

Skuldkrishantering i en tillväxt-ekonomi: Fallet Uruguay

JAIME BEHAR

är professor i latin-amerikakunskap och docent i nationalekonomi. Han är verksam vid Latinamerikainstitutet, Stockholms universitet. Hans forskning de senaste åren har rört utrikeshandel, ekonomisk integration och monetärt samarbete i Latinamerika och Karibien. behar_j@lai.su.se.

Under 1980-talet var tillväxtekonomiernas skuld koncentrerad på direkta lån från några få privata storbanker i Europa och USA. Idag utgörs skulden i ökande grad av statspapper i olika valutor och med varierande löp- och räntebindningstid. Dessa placeras på diverse primärmarknader och handlas på olika sekundärmarknader av ett stort antal privata institutioner och enskilda investerare. Detta har ställt kapitalmarknaderna och inte minst IMF inför nya komplexa problem vid skuldkriser. Artikeln beskriver ett fall där skuldkrisen hanterades genom att betrakta den som ett tillfälligt likviditetsproblem och följaktligen idka ett intensivt samarbete med marknaden.

1990-talets finanskriser i tillväxtekonomier (TE), för det mesta medelinkomstländer i Sydasiien, Östeuropa och Latinamerika, ökade medvetenheten om den internationella kapitalmarknadens vulnerabilitet. Sannolikheten för att en kris i ett land skulle smitta andra länder hade stigit och detta medförde höga risker för alla inblandade parter, inte minst investerare i industriländerna. Å andra sidan visade kriserna att den existerande internationella juridiska ramen för omförhandling av statsskulder var mycket bristfällig när ett stort antal aktörer var inblandade och att den därför borde reformeras. Behovet av en sådan reform stod klart vid årsskiftet 2001-2002 när en mycket allvarlig valuta- och bankkris tvingade Argentinas regering att ta till drastiska åtgärder, bl a inställandet av alla betalningar på den enorma statsskulden (mer än 100 miljarder dollar 2001) av vilken mer än hälften var i obligationer utspridda hos tiotusentals utländska privata kreditorer. Argentinas beslut skakade den internationella kapitalmarknaden och var en av de viktigaste drivkrafterna bakom IMF:s initiativ till en lagstadgad ram för skuldförhandlingar det s k *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM) (IMF 2003a).

En nyckelaspekt av SDRM är att vid en skuldkris kan en tillräckligt stor majoritet av de privata fordringsägarna avtala om ändringar i skuldvillkoren som skulle vara bindande för alla. Diskussionerna kring SDRM inleddes i slutet av 2001 och har fortsatt till idag utan att IMF:s styrelse kunnat enas om ett beslut. Meningsmotsättningarna gäller främst den föreskrivna majoritetsregeln som upplevs som ett ingrepp i marknadsaktörernas valfrihet (IMF 2003c). Detta har lett till att arbetet inom IMF inte längre fokuseras på att få fram en allmängiltig mekanism för skuldkrishantering utan snarare på att justera den existerande juridiska ramen med utgångspunkt i nyligen inträffade erfarenheter av skuldomförhandlingar (IMF 2003g).

Under tiden gick Argentina mot en ekonomisk katastrof som sände makroekonomiska chocker till grannländerna. Hur ett av dessa länder, Uruguay, drabbades av dessa chocker, hamnade i en allvarlig skuldkris och lyckades hantera denna genom att engagera marknaden i ett kooperativt spel är temat för denna artikel.

1. Bakgrund

I början av 2002 var Argentina mitt i en djup ekonomisk kris. Efter införandet 1991 av den sk konvertibilitetsplanen som knöt den lokala valutan (peso) till dollarn vid en 1:1-paritet hade landet en hög ekonomisk tillväxt och en prisstabilitet som uppmärksammades världen över. Detta övergick i recession och deflation i slutet av 1998. Under de följande tre åren krympte BNP med 10 procent i reala termer medan konsumentpriserna sjönk med cirka 5 procent. Investeringarna i sin tur halverades och arbetslösheten steg från 13 till 18 procent. En rad inhemska och externa faktorer har utpekats som förklaringar till den snabba försämringen av den ekonomiska situationen, bl a finanspolitikens oförmåga att skapa budgetöverskott under de gynnsamma åren, det långsamma genomförandet av nödvändiga struktur-reformer, den kraftiga devalveringen av den brasilianska valutan 1999 och apprecieringen av dollarn under den relevanta perioden (IMF 2003f).

Händelseförloppet efter januari 2002 när Argentina övergav konvertibilitetsplanen visar dock tydligt att huvudfaktorn bakom den finansiella kris som då utlöstes var att planen egentligen inte innebar ett skifte i växelkurspolitiken från flytande till fasta växelkurser utan snarare en permanent begränsning av Centralbankens förmåga att skapa pengar. Planen var kanske den enda utvägen ur den hyperinflation som rådde 1989. Den var lagstiftad av kongressen och detta återskapade faktiskt förtroendet för den lokala valutan. Planen lämnade emellertid myndigheterna försvarslösa inför den kommande konjunkturedgången. I praktiken betydde den ju att landets regering avsåg sig rätten att devalvera, ett av små ekonomiers viktigaste anticykliska instrument. Det är lätt att förstå att planen snabbt omvandlades till en källa till fördjupning av den recessiva cykeln, stigande skuldbörda och inte minst sjunkande konkurrenskraft. I slutskedet började den internationella kapitalmarknaden betrakta Argentina som ett land med en mycket begränsad förmåga att uppfylla sina skuldförpliktelser. Detta avspeglades tydligt på obligationsmarknaden där avkastningsskillnaden (*spread*) mellan de argentinska och amerikanska obligationerna steg från 500 till 3000 räntepunkter mellan januari 2000 och december 2001. Det avspeglades också i sänkningen av Argentinas betyg hos kreditvärderingsinstitut redan i november 2000 med fortsatta negativa utsikter. IMF gav emellertid inte upp sina försök att rädda konvertibilitetsplanen och beviljade landet nya lån. Trots det var bankväsendet nära att kollapsa tre månader senare som en följd av fortsatta massiva uttag och oavbruten kapitalflykt. Regeringen svarade med att införa

hårda uttagsbegränsningar. Detta ledde till ett ekonomiskt och politiskt kaos utan motstycke i Argentinas historia. Betalningssystemet kollapsade och den sociala oron urartade till blodiga upplopp. I december 2001 tvingades president De la Rúa avgå och under de två följande veckorna bytte landet president tre gånger. Under tiden fryste IMF sina relationer med de successiva regeringarna och vägrade utbetala resten av sina tidigare åtaganden.

I början av 2002 tog maktkampen inom peronistpartiet, som hade majoritetsställning i kongressen, tillfälligt slut och en utväg ur den institutionella krisen började utformas när kongressen utsåg Eduardo Duhalde som interimistisk president tills ett nytt allmänt val skulle hållas. Duhaldes regering satte i gång arbetet med att stabilisera ekonomin och fick stöd av kongressen som redan givit stora befogenheter åt regeringen, bl a att avskaffa konvertibilitetsplanen. Samtidigt ställde regeringen officiellt in betalningarna på utlandsskulden. Myndigheterna försökte återuppbygga betalningssystemet och "lösa" bankkrisen genom att konvertera dollartillgångar och -skulder till peso vid asymmetriska växelkurser. Detta bara ökade finansmarknadens misstro mot landet, förvärrade bankkrisen och de makroekonomiska obalanserna. Kort därefter lät myndigheterna peson flyta fritt. I slutet av året hade peson deprecierats med 70 procent och inflationen stigit till 40 procent. BNP och investeringarna i sin tur föll med 20 respektive 35 procent i förhållande till 1998 medan den öppna arbetslösheten steg till 21 procent. Det största hindret för en effektiv stabiliseringspolitik hade dock försvunnit och detta markerades tydligt fr o m slutet av 2002. Under 2003 har växelkursen stabiliserats kring 3 peso per dollar, exporten har ökat kraftigt och konsumtionen och sysselsättningen har stigit. Den institutionella krisen har lösts genom att allmänna val har hållits. Den nya regeringen har fått internationellt stöd och förhandlingarna med IMF och privata utländska kreditorer har återupptagits. Arbetslösheten och fattigdomen fortsätter dock att ligga på rekordhög nivåer.

2. Uruguays valuta- och bankkris

En fråga som skapade stor oro bland såväl regionens regeringar som de internationella finansinstitutionerna (IFI)¹ var om den argentinska krisen skulle sprida sig till grannländerna. Det visade sig snart att en sådan risk var obetydlig i fallet Brasilien, med sin enorma inhemska marknad, sina väldiga naturresurser och sin utvecklade industrisektor, och för det medelstora och utåtriktade Chile med en avreglerad ekonomi. Risken var dock uppenbar för Uruguay trots dess stabila politiska villkor, relativt utvecklade sociala skyddsnet och den i regionen jämnaste inkomstfördelningen. Där kombinerades en mycket liten inhemsk konsumtionsmarknad (knappt en miljon hushåll) med en överdimensionerad tjänstesektor (70 procent av BNP) och

¹ Internationella Valutafonden, Världsbanken och Interamerikanska utvecklingsbanken (IDB).

en mycket öppen och dollariserad ekonomi. Med cirka 40 procent av Uruguays export koncentrerad på Argentina och Brasilien och tjänstesektorns starka beroende av argentinsk turism och argentinska investeringar var det för många endast en tidsfråga innan Uruguays kapital- och valutamarknader skulle smittas av den argentinska krisen.

Till skillnad från Argentina hade Uruguay tillämpat en växelkurspolitik med glidande paritet (*crawling-peg system*). Detta innebar periodiska små devalveringar bestämda av Centralbanken efter vissa kriterier, bl a inflationstakten hemma och hos landets viktigaste handelspartners. Från 1991 till 1998 skapade denna politik i kombination med högkonjunkturen och konvertibilitetsplanen i Argentina mycket gynnsamma villkor för Uruguay. Huvudstaden Montevideos rykte som en solid finansiell plats och dess geografiska närhet till Buenos Aires gjorde dessutom Uruguays banker till attraktiva alternativ för de argentinska spararna. Dollariseringen av Uruguays ekonomi vad gäller banksparande och krediter samt prissättningen på fastighets-, mark- och kapitalvarumarknaderna var vid den tiden nästan fullständig.

Mellan 1991 och 1998 steg BNP till en årlig takt på ca 4 procent medan inkomsten per capita ökade med nästan 80 procent till 7 500 dollar, en av de högsta i regionen. Samtidigt växte valutareserven från ett värde motsvarande 3 månaders import till 10 månader medan skuldstocken höll sig under 50 procent av BNP. Allt detta i kombination med den politiska stabiliteten som rådde i landet gav kreditvärderingsinstitut underlag till att ge högt betyg till Uruguays statsobligationer. De olika regeringarna hade då inga problem att förnya sina lån på den internationella kapitalmarknaden till relativt förmånliga villkor. I slutet av 2001 var räntan på statsobligationer omkring 6 procent.

Från och med 1999 var Uruguays ekonomi under hård press till följd av den argentinska recessionen, devalveringen av den brasilianska valutan och det internationella prisfallet på jordbruksprodukter. Sysselsättning, konsumtion, investeringar och statsinkomster minskade samtidigt som den bräckliga situationen i Argentina oroade den egna finansmarknaden. Misstron mot regeringens förmåga att hantera situationen ökade och några ekonomer och politiska aktörer började argumentera för en ändring i växelkurspolitiken. De hävdade att Brasiliens devalvering tillsammans med den argentinska recessionen och den stigande risken för en växelkurskris i detta land krävde en upptrappning av devalveringstakten.² Regeringen var dock orubblig i sitt beslut att behålla glidningen av växelkursen vid sin dåvarande nivå av rädsla för att en större devalvering skulle underminera grunden för finanspolitiken, öka inflationsförväntningarna och utlösa en bankkris. Vid slutet av 2001 hade BNP minskat med 7 procent i förhållandet till 1999 och budgetunderskottet stigit till 4 procent av BNP. Situationen förvärrades snabbt under det följande halvåret och de argentinska spararna

² Källa: Intervjuer på fältet utförda under perioden 15 mars till 30 maj 2003.

började tömma sina bankkonton i Montevideo. De lokala spararna följde efter när det blev offentligt att de två största privata bankerna hade drabbats av bedrägliga manövrer från sina förvaltare och försatts i konkurs. Valutareserven föll fritt och tvingade i juni 2002 regeringen att låta den lokala valutan flyta och förlora mer än 50 procent av sitt värde gentemot dollarn. Som en följd därav fördubblades skuldkvoten medan inkomsten per capita halverades. Den 30 juli suspenderades all bankverksamhet i två veckor. Då hade hälften av allt sparande i dollar dragits från bankerna och valutareserven minskat till 20 procent av sitt värde fyra månader tidigare. Den finansiella krisen var ett faktum och frågan var om denna skulle utvecklas till en kris liknande den i grannlandet ett år tidigare.

Erfarenheterna från Argentinas bankkris hade visat att begränsningen av uttag från sparkonton följt av en påtvingad omvandling av dollartillgångar och -skulder till den lokala valutan, ledde till ett totalt sammanbrott för betalningssystemet och ekonomiskt kaos. Därför prioriterade myndigheterna två mål: de lät alla privata transaktioner avtalade i dollar förbli så och de skaffade färskta finansiella resurser motsvarande 100 procent av allmänhetens obundna dollarfordringar på bankväsendet, eller 1,5 miljarder dollar. Dessa dollar kom i form av ett nödlån från USA:s finansdepartement som senare omvandlades till ett lån från IFI (US 2002). Samtidigt fick regeringen kongressens stöd för en förlängning av förfalldatumet för bundet dollarsparande. I november 2002 godkände kongressen en lag som förlängde löptiden för de relevanta sparkontona i de offentliga bankerna med tre år, med delbetalningar och högre ränta under perioden. En senare lag gav Centralbanken ökade befogenheter och resurser så att den kunde tillämpa en liknande lösning på den privata banksektorn samt påskynda den oundvikliga rationaliseringen av sektorn (Uruguay 2002). I början av 2003 var den värsta bankkrisen över och sparpengarna började åter flöda in i systemet. Med situationen på banksektorn på väg att normaliseras, blev utlandsskulden nästa akuta fråga.

3. Skuldsituationen och aktörernas ställningstagande

Tabell 1 visar att landets betalningsförmåga försämrades mycket kraftigt från 1998 till 2002. 1998 var skuldstockens andel av BNP 22 procent medan skuldtjänsten i förhållande till exportintäkter låg på 18 procent. I slutet av 2002 var dessa 92 procent respektive 34 procent. Skuldräntornas andel av statsutgifterna ökade i sin tur från 7 procent 1998 till 12 procent 2002 och blev huvudfaktorn bakom det rekordhög budgetunderskottet detta år.

Observera vidare att amorteringarna på statsobligationerna 2003 var särskilt stora. Detta i kombination med att landet vid den tidpunkten inte längre hade tillgång till kapitalmarknaderna väckte stora farhågor för att myndigheterna snart skulle förklara sig ur stånd att betala. Kreditvärderingsinstitut bedömde denna risk som mycket hög och sänkte landets betyg till ”skräp-nivå”.

	1998	2002
Budgetunderskott som procent av BNP	1	5
Skuldstock som procent av BNP	22	92
Skuldtjänst som procent av exportintäkterna	18	34
Skuldräntor som procent av statsutgifterna	7	12
Landrisk (<i>spread</i>) i räntepunkter	220	1700

Tabell 1
Finansiella indika-
torer 1998 och 2002

Amorteringar av statsobligationer i miljoner USD

2003	2004	2005	2006	2007	2008
693	222	430	648	322	228

Källa: BCU (2003f), IMF(2003b) och egna beräkningar.

En fråga, som sedan visade sig ha stor betydelse för hur de inblandade aktörerna ställde sig till de olika förslagen till lösning av skuldskrisen, var den fördelning av skulden efter typ av fordringsägare som återges i tabell 2. Enligt tabellen utgjorde IFI:s fordringar 39 procent av den totala skulden medan 45 procent var i form av statsobligationer som placerats på olika marknader. Resten utgjordes av lån från privata banker och av kortsiktiga statspapper. Av obligationerna ägdes 46 procent av inhemska investerare och 54 av utländska.

En intressant observation är att de statspapper som placerades på den lokala primärmarknaden och därför reglerades av Uruguays lag ("lokala obligationer" i tabellen) endast utgjorde 34 procent av alla obligationer. En relativt hög andel av de lokala investerarnas portfölj utgjordes således

Instrument	Värde	Procent inom kategori	Procent av totala
IFI:s lån	4,3		39
Obligationer	5,1		45
Inhemska fordringsägare	2,3	46	
Utländska fordringsägare	2,8	54	
Lokala*	1,7	34	
Internationella**	3,4	66	
Andra finansiella instrument	1,9		16
Inhemska fordringsägare	0,9	47	
Utländska fordringsägare	1,0	53	
Total statsskuld	11,3		100
Av vilken			
IFI	4,3		38
Privata inhemska fordringsägare	3,2		28
Privata utländska fordringsägare	3,8		34

Tabell 2
Fördelning av
Uruguays offentliga
sektors konsoliderade
bruttoskuld enligt
instrument, typ av
fordringsägare och
primärmarknad,
miljarder USD,
december 2002

* Placeras på den lokala primärmarknaden och regleras av nationell lagstiftning.

** Placeras på utländska primärmarknader och regleras av utländsk lagstiftning.

Källor: BCU (2003b) och egna beräkningar.

av internationella obligationer (reglerade av utländsk lag) köpta på den sekundära marknaden.

Mot denna bakgrund ställdes IFI, särskilt IMF, inför dilemmat att välja mellan att inte höja sin egen riskexponering och att uppfylla plikten att rädda ett land, som dittills hade följt dess rekommendationer till punkt och pricka och betalat sina skulder i tid, från ekonomiskt debacle. Det ska påpekas att stark kritik hade riktats mot IMF för dess oförmåga att hjälpa Argentina att förebygga skuldkrisen och undvika de allvarliga konsekvenserna av detta lands ensidiga inställande av skuldbetalningarna. Så när det stod klart att Uruguay närmade sig en liknande situation var IMF bättre förberedd och villig att hjälpa regeringen att hitta en annan utväg. Å andra sidan var man mycket tveksam till att samordna en eventuell räddningsoperation där IFI skulle bära hela ansvaret eftersom detta skulle öka dess utlåning till landet dramatiskt, över den redan uppnådda höga nivån.

Detta förklarar varför slutförandet av den andra revisionen av IMF:s 2002 program för Uruguay tog nästan tre månader, en ovanligt lång tid för en sådan granskning. Rapporten offentliggjordes först i mars 2003 (IMF 2003b) och ställde stränga villkor för finanspolitiken, bl a en stark reduktion i statens utgifter, och reform av skattesystemet. Syftet var att reducera budgetunderskottet med 1,2 procent av BNP under året. Dessutom lovade regeringen att hålla fast vid sitt reformprogram, särskilt för banksektorn, och att påskynda privatiseringen av de statliga företagen. I gengäld rekommenderade rapporten en förlängning av gällande ”standby-arrangemang”, ytterligare krediter och inställandet av vissa återbetalningar vilket öppnade vägen för låneutbetalningar från Världsbanken och den Interamerikanska utvecklingsbanken. Detta skapade de nödvändiga villkoren för en eventuell omförhandling med de privata kreditorerna. IMF:s rapport specificerade inte denna operations natur men den allmänna debatten samt formella och informella uttalanden från marknadsaktörer och institutioner (se fotnot 2) pekar på att diskussionen mellan de lokala myndigheterna och IMF fokuserades på två alternativa förhandlingsramar.

1. *En föreskriven ram.* Landet inleder i IMF:s regi kollektiva förhandlingar med sina privata kreditorer med målet att komma överens om allmänna ändringar i skuldvillkoren (löptid, räntebindningstid, m m). Som i SDRM-modellen utgår förhandlingarna från att beslut tagna av en kvalificerad majoritet av kreditorerna blir bindande för alla. Under tiden inställer landet sina återbetalningar till privata fordringsägare men inte till IFI.

2. *En marknadsanpassad ram.* Landet kontakter sina kreditorer på en individuell basis, hämtar information om deras särskilda villkor och intressen, och sonderar deras benägenhet att delta i ett byte av gamla statspapper mot nya med längre löptid (*debt-debt swap*). Myndigheterna bearbetar senare ett erbjudande om skuldbyte som visserligen innebär en annan profil på förfallotiden för den relevanta skulden men som förhoppningsvis inte avviker från marknadsvärderingen, och låter den

enskilde fordringsägaren bestämma själv om det accepteras eller inte. Under tiden fortsätter landet att infria sina skuldåtaganden med stöd av IFI.

Det är klart att alternativ 1 medförde mindre risker för IMF än alternativ 2, men det är också klart att det i praktiken skulle leda till att den internationella kapitalmarknaden blev otillgänglig för landet under överskådlig tid. Dessutom var det så att, även om alternativ 1 kunde utföras, adekvata internationella instanser saknades för hanteringen av inkonsistenser mellan nationella lagstiftningar och tvister mellan kreditorer. Alternativ 2, som var regeringens förslag, krävde i sin tur ett intensivt förhandlingsarbete och en skicklig hantering av de olika marknadsaktörernas förväntningar på de lokala myndigheterna men det krävde också att IMF vågade satsa resurser, energi och prestige i ett spel med ovisst utfall. Fördelen var att om en stor majoritet av fordringsägarna förmåddes delta i operationen skulle det säkert förbättra landets skuldprofil och stabilisera statsfinanserna under de närmaste åren. Detta skulle höja marknadens förtroende i landet, eventuellt leda till uppgraderade kreditbetyg, och inte minst reducera IMF:s risk.

Ytterligare en fråga som väcktes i den offentliga debatten var huruvida landet var i en insolvenssituation. Denna företagsekonomiska term är olämplig för att beskriva en suverän stats skuldsituation eftersom en sådan per definition inte kan sättas i konkurs och avvecklas. Men debatten pekade på en ekonomisk politiskt mycket relevant fråga. Enligt vissa politiska aktörer och analytiker (se fotnot 2) stod landet inte inför ett tillfälligt likviditetsproblem som regeringen hävdade, utan befann sig i ett makroekonomiskt läge som under obestämd tid begränsade dess förmåga att betala skulderna på utsatt dag. Deras slutsats var att en ändring i betalningsflödet som i alternativ 2 aldrig skulle leda till att skulderna återbetalades. I stället krävdes skuldlättnadsåtgärder, särskilt skuldnedskrivningar. De var bekymrade över att framtida regeringars handlingsfrihet, även om skuldbytet skulle rädda statsfinanserna på kort sikt, skulle begränsas. Marknadens aktörer tolkade frågan på ett helt annat sätt. De var oroliga för att ett eventuellt skuldbyte skulle ge incitament till framtida regeringar att släppa på budgetdisciplinen på nytt och underminera landets potential att betala skuldräntorna (se fotnot 2). Det faktum att ett nytt val skulle hållas inom ett år och att opinionsundersökningar pekade på att den oppositionella vänsterkoalitionen skulle vinna, gjorde denna fråga mycket aktuell för alla inblandade aktörer.

En kombination av ekonomiska och politiska omständigheter gjorde det möjligt att till sist genomföra alternativ 2. På det lokala planet fick regeringens förslag stöd av de viktigaste fordringsägarna (pensionsfonder, banker och mäklarfirmor) vilka uttalade sin villighet att delta i skuldbytet. Regeringen kunde då gå vidare med sin offert till de utländska investerarna med försäkran om att alla kreditorer skulle behandlas lika. På det internationella planet inbjöd IMF vänsterkoalitionens ledare till Washington för diskussioner, vilket tolkades som en viktig signal till

marknaden att fonden var beredd att stödja landet oavsett valresultat. Detta följdes av att fondens VD i ett brev till det internationella finanssamfundet uppmuntrade privata institutioner och andra mindre placerare att delta i det föreslagna skuldbytet (IMF 2003d). Ytterligare stöd för myndigheternas strategi kom senare från USA:s finansdepartement (US 2003). Marknadens intresse för operationen stärktes ytterligare genom den pågående ekonomiska stabiliseringen i Brasilien. Detta ökade sannolikheten för att ett eventuellt lyckat skuldbyte skulle höja marknadspriset på Uruguays obligationer från dess dåvarande mycket låga nivå.

4. Skuldoperationen och dess resultat

Kring årsskiftet 2002–2003 bedrevs ett intensivt kontaktarbete med kreditörerna. Ett första utkast till skuldbytet var färdigt i februari 2003. Två månader senare uppmanade Centralbanken alla berörda fordringsägare att delta i operationen. Det slutgiltiga förslaget skilde mellan två typer av obligationer enligt typ av primärmarknad, lokal eller utländsk. Två alternativa erbjudanden om nya obligationer för bytet mot de gamla bearbetades för varje grupp, löptidsutsträckning (*maturity extension*, ME) och riktmärke (*benchmark bond*, BB).³

ME-alternativet innebar i praktiken att man bytte de gamla obligationerna mot nya med 5 års längre löptid och nästan samma räntevillkor. Det var avsett för mindre investerare, särskilt inhemska. De nya obligationer som ingick i BB-alternativet förlängde löptiden med mer än fem år men de erbjöd förmånligare räntevillkor i form av högre fasta räntor.⁴ Dessutom syftade BB-alternativet till att bilda ett tydligare obligationsindex för landet genom att antalet löpande värdepapper reducerades till ett fåtal, vart och ett på mer än 500 miljoner dollar. BB-alternativet var i princip avsett för institutionella investerare, både inhemska och utländska intresserade, i mer likvida papper.

Myndigheternas taktik vid lanseringen av skuldbytet var att maximera antalet deltagare genom att sätta press på marknaden samtidigt som man försökte vinna dess tilltro. Myndigheterna pressade marknaden genom att förplikta sig att genomföra skuldbytet endast vid minst 90 procent deltagande mätt i värdetermer, men förbehöll sig rätten att genomföra operationen om deltagandet översteg 80 procent. Ett nödvändigt villkor i båda fallen var att deltagandet i bytet av obligationer med förfallodag tidigare än 2008 uppgick till 90 procent. Samtidigt gavs aktörerna en kort tidsfrist.⁵ Försöket att vinna marknads tilltro gjordes genom att myndigheterna fortsatte att uppfylla sina skuldåtaganden under bytesperioden. Två ytterligare åtgärder syftade till att skrämna 'free riders'. Myndigheterna uttalade sin avsikt att betala alla sina skulder i framtiden

³ I fallet med gamla obligationer med kort förfallotid erbjöds dessutom en kontant utbetalning av mellan 5 och 15 procent av obligationsvärdet vid bytet.

⁴ Antingen genom höjda nominella räntor eller större nominellt obligationsvärde.

Primärmarknad	Deltagande enligt förfalldag		Val av bytesalternativ	
	före 2008	Alla	ME	BB
Lokal	98	99	43	56
Internationell	89	89	19	70
Samurai Bonds*	100	100	100	0
Alla	94	93	30	63

* En obligation i yen som innehades av japanska investerare och förhandlades separat.

Källa: BCU (2003d och 2003e).

Tabell 3

Resultaten av offerten till skuldbyte enligt primärmarknad, förfalldag och bytesalternativ, i procent av det totala värdet av de obligationer som ingick i offerten

med reservationen att preferens skulle ges till de nya obligationerna om tillgängliga resurser inte var tillräckliga. Samtidigt annonserades att de gamla lokala obligationerna efter skuldbyte inte längre skulle kunna handlas på den inhemska obligationsmarknaden. Detta betydde bl a att dessa obligationer inte skulle bokföras av de lokala finansiella institutionerna till dess nominella värde (BCU 2003a). Å andra sidan bad myndigheterna de innehavare av internationella obligationer som var beredda att delta i skuldbytet att godkänna en klausul om utträdesmedgivande (*exit consent*) (BCU 2003c). En annan nyhet var införandet av en kollektivhandlingsklausul (*collective action*) så att en majoritet av ägarna av en viss obligation i framtiden kunde avtala om en ändring i dess villkor utan att fördenskull drabba de andra obligationerna.

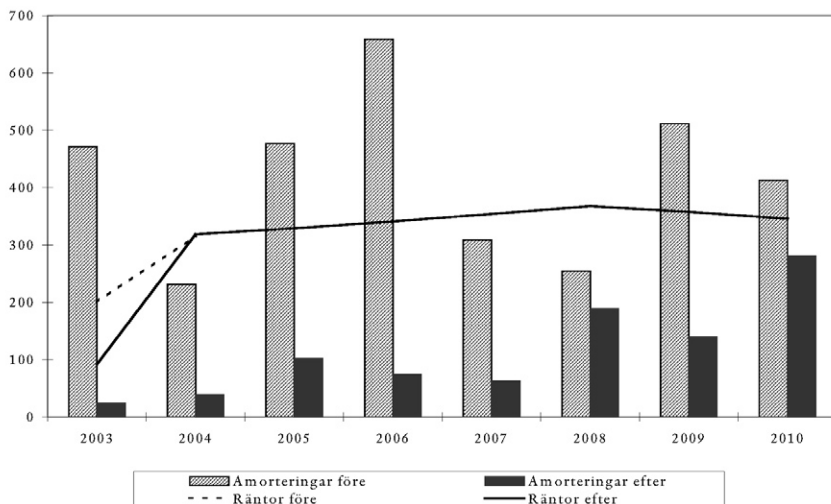
Den 22 maj offentliggjorde Centralbanken resultaten av den lokala och internationella offerten och meddelade att skuldbytet skulle genomföras. Som framgår av tabell 3 överskred det faktiska deltagandet den stipulerade procentsatsen. Detta gällde både hela obligationsmängden och de obligationer som hade en löptid kortare än 5 år. Tabellen pekar också på ett mycket högt deltagande av inhemska investerare. I fallet med offerten för den lokala marknaden motsvarade deltagandet 99 procent av värdet av de gamla obligationerna trots att mer än 10 procent av dessa var spridda över ett stort antal små investerare.

Operationen var också framgångsrik från marknadens synpunkt vad det gällde valet av bytesalternativ. Efterfrågan på de tre nya internationella obligationer som utgjorde riktmärkesalternativet (BB) motsvarade 70 procent av det totala utbudet inom den kategorin eller 2,7 miljarder dollar. Samma preferens, även om den inte var så stark, markerades i fallet med de lokala obligationerna och följaktligen de inhemska investerarna.

Huvudmotivet bakom myndigheternas förslag till skuldbyte var dock omöjligheten att finansiera amorteringarna på statsobligationerna med nya emissioner. Som framgår av figur 1 löste skuldbytet detta problem. Notera dock att räntebetalningar på den nya kontrakterade skulden fortfarande ligger på samma nivå, dvs mellan 300 och 400 hundra miljoner per år eller 3 procent av BNP. Under nuvarande villkor förutsätter detta en finanspolitisk

⁵ Den offentliga offerten till skuldbytet daterades till den 10 april och angav den 15 maj som tidsgräns. Den förlängdes senare till den 22 maj.

Figur 1
Amorteringar och
räntor på Uruguays
statsobligationer före
och efter skuldbytet



Källa: BCU (2003f)

inriktad på att skapa ett budgetöverskott på motsvarande belopp under de närmaste åren. Det finns därför nästan inget utrymme för tillväxtfrämjande statliga åtgärder vilket givetvis minskar sannolikheten för en ekonomisk tillväxt på 4 procent per år som IMF anser nödvändig för att skulden skall uppnå en hållbar nivå. Framtidsutsikterna har emellertid förbättrats och detta avspeglas på obligationsmarknaden där Uruguays "spread" har minskat från 1800 före skuldbytet till 800 strax efter och 600 i dagsläget (hösten 2003).

5. Avslutande diskussion

Uruguays hantering av skuldkrisen avvek både från IMF:s SDRM, med dess föreskrivna regler, och från Argentinas nödtvungna uppskjutande av alla skuldbetalningar. Uruguay valde istället att definiera skuldkrisen i termer av ett mycket akut likviditetsproblem och försökte övervinna problemet i ordnade former, genom att erbjuda marknaden ett utbyte av gamla obligationer mot nya med längre förfallotid. Regeringen utformade en förhandlingsstrategi som syftade till att engagera marknaden i ett kooperativt spel där högsta prioritet skulle ges den likställda behandlingen av de olika aktörerna samt deras valfrihet. Strategin var dock mycket riskfylld, inte minst p g a det relativt stora antal aktörer som var inblandade och statspapprens heterogena sammansättning. Läger man dessutom till den djupa recessionen på hemmaplan, dystra utsikter för statsfinanserna och det labila läget i Argentina fanns det en uppenbar risk för att marknaden skulle rösta ner det föreslagna skuldbytet. Till sin fördel kunde dock myndigheterna räkna med ett starkt internationellt stöd och ett politiskt system som valde att spela en aktiv roll i lösningen av bankkrisen. Samtidigt var den totala skulden ganska jämnt fördelad mellan de tre huvudkategorierna av kreditorer,

nämligen de privata utländska, de privata inhemska och de internationella finansinstitutionerna. Detta förstärkte intrycket att ett eventuellt misslyckande med skuldbytet skulle skada de tre med samma intensitet. Det gav aktörerna ytterligare incitament att delta i skuldoperationen.

Myndigheternas strategi lyckades och likviditetsproblemet är löst, åtminstone under de närmaste åren, men det är ovisst om skuldbördan kommer att nå en hållbar nivå på längre sikt. Kan man då se Uruguays agerande som en modell för hantering av skuldkriser i tillväxtekonomier? Det är knappast troligt eftersom landet är speciellt beträffande folkmängd, inkomstfördelning, ekonomisk struktur och skuldsammansättning. Det står dock klart att fungerande politiska system och institutioner är nödvändiga villkor för ett lyckat samspel mellan myndigheterna, kapitalmarknaden och IFI.

Banco Central del Uruguay (BCU) (2003a), "Operación de reperfilamiento mediante canje voluntario de deuda pública", www.bcu.gub.uy/autoriza/sgoioi/reperfilamiento/docinformativo.pdf (2003-04-10).

Banco Central del Uruguay (BCU) (2003b), "Debt Securities and/or Warrants to Purchase Debt Securities", www.bcu.gub.uy/autoriza/sgoioi/reperfilamiento/ultimoprospecto.pdf (2003-04-10).

Banco Central del Uruguay (BCU) (2003c), "Offer to Exchange", www.bcu.gub.uy/autoriza/sgoioi/reperfilamiento/ultimosup.pdf (2003-04-10).

Banco Central del Uruguay (BCU) (2003d), "Uruguay Announces the Closing and Results of its International Exchange Offer" www.bcu.gub.uy/autoriza/sgoioi/reperfilamiento/nbdc2953.pdf (2003-05-10).

Banco Central del Uruguay (BCU) (2003e), "Resultado del canje de deuda" www.bcu.gub.uy/autoriza/sgoioi/reperfilamiento/comcanje290503.htm (2003-05-29).

Banco Central del Uruguay (BCU) (2003f), "Indicadores económicos", www.bcu.gub.uy.

IMF (2003a), "Proposals for a Sovereign Debt Restructuring Mechanism", www.imf.org/external/np/etr/facts/sdrm.htm (2003-01).

IMF (2003b), "Uruguay: Second Review Under the Stand-By Arrangement, Requests for Modification and Extension of the Arrangement and Waiver of Nonobservance

and Applicability of Performance Criteria, and Exchange System", www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16512.0 (2003-03-10).

IMF (2003c), "IMF Board Discusses Possible Features of A Sovereign Debt Restructuring Mechanism", www.imf.org/external/np/sec/pn/2003/pn0345.htm (2003-04-03).

IMF (2003d), "IMF Managing Director Issues Statement on Uruguay", www.imf.org/external/np/sec/pr/2003/pr0357.htm (2003-04-22).

IMF (2003e), "Uruguay: Staff Report for the 2003 Article IV Consultation" www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2003/cr03247.pdf (2003-06-27).

IMF (2003f), "The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002", (2003-07) www.imf.org/External/NP/ieo/2003/arg/index.htm.

IMF (2003g), "Reviewing the Process for Sovereign Debt Restructuring within the Existing Legal Framework", www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/080103.htm (2003-08-01).

Uruguay (2002), Ley de reestructura del sistema financiero www.bcu.gub.uy/autoriza/siernp/ernp17613.pdf (2002-12-27).

US (2002), Treasury Statement Regarding Uruguay Department of the Treasury, PO-3345, www.treas.gov/press/releases/p03345.htm (2002-08-12).

US (2003), Treasury Secretary John Snow Post G-8 Statement Deauville, France, JS-406, www.treas.gov/press/releases/js406.htm, (2003-05-17).

REFERENSER