfeller er årsakene eksterne og uforutsigbare – rett og slett uflaks. Ray (1998) ramser opp arbeidsledighet, feilslått avling eller sykdom som mulige årsaker til ufrivillig mislighold av lån i rurale kredittmarkeder. For land kan det dreie seg om uforutsette eksogene sjokk som for eksempel naturkatastrofer, politisk uro, sterk renteoppgang eller valutasvingninger. I kapittel 3.1.3 viser jeg at det er relevant for långivers handling og insentiver hvorvidt ufrivillig mislighold er selvforskyldt eller en konsekvens av uheldige omstendigheter.

Frivillig mislighold er den andre faktoren som hindrer perfekte kredittmarkeder. Frivillig mislighold betyr at en likvid låntaker unnlater å betjene hele eller deler av lånet. Dette kalles også strategisk mislighold. Når kostnadene forbundet med å betjene gjelden øker relativt til

kostnadene ved å misligholde gjelden, blir strategisk mislighold mer lønnsomt. Ray (1998) hevder at lønnsomheten forbundet med strategisk mislighold er størst i markeder med svake rettslige system for innkrevning. Det internasjonale lånemarkedet er et slikt marked. I mangel på et internasjonalt rettsvesen som kan se til at kontrakter overholdes, overlates långivere til å innføre straffetiltak på egenhånd (Ray, 1998).

I kapittel 2.1 presenterte jeg ulike situasjoner hvor det kan være effektivt å redusere låntakers gjeld eller gjeldsbetjening. I kapittel 4.4.2 viser jeg at et sentralt mål for en konkursmekanisme er å gi låntaker insentiver til å slå seg konkurs hvis og bare hvis det er optimalt, altså unngå strategisk og selvforskyldt mislighold. Låntakers dilemma refereres til som låntagers moral hazard og styres av insentivene i lånemarkedet. Dette beskriver jeg i neste underkapittel.

### **3.1.2 Moral hazard**

Moral hazard er en betegnelse på det moralske dilemmaet som oppstår når en aktør ikke bærer den fulle risikoen ved egen handling og derfor har insentiv til å handle opportunistisk. Å 'handle opportunistisk' viser ofte til å ta høyere risiko eller legge inn mindre innsats enn det aktøren ville gjort hvis den hadde båret den fulle risikoen ved handlingen selv. Krugman og Obstfeld (2003) beskriver moral hazard som sannsynligheten for at du vil ta mindre ansvar for å forhindre en ulykke dersom du er forsikret mot den. I et kontraktsforhold sier Ray (1998) at moral hazard er når en av partenes nytte avhenger av en handling utført av den andre parten, og at denne andre parten ikke alltid har insentiver til å velge handlinger som maksimerer den første partens nytte. I et låneforhold referer dette til forholdet mellom låntaker og långiver, og moral hazard finnes når partene ikke bærer den faktiske risikoen forbundet med å ta opp eller gi et lån. En slik situasjon gir aktøren insentiv til å handle opportunistisk og ikke gjøre de den kan for maksimere total nytte (Stiglitz, 2007). Opportunistisk handling i et lånemarked er handlinger som bidrar til gjeldsoverheng og som legger til rette for selvforskyldt og frivillig mislighold.

Moral hazard oversettes ofte til norsk med "skjult handling". Det er en beskrivende betegnelse siden asymmetrisk informasjon er en forutsetning for moral hazard. Ray (1998) setter sannsynligheten for ufrivillig mislighold i sammenheng med långivers mangel på informasjon om hvordan lånemidlene faktisk benyttes. Senere viser jeg hvordan låntakers insentiv til å investere lånet fornuftig øker hvis långiver kan observere hvordan lånet benyttes. Full informasjon setter långivere i stand til å velge sine låntakerer med omhu og



unngå utlån til usikre långivere, eller kreve høyere risikopremie. Full informasjon endrer altså låntakers insentiver i en lånetransaksjon.

Moral hazard kan beskrives med standard prinsipal-agent-teori med to aktører der långiver er prinsipal og låntaker er agent. Prinsipalen har mest økonomisk makt og kan sette betingelsene for kontrakten mellom de to aktørene. Agenten er den underordnede, og kan akseptere eller avslå kontrakten. Forholdet mellom jordeier og landarbeider, er et typisk eksempel fra utviklingsøkonomi. Landarbeideren er agenten og forvalter jorda til jordeieren, altså prinsipalen.

Kontrakten mellom prinsipalen og agenten må oppfylle to betingelser: Agentens deltakelsesbetingelse og agentens insentivbetingelse (Ray, 1998). Agentens deltakelsesbetingelse sier at kontrakten må sikre agenten kompensasjon for innsatsen, slik at agentens nytte er minst like høy som nytten fra agentens alternative bruk av tid og ressurser (Ray, 1998). Kontrakten må derfor sette betingelser som er gunstige nok til at agenten velger å inngå en avtale med prinsipalen, for eksempel tilby nok lønn for arbeidet. I et lånemarked for stater betyr dette at betingelsene for lånet må være gunstige nok for låntaker.

Insentivbetingelsen forutsetter at prinsipalen forstår at agenten velger de handlinger som tjener ham selv (Ray, 1998). I eksempelet med jordeieren og landarbeideren betyr dette at jordeieren forstår at landarbeideren vil legge inn den arbeidsinnsatsen som maksimerer hans eller hennes nytte. Hvis prinsipalen ønsker å endre agentens handlinger, må agenten altså motiveres gjennom sterke nok insentiver, for eksempel gjennom å belønnes for innsats gjennom å ta del i overskuddet, eller straffes for lav innsats gjennom mindre lønn ved dårlig høst. Dette illustrerer jeg i kapittel 3.2 og videre i oppgaven.

Agenten velger altså å legge inn den innsatsen som gir høyest nytte, og har økt insentiv til å redusere innsatsen dersom prinsipalen ikke har informasjon om nivået på innsatsen agenten legger inn. Landarbeider har insentiver til å legge inn lavere innsats i form av arbeidstid eller gjødsel, dersom han eller hun får betaling uavhengig av utfall, og jordeieren ikke har mulighet til å overvåke innsatsen.

Begrenset ansvar er et begrep som står sterkt i teori om moral hazard (Freixas og Rochet, 2008). Begrenset ansvar betyr at låntakeren ikke behøver å ta de økonomiske konsekvensene dersom et investeringsprosjekt mislykkes (Ray, 1998). Låntaker betjener lånet hvis og bare hvis investeringen oppnår tilstrekkelig avkastning. Dersom investeringen mislykkes, er det altså långiver som bærer tapet. Det er en forutsetning at låntakeren har en sterk

budsjettbegrensning og derfor ikke har mulighet til å betale tilbake et lån hvis avkastningen fra den lånefinansierte investeringen blir betydelig lavere enn forventet. I et slikt marked er det også långiver som bærer risikoen for mislighold grunnet eksogene sjokk.

Låntakers insentiver til å sikre at lån tas opp og investeres bærekraftig svekkes når låntaker vet at långiverne sletter den gjelden han ikke klarer å betjene. Dette er et hovedargument mot reduksjon av fattige lands gjeldsbyrder og mot opprettelsen av en internasjonal konkursmekanisme for stater med betalingsproblemer. Selv om dette er et sterkt argument, bør en stille spørsmål ved om forutsetningen om sterk budsjettbegrensning er gyldig for stater. En av årsakene til at stater per definisjon ikke går konkurs er nettopp at budsjettbegrensningen ikke er absolutt. Jeg kommer tilbake til dette senere i oppgaven.

### **3.1.3 En modell for låntakers og långivers insentiver**

Ghosal og Miller (2003) setter opp en modell for hvordan låntakers insentiver og långiveres koordineringsproblem påvirker hverandre det internasjonale kredittmarkedet. De tar utgangspunkt i hvordan mellominntektsland kan oppleve plutselige tillitsbrudd fra kapitalmarkedene med påfølgende lave kapitalinnstrømninger og høye renter, og argumenterer for at koordinering mellom långivere samt låntageres moral hazard må være en del av forklaringen på finanskriser. For eksempel opplevde latinamerikanske land en plutselig stans i kapitaltilgang og høyere renter i etterkant av Russlands mislighold av statsgjeld i 1998.

Ghosal og Miller (2003) sin modell er relevant for denne oppgaven fordi den viser hvordan partenes insentiver avhenger av hverandre. Modellen illustrerer hvordan hensynet til låntakerens moral hazard kan påvirke långivernes insentiver til å koordinere seg imellom, og hvordan långivernes koordinering igjen påvirker låntakerens insentiver i lånemarkedet. Modellen illustrerer også hvordan asymmetrisk informasjon gir opphav til moral hazard, og hvordan en konkursmekanisme som innhenter og deler informasjon kan bidra til å endre både långiveres og låntakers insentiver i retning av en mer effektiv løsning.

Her gjengir jeg hovedlinjene i Ghosal og Millers (2003) argument. Jeg holder presentasjonen i dette kapitlet innenfor modellens antagelser, og diskuterer på et bredere grunnlag i resten av oppgaven.

Anta at en låntaker ønsker å lånefinansiere et investeringsprosjekt som varer i to perioder. Låntakeren har to investorer som investerer identiske beløp. Lånekontrakten gir hver av långiverne mulighet til å trekke seg fra prosjektet i periode én dersom låntaker misligholder

lånet. Hvis en långiver trekker seg betyr det at denne krever fremskyndet nedbetaling, definert som tilbakebetaling av renter og hovedstol i periode én. Å fremskynde nedbetalingen medfører en kostnad for långiveren. Kostnaden er knyttet til juridisk assistanse. Prosjektet kan fullføres med et redusert inntektsnivå, altså med et kapitalnivå som er lavere enn summen av lånene fra de to investorene, men prosjektet kan ikke fullføres dersom en av långiverne trekker seg og krever fremskyndet betaling.

Notasjon:

$K$ : Kostnaden av et lånefinansiert investeringsprosjekt som varer i to perioder ( $t=1, t=2$ ), og har to investorer

$K_I$ : Minimumsnivå av ressurser som tillater videre drift av prosjektet.  $K_I < K$

$b$ : Størrelsen på hver av investorenes lån

$r$ : Rentenivået (fast)

$rb$  og  $(1+r)b$ : Låntakers betaling til hver av investorene når  $t=1$  og  $t=2$

$2rb$  og  $(1+r)2b$ : Låntakers totale betaling til de to investorene når  $t=1$  og  $t=2$

$B$ : Låntakers betalingskapasitet

$Q$ : Samlet beløp tilgjengelig for de to långiverne dersom prosjektet avsluttes i  $t=1$ .  $Q < K$

$L$ : Den enkelte långivers kostnad ved å avslutte ved mislighold i  $t=1$

Anta at prosjektet fullføres hvis låntakeren er likvid, dvs.  $B_{t=1} \geq 2rb$ , og  $B_{t=2} \geq (1+r)2b$ .

Ghosal og Miller beskriver en situasjon der låntaker ikke er likvid i første periode, altså  $B_{t=1} < 2rb$ , det vil si at låntaker misligholder lånet. Dette gir långiverne rett til å kreve fremskyndet betaling (*accelerate its claim*), dvs å kreve betaling av renter og hovedstol i periode én. Anta at likviditetskrisen er forårsaket av "uflaks", altså ufrivillig, ikke selvforskyldt mislighold, og at investorene ikke lider tap for de to periodene samlet hvis begge velger å bli, og likviditetskrisen. Senere inkluderer jeg muligheten for frivillig mislighold.

Anta at prosjektet avsluttes dersom en av långiverne velger å kreve tidlig betaling ved mislighold i  $t=1$ . Det vil si at  $(1+r)b > K - K_I$ , at beløpet som kreves av den långiveren som velger å kreve tidlig betaling ( $(1+r)b$ ) overstiger den delen av prosjektfinansieringen som ikke er strengt nødvendig for å holde prosjektet gående ( $K - K_I$ ). Anta videre at den långiveren som velger å avslutte i  $t=1$ , gitt at den andre velger å fortsette, får enten tilbake den

opprinnelige investeringen pluss renter  $(1+r)b$ , eller det samlede tilgjengelige beløpet ( $Q$ ), fratrukket kostnadene ved å avslutte ( $-L$ ).

Hver av långiverne står da overfor følgende dilemma: Dersom begge långiverne forholder seg i ro, fullføres prosjektet og begge mottar full betaling. Dersom en av långiverne benytter seg av retten til å trekke seg og kreve fremskyndet betaling, kan den långiveren som krever betaling maksimere sin profitt gitt  $Q$ . ( $\min[(1+r)b, Q] - L$ ). Prosjektet må da avsluttes siden  $(1+r)b > K - K_I$ . Den långiveren som ikke avslutter, får utbetalt restbeløpet ( $\max[Q - (1+r)b, 0]$ ).

Ghosal og Miller (2003, s 282) setter opp følgende spill, der långiver 1 sitt resultat vises først i hver av rutene:

**Tabell 1: Hvordan långiverkoordinering påvirker långivernes utbytte**

Handlingsalternativer	Långiver 2 blir i prosjektet	Långiver 2 trekker seg
Långiver 1 blir i prosjektet	$(1+r)b$ , $(1+r)b$	$\max[Q - (1+r)b, 0]$ , $\min[(1+r)b, Q] - L$
Långiver 1 trekker seg	$\min[(1+r)b, Q] - L$ , $\max[Q - (1+r)b, 0]$	$Q/2 - L$ , $Q/2 - L$

I den videre analysen antar jeg at mislighold kan skyldes uflaks eller lav innsats fra låntaker (selvforskyldt ufrivillig mislighold i Rays (1998) terminologi), og at asymmetrisk informasjon gjør at långiverne ikke kjenner årsaken. Hver långiver velger altså å bli i prosjektet eller å kreve fremskyndet betaling uten å vite om likviditetskrisen skyldes uflaks eller dårlig styring. Hvis mislighold inntreffer, kan långiverne observere om det skyldes enten uflaks eller selvforskyldt mislighold, eller begge deler. (Se figur 1.) Likviditetskrisen er altså observerbart dypere hvis det er snakk om både ufrivillig og frivillige årsaker til misligholdet. Som tidligere lider ikke långiverne tap hvis misligholdet skyldes negativt sjokk og prosjektet fullføres, men de må bidra til å restrukturere gjelden dersom misligholdet skyldes lav innsats. Her er det nødvendig med noe ekstra notasjon og antakelser:

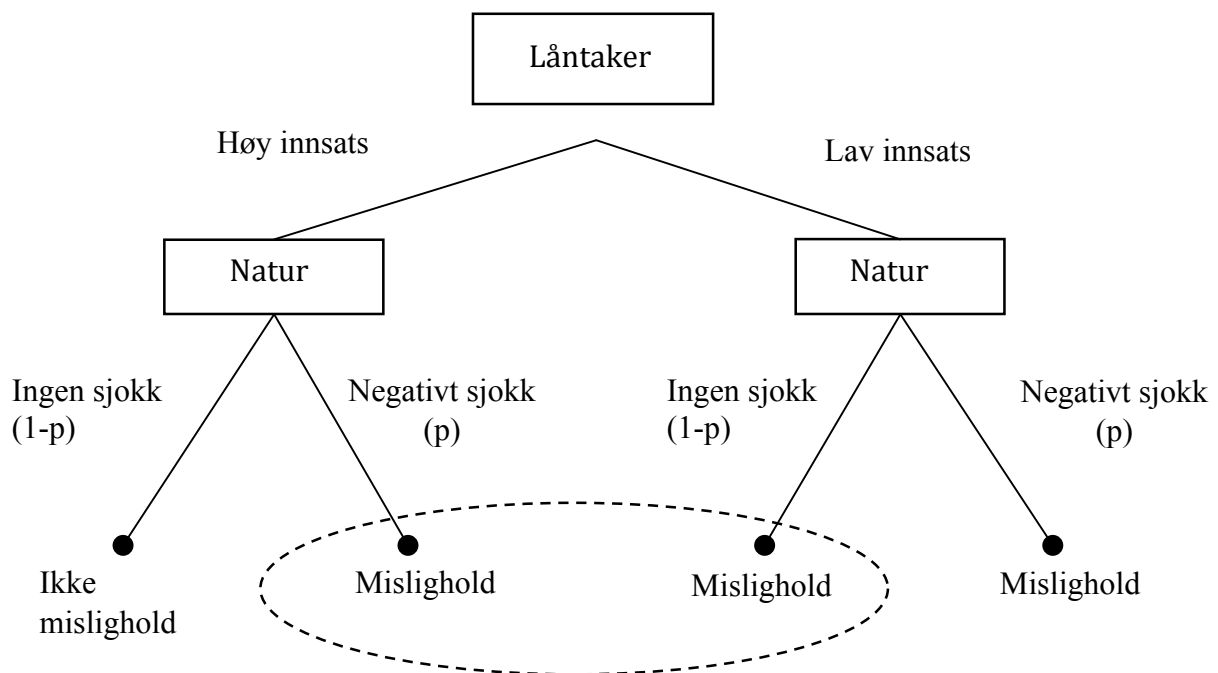
$p$ : Sannsynligheten for at et negativt sjokk som forårsaker likviditetskrise og påfølgende mislighold i periode en inntreffer. Långivere lider ikke tap dersom prosjektet fortsetter etter ufrivillig, ikke selvforskyldt mislighold.

$e$ : Låntakers innsats. Låntaker velger nivå på egen innsats før det er kjent for låntaker om et negativt sjokk inntreffer. Anta at det finnes to nivåer på låntagers innsats: God ( $e_G$ ) og dårlig ( $e_D$ ), og at  $e_D$  forårsaker mislighold i første periode. Innsatsen er konstant over de to periodene, altså enten god eller dårlig i begge periodene.

$h$ : Långivers tap, altså bidrag til restrukturering, som følge av selvforskyldt mislighold,  $e_D$ .

Ghosal og Miller (2003) legger til grunn at långiver og låntaker ikke samhandler utenfor lånekontrakten, og ser derfor bort fra sanksjoner og betalingsrykte som mulig pisk bak speilet for långiverne. I dette kapitlet følger jeg Ghosal og Miller (2003), og i neste kapittel presenterer jeg alternative muligheter for å påvirke låntakers insentiver.

**Figur 1: Årsaker til mislighold**



Figur 1 (Ghosal og Miller, 2003, s. 285) viser at en slik situasjon gir fire ulike mulige utfall, hvorav kun ett gir långivere full utbetaling i første periode. I ett av utfallene er det klart for långiverne at låntaker har lagt inn lav innsats. I de to resterende utfallene vet ikke låntaker om mislighold skyldes et negativt sjokk eller lav innsats fra låntaker.

Videre konsentrerer jeg meg om de to utfallene der långiverne ikke vet hvorvidt mislighold skyldes et negativt sjokk eller dårlig innsats. Når långiverne tar valget om å bli i prosjektet eller å trekke seg, vet de altså ikke om mislighold skyldes et negativt sjokk –som likevel gir

fullt utbytte i periode to hvis begge långiverne velger å bli, eller lav innsats fra låntaker –som medfører en kostnad for långiverne som da må bidra til restrukturering av gjelden.

I denne situasjonen forblir långivernes utbytte som i tabell 1, med ett unntak: Nå er det ikke gitt at de vil få fullt utbytte  $(1+r)b$  hvis begge långiverne bestemmer seg for å bli etter mislighold og prosjektet videreføres. Med sannsynlighet  $p$  skyldtes misligholdet et negativt sjokk, og långiverne får fullt utbytte. Med sannsynlighet  $(1-p)$  skyldtes misligholdet lav innsats fra låntaker, og långiverne må bidra med restrukturering  $h$ . Forventet utbytte i periode to er derfor  $(1+r)bp + [(1+r)b - h](1-p)$ , som etter sammentrekking blir  $(1+r)b - (1-p)h$ . Långivernes nye spill er da som følger (Ghosal og Miller, 2003, s. 286):

**Tabell 2: Hvordan långiverkoordinering påvirker långivernes utbytte**

Handlingsalternativer	Långiver 2 blir i prosjektet	Långiver 2 trekker seg
Långiver 1 blir i prosjektet	$(1+r)b - (1-p)h$ , $(1+r)b - (1-p)h$	$\max[Q - (1+r)b, 0]$ , $\min[(1+r)b, Q] - L$
Långiver 1 trekker seg	$\min[(1+r)b, Q] - L$ , $\max[Q - (1+r)b, 0]$	$Q/2 - L$ , $Q/2 - L$

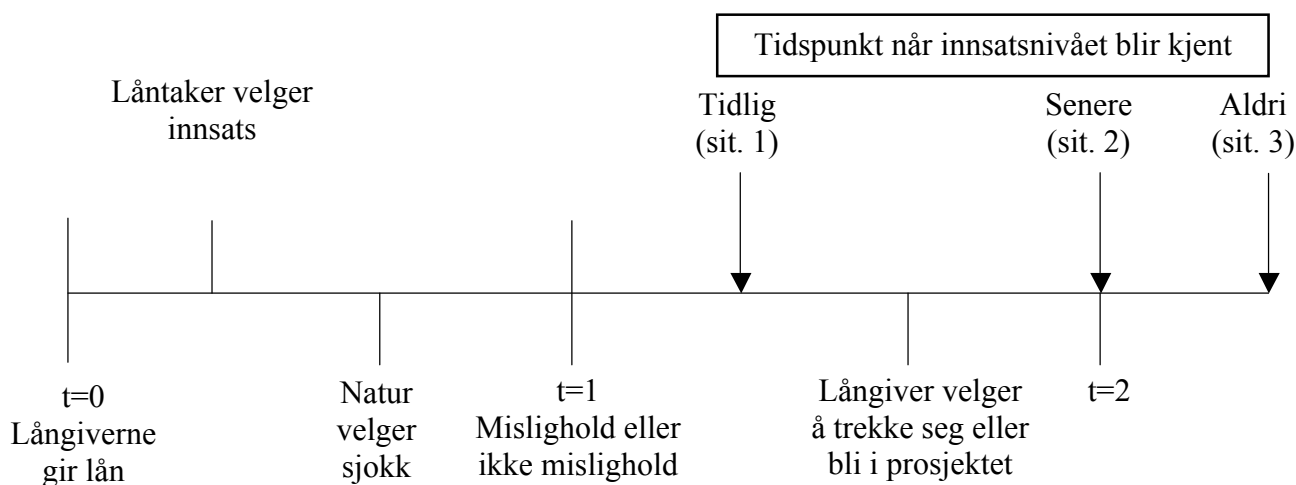
Ghosal og Miller (2003) foreslår at långivere bør velge strategi med hensyn til låntakers insentiver. Låntaker har ikke insentiv til å gi full innsats for å avverge mislighold hvis det er forventet at begge långiverne velger å stå i prosjektet etter mislighold i periode én. Motsatt har låntaker sterkt insentiv til å avverge mislighold hvis det er forventet at långiverne trekker seg etter mislighold. Dette er likevel ikke en optimal løsning siden også prosjekter som utsettes for et negativt sjokk vil avsluttes til tross for at de kunne ha fortsatt med fullt utbytte for långiverne. En løsning mellom de to kan altså være optimalt, men uten mer informasjon om låntakers handlinger har långiverne lite insentiv til å inngå troverdig samhandling.

Anta så at det er bedre informasjonsflyt slik at långiverne har tilgang til informasjon om hvorvidt likviditetskrisen som førte til mislighold i periode én var selvforskyldt eller ikke. Da vil långiverne ha insentiv til å bli i prosjektet i situasjoner der et eksternt sjokk førte til mislighold, og prosjektets fulle verdi realiseres i periode to. I tilfeller der likviditetskrisen var selvforskyldt, har långiverne har insentiv til å trekke seg ut og kreve umiddelbar tilbakebetaling i periode én slik at de ikke behøver å bidra med gjeldslette i periode to.

På hvilket tidspunkt informasjonen blir tilgjengelig står sentralt for insentivpåvirkning.

Ghosal og Miller (2003, s. 285) gir følgende tidslinje:

**Figur 2: Tidslinje for informasjon og insentivproblemer**



Tidslinjen illustrerer hvordan informasjon om låntakers innsats er avgjørende for investorenes valg. I situasjon 1 er informasjon om låntakers innsats tilgjengelig før långivernes velger hvorvidt de vil bli i prosjektet eller trekke seg ut etter mislighold i første periode. Investorene har da tydelig insentiver til å bli i prosjektet hvis mislighold skyldtes et eksternt sjokk, og å trekke seg hvis det skyldtes lav innsats fra låntager. I situasjon 2 er denne informasjonen tilgjengelig først etter at långiverne har fattet sine beslutninger om å bli eller trekke seg ut. I situasjon 3 forblir informasjon om låntakers innsats skjult for långiverne for alltid. I de to siste tilfellene skaper asymmetrisk informasjon insentiver for skult handling for låntakerene, og dette gir långiverne et dilemma. Ghosal og Miller (2003) løser igjen dilemmaet med hensyn til låntakers insentiver, og mener at långiverne bør velge sin strategi med hensyn til å minimere låntakers moral hazard. Dette utdyper jeg i neste underkapittel.

### 3.1.4 Låntakers moral hazard

Ghosal og Miller (2003) beskriver låntakerens moral hazard som en følge av at låntagerens insentiver ikke harmoniserer med långivernes insentiver i modellen beskrevet over. De antar at låntaker oppnår private goder av lånet, definert som goder långiverne ikke kan beslaglegge. Dette kan for eksempel være popularitet blant stemmegivere, subsidier til statseide selskaper, skoler eller sykehus. Her er det nødvendig å innføre modellens resterende notasjon:

$u$ : Verdien av låntakers private goder, målt når  $t = 1$ . Denne avhenger av låntakers innsats. Når prosjektet avsluttes i periode  $t$ , viser  $u^G_t$  verdien av låntakers private goder i periode én som følge av god innsats, og  $u^D_t$  viser verdien i periode én som følge av dårlig innsats.

$1 - \pi$ : Sannsynligheten for at begge långiverne velger å bli i prosjektet, altså at prosjektet fortsetter i periode to ved mislighold i periode én.

Hvis det er slik at  $u^G_t < u^D_t$  for alle  $t$ , har låntaker alltid insentiver til å legge inn lav innsats. Ghosal og Miller (2003) analyserer situasjonen der  $u^G_1 > u^D_1$  og  $u^G_2 < u^D_2$ . Hvis låntaker vet med sikkerhet at långiverne trekker seg ut, altså  $1 - \pi = 0$ , har  $u^G_2 < u^D_2$  ingen betydning, og låntakeren tjener på å legge inn god innsats. Hvis  $1 - \pi$  øker mot 1, blir det mer og mer attraktivt for låntaker å legge inn lav innsats. Når  $1 - \pi = 1$ , dvs. at hvis långiverne med sikkerhet blir i prosjektet til tross for mislighold i periode 1, har låntaker fullt insentiv til å legge inn lav innsats. Långiverne bør altså velge et koordineringsutfall som tilfredsstillter låntakerens insentivbetingelse (Ghosal og Miller, 2003).

Tabell 2 viser at koordinering mellom långiverne er nødvendig for at et utfall der  $0 < 1 - \pi < 1$  skal være troverdig. Ghosal og Miller (2003) konkluderer at en konkursprosedyre for stater er mer optimalt enn eksisterende prosesser hvis målet er å sikre låntakers insentiver. Modellen illustrerer noen av grunnproblemene med insentivstrukturer i dagens lånemarked for stater.

Videre i oppgaven går jeg ut av rammene jeg har definert her. Jeg starter med å løse på antakelsen om at frykten for et dårlig betalingsrykte og trusselen om sanksjoner ikke påvirker statlige låntakeres insentiver.

## 3.2 Hvorfor betjene lånet likevel

Hittil har jeg sett på långivers problem, nemlig at en låntaker i et marked med asymmetrisk informasjon har insentiver til å handle opportunistisk og misligholde gjeld. Til tross for manglende formelle innkrevningsmekanismer, viser flere case-studier at andelen låntakere som faktisk misligholder gjelden i uformelle rurale kredittmarkeder er svært lav (Ray, 1998). Jeanne og Zettlemeier (2001, referert i Ghosal og Miller, 2003) viser at også staters gjeld til offentlige långivere i de aller fleste tilfeller betjenes fullt (Hellas er et eksempel som viser tydelig at terskelen for mislighold av statsgjeld er høy. Til tross for at det hersket tilsynelatende konsensus om at landet var insolvent og ikke kunne betjene statsgjelden, var ikke mislighold et politisk alternativ. Situasjonen i Hellas og andre land i eurosonen er ekstra



komplisert ettersom de er medlem av en pengeunion. Land som Burundi og Rwanda illustrerer poenget bedre. Ifølge IMF er det høy risiko for en forestående gjeldskrise i disse landene (IMF, 2014d). Dette er også land som har helt andre og langt mer alvorlige samfunnsproblemer enn EU-land, og som ligger langt nede på FNs Human Development Index. Til tross for den enorme fattigdommen i disse landene, er mislighold av gjeld et lite sannsynlig scenario. Disse eksemplene peker i retning av at kostnaden ved mislighold forventes å være høyere enn kostnaden ved å fortsatt betjene gjelden for så ulike land som Hellas og Burundi.

Ifølge Reinhart og Rogoff (2009) har mislighold av gjeld vært del av utviklingsstrategien for de aller fleste vestlige land. Når mislighold er en mulighet, hva er det som gjør at låntakere finner det mer lønnsomt å faktisk betale gjelden i markeder uten formelle innkrevingsmekanismer? Hvorvidt det er lønnsomt for låntaker å betale tilbake gjeld avhenger naturligvis av konsekvensene av ikke å betale tilbake.

Insentivene i Ghosal og Millers (2003) modell ser annerledes ut hvis vi letter på betingelsen om at betalingsrykte og sanksjoner ikke finnes, og vi repeterer spillet. I situasjon to har markedet informasjon om låntakers innsats etter at investorene har tatt sine valg. Anta at låntaker avskjæres fra nye lån til nye prosjekter, eller blir utsatt for sanksjoner fra investorene dersom det viser seg i ettertid at låntaker hadde lagt inn lav innsats. Dette øker låntakers nytte av høy innsats relativt til nytten av lav innsats, noe som igjen øker sannsynligheten for god innsats ( $p$ ). Denne situasjonen endrer også långivernes insentiver. Når  $p$  øker, øker investorenes forventede nytte av å bli i prosjektet, hvis og bare hvis den andre långiveren også blir. Det øker altså også långivernes insentiver til å koordinere seg.

Økonomisk teori om rurale kredittmarkeder fokuserer ifølge Bardhan og Udry (1999) på to typer mekanismer som gir insentiver til å betale tilbake gjeld: Sosiale sanksjoner og frykten for å opparbeide seg et dårlig betalingsrykte og dermed miste tilgang til nye lån. Også forholdet mellom långiver og låntaker er relevant for låntakerens kostnad ved mislighold. Freixas og Rochet (2008) bruker begrepet ikke-finansielle kostnader. I det følgende viser jeg hvordan sosiale sanksjoner, betalingsrykte og ikke-finansielle kostnader er relevante forhold ved mislighold også i lånemarkedet for stater.

### **3.2.1 Det gode ryktet**

Et godt betalingsrykte er viktig for alle som ønsker å ta opp lån, enten det er personer, bedrifter eller stater. En potensiell låntakers betalingshistorikk bidrar til å legge långiveres

grunnlag for risikovurdering av låntaker. Et dårlig betalingsrykte reduserer muligheten for å få gunstige lån. Dette er utgangspunktet for såkalte ryktemodeller om tilbakebetalingsinsentiver i kredittmarkeder. Ryktemodellene sier at en låntaker som ikke betjener gjelden som avtalt, opparbeider seg et dårlig betalingsrykte og dermed mister tilgang til nye lån på like vilkår. Det er sannsynlig at långivere krever høyere risikopremie fra usikre låntakere, og en risikoavers långiver vil med høy sannsynlighet ikke låne til en som allerede har misligholdt gjeld. Trusselen om å bli stengt ute fra kredittmarkedet er en mye brukt forklaring på hvorfor land overholder lånekontrakter til tross for betalingsproblemer og ofte negative sosiale, økonomiske og politiske konsekvenser.

Flere forhold er avgjørende for at trusselen om et dårlig betalingsrykte i fremtiden skal være et effektivt middel for innkreving. Først og fremst må låntaker ønske fortsatt tilgang til kredittmarkedet. I denne oppgaven forutsetter jeg at videre tilgang til lånefinansiering er av betydning for låntakeren. Videre er graden av informasjonsflyt i markedet samt långivernes preferanser av betydning for hvorvidt ryktemodellen er relevant. Under diskuterer jeg kort disse to forutsetningene.

En reell trussel om utestenging fra hele kredittmarkedet i et marked med flere alternative lånekilder forutsetter at långiverne deler informasjon. I markeder hvor långivere utveksler informasjon om låntakers betalingshistorie, er det sannsynlig at mislighold til én långiver påvirker tilgangen til lån hos de alternative lånekildene. I markeder med dårlig informasjonsflyt er det mer sannsynlig at andre långivere er uvitende om misligholdet, noe som senker låntakers risiko for å bli utestengt fra kredittmarkedet (Ray 1998). I internasjonale kredittmarkeder spiller IMF og Verdensbanken en viktig rolle ettersom de utarbeider jevnlig gjeldsbærekraftanalyser av alle medlemsstater. Videre spiller private kredittvurderingsbyråer en rolle som informasjonsformidler om staters kredittverdighet.

Långivernes preferanser er også av betydning for om et godt betalingsrykte har kraft til å disiplinere låntaker. Betalingsryktet er viktig hvis långivere er samkjørt, men mister betydning hvis långivere har ulike preferanser slik at en låntaker som misligholder gjeld til én långiver kan få nytt lån hos en långiver med andre preferanser og høyere appetitt for risiko. Et eksempel kan være tilgang til lån fra Kina, som ofte har andre prioriteringer enn mer tradisjonelle vestlige långivere. Videre er det relevant at lån til tidligere misligholdere vil som oftest regnes som mer risikofylt og derfor kun gis med dårligere betingelser for låntaker. Den antatt høyere lånekostnaden må tas med i låntakers beregninger om hvorvidt det er mest effektivt å betjene gjelden eller å misligholde gjelden og siden kun ha tilgang på dyrere lån.

Bulow og Rogoff (1989) hevder at et godt betalingsrykte ikke er tilstrekkelig for lavinntektsland som ønsker tilgang til internasjonale kapitalmarkeder, og at långivere behøver andre typer forsikringer for å være villige til å låne til denne landgruppen. En vesentlig forutsetning for Bulow og Rogoffs resultat er nettopp at lavinntektsland har tilgang til flere enn en långiver og flere enn en type lån. Gitt disse forutsetningene argumenterer de for at trusselen om et dårlig rykte alene ikke kan hindre mislighold ettersom tapet av et dårlig rykte vil være mindre enn den kombinerte gevinsten av å stoppe tilbakebetalingene og samtidig ta opp et nytt lån hos en ny långiver. Bulow og Rogoff (1989) konkluderer med at lån til små land må understøttes av de direkte sanksjonsmidlene som er tilgjengelige for långivere. I neste kapittel ser jeg nærmere på ulike sanksjonsmidler.

### **3.2.2 Sanksjoner**

Forventet kostnad ved mislighold øker dersom långiver innfører troverdige sanksjoner. Spekteret av sanksjonsmekanismer låntaker kan benytte som formelt eller uformelt pressmiddel avhenger av forholdet mellom lånepartene og hvorvidt de har interesser i flere felles markeder. Lands myndigheter forholder seg til hverandre på mange områder: Diplomatiske, militært og handelsmessig. Slike sammenblandinger av roller og arenaer bidrar ifølge Ray (1998) til å forhindre både ufrivillig og frivillig mislighold.

Sanksjoner kan være eksplisitte og kontraktsfestede eller implisitte, ofte kalt sosiale sanksjoner. En eksplisitt sanksjonsmekanisme er innebygget i såkalte interlinked transaksjoner som står sentralt i teori om uformelle kredittmarkeder. Begrepet brukes om en lånetransaksjon som er knyttet opp mot avtaler mellom de samme partene i andre markeder (Ray, 1998). På landsbygda i utviklingsland er det for eksempel vanlig at långiver også er arbeidsgiver og kan trekke fra på neste lønnsutbetaling hvis låntaker misligholder et lån. Slik knyttes lånetransaksjonen og lønnsutbetalingen sammen på en måte som gjør det uformelle kredittmarkedet mer effektivt gjennom å bruke lønnsutbetaling som et reelt innkrevingsmiddel. I kapittel 4.2.1 viser jeg hvordan lands långivere kan avskjære låntaker fra billige lån gjennom Verdensbanken hvis låntaker bryter med retningslinjer for gjeldsbærekraft i andre lånekontrakter. Interlinked transaksjoner bidrar altså til å motvirke låntakers moral hazard forbundet med lånet ved å muliggjøre sanksjoner i andre markeder (Bardhan og Udry, 1999).

En annen eksplisitt sanksjonsmekanisme er å legge beslag på låntakers eiendeler ved mislighold. Ifølge Miller og Zhang (2000) er det også vanlig at land i en lånekontrakt eksplisitt sier ifra seg suveren immunitet og slik skaffer til veie sikkerhet for lånene de tar

opp. Beslaglegging av gjenstander og rettsforfølgelse mot statlige låntakere er likevel vanskelig å gjennomføre i praksis.

Sosiale sanksjoner er ikke kontraktfestet. Hva som menes med sosial sanksjoner, hvordan disse utøves og hvilken effekt de har varierer mellom steder, typer lån og ikke minst forholdet mellom lånepartene. Eksempler på sosiale sanksjoner i et uformelt lånemarked i en liten landsby kan være rykter, trusler eller utfrysning fra maktstrukturer eller sosiale sammenhenger. Mellom land kan det være snakk om konsekvenser for handelsavtaler dersom en stat unnlater å betale ned gjeld. Et eksempel fra sommeren 2011 var mulige konsekvenser for Islands EU-søknad dersom landet ikke overholdt forpliktelsene fra Icesave til Storbritannia og Nederland (Europaportalen, 2010).

Hvor troverdig er trusler om sosiale sanksjoner i det internasjonale kredittmarkedet?

Handelssanksjoner er blant de mest utbredte sanksjonsmekanismene. Eaton (1990) skriver at långivere kan *”reduce the defaulting country’s gains from trade. The wronged creditor might seize payments to firms that attempt to import from it”* (s. 49), men påpeker at långivere også vil tape dersom de innfører for handelssanksjoner og at det derfor ikke er i långivers interesse å faktisk gjøre alvor av trusselen dersom låntaker bryter lånekontrakten (Eaton, 1990).

Kremer (2006) støtter dette argumentet.

Den relativt lave misligholdsraten blant gjeldstyngede stater tilsier likevel at trusselen om direkte eller indirekte sanksjoner, kombinert med frykten for et dårlig betalingsrykte, oppfattes som reell til tross for långivernes kostnader ved å håndheve sanksjoner. I likhet med Hellas og Burundi, viser Miller og Zhang (2000) til hvordan sterkt gjeldstyngede land i Latinamerika og Øst-Asia har latt tilbakebetaling gå på bekostning av vekst tyder på at villigheten til å betale er høy når låntaker er truet av sanksjoner. Miller og Zhang (2000) mener det er andre tema enn låntakers mulighet til å misligholde gjeld som fortjener mer oppmerksomhet, nemlig långiveres insentiver i lånemarkedet. Dette diskuterer jeg i neste kapittel.

### **3.3 Långivers moral hazard**

*”Every loan has a lender and a borrower; both voluntarily engage in the transaction. If the loan goes bad, there is at least a prima facie case that the lender is as guilty as the borrower. In fact, since lenders are supposed to be sophisticated in risk analysis and in making judgments about a reasonable debt burden, they should perhaps bear even more culpability.”*

(Stiglitz, 2007, s. 216)

Kredittselskapers og bankers medansvar for å sikre at lån gis innenfor en ansvarlig ramme uten overdreven risiko for fremtidig mislighold er ofte gjenstand for offentlig debatt. Kredittselskaper beskyldes for å overtale lite betalingsdyktige kunder til å signere dyre kredittavtaler, og banker beskyldes for å gi lån over en lav sko til studenter og andre uten tilstrekkelig sikker inntekt til å betjene et banklån. I kjølvannet av den internasjonale finanskrisen har offentligheten igjen satt bankers og finansinstitusjoners opptreden i kredittmarkeder i fokus. I Norge har debatten blant annet dreid seg om minstekrav til egenandel ved kjøp av bolig for å forebygge betalingsproblemer ved fremtidig renteøkning, prisfall eller andre eksterne faktorer.

På samme måte som kredittselskaper har aggressivt tilbudt kredittkort til personer og husholdninger med dårlig økonomi, og kanskje dårlig dømmekraft, er det ikke uvanlig at utviklingsland kan se seg presset til å ta opp store lån eller utstede obligasjoner (Stiglitz, 2007). Så vel innenrikspolitikken som diplomatiske og handelsmessige forhold til långivere kan gjøre det politisk vanskelig å si nei til låneavtaler (Panizza et. al. gjengitt i Buchheit og Gulati, 2010).

Tidligere i dette kapitlet har jeg presentert låntakers moralske dilemma og långiveres koordineringsdilemma når en likviditetskrise inntreffer. Långiveres insentiver til å unngå høye og uproduktive gjeldsbyrder og sårbarhet overfor eksterne sjokk er derimot lite omtalt i økonomisk litteratur. Her presenterer jeg teori og empiriske eksempler relatert til insentivproblemer og moral hazard for staters långivere.

### **3.3.1 Långiver i siste instans**

Miller og Zhang (2000) hevder at de moralske dilemmaene som oppstår når offentlige garantier svekker investorers insentiver til å overvåke investeringer har større betydning for lånemarkedene enn långivers moral hazard.

*"In our view, the issue of borrowers cheating lenders seems much less important than investors' moral hazard", where the lenders fail to monitor because of official guarantees"* (Miller og Zhang, 2000, s. 341)

Sitatet viser til den moral hazard som oppstår for långivere når det finnes en 'långiver i siste instans'. Helt konkret viser de til hvordan långivernes insentiver endres med vissheten om at IMF med stor sannsynlighet kommer til unnsetning med betalingsstøtte til låntakerland med betalingsproblemer. En institusjon hvis mandat er å gi lån i siste instans, i dette tilfellet IMF, fungerer som garantist for andre långivere og påvirker slik deres risikovurdering. Miller og

Zhang (2000) hevder at långivers insentiver til å overvåke låntakers handlinger svekkes med forventningene til at en långiver i siste instans kommer til unnsetning når låntaker har betalingsproblemer. Stiglitz (2007) understreker også hvordan kriselån reduserer långiveres risiko ved å låne ut for mye gitt låntakers kredittverdighet.

Situasjonen med en långiver i siste instans er kanskje det mest refererte opphavet til långivers moral hazard. Det virker som en forsikring gir långiver insentiver til å handle opportunistisk, og svekker långivers insentiver til å gi full innsats for å unngå en sub-optimal løsning. I denne sammenhengen refererer innsats til to forhold. For det første viser det til den innsatsen långiver legger in for å vurdere bærekraften av lånet ex ante, altså før det gis, for å sikre en solid risikovurdering. For det andre viser innsats her til långivers innsats for å overvåke utviklingen i låntakerlandet, og å følge med på hvordan lånemidlene investeres. Det siste kan i mange tilfeller være vanskelig, eller umulig, særlig når det ikke er snakk om prosjektlån, men kjøp av statsobligasjoner eller bilaterale lån. Overvåkning av den økonomiske og politiske utviklingen i låntakerlandet er i de fleste tilfeller lettere, og det er relevant for å kunne analysere eventuelle forventninger til betalingsvansker. Opportunistisk handling er i dette tilfellet altså å ikke utføre grundige risikoanalyser ex ante og underveis i låneperioden, eller å utføre analysene, men å se bort fra resultatet og likevel gi høyere lån enn det som er forventet å være bærekraftig.

### **3.3.2 Ikke-finansielle insentiver**

*”Any lender worth its salt can rationalize almost any credit decision at the time it is made. The substance known as the cold gray light of dawn intrudes in this process only when some unimaginative person or group (like the lending institution’s credit committee) asks the mundane question “what ever makes us think that the borrower can repay this loan?” But blend in other motivations for the loan like securing geopolitical influence or promoting exports (for bilateral lenders) or advancing in the quantitative league tables for lead-managed deals (for commercial creditors) and rationalizations may not be exposed as quickly or as ruthlessly.”*

(Buchheit og Gulati, 2010)

I kapittel 3.2.2 skrev jeg om hvordan låntaker og långiver i uformelle markeder ofte opptrer med ulike, sammenflettede roller på ulike arenaer, og at partenes forhold i et annet marked eller på en annen arena kan legge til rette for sanksjonsmekanismer som svekker låntagers

moral hazard. Disse forholdene gir også grunnlag for ikke-finansielle interesser som kan stå sentralt i forhandlinger mellom en stat og dens långivere.

Buchheit og Gulati (2010) hevder at ikke-økonomiske interesser som geopolitisk makt og tilgang til naturressurser kan påvirke långiveres vurdering av låntakers betalingskapasitet. En avtale hvis rent finansielle forventede avkastning ikke holder mål, kan likevel forventes å gi en tilfredsstillende total avkastning dersom ikke-økonomiske forhold tas med i beregningen. Slike utvidede risiko- og avkastningsanalyser kan gå i retning av å godkjenne lån som ikke ville vært gitt hvis det kun lå rent økonomiske kriterier til grunn. Den kalde krigen gir eksempler på hvordan ikke-økonomiske forhold påvirker utlånsbeslutninger. For eksempel fulgte gjeldskrisen i Latin-Amerika på midten av 1950-tallet en bølge av utenlandske banklån, eksportkreditter og offentlige lån gitt som en del av strategiske allianser (Cosio-Pascal, 2008).

Forhold i internasjonale kredittmarkeder bidrar til långivers moral hazard når beslutningen om utlån påvirkes av ikke-finansielle insentiver. Beslutningen om utlån som ikke støttes av økonomiske bærekraftsanalyser kan likevel bekreftes hvis det finnes en långiver i siste instans, og slik være overlappende med situasjonen beskrevet i forrige underkapittel. Videre er det i de aller fleste tilfeller en visshet om at låntaker, som er en stat, alltid vil fortsette å eksistere. Diskusjonen om sanksjoner i forrige kapittel er også relevant her. Dersom långiver er i posisjon til å utøve myk makt, altså holde politiske og økonomiske sanksjoner som ris bak speilet dersom låntaker misligholder lånet, overføres deler av den høye risikoen fra långiver til låntaker.

I neste kapittel diskuterer jeg hvorvidt långiveres opptreden i lånemarkedet kan være årsak til å erklære fordringer ugyldige.

### **3.3.3 Legitime krav?**

Høsten 2009 raste debatten om ansvarsfordeling mellom lånepartene etter at fire norske kommuner var på konkursens rand som følge av at fondene de hadde investert kommunens penger i ble nærmest verdiløse. Kommunepolitikere ble beskrevet som naive finansspekulanter som burde vite bedre enn å sette svømmebasseng og bibliotek på spill for usikker avkastning. Kommunepolitikerne mente at lånene var ugyldige som følge av misvisende rådgivning, og kommunestyrene vedtok å ikke betale banklånene. Den påfølgende rettssaken mellom kommunene og långiverne resulterte i en historisk dom: Lånene ble erklært ugyldige. Kommunene måtte ta sin del av byrden ved å fortsatt betjene

hovedstolen, men rentebetalingen ble slettet (Aakvik, 2010). Domstolene mente altså at långiverne ikke hadde vært seg sitt ansvar bevisst, og at de måtte tåle reduserte betalinger som følge av misvisende rådgivning.

Terrasaken er en av de få, kanskje den eneste uavhengige domsavsigelsen om långivers medansvar for uproduktiv offentlig gjeld. Derimot tok den forrige norske regjeringen på eget initiativ ansvar for tidligere uansvarlige utlån da den i 2007 slettet gjeld til fem utviklingsland. Gjelden var resultat av skipseksportkampanjen hvor den norske regjeringen, motivert av en krise i norsk verftsindustri, brøt Norads egne retningslinjer og godkjente eksportkreditter til en rekke utviklingsland til tross for høy sannsynlighet for at eksportkredittene ville resultere i lite bærekraftig gjeld i mottakerlandene. Regjeringen begrunnet gjeldsletten med tidligere ”feilslått utviklingspolitikk” og ”långivers medansvar” for den påfølgende statlige gjelden (Utenriksdepartementet, 2006).

USA har også anerkjent sitt ansvar for feilslått utlån, om enn mer implisitt. *“Certainly the people of Iraq shouldn’t be saddled with those debts incurred through the regime of the dictator who is now gone”*, sa USAs daværende finansminister John Snow i et intervju i april 2003 (Cavuto, 2003). USAs president Barak Obama brukte lignende retorikk i kjølvannet av den arabiske våren og revolusjonen i Egypt i 2011. Obama uttalte da: *“we do not want a democratic Egypt to be saddled by the debts of its past. So we will relieve a democratic Egypt of up to \$1 billion in debt, and work with our Egyptian partners to invest these resources to foster growth and entrepreneurship”* (Det Hvide Hus, 2011). En kan naturligvis spørre seg om det var lånenes tvilsomme moralske opphav eller geopolitiske og handelsmessige forhold som lå til grunn for disse uttalelsene, men den diskusjonen lar jeg ligge.

Eksempelene over anerkjenner på ulike måter långivers moral hazard i lånemarkedene. Argumentene bak ugyldiggjøringen av lånene viser at långiver i disse tilfellene ikke har båret den fulle risikoen av beslutninger om utlån. I Terrasaken var långivers feilaktig råd til låntaker avgjørende. Utlåners skjulte handling var å gi misvisende informasjon, og da informasjon om de feilaktige rådene ble allment kjent så vi en eksepsjonell domsavsigelse. Den norske regjeringen viste til feilslått utviklingspolitikk som grunnlag for beslutningen om å slette gjelden etter skipseksportkampanjen. Den skjulte handlingen var her mangelfulle behovsanalyser og risikovurderinger, noe den norske regjeringen senere stilte seg selv til rette for. USA viste til tidligere myndigheters manglende legitimitet til å ta opp lån på vegne av folket i sin gjeldslette til Irak og Egypt. Her er det mindre informasjon tilgjengelig, men dette



kan være eksempler på hvordan ikke-økonomiske insentiver påvirker hvilke stater en långiver ser det hensiktsmessig å låne til, til ulike tider.

Det finnes også eksempler på at låntakere har nektet å betjene gjeld med bakgrunn i dens umoralske opphav. Et relativt nylig eksempel er fra 2008 da Ecuadors president erklærte at landet ikke kom til å betale renter som avtalt på deler av landets obligasjonsgjeld, og begrunnet misligholdet med at lånene var ulovlige og illegitime (Ishmael, 2008). Sør-Afrikas regjering etter apartheids fall er kanskje det mest kjente eksempelet på at et låntakerland *ikke* har benektet ansvaret for statens gjeld, til tross for at lånene var benyttet til rasistisk undertrykkelse mot de som senere overtok makten.

Økonomisk teori på dette området er svært begrenset og fokuserer på lån til autoritære regimer. Kremer (2006) definerer odiøs gjeld som "*debts incurred by the government of a nation without either popular consent or a legitimate public purpose*" (Kremer 2006, s 1), og definerer at odiøse regimer ikke vektlegger gjenvalg og gjeldsbetjening. Dette gir sterke insentiver til å låne over evne. Lånesanksjoner mot autoritære regimer kan derfor minske uproduktivt låneopptak, og effektivitetstapet som følger av undertrykkelse og diktatorers plyndring av statskasser gjør at effektiviteten av å forhindre odiøs gjeld *ex ante*, altså før utlån, vil være vel så høy som effektiviteten av å redusere gjeldsoverhengen til et bærekraftig nivå *ex post* (Kremer, 2006).

Kremer (2006) argumenterer for å skape insentiver som gjør utlån til 'odiøse' regimer mindre attraktivt. Kremer (2006) sammenligner lånesanksjoner med handelssanksjoner og argumenterer for at der handelssanksjoner ofte gjør befolkningen i det sanksjonerte landet skadelidende, vil lånesanksjoner mot autoritære regimer være lønnsomt for befolkningen i låntakerlandet på lang sikt siden det vil forhindre regimet i å lånefinansiere privat forbruk og undertrykkelse av befolkningen. Handelssanksjoner kan være lite effektivt fordi de ikke bare skader en låntaker som misligholder gjeld, men også långiverstaten der eksportører må bryte handelsforbindelser. Långivere har sterkere insentiv til å følge lånesanksjoner ettersom lån gitt til et regime underlagt sanksjoner vil erklæres ugyldig etter et fremtidig regimeskifte, og dermed ikke betjenes (Kremer, 2006).

### **3.4 Oppsummering**

I dette kapittelet har jeg gått gjennom hovedelementene i økonomisk teori om partenes insentiver og moral hazard i kredittmarkedet for stater. Jeg også referert teori om låntakers moral hazard i kredittmarkeder i rurale strøk i utviklingsland og vist at denne teorien, med

enkelte variasjoner, er relevant også i låneforhold der låntaker er en suveren stat.

Asymmetrisk informasjon legger til rette for skjult handling i kredittmarkeder. Det betyr at partene til en lånekontrakt har insentiver til å handle opportunistisk ved å maksimere egen nytte. Både låntakers og långivers insentiver endres hvis det er mer informasjon om partenes handlinger. Låntakers insentiver til å legge inn høy innsats styrkes også med trusselen om sanksjoner og nye lån. Dette påvirker også långivers insentiver til å koordinere innsats for å sikre en effektiv insentivstruktur. Jeg har vist hvordan eksistensen av en långiver i siste instans og ikke finansielle interesser påvirker långivers insentiver til utlån, og med referanse til sporadiske empiriske eksempler har jeg vist at långivers moral hazard har vært faktisk eller retorisk grunnlag for gjeldslette.

I det private kredittmarkedet bidrar konkursprosedyrer til å disiplinere långivere ettersom vissheten om at en må ta sin del av støyten dersom en bedrift går konkurs gir insentiver til å være varsom med hvilke kunder og formål en låner ut til. Et lignende ris bak speilet finnes ikke for långivere til stater. (Buchheit og Gulati, 2010) Videre i oppgaven presenterer jeg et mulig rammeverk for en konkursprosedyre for stater, og diskuterer hvordan dette vil endre lånepartenes insentiver.

# 4 Konkursprosedyre for land: Rammeverk og insentiver

USAs konkurslovgivning (heretter referert til som konkursloven) har blitt foreslått som modell for en internasjonal konkursmekanisme for suverene stater. Jeg bruker USAs konkurslov som grunnlag for den videre diskusjonen siden det er den nasjonale lovgivningen som er oftest foreslått som grunnlag for en internasjonal konkursmekanisme (Rogoff og Zettelmeyer, 2001). Økonomisk litteratur samt diskusjoner i internasjonale organisasjoner sier lite om hvorfor nettopp USAs konkurslov trekkes frem som en modell. USA er naturligvis et stort og innflytelsesrikt land, og er ofte sete for internasjonale gjeldsforhandlinger. Det samme kan sies om Storbritannia, men lignende forslag på grunnlag av britisk konkurslov er meg bekjent ikke utviklet. De kapitlene av USAs konkurslov som har blitt viet mest oppmerksomhet i denne sammenhengen, er kapittel elleve som omhandler konkurs for bedrifter og kapittel ni som trekker opp lovverket for kommuner og mindre offentlige enheter som går konkurs. Det har også vært foreslått å bruke elementer fra kapittel syv, som omhandler oppgjør for individer, som utgangspunkt for å danne en internasjonal konkursprosedyre for insolvente stater.

## 4.1 USAs konkurslov

I dette kapitlet gir jeg en oversikt over disse tre kapitlene i amerikansk konkurslov og trekke frem elementer ved disse prosedyrene som er relevante for en internasjonal konkursmekanisme for stater. Når jeg bruker ordet 'stater' refererer jeg til land, altså suverene stater. Jeg tydeliggjør det i teksten i de tilfellene jeg referer til stater i USA.

### 4.1.1 Kapittel 7: Oppgjør for individer og bedrifter

Kapittel syv i USAs konkurslovgivning omhandler avvikling etter konkurs. Kapitlet gjelder individer og bedrifter. I denne oppgaven er det interessant å se på prosedyren for individer ettersom denne tar hensyn til flere aspekter som også er relevante for statlig konkurs. Kanskje viktigst i denne sammenheng er det enkle faktum at individer, som stater, skal fortsette sin eksistens og sitt virke også etter en konkurs. Bedrifter som sorterer under kapittel syv blir avvirket, mens individer får beholde et minimum av eiendeler gjennom konkursprosedyren (United States Courts, 2014b).

Under kapittel syv blir en persons eiendeler kategorisert som fritatt eller ikke-fritatt fra konkursoppgjøret. Den som begjærer seg konkurs setter opp en liste over eiendeler det søkes om fritak for, og de fritatte eiendelene holdes utenfor oppgjøret. Lovene for hva som kan godkjennes som fritatt varierer mellom stater, men vanlige fritak er bolig, bil og smykker opp til en viss verdi, pensjonsparing, offentlige goder som for eksempel arbeidsledighetstrygd og eiendeler knyttet til inntektsskapende arbeid, for eksempel musikkinstrumenter for musikere. Feriested, et andre kjøretøy og oppsparte bankinnskudd, fondssparing eller aksjer godkjennes vanligvis ikke som fritatt oppgjøret. Inntekter som personen har hatt etter å ha blitt erklært konkurs fritas også fra oppgjøret (findlaw.com, 2014, Chapter7.com, 2014 og Lawyers.com, 2014).

Dersom den konkursbegjærte har eiendeler utover de fritatte, fordeles disse mellom långiverne etter er forhåndsbestemt prioritering der skatter og avgifter, barne- og familiestøtte og studielån er høyt prioritert (Lawyers.com, 2014) Den gjelden som står ubetalt til långiverne etter at oppgjøret er gjennomført, slettes i sin helhet. Denne prosessen er fordelaktig fordi konkursoppgjøret blir en kollektiv prosedyre med mål om å løse alle låntakers utestående fordringer. En ordnet og forutsigbar konkursprosedyre reduserer långivernes insentiver til å starte et løp for å hente ut mest mulig av låntakers eiendeler (White, 2002).

White (2002) hevder at en prosedyre for statlig konkursoppgjør vil kunne hente mye fra oppgjørsprosedyren slik den er beskrevet for individer i kapittel syv i USAs konkurslov. Med grunnlag i hvorvidt landets eiendeler i utlandet er dekket av statlig immunitet, vil disse kategoriseres som fritatt eller ikke fritatt fra oppgjøret. En viktig overførbar komponent er at statens inntekter inntjent etter konkursbegjæringen, det vil si skatteinntekter, skjermes fra oppgjøret (White, 2002).

#### **4.1.2 Kapittel 11: Reorganisering**

Kapittel elleve i USAs konkurslovgivning gir et rammeverk for reorganisering av den konkursbegjærte bedrifters gjeld. Det er flere komponenter som gjør kapittel elleve den mest brukte modellen for en internasjonal konkursmekanisme basert på privat konkurslovgivning. I likhet med kapittel syv for personer, legger kapittel elleve opp til videre drift av den konkursbegjærte. Dette er en nødvendig forutsetning for en konkursmekanisme for stater. Under kapittel elleve leder den konkursbegjærte selv store deler av konkursprosessen, og en konkursforvalter oppnevnes bare i et fåtall av sakene (United States Courts, 2014a). Etter

konkursen er det vanlig at bedriftslederen forblir i stillingen under oppsyn av dommeren i saken. Dommeren skal blant annet godkjenne nye lån og salg av eiendeler (White, 2002).

Et annet sentralt element er at restrukturering kan gjennomføres til tross for manglende godkjenning fra alle långiverne. Det er vanlig at en konkursbegjært bedrift som velger å sortere under kapittel elleve selv legger fram en plan for reorganisering for långiverne, inkludert spesifikke planer for hver långivergruppe. Planen viser hvordan bedriften vil opprettholde driften og over tid betjene utestående gjeld til långiverne (United States Courts, 2014a). Planen kan vedtas selv om et mindretall innenfor hver långiverklasse stemmer imot (White, 2002).

Flere tiltak settes i verk for å bedre bedriftens økonomi på kort sikt. Eventuelle rettssaker mot bedriften stanses, og bedriften beskyttes mot nye søksmål. Bedriften slutter å betale renter på usikrede lån. Videre gis nye lån forrang foran lån gitt før konkursen. Det er derfor attraktivt å gi lån til konkursbegjærte bedrifter som har valgt å sortere under kapittel elleve (White, 2002).

### **4.1.3 Kapittel 9: Kommunekonkurs**

Kapittel ni i amerikansk konkurslovgivning gir et rammeverk for et bredt spekter av offentlige enheter i økonomiske vanskeligheter. USAs konkurslovs definisjon av 'municipality' er en "*political subdivision or public agency or instrumentality of a State*" (U.S. Code Chapter 1, General provisions: §101). I resten av oppgaven velger jeg for enkelhets skyld å bruke det norske ordet 'kommune'. Presisjonsnivået på den oversettelsen er ikke relevant i denne sammenhengen ettersom hovedpoenget her er å vise til en konkursprosedyre for offentlige enheter, det være seg på etat-, kommune- eller fylkesnivå.

Prosedyren bygger i stor grad på kapittel elleve, men beskytter de lokale myndighetenes posisjon gjennom hele omorganiseringsprosessen. Hensynet til selvbestemmelse og folkestyre gjør denne prosedyren interessant som modell for en konkursmekanisme for suverene stater. Loven slår fast følgende: "*Notwithstanding any power of the court, unless the debtor consents or the plan so provides, the court may not, by any stay, order, or decree, in the case or otherwise, interfere with—(1) any of the political or governmental powers of the debtor; (2) any of the property or revenues of the debtor; or (3) the debtor's use or enjoyment of any income-producing property*" (U.S. Code Title 11, Chapter 9, §904).

Prosedyren beskytter altså selvbestemmelse, den konkursbegjærte enhetens eiendeler og inntekter. Kapittel ni slår også fast at berørte parter har rett til å bli hørt i konkursprosessen.

Definisjonen av 'berørte parter' inkluderer kommunalt ansatte, innbyggere, de som eier eiendom, bedrifter og banker.

I likhet med bedrifter som sortere under kapittel elleve er det kommunen selv som foreslår en restruktureringsplan som långiverne stemmer over. Planen må ta utgangspunkt i en vurdering av inntekter og utgifter, inkludert muligheter for økt skattenivå, og både under kapittel elleve og kapittel ni må planen sørge for et best mulig utfall for långiverne. Under kapittel elleve betyr dette at hver långivergruppe skal komme minst like godt ut av omstrukturingsprosessen som de ville gjort under avvikling av bedriften. Under kapittel ni er ikke avvikling en mulighet, og best mulig utfall tolkes som at planen må være minst like god som långivernes alternative løsning, som er at saken avvises (United States Courts, 2014c).

I likhet med kapittel elleve, stopper all gjeldsbetjening idet kommunen slår seg konkurs. Kommuner som sorterer under kapittel ni har rett til å ta opp ytterligere lån til administrative utgifter under konkursen, og domstolen har ingen autoritet til å overvåke nye låneopptak eller nyansettelser, kun i forbindelse med reorganiseringsplanen.

## **4.2 Overførbare elementer fra USAs konkurslov**

De tre kapitlene i USAs konkurslov viser en rekke faktorer som er relevante for en internasjonal konkursprosedyre for stater. I dette underkapitlet presenter jeg fire elementer jeg mener er av spesiell relevans for et rammeverk for statlig konkurs. Disse er 1) en samlet prosess for alle fordringer mot låntaker, 2) en nøytral prosess, 3) beskytte nødvendige minsteutgifter og selvbestemmelse, og 4) gjeldsbetjening og eventuelle rettsaker mot låntaker settes på vent. Her beskriver jeg hver enkelt av disse fire elementene, forklarer hvorfor de er av spesiell relevans samt i hvilken grad hver av disse elementene er til stede i dagens prosedyrer for gjeldsforhandlinger for stater.

### **4.2.1 En samlet prosess for alle fordringer**

Konkursmekanismer er kollektive prosedyrer som behandler alle långivergruppers fordringer mot låntaker i en samlet prosess. Å behandle ulike långivergruppers fordringer under ett gjør det mulig å vurdere den totale gjeldsbyrden og gjeldens sammensetning. Som vist i kapittel 2.1 må denne informasjonen ligge til grunn for en helhetlig bærekraftsanalyse av låntakers gjeld. En kollektiv prosedyre er også en forutsetning for å unngå långiverflukt (White, 2002), og nødvendig for å disiplinere alle långivergrupper og hindre at enkelte grupper free-rider på andre långiveres godvilje i gjeldsforhandlinger.

I dag gjennomfører stater med betalingsvansker i hovedsak separate forhandlinger med hver enkelt långivergruppe, men det finnes enkelte betydelige initiativer i retning av større samarbeid mellom långivergrupper. Kapittel 2.2. viste at gjeldsforhandlinger for land som kvalifiserer for gjeldslette gjennom HIPC og MDRI er et delvis unntak fra regelen om separate forhandlinger. Parisklubben og Londonklubben sikrer også mer koordinering blant henholdsvis bilaterale og private långivere.

Collective Action Clauses (CACs) er et annet middel for å bedre samarbeid mellom et lands långivere i gjeldsforhandlinger. Hovedargumentet bak innføring av CACs i 2003 var å forhindre individuelle långivere fra hold-outs (se kapittel 2.2.5). CACs er likevel langt fra å sikre en helhetlig løsning ettersom de bare omfatter obligasjonsholdere. Den økende aksepten for CACs og en tilsynelatende politisk og økonomisk enighet om at en kollektiv løsning er viktig og signifikant, er et tegn på viktigheten av helhetlige prosedyrer.

Samkjørte långivere og en helhetlig prosess er altså kun delvis tilfelle i dagens lånemarked for stater. Private långivere og bilaterale långivere som ikke er medlem av Parisklubben har i svært liten grad forpliktet seg til å delta i gjeldsletteoperasjoner gjennom HIPC og MDRI, og har heller ikke forpliktet seg til å overholde anbefalingene som gis i IMF og Verdensbankens analyser av gjeldsbærekraft. Et låntakerland som sanksjoneres fra én gruppe långivere, for eksempel gjennom avskjæring fra tilgang til Verdensbankens myke lån, kan vende seg til andre långivergrupper. Som vist i kapittel 2.1.4 har flere land det siste tiåret tatt opp store lån fra Kina, India og andre land utenfor Parisklubben etter at andre multilaterale långivere og bilaterale långivere har redusert landenes gjeldsbyrder og dermed økt deres kapasitet til å ta opp nye og dyrere lån.

#### **4.2.2 Nøytralitet**

En underliggende forutsetning i konkursteori er at en konkursprosess har et element av uavhengighet gjennom en nøytral konkurssdommer. Den nøytrale tredjepartens rolle og makt varierer mellom ulike typer konkurs, og er for eksempel svakere i USAs konkurslovs kapittel ni for kommuner enn for bedriftskonkurs. Som en nøytral tredjepart er dommerens rolle likevel å overse prosessen og tilstrebe en overordnet optimal løsning gitt rammene for konkursprosessen.

Nøytralitet er også viktig i forhandlinger om staters gjeld. En tredjepart hvis suksess måles i et bærekraftig utfall og tilfredse parter, har insentiver til å etterstrebe et effektivt resultat.

Videre er informasjonsinnhenting en sentral del av en nøytral tredjeparts rolle. Som illustrert i figur 2 kan dette forhindre skjult handling.

Kapittel 1.2. viste at långivere dominerer dagens gjeldsforhandlingsmekanismer for stater, og den begrensede informasjonen som innhentes legger normalt ikke vekt på långivers insentiver. Et argument til støtte for en långiverdominert prosess for gjeldsforhandlinger, er igjen at låntakers moral hazard vil være for sterk dersom låntaker har en sterkere posisjon vis a vis långiverne. Dette diskuterer jeg i kapittel 5. Fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er långivers dominans problematisk fordi långiveres optimale løsning ikke nødvendigvis er likestilt med en overordnet optimal løsning. Dette gjelder for analyser av gjeldsbærekraft ex ante så vel som for beslutningsmakt i gjeldsforhandlinger ex post.

### **4.2.3 Skjerme nødvendige minsteutgifter og selvbestemmelse**

Kapittel syv, ni og delvis kapittel elleve i USAs konkurslov inneholder klausuler som beskytter den insolvente enhetens selvbestemmelse og unndrar et minimum av ressurser fra konkursoppgjøret. Beskyttelse av et minimum av ressurser er en nødvendig forutsetning for en bærekraftig videreføring av individer, kommuner og bedrifter som ikke skal eller kan avvikles. Dette er naturligvis også tilfelle for stater.

Dagens prosedyrer for gjeldshåndtering har ikke spesifikke mekanismer for å beskytte et minimum av statens nødvendige utgifter eller staters suverenitet og selvbestemmelse. De fleste bilaterale långivere er har politisk forpliktet seg til å bidra til fattigdomsbekjempelse og definerte utviklingsmål i utviklingsland. Omforente utviklingsmål reflekteres ofte i nasjonale utviklingsstrategier som låntaker må utarbeide for å kvalifisere til gjeldslette fra offentlige långivere, men disse legger ingen direkte føringer for gjeldsforhandlinger.

Gjeldsforhandlinger skjer mellom landets myndigheter og deres offentlige og private långivere. Myndighetene i låntakerlandet må godkjenne eventuelle betingelser for gjeldssanering, og overnasjonale myndigheter har ingen rett til å sette nasjonale myndigheter til side. Det er likevel relevant å igjen trekke paralleller til teori om rurale kredittmarkeder i utviklingsland hvor en antar at låntaker står i flere typer avhengighetsforhold til långiver. Særlig offentlige långivere har muligheter til å benytte forhold til låntaker til å påvirke nasjonal politikk. Multilaterale finansinstitusjoner har blitt sterkt kritisert og tatt selvkritikk for å ha stilt betingelser som har gått på bekostning av et lands rett til selvbestemmelse (World Bank Independent Evaluation Group, 2006).



#### 4.2.4 Gjeldsbetjening og rettsaker settes på vent

Når en bedrift, et individ eller en kommune erklærer konkurs, stopper gjeldsbetjeningen til långiverne, og eventuelle rettsaker mot konkursboet settes på vent. Konkursboet beskyttes også mot nye saksøkinger. Stans i gjeldsbetjening og saksøkinger er ment å forbedre den insolvente enhetens kortsiktige økonomi og er en forutsetning for å unngå långiverflukt (Miller og Zhang, 2000). Stans i betalinger så vel som i nye og pågående rettsaker legger også til rette for forutsigbarhet i forhandlingene.

Miller og Zhang (2000) argumenterer for at målet med en konkursmekanisme for stater bør være å sikre likviditet gjennom betalingspause heller enn gjennom restrukturering av gjeld. Et gjeldsmoratorium kan være tilstrekkelig til å gjenopprette likviditet før landet er insolvent.

Anne Krueger, daværende visepresident i IMF, la stor vekt på viktigheten av juridisk beskyttelse av låntakerstaten da hun lanserte forslaget om SDRM i 2001:

*” Our aim would be to create a catalyst that will encourage debtors and creditors to come together to restructure unsustainable debts in a timely and efficient manner. This catalyst would take the form of a framework offering a debtor country legal protection from creditors that stand in the way of a necessary restructuring, in exchange for an obligation for the debtor to negotiate with its creditors in good faith and to put in place policies that would prevent a similar problem from arising in the future.”* (Krueger, 2001)

I dag stoppes verken gjeldsbetjening eller rettsaker mot låntaker når et land har likviditets- eller insolvensproblemer. For private långivere gir dette insentiver til långiverflukt og spekulasjon i statsgjeld.

Selv om betalingstvister mellom en statlig låntaker og dens långivere i all hovedsak løses utenfor domstolene er saksøking av land med betalingsvansker anerkjent som et betydelig problem innen statlig gjeldshåndtering. Det er ikke uvanlig at såkalte gribbefond utnytter usikkerhet i kredittmarkedet til å kjøpe opp statsgjeld til redusert pris for så å saksøke låntaker og kreve tilbakebetaling av det opprinnelige lånebeløpet. En automatisk stopp av rettsaker vil med sannsynlighet være velkomment blant tradisjonelle offentlige långivere som ofte har sett at land som har fått gjeldslette har blitt tvunget til å bruke frigjorte midler til å betale dyrt til gribbefond etter rettsaker.

### 4.3 Særtrekk ved stater

De fire elementene hentet fra USAs konkurslov og beskrevet skisserer et rammeverk for en konkursprosedyre for stater. Ettersom deler av teorien i denne oppgaven til nå har omhandlet bedriftskonkurs, diskuterer jeg først relevante vesensforskjeller mellom stater og bedrifter. Det kan synes overflødig å diskutere opplagte ulikheter mellom stater og bedrifter, men for å kunne analysere statlige låntakerer og deres långiveres insentiver, delvis basert på eksempler fra bedriftsøkonomi, er det nødvendig å vise eksplisitt hvilke sentrale forutsetninger som endres idet en går fra å diskutere bedrifter til å diskutere stater.

Stater er suverene. I likhet med hvordan demokrati og selvbestemmelse har konsekvenser for USAs konkurslov for kommuner, innebærer staters suverenitet at en konkursprosedyre ikke kan ha makt til å fatte beslutninger om landets ressurser eller til å avsette myndighetene. I en konkursprosedyre for stater må derfor långiveres og domstolens innflytelse begrenses betydelig sammenlignet med konkursprosedyrer for bedrifter. Til tross for låntakers mulighet til å misligholde gjeld, gir sanksjonsmuligheter og långivers moral hazard långivere relativt stor makt over definisjoner og utfall av forhandlinger i fraværet av en uavhengig konkursdommer eller beslutningstaker i dagens prosedyrer for gjeldsforhandlinger.

Betalingskonflikter mellom en statlig låntaker og dens långivere løses som regel utenfor domstolene. Forhandlingsresultantene følger vel så mye fra diplomati og politiske styrkeforhold som fra juridiske prinsipper (Buchheit og Gulati, 2010). En stats suverenitet gjør det også vanskelig å ta pant i eiendeler eller fremtidige inntekter. En stat kan si fra seg immunitet over eiendeler, men verdien av de eiendelene et land kan si fra seg vil som regel være betydelig lavere enn kravene mot landet, og det er utfordrende for långiver å faktisk beslaglegge slike eiendeler (Miller og Zahng, 2000). Det er også en risiko involvert for långivere ettersom et nytt styre i låntakerlandet kan velge å gå bort fra tidligere løfter og kontrakter.

En stat forsvinner ikke selv om den går konkurs. Dette er en selvfølgelighet som, i likhet med individer og kommuners fortsatte eksistens, endrer rammebetingelsene for en konkursprosedyre betydelig sammenlignet med konkursprosedyrer for bedrifter. Med dette for øyet definerer kapittel syv og ni i USAs konkurslov at et minimum av eiendeler må beskyttes når henholdsvis individer og kommuner går gjennom en konkursprosess. Det at en stat skal fortsette å eksistere på kartet, i diplomatiet, i handelsforbindelser og som beskytter for statens innbyggere også må reflekteres i rammeverket for en statlig konkursprosedyre.

En stat har mange indirekte långivere, nemlig statens innbyggere. Lønnsinntakere, skoleelever, brukere av helsesystemet, nåværende og fremtidige pensjonister kan sees på som paralleller til aksjeeierne i en bedrift, med den vesentlige forskjell at aksjeeiere selv velger hvor de vil kjøpe aksjer og altså hvor de til enhver tid vil plassere sin formue og risiko. Dette gjelder naturligvis ikke for et lands innbyggere. En stats forpliktelser overfor landets innbyggere forsterker viktigheten av å beskytte et minimum av eiendeler og fremtidige inntekter.

Med dette bakteppet går jeg nå over til å diskutere mål for en statlig konkursmekanisme.

## **4.4 Mål for en konkursmekanisme for stater**

Økonomisk teori peker ifølge Hart (1995) ut tre mål for en konkursprosedyre: 1) Den bør oppnå et effektivt utfall, definert som maksimering av totalverdien av långivernes økonomiske utbytte, 2) Prosedyren må sikre at en bedrift har insentiver til å begjære konkurs hvis og bare hvis det er optimalt, 3) Besørge en forhåndsbestemt prioritering av fordringer. At den siste målsettingen overholdes er en forutsetning for det første målet, nemlig effektivitet (Hart, 1995). Her diskuterer jeg kort de tre målene i lys av teori, empiri og refleksjoner om staters egenart presentert i de foregående kapitlene. Videre i oppgaven fokuserer jeg på mål to, men med et bredere fokus. Konkurst teori omhandler først og fremst låntakers insentiver, men jeg diskuterer også hvordan långivernes insentiver kan påvirkes i retning av et effektivt utfall.

### **4.4.1 Effektivitet**

Hart (1995) definerer effektivitet i en konkursmekanisme for bedrifter med høyest mulig utbytte for fordringshaverne. Særegenheter ved stater, som diskutert over og reflektert i de utvalgte kapitlene i USAs konkurslov, antyder at definisjonen av effektivitet bør være en annen når den konkursbegjærte ikke er en bedrift.

Til forskjell fra en avviklingsprosess legger de utvalgte kapitlene i USAs konkurslov til rette for å sikre fremtidig bærekraft for de indirekte långiverne gjennom å skjerme et minimum av ressurser og fremtidige inntekter fra konkursoppgjøret. Det er rimelig å anta at myndighetene i et låntakerland og landets långivere har ulike syn på hva som er nødvendig for å sikre sosial sikkerhet og et bærekraftig samfunn. Det er også rimelig å anta at befolkningen i det gjeldstyngede landet har andre forventninger og prioriteter enn landets myndigheter, som er under press fra både utenlandske långiveres og befolkningens forventninger. Det er lett å enes om at en løsning må være effektiv, men det er langt mer utfordrene å veie långivers og

låntakers kortsiktige og langsiktige effektivitetsmål opp mot hverandre og fastslå en endelig definisjon for effektivitet. Som vist i kapittel 2.1. konkluderer makroøkonomiske retninger med ulike løsninger på balansen mellom gjeldsbetjening versus offentlige utgifter. Her tegner det seg en avgjørende rolle for en nøytral konkursdommer som kan bidra til å utvikle en restruktureringsplan som tar tilfredsstillende hensyn til alle parter.

Et annet aspekt ved en effektiv løsning er at den bør være rask. Kapittel 2.2 refererte til eksempler på hvordan langtekkelige prosesser er kostbare for både långivere og låntaker. Langsomme prosesser skaper usikkerhet om hvorvidt det vil komme en løsning på et lands økonomiske problemer, når den eventuelt kommer og hvor kostbar den blir for de ulike aktørene. Uforutsigbarhet og usikkerhet uroer markedene, og långiverflukt, devaluering og høyere risikopremier er sannsynlige konsekvenser. De nylige gjeldsforhandlingene mellom Hellas og landets långivere illustrerer hvordan uforutsigbarhet og langsomme forhandlinger er kostbart for alle parter. Politisk og økonomisk usikkerhet som følge av langsomme forhandlinger og uforutsigbarhet har ofte ført til sosiale opptøyer.

#### **4.4.2 Sikre de rette insentivene**

Det andre målet med en konkursmekanisme er å sikre at låntakers insentiver til å slå seg konkurs verken er for sterke eller for svake i forhold til det som er sosialt optimalt (Hart, 1995). I bedriftsøkonomi løses dette ved å etablere tilfredsstillende sanksjoner mot bedriftsledelsen dersom den kjører bedriften konkurs. Sanksjonene må likevel ikke være så sterke at ledelsen unngår å begjære konkurs i tilfeller der det er den mest optimale løsningen (Hart, 1995). White (2002) illustrerer dette poenget ved å si at det er for eksempel ikke samfunnsmessig optimalt at en direktør reiser til Las Vegas og spiller bort restene av firmaets midler i håp om å unngå konkurs. Hvis straffen for konkurs er for streng, kan det likevel være den beste løsningen sett med direktørens øyne (White, 2002).

Her er vi ved kjernen av denne oppgavens problemstilling: Vil en internasjonal konkursmekanisme gjøre det for enkelt, for fristende, for land å erklære seg konkurs? Og motsatt, vil straffen for konkursbegjæring, en eventuell utestenging fra kredittmarkedene og faren for andre staters indirekte politiske og økonomiske sanksjoner gjøre det for risikabelt for en stat å be om hjelp? Å sikre insentiver som gjør strategisk mislighold ulønnsomt uten at det hindrer insolvente stater i å slå seg konkurs er et naturlig mål for en statlig konkursmekanisme. Teori presentert tidligere i oppgaven viser at det finnes ulike beregninger for insolvens og gjeldsoverheng og at det ikke alltid finnes informasjon om hvorvidt ufrivillig mislighold er selvforskyldt eller ikke. Å få insentivene rett er likevel i høyeste grad et av

målene med en internasjonal konkursmekanisme. Dette, i tillegg til både långivers insentiver til å unngå uproduktiv lånefinansiering er utgangspunktet for analysen i kapittel 4.5.

### **4.4.3 Tilbakebetaling etter forhåndsbestemt rekkefølge**

Å sikre at den forhåndsbestemte prioriteringen av betaling til fordringshavere følges, er en forutsetning for effektivitet og dermed et mål i seg selv (Hart, 1995).

Tilbakebetaling etter en forhåndsbestemt prioritering bidrar til å hindre långiverflukt. I fravær av en forutsigbar prioritering av långivergrupper, har långivere insentiv til å hente ut verdier før bedriften går konkurs. Når en stat viser tegn på betalingsproblemer er det ikke uvanlig at långiverne selger unna gjeld og forverrer usikkerheten og låntakers økonomiske situasjon. Igjen er det relevant å vise til kapitalstrømmer i Europa sommeren 2012, da investorer lot kapital strømme fra gjeldstyngede land i Sør-Europa, til mer stabile kapitalmarkeder i Nord-Europa.

White (2002) diskuterer hva som vil være en optimal prioriteringsrekkefølge for stater. Jeg velger å ikke gå dypere inn i denne problemstillingen her. Det viktige i denne oppgaven er at en forhåndsbestemt prosedyre gjør det mer forutsigbart og dermed mer attraktivt å gi lån, og det er sannsynlig at det korter ned tiden det tar å finne en løsning på betalingsproblemene.

## **4.5 Konkursprosedyrens insentivpåvirkning**

Denne oppgaven fokuserer på Harts (1995) andre mål, om å påvirke låntakerens insentiver i retning av en optimal løsning. Jeg har gjennom oppgaven argumentert for at ikke bare låntakerens, men også långivers insentiver må tas i betraktning. Med grunnlag i tre relevante kapitler i USAs konkurslov har jeg i dette kapitlet definert fire relevante forhold og vilsta at disse ikke er tilstrekkelig til stede i dagens prosedyrer for gjeldshåndtering for stater. Her diskuterer jeg hvordan låntakers og långivers insentiver endres dersom en konkursmekanisme med disse fire elementene innføres for stater. Jeg tar utgangspunkt i teori og empiri presentert tidligere i oppgaven og diskuterer hvordan hver av dem er sannsynlig å påvirke låntakers og långivers moral hazard dersom de innføres.

### **4.5.1 Låntakers insentiver og moral hazard**

Hvordan er det sannsynlig at låntakers insentiver påvirkes dersom alle fordringene behandles i én prosess? Ifølge Ray (1998) fører en samlet prosedyre til at låntaker bærer en større del av risikoen ved å legge inn lav innsats for å sikre bærekraft.

Jeg har vist at samkjørte långivere er en forutsetning for at trusselen om utestenging fra kredittmarkeder ved mislighold skal ha en preventiv virkning på låntaker. I denne sammenhengen innebærer 'samkjørte långivere' at det er god informasjonsflyt i markedet og at långivere stiller tilnærmet like betingelser for lån. En konkursprosedyre som samler alle långivere kan bidra til en utjevning av lånebetingelser mellom ulike långivergrupper. Dette følger av at alle långivergrupper vil måtte bidra til en eventuell gjeldsreduksjon og derfor ha insentiver til å påse at lån er produktive og mulige å betjene. Det er altså sannsynlig at en kollektiv prosedyre for alle långivere reduserer låntakers moral hazard som følge av at långivergrupper som i dag har ulike interesser, trolig i større grad konvergerer mot i å ønske å sikre bærekraft og produktive lån. Dette gjør det vanskeligere for låntaker å søke gjeldslette hos én långivergruppe og samtidig ta opp nye lån hos långivere med andre preferanser.

I motsatt retning kan en argumentere at en konkursprosess som samler alle långivere er fordelaktig for låntaker og gjøre det lettere å erklære konkurs. Låntakers transaksjonskostnader synker når landet kan forhandle med alle långiverne samlet, heller enn fragmenterte forhandlinger. Dersom restrukturering er utfallet av konkursprosessen, er det sannsynlig at utfallet blir mer gunstig for låntaker enn det ville blitt under dagens ad hoc forhandlingsprosedyrer. Disse faktorene peker i retning av at en samlet prosess for alle långivergrupper kan gi låntaker høyere insentiv til å erklære konkurs i tilfeller der de mener restrukturering av gjeld er nødvendig.

En nøytral prosess vil også påvirke låntakers insentiver. Tidligere i oppgaven har jeg beskrevet hvordan gjeldsforhandlinger i dag domineres av långivere. Nøytralitet betyr derfor at låntakere vil ha mer forhandlingsstyrke relativt til dagens forhold. Dette kan gjøre gjeldsforhandlinger mer attraktivt for låntaker, og derfor gi insentiver til å erklære konkurs. På den andre siden er en sentral rolle for en uavhengig konkursprosedyre å avdekke informasjon om partenes handlinger. Nøytral informasjonsinnhenting om forholdene rundt gjeldskrisen vil bidra til å redusere skulte handlinger, som vist i Ghosal og Miller (2003) sin modell, og videre i kapittel 3. Det er likevel store praktiske og politiske utfordringer knyttet til en slik uavhengig dommer. Særlig melder spørsmålet seg om hvordan ansvar skal fordeles dersom det er forhold innad i landet som har forårsaket en lite bærekraftig gjeldsbyrde.

En gjeldshåndteringsprosess som legger vekt på nødvendige minsteutgifter svekker isolert sett låntakers insentiv til å sikre at lånte midler benyttes produktivt. Hvis et land ikke har finansielle ressurser til å dekke grunnleggende behov for innbyggerne, er det garantert gjeldslette uavhengig av årsaken til den ikke-bærekraftige gjelden. For låntaker kan det

framstå som en enkel løsning å legge inn lav innsats og overføre regningen til landets långivere ved å slå seg konkurs.

Det er sannsynlig at en prosedyre som i større grad bevarer låntakers selvbestemmelse vil endre forhandlingsstyrken og svekke sanksjonstrusselen som ligger i långiveres betingelser om reform. Siden strukturtilpasningsprogrammer ble innført på 1980-tallet har offentlige långiveres betingelser spilt en sentral rolle i å definere forhandlingsstyrken mellom långivere og statlige låntakerer. Mer selvbestemmelse og en påfølgende svekking av långivernes formelle sanksjoner kan derfor antas å forsterke låntakers moral hazard.

På den andre siden kan en prosedyre som i større grad beskytter låntakers suverenitet motvirke noe av låntakers negative insentiver gjennom i større grad å ansvarliggjøre myndighetene i låntakerlandet. Gjennom å utarbeide en plan for hvordan landet skal bygge opp en bærekraftig økonomi, tvinges låntaker til å være realistisk og foreslå løsninger som balanserer krav fra ulike långivergrupper samt egen befolkning. Det er også naturlig å anta at myndighetene ønsker å legge til rette for gode bånd til offentlige långivere og private kredittmarkeder. Igjen er det relevant å trekke fram ryktemodellen som gir låntaker sterke insentiver til ikke å misbruke mulighetene til å utnytte en mer sjenerøs definisjon av betalbar gjeld og en styrket forhandlingsposisjon. I likhet med rurale kredittmarkeder i utviklingsland er det sannsynlig at långivere vil fortsette å utøve et sterkt uformelt press på låntaker selv om de formelle sanksjonsmulighetene svekkes.

Hvordan påvirkes låntakers insentiver dersom en innfører betalingspause og setter eventuelle rettssaker på vent? En stans i gjeldsbetjening kan i seg selv være et insentiv til å begjære konkurs. Det gir låntaker et ønsket, kanskje nødvendig pusterom. Isolert sett kan vissheten om en betalingspause derfor styrke insentiver til å begjære konkurs når landet er solvent, men også i en likviditetskrise. At rettssaker fryses har trolig samme virkning. Sett i lys av diskusjonen i kapitel 3.2 er det likevel trolig at det vil ha en negativ virkning på låntakers rykte når det blir kjent at det ikke var grunnlag for konkursbegjæring. Låntakers insentiver påvirkes altså i begge retninger og avhenger av hvordan låntaker selv veier nytten av en kortsiktig betalingspause i forhold til nytten av å framstå som troverdig for offentlige og private långivere.

#### **4.5.2 Långivers moral hazard**

Gjeldshåndtering som inkluderer alle långivere i en samlet prosess gir bedre mulighet til å sikre at hver långiver løper den faktiske risikoen som følger av dens utlånsbeslutninger, og

slik redusere långiveres insentiv til skjult handling. I en samlet prosedyre må långivere per definisjon koordinere seg imellom, og det vanskeliggjør free-riding. Modellen presentert i kapittel 3.1.3 fremhever långivernes manglende koordinering som et sentralt problem i det internasjonale lånemarkedet. Dette støttes av Miller og Zhang (2000) som med referanse til IMF som årsak til långivers moral hazard, sier at den eneste løsningen er å endre spillereglene slik at långivere *"are faced with the realistic prospect of 'taking a hit'"* (s. 337-337). Videre er det sannsynlig at en kollektiv prosess reduserer långiveres insentiver til å ta høy risiko gjennom å tilby lån som med liten sannsynlighet er bærekraftige. Forventningen om at alle långivere må bidra til å løse eventuelle fremtidige betalingsproblemer gir långiverne insentiver til å være påpasselige med risiko- og bærekraftsanalyser.

Det er sannsynlig at en samlet prosess virker ulikt på forskjellige långivergruppers insentiver. Offentlige långivere som tradisjonelt har bidratt til internasjonale gjeldsletteinitiativer, vil tjene på at også private långivere og bilaterale långivere som ikke er medlem av Parisklubben deltar i restruktureringer i større grad. Dette er et av hovedargumentene for å utvikle nye prosedyrer for å løse statlige gjeldsproblemer. Långivere som i liten eller ingen grad har bidratt til gjeldslette, har derimot mindre å tjene på en kollektiv prosedyre. Det er trolig at den sistnevnte gruppens insentiver endres i retning av å søke lavere risiko og at insentivene til utlån til uproduktive formål svekkes.

Prinsippet om nøytralitet er altså tett knyttet til informasjonsinnhenting. Långivernes insentiver vil påvirkes av en konkursprosedyre der hver långivers bidrag til å løse gjeldskriser avhenger av tidligere innsats for å sikre bærekraftig utlån. I kapittel 3.3.3 refererte jeg til Kremers (2006) teori om odiøs gjeld og hvordan ex ante deklarerer av odiøse regimer kan forhindre långivere i å gi lån til stater der det opplagt ikke kommer befolkningen i låntakerlandet til gode. Forutsatt at de långiverne som har tatt høyest risiko i form av uproduktive investeringer eller politisk motiverte lån må betale relativt mer i et oppgjør, får også tradisjonelle långivere insentiver til en mer aktsom lånepraksis. Det er imidlertid store politiske utfordringer knyttet til vurderingen av långivernes ex ante risikoanalyser.

Overføring av makt til en nøytral tredjepart er et av de største ankepunktene mot en konkursmekanisme for stater. Dette høres særlig fra tradisjonelle långivere. Hittil har disse sittet i førersetet gjennom gjeldsforhandlinger. Gjennom å definere normene for gjeldslette har denne långivergruppen ikke bare hatt økonomisk, men også politisk innflytelse.

Tradisjonelle offentlige långivere har mye å tjene på at private og nye bilaterale långivere legger større vekt på risikoanalyser i sin utlånspraksis og bidrar til en bærekraftig løsning når



en låntaker har betalingsproblemer. Men de har også mye å tjene på fortsatt å definere løsningen. Et relevant spørsmål er hvorvidt det er mulig for tradisjonelle långivere å opprettholde denne posisjonen i en verden hvor maktbalansen er kraftig endret siden opprettelsen av Bretton Woods-institusjonene. En av årsakene til at SDRM ikke ble satt ut i live var at private långivere ikke godtok at IMF skulle ta avgjørelser på deres vegne, i tillegg til at IMFs fordringer i tillegg var tenkt utelatt fra ethvert konkursoppgjør. Det er også vanskelig å forestille seg at nye offentlige långivere og stormakter som Kina, India og Brasil er villige til å la vestligdominerte institusjoner som OECD og Parisklubben fortsette å definere spillereglene.

Argumentet over er også knyttet til låntakers selvbestemmelse. Sammen med beskyttelse av nødvendige minsteutgifter er dette det tredje elementet i rammeverket jeg definerer. Økt hensyn til låntakers selvbestemmelse kan ytterligere svekke villigheten til utlån, særlig fra offentlige långivere som tradisjonelt har hatt en sterk og ofte avgjørende stemme i statlige gjeldsforhandlinger. Beskyttelse av et minimum av ressurser for nødvendige minsteutgifter bør gi alle långivergrupper økt insentiv til å overvåke at lån går til produktive formål. Over konkluderte jeg med at låntakers insentiver til å sikre bærekraftighet svekkes når nødvendige minsteutgifter beskyttes. Det er sannsynlig at offentlige og private långivere vil være mindre villige til å låne til stater med svak økonomi og kreve høyere risikoavkastning hvis de antar at låntaker har svekkede insentiver til å gi høy innsats.

Hvordan påvirkes långivers insentiver hvis en innfører umiddelbar frys av betalinger og rettssaker mot en låntaker som erklærer konkurs? Nettoeffekten er trolig ulik for ulike långivergrupper. På den ene siden er det naturlig å anta at betalingsstopp øker risikoen ved utlån ettersom låntaker selv kan utløse en legitim umiddelbar pause i gjeldsbetjening ved å slå seg konkurs. Betalingene tas opp igjen i tilfeller hvor låntaker erklæres solvent, men utsatt betaling medfører likevel usikkerhet og mulig tap for långiverne. Långivers insentiver kan altså påvirkes i retning av lavere villighet til å investere i statsgjeld. Særlig må det forventes et fall i utlån til stater som långiverne anser for sannsynlig at vil utnytte mulighetene ved umiddelbar gjeldsmoratorium og frys i rettssaker.

På den andre siden er umiddelbar frys i rettssaker og gjeldsbetjening et effektivt middel for å unngå free-riding gjennom långiverflukt og ”run to the court room”, som presentert i kapittel 3.3.3. Dette følger fra resonnementet om at långivere som ellers ville solgt seg ut tidlig eller gå rettens vei for å kreve tilbakebetaling, mister noe av risikoappetitten når muligheten til å

overføre deler av risikoen til andre långivergrupper minsker. Långivere har dermed insentiv til å ta lavere risiko og søke produktive investeringer.

Det er altså sannsynlig at frys i rettssaker og gjeldsbetjening isolert sett gir långivere insentiver til å være restriktive med utlån til stater de mistenker vil utnytte muligheten til å igangsette en midlertidig stopp i gjeldsbetjening. Det er likevel trolig at denne isolerte virkningen dempes av at långiverne kan utstede trusler om sanksjoner og lavere kredittverdighet ved unødig konkurs, og av enkelte långiveres ikke-finansielle insentiver til utlån.

## 5 Konklusjon

I denne oppgaven har jeg skissert et rammeverk for en konkursprosedyre for stater, og utfordret det rådende synet om at en statlig konkursmekanisme vil være lite effektivt fordi det skaper sterk moral hazard for låntakere. Jeg har benyttet relevante elementer fra USAs konkurslov for henholdsvis kommuner, individer og reorganisering av bedrifter til å skissere et rammeverk for konkursprosedyrer for stater. Fire relevante faktorer fra de utvalgte kapitlene i USAs konkurslov skiller seg fra dagens måter å håndtere statlige gjeldsproblemer på. Disse er helhet, nøytralitet, skjerming av nødvendige minsteutgifter og selvbestemmelse, og umiddelbar frys av gjeldsbetjening og rettssaker mot låntaker. Jeg har diskutert hvordan låntakers og långivers insentiver i det internasjonale kredittmarkedet for stater vil endres hvis en konkursprosedyre som følger disse elementene innføres. Diskusjonen bygger også på økonomisk teori for offentlig gjeld og partenes insentiver i kredittmarkeder med asymmetrisk informasjon.

Opgaven fokuserer på konkursmekanismers mål om å sikre insentiver til et effektivt utfall. I tillegg til å vurdere låntakers insentiver, som står sentralt i økonomisk teori om kredittmarkeder og konkurs, har jeg også vurdert långivers insentiver.

Hvordan vil låntakers moral hazard påvirkes dersom en går fra dagens prosedyrer for gjeldsforhandlinger i retning av en konkursmekanisme som beskrevet gjennom denne oppgaven? Jeg definerte låntakers moral hazard som todelt, komponert av forhold som skaper insentiver til uproduktiv lånefinansiering og låntakers insentiver til å erklære seg konkurs til tross for at landet er solvent.

Et av hovedargumentene mot en konkursmekanisme for stater er nettopp at det vil øke låntakers moral hazard relatert til begge disse forholdene. En permanent institusjon for gjeldshåndtering gir signaler om at insolvens og mislighold er å forvente, og kan slik i større grad legitimere betalingsproblemer og mislighold av gjeld. Når gjeldsbetjening og eventuelle søksmål mot låntaker automatisk fryses, kan det i tillegg skape insentiver til å erklære konkurs også i tilfeller av likviditetsproblemer, ikke insolvens.

Utsikter til gjeldsreduksjon og en ryddig, legitim prosess for løsning av gjeldsproblemer kan også svekke låntakers insentiver til ikke å låne over evne, og til å sikre at lånte midler investeres produktivt. Når konkursprosedyren i tillegg skjermer et minimum av statens

eiendeler og fremtidige inntekter, øker moral hazard ytterligere som en følge av landets begrensede ansvar. Hvorfor bry seg om bærekraftig lånefinansiering hvis det uansett er gjeldslette i enden av tunnelen? En helhetlig prosedyre sørger i tillegg for gjeldslette fra alle långivere, og en nøytral dommer og beskyttelse av selvbestemmelse øker trolig låntakers forhandlingsstyrke.

Som vist i kapittel 2 tilsier økonomisk teori, og ikke minst empiri, at trusselen om sanksjoner og et dårlig betalingsrykte sterkt motvirker låntakers insentiver til uproduktiv lånefinansiering og til å slå seg unødig konkurs. Asymmetrisk informasjon og ulike preferanser blant långivere er sentrale forutsetninger for låntakers moral hazard. Det er sannsynlig at en kollektiv prosedyre for alle långivergrupper øker informasjonsflyten og fører til konvergerende interesser av å sikre bærekraftige lån. En konkursprosess som i motsetning til i dag samler alle långivere til en felles prosess er derfor sannsynlig å virke disiplinerende på låntaker og å motvirke moral hazard både i form av uproduktiv lånefinansiering og strategisk mislighold.

Långivers moral hazard refererer til forhold der långiver har insentiver til å tilby uproduktive lån til låntaker som en følge av at långiver selv ikke bærer risikoen for lite bærekraftig gjeld. Det er trolig at en helhetlig prosess som samler alle långivergrupper har en positiv virkning på långivers moral hazard. Dette følger av at alle långivere vil måtte bidra til en eventuell gjeldsreduksjon og derfor har interesse av å sikre produktiv lånefinansiering og bærekraftige gjeldsbyrder. Videre vil en forhåndsbestemt tilbakebetalingsrekkefølge, automatisk frys av gjeldsbetjening og søksmål disiplinere aggressive långivere. Det er sannsynlig at en konkursprosedyre som samler alle långivere til en felles prosess virker ulikt på de forskjellige långivergruppene. Den største endringen i positiv retning er trolig blant de långivergruppene som tradisjonelt ikke har bidratt til gjeldslette. Dette følger av at en helhetlig konkursprosedyre vil svekke mulighetene for free-riding på andre långiveres restrukturering av gjeld.

Gjennom oppgaven har jeg vist at det er sentralt for moral hazard i hvilken grad informasjon er tilgjengelig. En konkursmekanisme hvor en nøytral konkursdommer vurderer kvaliteten og legitimiteten av lån gitt, kan også i større grad disiplinere tradisjonelle långivere. Terra-saken er et interessant eksempel, kanskje det eneste, der långiver har blitt dømt til å bære deler av det økonomiske tapet som direkte følge av feilaktig rådgivning som førte til konkurs i flere norske kommuner. Det finnes eksempler der långivere til stater har argumentert med odios gjeld og långivers medansvar for feilslått utviklingspolitikk som utgangspunkt for gjeldslette.

En konkursprosedyre som skiller mellom långivere basert på grad av ansvarlighet i låneprosessen vil kunne redusere långivers moral hazard, særlig for långivere som i dag ikke følger internasjonale standarder for gjeldsbærekraft og internasjonale sanksjoner. Det må nevnes at det til tross for at temaet sakte reises på den internasjonale politiske dagsordenen, er det store politiske utfordringer knyttet til en slik ordning.

Hvordan en internasjonal konkursmekanisme påvirker partenes insentiver avhenger altså av en lang rekke faktorer, som definisjonen av effektivitet, styrkeforholdet mellom låntaker og långiver, hvorvidt en lykkes med å innføre alle hovedelementene presentert i denne oppgaven og styrkeforholdet mellom disse. Det er skrevet lite om denne problemstillingen innenfor samfunnsøkonomi. Med grunnlag i teori og empiri presentert i denne oppgaven, tør jeg likevel påstå at effekten av uformelle sanksjoner og betydningen av å beholde et godt betalingsrykte undervurderes i den politiske debatten, og at frykten for låntakers moral hazard er velbegrunnet, men overdrevet. I tillegg mener jeg det er rimelig å hevde at endringer i långivers moral hazard overses i de aller fleste diskusjoner om gjeldslettemekanismer til tross for at dette bør være en signifikant faktor i vurdering av effektivitet i lånemarkedene. Jeg mener at långivers moral hazard vil reduseres dersom det opprettes en konkursmekanisme som beskrevet i denne oppgaven.

Et relevant tema melder seg. Vil en konkursmekanisme for stater svekke långiveres villighet til utlån? Dette gjelder særlig for utviklingsland. En konkursmekanisme som samler alle långivere, og som gir låntaker begrenset ansvar gjennom beskyttelse av et minimum av låntakers eiendeler og fremtidige inntekter, kan gjøre utlån mer risikofyllt. Selv om jeg i oppgaven konkluderer med at trusselen om sanksjoner i stor grad disiplinere låntakere, kan kredittmarkedet konkludere i en annen retning, og långivere kan komme til å kreve høyere risikopremie, altså høyere rente, for utlån til utviklingsland. Hvordan vil mulig lavere tilgang til lånefinansiering virke på utviklingslands økonomi? Store behov for økte inntekter for å finansiere fattigdomsbekjempelse og å holde gjeldsnivået bærekraftig er to nødvendige mål som det er utfordrende å balansere. Dette kan være en interessant problemstilling for videre forskning.

Så til realismen. Hvis en internasjonal konkursmekanisme for stater reduserer moral hazard for både låntakere og långivere og bidrar til en mer effektiv insentivstruktur for å løse statlig insolvens, hvorfor finnes det ikke? Som vist i kapittel 2.2 har det vært initiativ, også fra offentlig hold, til å fylle dette institusjonelle tomrommet i internasjonal finansarkitektur, men uten hell. Politisk vilje i långiver- så vel som i låntakerland må sies å være hovedårsaken.

Verdensbanken og IMF vurderte alternativer for gjeldshåndtering post HIPC og MDRI i 2011, og konkluderte at det ikke var behov for en ny diskusjon om løsninger på utviklingslands gjeld (IMF, 2013).

Dersom en konkursmekanisme er så lukrativ for låntaker er det overraskende at utviklingsland og andre låntakerland ikke har fremsatt krav og startet multilaterale initiativer for opprettelse av en slik mekanisme, og at det initiativet som har kommet lengst i retning av en internasjonal konkursmekanisme var IMF's initiativ SDRM. Dette tyder på at teorien fra rurale kredittmarkeder i utviklingsland er relevant: Uformelle forbindelser mellom långiver og låntaker og låneaktørens roller i andre markeder og sammenhenger gjør det viktig for låntaker å være på godfot med sine långivere. Et godt betalingsrykte er viktig ikke bare for fremtidig kreditt, men også for å unngå uformelle sanksjoner i andre sammenhenger. Signaleffektene av å sette fram krav om en alternativ måte å løse staters gjeldsproblemer på kan være sterk. Frykten for at et initiativ eller forslag skal oppfattes som et tegn på lav kredittverdighet er trolig en hovedårsak til at utviklingsland ikke har yttet seg til fordel for en internasjonal insolvensprosedyre for stater.

Oppgaven startet med et sitat fra Anne Krueger i kjølvannet av Argentinas økonomiske krise i 2001, da verden igjen ble minnet om at vi mangler en effektiv prosess for å løse staters insolvensproblemer. Forsøk på å endre dette kom til kort, og da den siste finanskrisen brøt ut i 2008 og forårsaket gjeldskriser i en rekke land, måtte disse igjen forholde seg til ad hoc forhandlinger. Et av argumentene mot å opprette en konkursprosedyre for stater, er at det ikke er forventinger om en ny gjeldskrise i utviklingsland. Argumentet, om enn sant og positivt, er også et uttrykk for kortsiktig tenkning. Nye land vil før eller senere rammes av gjeldskriser, og trolig vil alle parter tape på en uryddig prosess. Forhåpentligvis kan gjeldskrisen i eurosonen endre dynamikken i hvordan staters gjeldsproblemer håndteres. Krisen har vist at det er vanskelig å gjennomføre reformer når en først står midt i et problem, og ikke minst har den skapt debatt omkring insentivstrukturene i lånemarkedet for stater. En konkursprosedyre som endrer disse slik at låntakere og långivere har sterkere insentiver til å påse at lån er bærekraftige, kan ikke minst bidra til å redusere risikoen for gjeldskriser i fremtiden.

# Litteraturliste

Bardhan, P. og Udry, C. (1999): *Development Microeconomics*, paperback, New York: Oxford University Press.

Buchheit, L.C. og Gulati, G.M. (2010): "Responsible sovereign lending and borrowing", UNCTAD, Discussion Paper No.198, 2010.

Bulow, J. og Rogoff, K. (1989): "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?", *The American Economic Review*, Vol. 79, No. 1, s. 43-50.

Cavuto, N. (2003): "John Snow, U.S. Treasury Secretary", Your World with Neil Cavuto, April 10, 2003, Fox News, <http://www.foxnews.com/on-air/your-world-cavuto/2003/04/11/john-snow-us-treasury-secretary> Sist besøkt 10 mai 2014.

Chapter7.com (2014): "Chapter 7 Bankruptcy Exemptions"  
<http://www.chapter7.com/chapter-7-exemptions/> Sist besøkt 12 mai 2014.

Checherita C. og Rother, P. (2010): "The impact of high and growing government debt on economic growth. An empirical investigation for the euro area", Working Paper Series, No 1237/August 2010, European Central Bank.

Cosio-Pascal, E. (2008): "The Emerging of a Multilateral Forum for Debt Restructuring: The Paris Club", UNCTAD, Discussion Paper No.192, 2008.

Det Hvite Hus (2011): "Remarks by the President on the Middle East and North Africa", State Department, Washington, D.C. <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2011/05/19/remarks-president-middle-east-and-north-africa%20> Sist besøkt 10 mai 2014.

DeLong, J.B. (2002): *Macroeconomics*, paperback, internasjonal utgave, New York: The McGraw-Hill Companies.

East Timor Action Network (2011): "Groups worldwide urge debt-free Timor-Leste not to borrow. Pending loans could endanger Timor's future"  
<http://www.etan.org/news/2011/08debt.htm#statement> Sist besøkt 28 april 2014.

Easterly, W. (2002): "How did heavily indebted poor countries become heavily indebted? Reviewing two decades of debt relief", *World Development*, Vol.30, No.10, s.1677–1696.

Eaton, J. (1990): "Debt Relief and the International Enforcement of Loan Contracts", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 1, s. 43-56.

Europakommisjonen (2013): "Stability and Growth Pact"  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm) Sist besøkt 28 april 2014.

Europaportalen (2010): "Europaparlamentet støtter Islands EU-søknad"  
[http://www.regjeringen.no/nb/sub/europaportalen/aktuelt/nyheter/2010/europaparlamentet-stotter-islands-eu-sok.html?regj\\_oss=1&id=694055](http://www.regjeringen.no/nb/sub/europaportalen/aktuelt/nyheter/2010/europaparlamentet-stotter-islands-eu-sok.html?regj_oss=1&id=694055) Sist besøkt 24 april 2014.

Findlaw.com (2014): "Exempt vs. Non-exempt Property Under Chapter 7"  
<http://bankruptcy.findlaw.com/bankruptcy/bankruptcy-chapter-7/exempt-vs-nonexempt-property.html> Sist besøkt 12 mai 2014.

Freixas X. og Rochet, J.C. (2008): *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Massachusetts Institute of Technology.

Ghosal S. og Miller M. (2003): "Co-Ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures", *The Economic Journal*, Vol. 113, No. 487, s. 276-304.

Graeber, D. (2011): *Debt: The first 5,000 years*, paperback, New York: First Melville House Printing.

Hart, O. (1995): *Contracts and Financial Structure*, New York: Oxford University Press Inc.

IDA og IMF (2009): "Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI)—Status of Implementation", International Development Association (IDA) og IMF, Washington D.C.

IDA og IMF (2010): "Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI)—Status of Implementation", International Development Association (IDA) og IMF, Washington D.C.

IDA og IMF (2011): "Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI)—Status of Implementation and Proposals for the Future of the HIPC Initiative (2011)" International Development Association (IDA) og IMF, Washington D.C.



IMF (2002): "Assessing Sustainability", Policy Development and Review Department, IMF, Washington D.C.

IMF (2006): "Glossary of Selected Financial Terms" 2014.  
<https://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp#93> Sist besøkt 28 april 2014.

IMF (2013): "Sovereign debt restructuring – Recent developments and implications for the Fund's legal and policy framework", IMF, Washington D.C.

IMF (2014a): "A Guide To Committees, Groups And Clubs"  
<https://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/groups.pdf> Sist besøkt 28 april 2014.

IMF (2014b): "Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative",  
<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/hipc.htm> Sist besøkt 28 april 2014.

IMF (2014c): "Lending by the IMF"  
<http://www.imf.org/external/about/lending.htm#purposes> Sist besøkt 28 april 2014.

IMF (2014d): "List of LIC DSAs for PRGT-Eligible Countries. As of March 06, 2014"  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/dsalist.pdf> Sist besøkt 28 april 2014.

Ishmael, S.M. (2008): "Sign of the times: Ecuador defaults on bond payment", Financial Times, 12 desember 2008.

Jayachandran S. and Kremer, M. (2006): "Odious debt", *The American Economic Review*, Vol. 96, No.1, s 82-92.

Krueger, A. (2001): "International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", tale til the National Economists' Club Annual Members' Dinner, American Enterprise Institute, Washington D.C.

Krugmann, P. (1988): "Financing vs. forgiving a debt overhang", *Journal of Development Economics* 29 (1988) 253-268. North-Holland.

Kumar, Masson og Miller (2000): "Global financial crises: Institutions and incentives", IMF Working Paper, WP/00/105, IMF.

Lawyers.com (2014): "Chapter 7 Bankruptcy Basics"  
<http://bankruptcy.lawyers.com/Bankruptcy-Basics/Chapter-7-Bankruptcy-Basics.html> Sist besøkt 12 mai 2014.

- Miller M. og Zhang L. (2000): "Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payments Standstill", *The Economic Journal*, Vol. 100, No. 460, s. 335-362.
- Panizza, U. (2013): "Do We Need a Mechanism for Solving Sovereign Debt Crises? A Rule-Based Discussion", Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper No: 03/2013, Geneva.
- Panizza, U. Sturzenegger, F. og Zettelmeyer, J. (2010): "International Government Debt", UNCTAD, Discussion Paper No. 199, 2010.
- Parisklubben (2014a): "Frequently asked questions"  
<http://www.clubdeparis.org/sections/services/faq/77-forum-aux-questions> Sist besøkt 30.4.2014.
- Parisklubben (2014b): "Key numbers" <http://www.clubdeparis.org/sections/donnees-chiffres/chiffres-cles> Sist besøkt 30.4.2014.
- Parisklubben (2014c): "Senegal"  
<http://www.clubdeparis.org/sections/pays/senegal/viewLanguage/en> Sist besøkt 30.4.2014.
- Ray, D. (1998): *Development Economics*, New Jersey: Princeton University Press.
- Reinhart, C.M. og Rogoff, K.S. (2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, New Jersey: Princeton University Press.
- Reinhart, C.M. og Rogoff, K.S. (2010): "From Financial Crash to Debt Crisis", NBER Working Paper No. 15795.
- Rogoff, K.S. og Zettelmeyer, J. (2002): "Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001", IMF Staff Papers, Vol. 49, No. 3, IMF.
- Rosen, H.S. (2002): *Public Finance*, paperback, internasjonal utgave, New York: The McGraw-Hill Companies.
- Stiglitz, J. E. (2007): *Making Globalization Work*, paperback, New York: W.W. Norton & Company.
- U.S. Code Chapter 1, General provisions: §101: "Definitions", U.S. Government Printing Office.

U.S. Code Title 11, Chapter 9, §904: “Limitation on jurisdiction and powers of court”, U.S. Government Printing Office.

United States Courts (2014a): “Chapter 11. Reorganization Under the Bankruptcy Code”  
<http://www.uscourts.gov/FederalCourts/Bankruptcy/BankruptcyBasics/Chapter11.aspx> Sist besøkt 12 mai 2014.

United States Courts (2014b): ”Chapter 7. Liquidation Under the Bankruptcy Code”  
<http://www.uscourts.gov/bankruptcycourts/bankruptcybasics/chapter7.html> Sist besøkt 12 mai 2014.

United States Courts (2014c): “Municipality Bankruptcy”,  
<http://www.uscourts.gov/FederalCourts/Bankruptcy/BankruptcyBasics/Chapter9.aspx>, Sist besøkt 12 mai 2014.

Utenriksdepartementet (2006): ”Sletting av gjeld etter den norske skipseksportkampanjen (1976-1980)”, Vedlegg til pressemelding nr 118/06 av 02.10.06.

Verdensbanken (2004): “Global Development Finance. Harnessing Cyclical Gains for Development”, The International Bank for Reconstruction and Development / Verdensbanken, Washington D.C.

Verdensbanken (2012): *Global Development Finance 2012*, paperback, Verdensbanken, Washington, D.C.

Verdensbanken (2014a): ”Debt Relief and Development”  
<http://go.worldbank.org/SU7R0CCRS0> Sist besøkt 30 april 2014.

Verdensbanken (2014b): ”International Debt Statistics 2014”, Verdensbanken, Washington, D.C.

Verdensbanken og IMF (2014): “The Joint World Bank–IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries”, <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/jdsf.htm> Sist besøkt 28 april 2014.

White, M. J. (2002): “Sovereigns in Distress: Do They Need Bankruptcy?”, *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 2002, No. 1 (2002), s. 287-319. The Brookings Institution.

World Bank Independent Evaluation Group (2006): "Debt relief for the poorest. An Evaluation Update of the HIPC Initiative", Verdensbanken, Washington D.C.

World Bank Operations Evaluation Department (2003): "The HIPC Initiative: Progress and Prospects", Précis no 230, Verdensbanken, Washington D.C.

Aakvik, J.A. (2010): "Terra-kommuner må betale tilbake 263 millioner" E24, 27 mai 2010  
<http://e24.no/makro-og-politikk/terra-kommuner-maa-betale-tilbake-263-millioner/3667602>  
Sist besøkt 10 mai 2014.