

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankstjóri

## Losun fjármagnshafta og leiðin að varanlegum stöðugleika

erindi flutt á málþingi Félags löggiltra endurskoðenda

Góðir fundarmenn

Leiðin eru hartnær sjö ár frá því að fjármagnshöftum var komið á í kjölfar hruns allra helstu banka Íslands og mikils falls krónunnar. Nú hillir undir að hægt verði að leysa þau höft sem bundin voru, áður en 8 ára afmæli haftanna rennur í garð. Því er við hæfi að líta um öxl og spyrja hvað við höfum lært af þeim atburðum sem urðu til þess að fjármagnshöft urðu óhjákvæmileg um skeið, af framkvæmd haftanna, af viðleitni stjórnvalda til þess að undirbúa losun fjármagnshafta og af þeim atburðum sem skóku fjármála- og efnahagslíf alls heimsins á sama tíma. Takist okkur að draga rétta lærdóma af þessum atburðum má gera sér vonir um að forðast megi stóráföll af því tagi sem við höfum glímt við undanfarin ár þótt efnahagslífið muni eftir sem áður ganga í gegnum hæðir og lægðir.

Nútímamarkaðskerfi er byggt á trausti. Endurskoðendum eru þau sannindi áreiðanlega ljós, öðrum starfsstéttum fremur, enda má halda því fram að kjarninn í daglegum störfum endurskoðanda sé að ganga úr skugga um að upplýsingar sem fyrirtæki og stofnanir birta um starfsemi sína gefi sanna og rétta mynd af stöðu þeirra, en það er forsenda þess að viðskiptavinir, fjárfestar og stjórnvöld geti borið traust til viðkomandi fyrirtækis. Stöðugleiki fjármálafyrirtækja og gjaldmiðla er sérlega viðkvæmur fyrir atburðum sem haft geta áhrif á traust sem til þeirra er borið og þegar traust brestur án fyrirvara geta afleiðingarnar orðið alvarlegar.

### Frá oftrú til vantrausts

Undanfari þess að traust þverr er hins vegar iðulega tímabil oftrúar sem reynist byggð á sandi, eins og gerðist í aðdraganda bankahrunsins árið 2008. Efnahagsleg velgengi til margra ára og langvarandi stöðugleiki hafði sljógvað dómgreind margra fjárfesta sem vanmátu hættuna af því fjármálalega ójafnvægi sem smám saman var að byggjast upp og dældu því fé í áhættusamar fjárfestingar víða um heim. Hluti þessa fjármagns leitaði til Íslands, þar sem stórir atburðir, ytri skilyrði og innlend hagstjórn ýttu undir væntingar sem reyndust óraunhæfar. Augljós viðvörunarmerki, í formi gríðarlegs útlánavaxtar, eignaverðsbólu, ósjálfbærs viðskiptahalla og þrálátrar spennu í þjóðarþúskapnum, fengu lengi vel ekki hnikað trú margra á íslenska efnahagsundrið, sem nokkrir ævintýrabankar kyntu undir. Hik kom á suma lánveitendur haustið 2005, fleiri í mars 2006 og eftir að nokkrir erlendir bankar höfðu tapað trausti og þar með lífinu árið 2008 hafði oftrúin snúist í algert vantraust.

Góðærið var að miklu leyti fjármagnað með erlendu lánsfé til skamms tíma. Bankarnir miðluðu því til heimila og fyrirtækja, og með óbeinum hætti til hins opinbera, sem andlag áhættuvarna erlendra útgefanda skuldabréfa í íslenskum krónum. Skuldabréfin höfðu þeir selt fjárfestum í leit að betri ávöxtun en þeirri sem í boði var á skuldabréfamörkuðum lágvaxtalanda. Við fall bankanna hrundi því ekki einungis traust á bankana heldur einnig á ríkissjóð, efnahagslífið í heild sinni og þar með gjaldmiðil landsins. Því brast flótti á allt fjármagn hvort heldur um var að ræða kröfur á hina föllnu banka, ríkissjóð eða aðra aðila, sem ekki varð stöðvaður í bráð nema með fjármagnshöftum. Erlendir lánsfjármarkaðir lokuðust nær algerlega á sama tíma.

Þegar fjármagnshöftunum var komið á námu skammtímakröfur erlendra aðila á innlenda sem ætla mátti að væru kvikar (einkum svokallaðar „aflandskrónur“) u.þ.b. þriðjungi af landsframleiðslu. Veruleg óvissa ríkti einnig um mögulegt útstreymi frá innlendum aðilum, enda er hætt við að væntingar um flóttu tiltekins fjármagns valdi óstöðugleika annars fjármagns sem ella væri stöðugt. Samsetning krafna og eigna slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja var á þeim tíma óræð stærð en síðar var áætlað að óbeinar kröfur erlendra aðila á innlendar eignir slitabúanna næmu hartnær 40% af landsframleiðslu, þótt hrein áhrif á gjaldeyrismarkaði hefðu að líkindum orðið nokkru minni eða á bilinu 20-25% af landsframleiðslu. Þegar þessi vandi varð að fullu ljós árið 2012 var ákveðið að færa slitabúin einnig undir fjármagnshöftin að mestu leyti. Fjármagnshöft voru við þessar aðstæður forsenda þess að hægt væri að tryggja viðunandi stöðugleika gjaldmiðilsins og draga þannig úr óvissu um efnahag ríkissjóðs, fjármálafyrirtækja, heimila og fyrirtækja á meðan endurskipulagning efnahags þeirra stæði yfir. Óljóst var hve ríkissjóður myndi skulda mikið í raun, þ.e.a.s. að teknu tilliti til kostnaðar sem kynni að falla á ríkissjóð sakir fjármálahrunsins. Ljóst var að fjárlagahallinn yrði mikill fyrstu árin og skuldasoðnun eftir því. Efnahagsreikningur nýju bankanna var afar brothættur, bæði sakir gjaldeyrisáhættu vegna þess að skuldir þeirra voru nær eingöngu í krónum en eignir að miklu leyti bundnar erlendum gjaldmiðlum, og vegna þess að stór hluti útlána var í vanskilum, sem endurspeglaði aðþrengd heimili og fyrirtæki. Gjaldyrisforði sem Seðlabankinn hafði yfir að ráða var algerlega ófullnægjandi í ljósi greiðslujafnaðarvandans.

### Fjármagnshöftin veittu svigrúm

Fjármagnshöftin sem bundin voru 28. nóvember 2008 og lánveitingar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og nágrannaríkja, í tengslum við viðeigandi efnahagsáætlun, gáfu svigrúm til að leysa greiðslujafnaðarvandann sem þjóðarbúið stóð frammi fyrir, byggja upp nýtt fjármálakerfi, endurskipuleggja skuldir heimila og fyrirtækja og ná tökum á fjármálum hins opinbera svo ríkissjóður gæti endurfjármagnað erlendar skuldir. Jafnframt drógu höftin úr þörf fyrir hækkun vaxta til þess að vinna bug á verðbólgunni sem fylgdi í kjölfar falls krónunnar og gerðu mögulegt að lækka þá aftur hraðar en ella eftir að verðbólgan tók að hjaðna, sem flýtti fyrir efnahagsbatanum. Höftin studdu einnig við efnahagsbatann með því að tempra lækkun innlands eignaverðs.

Ávinningur þessarar stefnu hefur verið ótvíræður. Í fyrsta lagi hefur gengi krónunnar verið tiltölulega stöðugt miðað við aðstæður og stuðlað að stöðugleika verðlags. Núverandi skeið lítillar verðbólgu er hið lengsta frá því verðból gumarkmið var tekið upp. Í öðru lagi hefur eitt lengsta hagvaxtarskeið nýlegrar hagsögu staðið yfir frá árinu 2010 með tilheyrandi atvinnusköpun og atvinnuleysi er orðið lítið. Í þriðja lagi tókst á tiltölulega skömmum tíma að ná nægilega góðum tökum á ríkisfjármálum til þess að ríkissjóður gæti endurfjármagnað skuldir á almennum markaði. Ávöxtunarkrafan á erlend skuldabréf ríkissjóðs hefur lækkað og kjör sem ríkissjóði bjóðast um þessar mundir eru vel viðunandi. Í fjórða lagi hefur markaðsaðgangur ríkissjóðs erlendis nú rutt brautina fyrir markaðsaðgang viðskiptabankanna, sem jafnframt hafa endurskipulagt eigin efnahag með hætti sem gerir þá trúverðugri lántakendur á alþjóðamörkuðum. Þeir hafa dregið úr eigin gjaldeyrisáhættu um leið og óvarin gjaldeyrisáhætta viðskiptavina þeirra hefur minnkað og endurheimtur batnað eftir endurskipulagningu lánasafns. Það hefur skilað þeim í sterka eiginfjárstöðu í alþjóðlegum samanburði og lausafjárstaðan er nægilega sterk til þess að standast umtalsvert álag við losun fjármagnshafta. Sterk staða ríkissjóðs og bankakerfisins er mikilvæg forsenda þess að hægt sé að losa um fjármagnshöftin án mikillar áhættu. Í fimmta lagi hefur þjóðarbúskapurinn einkennst af betra ytra jafnvægi en ríkt hefur um langt skeið og efnahagsbatinn hefur a.m.k. ekki til þessa verið á kostnað þess jafnvægis eins og oft áður, þótt blikur séu nú á lofti. Fullvíst má telja að ofangreindur árangur hefði verið mun torsóttari án fjármagnshaftanna.

Þótt efnahagsstefnan sem framkvæmd var í skjóli fjármagnshaftanna hafi reynst árangursrík hafa höftin einnig skapað nýjan vanda, sem leiðir til þess að þau verða ekki losuð án hættu á óstöðugleika nema

gripið sé til sérstakra aðgerða. Hér á ég ekki við langtímakostnað fjármagnshafta í formi tapaðra atvinnutækifæra, sem mörgum hefur orðið tíðrætt um, heldur skammtíma vanda sem einmitt árangurinn sem náðist í skjóli haftanna veldur. Vegna haftanna hefur krónan og allar eignir sem í þeim gjaldmiðli eru skráðar orðið verðmætari en ella og þar með skammtímakröfur erlendra aðila á innlend fjármálafyrirtæki, ríkissjóð og aðra. Án haftanna hefði viðureignin við verðbólgu orðið torsóttari, verðmæti krónunnar rýrnað og vanskil og afskriftir í bankakerfinu hefðu orðið enn meiri en raun varð á. Verðmætustu eignir tveggja stóru slitabúanna, Arion banki og Íslandsbanki, hefðu því mögulega orðið verðlittlar, jafnvel verðlausar. Því má segja að höftin hafi leyst einn vanda en aukið annan, sem sérstakar aðgerðir þurftu til að leysa.

### Greiðslujafnaðarvandinn og lausn hans

Áætlanir um losun fjármagnshafta verður að byggja á rétttri greiningu á eðli þess vanda sem er ástæða haftanna, svokallaðs greiðslujafnaðarvanda. Seðlabankinn hefur birt slíkar greiningar á ýmsum vettvangi, síðast í greinargerð bankans vegna nauðasamningsfrumvarpa stóru slitabúanna. Hér verða niðurstöður greininga bankans ekki raktar í smáatriðum en vert er að staldra við lykilatekni sem mótað hafa afstöðu bankans frá upphafi. Hægt er að hugsa sér að traust á gjaldmiðli, ríkissjóði eða bönkum lands geti brostið og leitt til fjármagnsflóttu af ólíkum en þó mögulega tengdum ástæðum. Í fyrsta lagi gætu markaðsaðilar dregið þá ályktun að skuldir og þá sérstaklega erlendar skuldir séu einfaldlega orðnar það miklar að ólíklegt sé að land eða ríki geti staðið undir vöxtum og eðlilegum afborgunum eða endurfjármagnað skuldir til lengdar. Skuldir muni því aukast áfram að með ósjálfbærum hætti, þ.e.a.s. hraðar en raunhæft er að framleiðslugeta eða gjaldeyrstekjur landsins vaxi, uns lánstraust hverfur. Í öðru lagi gætu mikilvægir lánadrottnar óttast að vilja skorti hjá viðkomandi ríki til þess að standa við skuldbindingar sínar og því kippt að sér höndum þegar kemur að endurfjármögnun skulda. Að vilja og að geta eru í þessum efnum tvær hliðar á sama teningi því viljinn kann að ráðast af ólíku mati á sjálfbærni skulda og þar með getu til að greiða af þeim og skorti viljann er getan jafnan ekki heldur fyrir hendi, eins og reynslan frá Argentínu sýnir, þar sem aðgangur að erlendum lánsfjármörkuðum hefur lokast um langa hríð vegna efasemda um greiðsluvilja, þrátt fyrir að opinberar skuldir hafi ekki verið sérlega miklar í alþjóðlegum samanburði. Í þriðja lagi getur greiðslujafnaðarvandi falist í hreinum flæðisvanda sem stafar af eðli þeirra krafna sem erlendir aðilar eiga á innlenda. Þessi vandi er þeim mun erfiðari viðureignar sem farvegur þess gjaldeyrismarkaðar sem miklar fjármagnshreyfingar þurfa að fara um eru gryn timer.

Í því gjörningaveðri sem gekk yfir þjóðarbúskapinn í kjölfar bankahrunsins komu ofangreindar þrjár ástæður allar við sögu að einhverju leyti og áttu sinn þátt í því að erlendir lánsfjármarkaðir lokuðust um skeið og torsótt varð að endurfjármagna erlendar skuldir án utanaðkomandi aðstoðar. Þótt skuldir ríkissjóðs væru enn litlar í alþjóðlegum samanburði við upphaf kreppunnar var flestum ljóst að mikill beinn og óbeinn kostnaður myndi falla á ríkissjóð vegna bankahrunsins og svartsýnustu hugmyndir um þróun skuldastöðu hins opinbera gerðu ráð fyrir að skuldastaðan gæti orðið svipuð og hjá Grikklandi um þessar mundir, jafnvel þótt kostnaður sem féll á ríkið vegna tilrauna til að bjarga stóru bönkunum hafi orðið minni en ella vegna þess að fljótlega var horfið frá því. Svo mikil aukning skulda varð ekki niðurstaðan af ýmsum ástæðum, m.a. sakir mildandi áhrifa sem fjármagnshöftin höfðu á samdráttinn. Í þeirri stöðu hefði mátt efast um hinn pólitíska vilja til að tryggja sjálfbærni skuldastöðunnar og standa við skuldbindingar ríkissjóðs. Einn helsti ávinningur efnahagsáætlunarinnar sem studd var af Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og nágrannaríkjum og efnahagsstefnu sem fylgt hefur verið í kjölfarið af þremur ríkisstjórnnum var að með henni tókst sannfæra markaðsaðila um að stefnan væri sjálfbær og bæði vilji og geta væri til staðar til þess að endurgreiða skuldir ríkissjóðs. Það er ávinningur sem birtist í lækkanði ávöxtunarkröfu á erlendar skuldir ríkissjóðs. Jafnframt hefur dregið jafnt og þétt úr skuldsetning annarra aðila sem standa á bak við erlendar skuldir Íslands, t.d. orkufyrirtækja, sveitarfélaga og fyrirtækja sem að mestu leyti starfa á erlendri grundu. Nú er svo komið að skuldastaðan telst ekki aðeins sjálfbær, sem ráða má bæði af skuldahlutföllunum og undirliggjandi viðskiptaafgangi, heldur

hófleg í alþjóðlegum samanburði. Því er ljóst að fyrrgreindu ástæðurnar tvær koma ekki til álita, a.m.k. ekki lengur.

Þrátt fyrir þennan árangur hefur greiðslujafnaðarvandi verið til staðar fram á þennan dag. Vandinn hefur hins vegar ekki legið í skuldastöðunni í sjálfu sér heldur í því hve hratt gæti þurft að greiða kröfur erlendra aðila á innlenda ef fjármagnshöftin væru ekki til staðar og hversu viðkvæmir innlendir fjármálamarkaðir eru fyrir slíkum áföllum. Það er eðli búa í slitum að eignir eru seldar og umbreytt í reiðufé sem síðan er greitt til eigenda krafna í búin. Fræðilega var mögulegt að slitabúin þyrftu að umbreyta reiðufé úr íslenskum krónum í erlendan gjaldeyri sem samsvarar u.þ.b. fimmtungi af landsframleiðslu í því skyni að gera upp við kröfuhafa. Ekki þarf að orðlengja að slík viðskipti á gjaldeyrismarkaði eins smáum og hinum íslenska hefðu annað hvort fellt krónuna eða kostað stóran hluta gjaldeyrisforða þjóðarinnar, sem fæli í sér samfélagsvæðingu skuldbindinga eins einkaaðila, þ.e. fallins fjármálafyrirtækis, við annan einkaaðila, þ.e. kröfuhafa. Í því sambandi er rétt að hafa í huga að gjaldþrot bankanna þriggja voru á meðal stærstu gjaldþrota veraldarsögunnar en þurfti að gera upp innan ramma eins smæsta gjaldmiðilssvæðis heims. Því hefði annað hvort þurft að inna greiðslurnar af hendi á mjög löngum tíma, sem þýddi að tímavirði þeirra yrði lágt, eða fella kröfurnar niður að hluta. Forsenda þess að hægt væri að takamarka hraða endurgreiðslanna var því að annað hvort yrðu fjármagnshöftin áfram til staðar um langa framtíð eða að greiðslurnar yrðu bundnar í samning sem ógnaði ekki efnahagslegum stöðugleika og héldi gildi sínu eftir losun fjármagnshafta hafi slitum ekki verið lokið áður. Haftaleiðin var ekki ásættanleg sem langtímalausn fyrir íslensk stjórnvöld af ástæðum sem ég rek ekki frekar hér. Því kom að lokum aðeins tvennt til greina, að ljúka slitum með nauðasamningi sem tryggði að uppgjör búanna við kröfuhafa leiddi ekki til óstöðugleika krónunnar eða fjármálakerfisins eða beita skattlagningu, með svokölluðum stöðugleikaskatti, á þau bú sem ekki hefðu lokið nauðasamningum sem uppfylltu stöðugleikaskilyrði stjórnvalda og fengið hann staðfestan fyrir tiltekinn tíma.

Frumvörp að nauðasamningum föllu fjármálafyrirtækjanna þriggja liggja nú fyrir og hafa, eins og lög mæla fyrir um, hlotið vottun Seðlabankans um að efndir samningsins valdi ekki óstöðugleika og verið samþykkt af yfirgnæfandi meirihluta kröfuhafa. Það er ekki ætlun mín að lýsa samningunum hér, enda er þeim lýst ítarlega í greinargerð sem finna má á vef Seðlabankans, en í meginatriðum felast samningarnir í því að kröfur sem valdið gætu óstöðugleika eru færðar verulega niður með greiðslu stöðugleikaframlags sem Seðlabankinn mun veita viðtöku. Þá er lengt í gjaldeyriskröfum á innlenda banka, sem reyndar eru að mestu leyti varðar með erlendum eignum, og þeim gefið umtalsvert svigrúm til endurfjármögnunar, auk þess sem gjaldeyrislán Seðlabankans og ríkissjóðs til nýju bankanna verða endurgreidd. Þá eru varúðarráðstafanir gerðar í formi fjársópsákvæða sem draga verulega úr hættu á því að uppgjör búanna hafi óvænt áhrif á gjaldeyrismarkaðinn reynist verðmæti innlendra eigna búanna meira en gert er ráð fyrir í áætlunum. Loks eru í nauðasamningunum ákvæði sem miða að því að draga verulega úr hættu á lagalegum ágreiningi sem hefði getað tafið losun fjármagnshafta árum saman. Þótt kröfuhafar fái krónukröfur greiddar út að hluta mun gjaldeyrisforði Seðlabankans aukast nokkuð við slitin vegna fyrrnefndra endurgreiðslna. Það er ekki markmið þessara ráðstafana að minnka skuldir hins opinbera eða þjóðarbúsins í heild. Eigi að síður hafa samningarnir þau jákvæðu hliðaráhrif að skuldir hins opinbera munu lækka verulega og skuldastaðþjóðarbúsins batna.

Uppgjör slitabúanna á grundvelli stöðugleikaskilyrða fela í sér eina mikilvægustu ráðstöfun í efnahagsmálum sem gripið hefur verið til um áratugaskeið. Fyrir stafni er önnur aðgerð, útboð sem gæti falið í sér hliðstæða lausn fyrir svokallaða aflandskrónueigendur, þ.e.a.s. val á milli þess að fá erlendan gjaldeyri fyrir krónur með afföllum eða binda kröfur sínar til lengri tíma á markaðskjörum. Sá munur er þó á þessu tvennu að ekki er hægt að ljúka málinu með nauðasamningum, enda er skuldarinn ýmist íslenska ríkið, starfandi viðskiptabankar eða Seðlabankinn. Sérstaklega verður að gæta að orðsporsáhættu ríkissjóðs og Seðlabankans. Nokkrum hluta þess gjaldeyris sem Seðlabankinn hefur

keypt á gjaldeyrismarkaði undanfarið ár verður ráðstafað til þessa verkefnis. Til samans munu þessar aðgerðir ryðja brautina fyrir losun fjármagnshafta án óstöðugleika, enda hefur þá stærstu óvissuþáttunum sem valdið gætu óstöðugleika verið eytt.

### Nýfengið jafnvægi gæti auðveldlega raskast

Nú sjö árum eftir að bankarnir féllu og fjármagnshöftum var komið á eru efnahagsaðstæður orðnar að mörgu leyti ákjósanlegri en hægt var að gera sér í hugarlund fyrstu árin eftir að efnahagskreppan skall á. Í lok næsta árs má ætla að staðan hafi enn batnað. Fróðlegt er að rifja upp stöðu nokkurra mikilvægra hagstærða fyrir kreppuna, þegar hún var dýpst og áætlanir um stöðu þeirra í lok næsta árs, þegar uppgjör slitabúanna eru afstaðin, eins og gert er í töflunni hér að neðan.

Tafla 1 Þróun nokkurra hagstærða 2007-2016

	2007	Ársfj./ár í lágmarki/hámarki	Breyting frá 2007 til lágmarks/hámarks	Áætluð breyting frá 2007 til 2016
VLF á mann	100	1F 2010†	-10,9%	10,0%
Einkaneysla á mann	100	2F 2010†	-20,5%	-0,2%
Kaupmáttur ráðstöfunartekna/launa	100	2F 2010† / 1F 2010	-24,4% / -12,3%	0,5% / (4,8%*)
Hrein erlend skuldastaða, % af VLF í lok árs <sup>1</sup>	106%	3F 2009	604 pr.	-97 pr.
Mældur viðskiptajöfnuður, % af VLF <sup>1</sup>	-14,0%	2F 2008	-22,5 pr.	16,2 pr.
Vergar erlendar skuldir í lok árs, % af VLF <sup>1</sup>	631%	3F 2009	362 pr.	-484 pr.
Þar af skuldir fjármálafyrirtækja, % af VLF <sup>1</sup>	446%	3F 2009	337 pr.	-427 pr.
Skuldir hins opinbera, % af VLF	27,4%	2011	67,7 pr.	30,9 pr.
Skuldir heimila og fyrirtækja, % af VLF <sup>2</sup>	310,0%	3F 2008	66,7 pr.	-126,0 pr.**
Atvinnuleysi, % af mannafla (VMK)	2,3%	4F 2010†	5,7 pr.	2,0 pr.
Raunverð íbúða á höfuðb.svæði	100	1F 2010†	-28,1%	-10,0%
Eiginfjárlutfall þriggja stærstu banka <sup>3</sup>	11,6%	4F 2008	-0,4 pr.	15 pr.**

<sup>1</sup> Að meðtöldum ILST í slitameðferð og lyfjafyrirtækisins Actavis  
<sup>2</sup> Skuldir við fjármálafyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Fyrirtæki án fjármálafyrirtækja og eignarhaldsfélaga.  
<sup>3</sup> Lágmark er fyrir nýju bankana, breyting reiknuð milli gömlu bankanna (2007) og nýju bankanna (lágmark / 2F 2015)  
† Árstíðarleiðrétt af Sí  
\* Breyting til 3F 2015  
\*\* Breyting til 2F 2015

Tafla 2 Nokkrar skuldastærðir án ILST í slitameðferð og lyfjafyrirtækisins Actavis

	2007	Ársfj./ár í lágmarki/hámarki	Breyting frá 2007 til lágmarks/hámarks	Áætluð breyting frá 2007 til 2016
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður, % af VLF	-14,0%	2F 2010	12,3 pr.	16,2 pr.
Hrein erlend skuldastaða, % af VLF í lok árs	106%	3F2008	80 pr.	-97 pr.
Vergar erlendar skuldir í lok árs % af VLF	631%	3F2008	245 pr.	-484 pr.
Þar af skuldir fjármálafyrirtækja, % af VLF	446%	3F 2008	193 pr.	-427 pr.

Fernt blasir við þegar þessi og önnur haggögn eru skoðuð. Í fyrsta lagi þá sýna gögnin að þjóðarbúskapurinn var í miklu ójafnvægi þegar kreppan skall á. Í öðru lagi er ljóst að aðlögun hans var m.a. af þeim sökum gríðarlega hröð og harkaleg. Í þriðja lagi er greinilegt að þjóðarbúskapurinn hefur að undanfögnu verið í betra jafnvægi, á heildina litið, en oftast áður. Á sl. ári og fram á yfirstandandi ár má segja að þjóðarbúskapurinn hafi einkennst af ágætu innra og ytra jafnvægi samtímis, sem birtist í hóflegri verðbólgu og jafnvægi í utanríkisviðskiptum, sem hefur verið afar sjaldgæft fyrirbæri í íslenskri hagsögu. Í fjórða lagi sést að í lok næsta árs stefnir skuldastaða þjóðarbúsins gagnvart útlöndum í að verða hagstæðari en hún hefur verið í hálföld.

Þetta er góð staða miðað við það sem á undan er gengið og með áframhaldandi skynsamlegri hagstjórn á komandi árum gæti hún orðið traustur grunnur aukinnar hagsældar þjóðarinnar. Eigi að síður er best að kunna sér hof í fagnaðarlátum yfir þessari stöðu. Nýfengnu jafnvægi má auðveldlega raska á ný með óheppilegri blöndu ytri aðstæðna, óraunsærra viðbragða einkageirans og óvandaðrar hagstjórnar. Nú þegar má greina fyrstu merki þess að gamalkunnug atburðarrás sé að hefjast, sem ef að líkum lætur mun að lokum lykta með nýju samdráttarskeiði. Þar á ég einkum við þróunina á vinnumarkaði, gjaldeyrismarkaði og húsnæðismarkaði, og samspiði þar á milli. Laun hækka í ár og á næstu árum langt umfram framleiðni og töluvert meira en samrýmist 2,5% verðbólguþéttum stjórnsvalda. Hærra gengi krónunnar og verðfall á innfluttum hrávörum og eldsneyti hafi tímabundið komið í veg fyrir að hækkun launa leiði til almennra verðlagshækkana, en þau áhrif munu óhjákvæmilega fjara út og sennilega snúast við er fram líða stundir. Þessi þróun kallar á aðhaldssama peningastefnu, en aukið aðhald er á sama tíma aðdráttarafli fyrir erlenda verðbréfafjórðingunni sem tóku að kaupa skuldabréf ríkissjóðs í auknum mæli um mitt þetta ár. Það hefur þrýst langtímavöxtum niður og stuðlað að gengishækkun krónunnar, þótt Seðlabankinn hafi hamlað á móti. Miðlun peningalegs aðhalds á sér því í auknum mæli stað um gengisfarveginn, fremur en vaxtafarveginn, sérstaklega í því lágvaxtaumhverfi í heiminum sem við búum nú við. Þetta er samspil sem áður hefur orðið uppspretta óstöðugleika.

Ýmis klassísk merki óstöðugleika eru þó enn ekki til staðar. Útlánavöxtur er hóflegur og skuldahlutföll að lækka, en hægar en áður. Þótt fasteignaverð hafi hækkað ört á undanförunum misserum má ætla að það sé enn ekki svo hátt að líkur á verðfalli hafi aukist. Undirliggjandi viðskiptaafgangur er enn til staðar og enn er langur vegur í jafn ósjálfbæra stöðu og myndaðist fyrir fall bankanna. Raungengið er ennþá undir langtímameðalstöðu, þótt það nálgist hana, sem bendir til þess að tímabil aðlögunar muni vart hefjast á ný fyrr en að nokkrum árum liðnum. Að óbreyttu nafngengi verður raungengið hins vegar komið yfir langtímameðalstöðu innan fárra ára og sumir aðrir mælikvarðar benda til þess að raungengi sé nú þegar í hærri kantinum.

Þótt nokkurt svigrúm sé enn til stefnumótunnar er mikilvægt að huga tímanlega að því hvernig forðast megi þá stöðu sem einkenni árin fyrir fjármálahrunið; að velmegun þjóðarinnar hvíli á áframhaldandi vilja erlendra aðila til að fjármagna skuldaféttun hennar, að áhættutaka í fjármálakerfinu verði of mikil og eignaverðsbólur myndist. Hins vegar er óraunsætt að hægt verði að koma algerlega í veg fyrir slík fyrirbæri og því er mikilvægt að fjármálakerfið verði í stakk búið til að mæta áföllum án ríkisstuðnings.

### Geta umbætur komið í veg fyrir að sagan endurtaki sig?

Því er stundum haldið fram að stjórnvöld eða jafnvel þjóðin öll hafi ekkert lært af efnahagshruninu og allt færast nú í sama horf og fyrir fjármálakreppuna. Þetta eru ýkjur, þótt þróunin á vinnumarkaði að undanfögnu gæti bent til þess að sannleikskorn sé í þessu og ýktar hagsveiflur þar sem skiptast á ofþensla og skarpur samdráttur séu ekki liðin tíð. Því má hins vegar ekki gleyma að unnið hefur verið að mikilvægum umbótum sem ættu að draga úr líkum á því að áhættutaka í fjármálakerfinu magni upp sveiflur í þjóðarbúskapnum sem lykti með miklum kostnaði fyrir skattgreiðendur og framleiðslutapi. Flestar þessara umbóta hafa verið mótaðar á alþjóðlegum vettvangi, enda var Ísland aðeins einn angi

alþjóðlegar fjármálakreppu sem skók heiminn allan. Það er gagnlegt að rifja upp helstu umbætur og reifa hvers vegna þær eru mikilvægar.

Margvíslegar umbætur miða að því að auka viðnámsþrótt fjármálakerfisins og draga þannig úr líkum á því að virkni þess truflist í niðursveiflu, kostnaður falli á skattgreiðendur eða, í versta falli, að vítahringur skuldavanda ríkissjóðs og eiginfjárvanda fjármálafyrirtækja myndist eins og gerðist í sumum Evrópulöndum fyrir nokkrum árum og að ákveðnu marki einnig á Íslandi.

Mikilvægustu umbæturnar felast líklega í verulega auknum eiginfjárkröfum sem gerðar verða til banka í Evrópu og um heim allan miðað við það ástand sem ríkti fyrir fjármálakreppuna. Eiginfjárkröfurnar samanstanda m.a. af nokkrum lögum um eiginfjáruka sem fela í sér mismunandi viðurlög ef fjármálafyrirtæki uppfyllir ekki kröfurnar. Aukarnir skiptast í „verndarauka“, „kerfisáhættuauka“, „auka á kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki“ og „sveiflujöfnunarauka“. Þeir koma til viðbótar eiginfjárkröfum sem Fjármálaeftirlitið getur gert, undir annarri stoð svokallaðra Basel-reglna, um að einstök fjármálafyrirtæki bindi eigið fé til þess að mæta sérstakri áhættu á þeirra efnahagsreikningi. Eigið fé sem binda þarf á móti eiginfjárukum getur ekki verið víkjandi lán sem þýðir að gæði eiginfjár aukast og hlutafjareigandi leggur því meira undir. Þar sem fjármálafyrirtæki starfa þvert á landamæri verða þau krafín um að hluti fjármögnunar þeirra verði í formi víkjandi lána sem hægt er breyta í eigið fé (e. contingent convertible bond, CoCos) undir ákveðnum skilyrðum. Þessar auknu kröfur ættu að leiða til þess að ef tap verður á starfseminni verði fyrir brugðist við nálgist fjármálafyrirtæki hættumörk. Þannig verður t.d. hægt að takmarka arðgreiðslur og kaupauka uns viðunandi eiginfjárstaða hefur náðst á ný sem dregur úr líkum á því að grípa þurfi til jafn þýngjandi aðgerða og slita fjármálafyrirtækis eða björgun á kostnað skattgreiðenda. Um leið er verið að setja upp skýrari alþjóðleg viðmið um framkvæmd eftirlits með fjármálafyrirtækjum sem ætti að veita þeim aukið aðhald og draga úr hættu á að dulín áhætta myndist, sem ekki komi tímanlega fram á efnahagsreikningi þeirra. Þá er ógetið margvíslegra annarra breytinga á lagaumgjörð fjármálafyrirtækja, t.d. varðandi stórar áhættuskuldbindingar, virka eignarhluti og lán til tengdra aðila, sem tímans vegna verður ekki fjallað um hér.

Þótt í ljós hafi komið að eiginfjárstaða íslensku bankanna fyrir hrun hafi verið mun lakari en ráða mátti af ársreikningum þeirra var það lausafjárstaðan sem beinlínis varð þeim að falli. Þó er rétt að hafa í huga að tengslin á milli lausafjárvanda og eiginfjárvanda eru nán og vaxandi efasamdir lánveitenda um gæði eigna og eigin fjár geta orðið til þess að þeir kippa að sér hendinni. Hið sama gildi um marga erlenda banka með að því er virtist sterka eiginfjástöðu. Alþjóðlegt regluverk um laust fé hefur einnig verið hert með alþjóðlegum reglum um lausafjárþekju (e. liquidity coverage ratio, LCR) og stöðuga fjármögnun (e. net stable funding ratio, NSFR). Seðlabankinn hefur einnig, í ljósi sögunnar, ákveðið að gera sérstakar kröfur um stöðuga fjármögnun í erlendum gjaldmiðlum sem taka gildi fyrir en í flestum öðrum löndum. Reglurnar takmarka getu bankanna til þess að afla skammtímafjármögnunar erlendis, t.d. með söfnun innlána, með miklu gjalddagamisræmi á milli eigna og skulda í erlendum gjaldeyri. Til álita kemur að setja enn frekari girðingar í þeim efnum.

Meðal þess sem dýpkaði gjaldeyriskreppuna á Íslandi var aukinn hvati til gjaldeyrisáhættu í aðdraganda hennar, bæði fjármálafyrirtækja, sem juku gjaldeyrisjöfnuð sinn, og heimila og fyrirtækja, sem tóku slík lán án fullnægjandi varna í formi eigna eða gjaldeyristekna. Seðlabankinn hefur boðað að reglur um gjaldeyrisáhættu viðskiptabanka verði hertar frá því sem nú er. Það mun takmarka myndun gjaldeyrisáhættu í kerfinu þegar ólík fjármálaskilyrði innanlands miðað við umheiminn ýta undir sókn í erlent lánsfé. Samkvæmt frumvarpi til laga um breytingu á lögum um Seðlabanka Íslands verður Seðlabankanum einnig heimilað að takmarka gjaldeyrislán til óvarinna einstaklinga.

Enn hefur ekki verið tekin afstaða til þess hvort öðrum mögulegum þjóðhagsvarúðartækjum sem til álita koma verði beitt eða með hvaða hætti það verði gert. Afstaða til þess verður tekin á vettvangi

kerfisáhættunefndar og fjármálastöðugleikaráðs, sem eru nýjar stofnanir sem ætlað er að hafa þá heildarsýn yfir stöðugleika fjármálakerfisins sem skorti í aðdraganda fjármálakreppunnar. Til greina kemur að fjármálastöðugleikaráð, að fenginni tillögu kerfisáhættunefndar, beini tilmælum til Fjármálaeftirlitsins um að það setji reglur sem takmarka veðsetningarhlutfall (e. loan to value, LTV), skv. framkomnu frumvarpi til laga. Einnig kemur til greina, fáist til þess heimild í lögum, að settar verði reglur sem takmarka greiðslubyrði miðað við tekjur (e. debt service to income, DSI). Eins og flestum er í fersku minni þá hækkuðu þessi hlutföll mjög í aðdraganda fjármálahrunsins, sem átti sinn þátt í því að magna eignabólu og verðhrun í kjölfarið. Takmörk á veðhlutföll gætu því bæði verið hemill á ósjálfbæra þróun eignaverðs og aukið viðnámsþrótt fjármálafyrirtækja með því að varðveita eignagæði í niðursveiflu. Meðal þess sem taka þarf afstöðu til er hvort hlutföllin eigi að vera breytileg með tilliti til hagsveiflunnar og vera þannig beint sveiflujöfnunartæki eða hvort hlutföllunum verði haldið óbreyttum og hafi þannig aðeins óbein áhrif til sveiflumildunar. Þótt þessi tæki séu mögulega öflug stjórnartæki bæði til sveiflumildunar og til þess að draga úr áhættu er næsta víst að þau verða óvinsæl, líklegra enn óvinsælli en hefðbundin tæki peningastefnunnar. Þar við bætist að beiting þeirra snertir jafnstöðu á milli kynslóða, sem gæti vakið spurningar um umboðsvanda eftirlitsstofnana sem falið er að beita tækjunum. Það eykur á vandann að reynsla af beitingu þeirra er enn fremur takmörkuð.

Fyrir bankahrunið glímdi peningastefnan við þann vanda að hemja verðbólgu við skilyrði ofpenslu innanlands en lágra vaxta erlendis. Fjármagnsinnflæðið sem fylgdi auknum vaxtamun vann gegn viðleitni peningastefnunnar til að hemja vöxt innlendrar eftirspurnar, dró úr biti stefnunnar í uppsveiflunni og magnaði niðursveifluna þegar mikið innflæði snerist í fjármagnsflóttu. Ýmislegt bendir til þess að peningastefnan geti lent í svipuðum vanda á komandi árum í því lágvaxtaumhverfi sem nú einkennir umheiminn þótt umfang innflæðisins sé enn lagt frá þeim hæðum sem það náði þá. Myndist viðskiptahalli sem fjármagnaðar er með erlendu lánsfé og veikleikar í fjármálakerfinu gætu umskiptin orðið fyrir á ferðinni og hraðari en ella vegna þess að Ísland hefur áður sett á fjármagnshöft í slíkri stöðu. Lánveitendur og fjárfestar kunna því að vænta þess að það geti gerst á ný með skaðlegum áhrifum fyrir þá.

Nokkrar leiðir koma til álita til þess að tempra fjármagnsinnflæði og þar með draga úr hættu á fjármagnsflóttu, með tilheyrandi skaðlegum áhrifum á framkvæmd peningastefnu og fjármálaegan stöðugleika. Í fyrsta lagi mætti reka ríkisfjármálastefnu sem miðar að því að draga úr innlendri eftirspurn og þar með þörf fyrir aðhaldssama peningastefnu. Frumvarp til laga um opinber fjármál hefur að geyma ákvæði er varða langtíma stefnumótun í opinberum fjármálum og ættu að stuðla að bættri hagstjórn, en reynslan verður að skera úr um hve vel markmið þess munu nást í framkvæmd. Tekjur ríkissjóðs eru mjög nærmar fyrir hagsveifluáhrifum og hætt er við að slakni á aðhaldi í ríkisfjármálum þegar spenna er tekin að myndast í þjóðarbúskapnum, eins og nú þegar sjást merki um. Í öðru lagi má að einhverju leyti milda sveiflunnar með virkari inngripastefnu á gjaldeyrismarkaði, eins og Seðlabankinn hefur stundað undanfarin ár. Þó ber að varast að nota gjaldeyrisforða Seðlabankans til þess að eyða sveiflum í gengi með öllu, enda eru þær mikilvæg miðlunarleið peningastefnu í litlu opnu hagkerfi. Virkri inngripastefnu fylgir einnig umtalsverður kostnaður, einkum ef munur á milli ávöxtunar forða annars vegar og vaxta á innlenda fjármögnun inngripanna hins vegar verður mikill. Í þriðja lagi kemur til álita að hefta innflæðið með beinum aðgerðum (svokölluðum fjárstreymistækjum), t.d. skatti á innflæði, almennum skatti á öll fjármagnsviðskipti (svokölluðum Tobin-skatti) eða sérstakri bindiskyldu á erlenda fjármögnun. Aðgerðir er miða að því að tempra innflæði, ásamt þrengri reglum um gjaldeyrisjöfnuð og takmörkunum á lánnum til óvarinna aðila gætu með því að leggjast á sveif með öðrum þjóðhagsvarúðartækjum stutt við peningastefnuna, þannig dregið úr þeim vanda sem fylgir sjálfstæðri peningastefnu við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga og hjálpað til við að varðveita stöðugleika fjármálakerfisins. Hins vegar er ekki fyllilega ljóst hve langt er hægt að ganga í þessum efnun innan ramma samningsins um Evrópska



efnahagssvæðið. Þá má ætla að með slíkum aðgerðum tapist eitthvað af þeim hagkvæmnisávinningi sem frjálsar fjármagnshreyfingar eru taldar hafa í för með sér.

Engar töfralausnir eru til og engin ofangreindra leiða er án annmarka eða kostnaðar. Lítil reynsla er enn komin á beitingu þjóðhagsvarúðar- og fjárstreymistækja sem ég nefndi hér að framan og óvissa um virkni þeirra er töluverð. Mikilvægt er hins vegar að stjórnvöld og almenningur geri sér grein fyrir vanda sem óhjákvæmilega fylgir sjálfstæðri peningastefnu í litlu og opnu hagkerfi og séu reiðubúin að greiða þann kostnað sem henni fylgir. Aðhaldssöm stefna í ríkisfjármálum ætti ævinlega að vera fyrsta víglína viðbúnaðar valdi ofpensla í þjóðarbúskapnum aukinni hættu á fjármálalegum óstöðugleika. Treysti stjórnvöld á að peningastefna og þjóðhagsvarúðarstefna beri ein ábyrgð á því að milda sveiflur í þjóðarbúskapnum verða óæskileg hliðaráhrif meiri. Takist hins vegar að bæta stefnuna í ríkisfjármálum eða a.m.k. að draga úr tilhneigingu hennar til að leggjast á sveif með hagsveiflunni, má binda vonir við að beiting þjóðhagsvarúðartækja verði gagnlegt hjálpartæki. Framangreind þjóðhagsvarúðartæki kunna hins vegar einnig að reynast ófullnægjandi tæki til þess að hamla gegn of miklu fjármagnsinnstreymi þegar peningaleg skilyrði á Íslandi verða mjög frábrugðin skilyrðum í umheiminum. Því væri gagnlegt, svo lengi sem vilji er til þess að reka sjálfstæða peningastefnu, að geta gripið til sérstakra aðgerða í því skyni að hægja á innstreymi fjármagns í uppsveiflu. Temprun á fjármagnsinnflæði felur í sér mismikla viðleitni til að einangra peningaleg skilyrði á Íslandi frá ríkjandi skilyrðum í umheiminum. Í því felst einnig óljós kostnaður og möguleikar á sniðgöngu. Hinn kosturinn er að fara í þveröfuga átt: hverfa frá sjálfstæðri peningastefnu en leita aukinnar samtryggingar með þátttöku í gjaldmiðlabandalagi og bankasambandi Evrópuríkja. Í stað þess að leitast við að draga úr áhættu með því að einangra peningaleg skilyrði á Íslandi frá þeim sem ríkja í umheiminum yrði þá lögð áhersla á samtryggingu með aukinni samþættingu íslensks efnahagslífs og peninga- og fjármálakerfis við hið evrópska. Kostir og gallar þess eru hins vegar ekki til umræðu hér.

Góðir fundarmenn.

Í upphafi máls míns spurði ég hvað við hefðum lært af þeim atburðum sem urðu til þess að fjármagnshöft urðu óhjákvæmileg um skeið og af þeim atburðum sem skóku fjármála- og efnahagslíf alls heimsins á sama tíma. Ég vona að mér hafi tekist að sýna fram á að ýmsir gagnlegir lærdómar hafi verið dregnir. Það mun koma í ljós á næstu árum hvort þær úrbætur sem ráðist hefur verið í eða verður ráðist í á næstu misserum dugi til þess að koma í veg fyrir að viðlíka atburðir endurtaki sig. Ég held að líkur á svo alvarlegum atburðum hafi a.m.k. minnkað umtalsvert. Hitt er annað mál að sagan er ekki hringrás. Ráðstafanir sem miða að því að koma í veg fyrir að áhætta myndist með hætti sem olli síðustu kreppu koma ekki endilega í veg fyrir að samkynja áhætta myndist með nýjum hætti, sem verði til þess að margir segi: „Í þetta skipti gegnir öðru máli“, sbr. bókartitil Reinhart og Rogoff (2009), „This Time it’s Different“. Af mörgum göllum mannskepnunnar hefur sjálfsblekkingin oft reynst henni skeinuhættust.

## Tilvísanir

Seðlabanki Íslands, Uppgjör falinna fjármálafyrirtækja á grundvelli stöðugleikaskilyrða; áhrif á greiðslujöfnuð og fjármálalegan stöðugleika, 27. október 2015.

Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff, This Time it’s Different, Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press 2009.