



Ingimundur Friðriksson Seðlabankastjóri:

Umrót á íslenskum fjármagnsmörkuðum 2006¹

Hvar er Ísland? Hvað er það? Hvers vegna viljum við vita eitthvað um það? Á fyrri hluta síðasta árs leið vart sá dagur að Íslands og íslenskra banka væri ekki getið í dagblöðum og sérritum á fjármálamarkaði víða um heim. Þótt athygli geti verið vel þegin gildi það ekki endilega um alla umfjöllunina um Ísland og íslenska banka fyrir ári. Hún var mjög gagnrýnin, að nokkru réttilega en að öðru leyti ekki.

Þegar ég var beðinn að flytja erindi á þessari ráðstefnu var aðstandendum hennar eflaust í fersku minni óróinn á íslenskum fjármálamarkaði á fyrri hluta árs 2006. Ég var því beðinn að fjalla um það tímabil og hvernig Seðlabankinn fylgdist með og brást við. Það mun ég gera en einnig víkja að nýlegri þróun og ríkjandi aðstæðum. Fyrst er þó nauðsynlegt að nefna nokkrar staðreyndir og víkja stuttlega að forsögunni.

Ísland er háþróað iðnríki með þjóðartekjur á mann sem eru meðal þeirra hæstu í heimi. Vegna aðildar sinnar að evrópska efnahagssvæðinu er Ísland hluti innri markaðar Evrópusambandsins og býr við innviði á fjármálamarkaði sem eru þeir sömu og þar. Stórstígar breytingar hafa orðið í íslensku efnahagslífi á síðustu árum í kjölfar afnáms hafta á fjármagnsflutningum á milli landa á fyrri hluta síðasta áratugar og markaðsvæðingar hagkerfisins. Á síðasta áratug fylgdi Seðlabanki Íslands fastgengisstefnu með vikmörkum. Henni var ætlað að skapa kjölfestu fyrir þá meginstefnu að hafa hemil á verðbólgu. Það tókst og lengi vel á tíunda áratugnum var verðbólga á Íslandi nálægt eða undir meðaltalsverðbólgu í aðildarríkjum OECD. Með tímanum varð æ ljósara að fastgengisstefna samrýmdist illa fullu frelsi fjármagnshreyfinga og meðal annars með hliðsjón af því og af þeirri ástæðu að færa mátti rök fyrir því að breytilegt gengi hentaði betur íslenskum þjóðarbúskap en fast gengi voru vikmörkin víkkuð í áföngum úr 2,25% í upphafi áratugarins í 9% snemma árs 2000.

Þegar leið á tíunda áratuginn hófst þensluskeið í íslenskum þjóðarbúskap. Það átti rætur í stórauðinni erlendri fjárfestingu í orkufrekum iðnaði en breyttist smám saman í einkaneysludrifna þenslu. Verð-

¹ *Erindi á ráðstefnu UBS: „Annual Reserve Management Seminar for Sovereign Institutions“ í Thun í Sviss, 4. júní 2007*

bólguprýstingur magnaðist og viðskiptahalli jókst til muna og varð 10% af vergri landsframleislu árið 2000. Væntingar á markaði breyttust og gengi krónunnar tók að síga. Á hálfis annars árs tímabili frá vori 2000 lækkaði gengið um þriðjung. Seðlabankinn hækkaði stýrivexti en var þó að vissu marki haminn í athöfnum sínum af fastgengisstefnunni. Þá greip bankinn þrúfaldlega inn í viðskipti á gjald-eyrismarkaði til varnar krónunni sem leiddi til þess að hreinn gjald-eyrisforði bankans rýrnaði verulega.

Til að gera langa sögu stutta varð að ráði að taka upp nýja umgjörð peningamála í mars 2001. Seðlabankanum var sett verðból gumarkmið og gengi krónunnar látið fljóta. Þá hafði gengið þegar lækkað að neðri vikmörkum. Það lækkaði frekar í kjölfarið sem leiddi m.a. til þess að verðbólga jókst og fór yfir 9% í janúar 2002. Hún minnkaði síðan hratt, verðból gumarkmiðinu var náð fyrir lok þess árs og stýrivextir voru lækkaðir hratt.

Verðbólga var síðan undir eða nálægt verðból gumarkmiði fram á mitt ár 2004. Þegar kom fram á það ár voru teknar ákvarðanir um miklar framkvæmdir í orkufrekum iðnaði. Skömmu síðar urðu umfangsmiklar breytingar á fasteignaveðlánamarkaði. Í kjölfarið jukust útlán innlendra banka hratt og innlend eftirspurn jókst mjög. Vegna vaxandi verðbólguþrýstings hækkaði Seðlabanki Íslands stýrivexti sína jafnt og þétt úr 5,3% vorið 2004 og í 14,25% (ávöxtun) í lok síðasta árs. Hærri vöxtum fylgdi herra gengi íslenskrar krónu sem á endanum varð sögulega hátt, sérstaklega þegar leið á árið 2005. Seðlabankinn hafði áður vakið athygli á því og í *Peningamálum* í desember 2005 sagði m.a. að raungengi krónunnar væri orðið herra en það hefði verið frá 1988. Meðal forsendna í verðból guspá bankans sem þá var birt var að gengi krónunnar yrði óbreytt á spátímanum. Um þá forsendu sagði að ólíklegt væri að hún stæðist. Sögulega hefði raungengi krónunnar aldrei haldist svo hátt nema um skamma hríð. Bankinn leyndi því ekki þeirri skoðun sinni að gengi krónunnar væri orðið herra en gæti staðist. Það hlyti að lækka. Hins vegar var ekki vitað hvenær það lækkaði né heldur hve hratt það myndi gerast.

Í kjölfar einkavæðingar sem lauk 2003 stækkuðu íslenskir bankar mjög hratt. Einkavæðingin leysti úr læðingi frumkvöðlakraft, áræði og metnað til að sækja fram á nýjum vettvangi. Bankarnir stórefldu starfsemi sína á erlendri grundu með því að kaupa erlend fjármálafyrirtæki og stofna útibú. Róttækar breytingar endurspeglast í vexti heildareigna þriggja stærstu íslensku viðskiptabankanna á samstæðugrunni úr jafnvirði 96% vergrar landsframleiðslu í lok árs 2000 í u.þ.b. áttfalda landsframleiðslu í árslok 2006. Íslenska fjármálakerfið er frábrugðið því sem algengt er meðal annarra þjóða að því leyti að á Íslandi starfa

engir erlendir bankar. Íslensku bankarnir hafa hins vegar orðið æ minna íslenskir ef svo má að orði komast. Meiri hluti starfsemi þeirra fer nú fram í öðrum löndum. Meiri hluti tekna þeirra og hagnaðar verður til erlendis, á Norðurlöndunum, í Bretlandi, Lúxemborg og öðrum Evrópulöndum. Af þessu leiðir að undirstöður þeirra hafa breikkað til muna og þeir eru orðnir ónæmari en áður fyrir sveiflum í íslenskum þjórðarbúskap. Þrátt fyrir þetta kynni verulegt bakslag í efnahagsframvindu á Íslandi – ef til þess kæmi – og fréttir af því að hafa áhrif á erlenda fjármögnunarmöguleika bankanna.

Í sókn sinni til annarra landa reiddu bankarnir sig mjög á afar hagfelld skilyrði á alþjóðlegum fjármálamörkuðum sem lýstu sér í miklu framboði lausafjár og lágum vöxtum. Ef til vill gættu bankarnir þess ekki sem skyldi að hafa nægan viðbúnað til þess að takast á við breytt skilyrði. Ekki var sjálfgefið að til langframa yrði með lítilli fyrirhöfn unnt að taka sífellt stærri lán á alþjóðlegum skuldabréfamörkuðum. Síðla árs 2005 tók að örla á vantrú á getu bankanna til þess að fjármagna starfsemi sína með þeim hætti sem þeir höfðu gert og að endurfjármagna útistandandi lán. Hugsanlegt er að þetta hafi gerst í samhengi við hræringar á áhættumati almennt. Gagnvart íslensku bönkunum lýsti þetta sér í því að skuldatryggingaálög tóku að hækka og sömuleiðis ávöxtunarkrafa á skuldabréfum bankanna á alþjóðlegum eftirmarkaði.

Á fyrri hluta árs 2006 birtust í alþjóðlegum fjármálaritum gagnrýnar greiningar á stöðu bankanna, hröðum vexti þeirra á liðnum árum, miklum lántökum þeirra, tiltölulega stuttum lánstíma og gríðarlegri yfirvofandi endurfjármögnunarpörf. Athyglinni var einnig beint að ýmsum öðrum þáttum í starfsemi og eignarhaldi bankanna. Snemma árs 2006 gerðist það einnig að matsfyrirtækið Fitch Ratings breytti horfum um lánshæfi íslenska ríkisins úr stöðugum í neikvæðar. Sú breyting, hörð gagnrýni á bankana og íslenskt efnahagslíf almennt og síðast en ekki síst breytingar á vöxtum og gengi annars staðar í heiminum leiddi til þess að gengi krónunnar lækkaði um fjórðung á fyrri helmingi ársins auk þess sem verð á hlutabréfum í íslensku kauphöllinni lækkaði um fjórðung frá hámarki í febrúar til miðs árs. Aðgangur bankanna að lánsfé á hefðbundnum mörkuðum þrengdist til muna. Á þessum tíma samtvinnadist neikvæð umræða um íslenska banka og um íslenskan þjórðarbúskap sem hvort tveggja dró úr trú alþjóðlegra fjárfesta um tíma. Orðspor íslensks efnahagslífs og íslenskra banka beið hnekki.

Frá íslenskum sjónarhóli einkenndust fyrstu mánuðir ársins 2006 sem sagt af lækkun á gengi krónunnar, lækkun hlutabréfaverðs, umræðu á alþjóðavettvangi um lífvænleika íslenskra banka og um þjórðhagslegt

ójafnvægi á Íslandi og því var m.a. spáð að stórkostleg efnahagsleg niðursveifla væri framundan sem e.t.v. mætti líkja við það sem gerðist í Austur-Asíu seint á síðasta áratug. Þessar aðstæður komu að mestu á óvart. Athyglisvert var að ekki aðeins varð Ísland fyrir áþreifanlegum áhrifum breytinga á erlendum fjármálamörkuðum heldur gætti áhrifa sviptinga á íslenskum mörkuðum í ýmsum fjarlægum löndum sem við höfum engin viðskiptatengsl við. Þetta sýnir að Ísland er orðið hluti af hnattvæddum fjármagnsmarkaði.

Augljóst var að íslensku bankarnir og stjórnvöld stóðu frammi fyrir tölulverðum vanda sem bregðast varð við af fyllstu alvöru. Bankarnir brugðust við með því að stórefla upplýsingagjöf um starfsemi sína, fjárhagslega stöðu og aðra þætti sem sætt höfðu gagnrýni. Þeir breyttu ýmsu, svöruðu öðru með ítarlegum upplýsingum, hægðu á vexti sínum, leituðu á nýja markaði eftir lánsfé og síðast en ekki síst hröktu þeir hrakspár um að afkoma þeirra hlyti að bíða verulegan skaða af völdum gerbreyttra ytri aðstæðna, lægra gengis krónunnar, lægra hlutabréfaverðs á Íslandi, hærri fjármögnunarkostnaðar o.fl. Reyndin varð sú að þrír stóru viðskiptabankarnir skiluðu methagnaði á árinu 2006 og enduðu árið með sterkari eiginfjárstöðu en þeir höfðu nokkru sinni haft frá því að Basel-reglur um eiginfjárlutföll voru teknar upp auk þess að hafa byggt upp rúma lausafjárstöðu. Þegar leið á haustið tilkynntu viðskiptabankarnir að þeir hefðu lokið endurfjármögnun allra lána sem voru á gjalddaga á því ári og að langmestu leyti þeirra lána sem á gjalddaga voru á árinu 2007. Þar með eyddu þeir óvissu um möguleika sína til þess að endurfjármagna útistandandi skuldir. Lausafjárahættan sem blasti við á fyrri hluta árs 2006 heyrði sögunni til. Í endurfjármögnuninni hvíldu bankarnir evrópskan skuldabréfamarkað sem verið hafði meginuppsretta lána þeirra og sóttu með góðum árangri á aðra markaði, einkum í Bandaríkjunum en einnig í Ástralíu og Japan.

Fyrstu merki um breytt viðmót alþjóðlegra fjárfesta til íslensku bankaanna birtust sem fyrr segir í hækkuðu tryggingarálagi á skuldabréf þeirra á eftirmarkaði sem verið hafði á bilinu 0,1% til 0,15%. Það tók að hækka síðla árs 2005, hækkaði hratt fram eftir ári 2006 og náði hámarki undir mitt árið nálægt 0,8%. Þróun þess var á þeim tíma mjög á skjön við skuldatryggingarálag á útgáfum sambærilegra banka í öðrum löndum. Þegar leið á síðasta ár tók álagið að lækka á ný, hefur lækkað jafnt og þétt og er nú aðeins litlu herra en það var áður en óróa tók að gæta síðla árs 2005, u.þ.b. 0,2% – 0,25%. Af þessu verður ekki önnur ályktun dregin en sú að bankarnir hafi með breytingum í starfsemi sinni, öflugri upplýsingamiðlun, árangursríkri fjármögnun og uppbyggingu lausafjár og áframhaldandi góðri rekstrarafkomu endurheimt að mestu fyrri stöðu í augum alþjóðlegra fjárfesta.

Að því er stjórnvöld varðar og Seðlabankinn sérstaklega var leitast við að miðla upplýsingum um þjóðarbúskapinn, eðli hans og uppbyggingu, um stöðu og horfur og annað sem máli skipti. Seðlabankinn gefur reglulega út *Peningamál* og í þeim hverju sinni verðbólgu- og þjóðhagsspá og ítarlega greiningu á framvindu þjóðarbúskaparins. Einu sinni á ári gefur Seðlabankinn út sérritið *Fjármálastöðugleika*. Vorið 2006 tók ritið mið af aðstæðum og var efnismeira en það hefði án efa verið ella. Í því var leitast við að taka á sem flestum atriðum sem til umfjöllunar höfðu verið á meðal erlendra greinenda mánuðina á undan. Bankinn hefur hlotið þá umsögn frá erlendum rýnendum að greiningar hans á fjármálastöðugleika séu vandaðar og gagnsæjar. Leitast var við að uppfylla væntingar um slíkt fyrir ári við óvenjuleg skilyrði. Bankinn telur að það hafi tekist mjög vel og að skýrslan hafi gegnt þýðingarmiklu hlutverki í að skýra stöðu íslenska fjármálakerfisins á þeim tíma. Þá skipti einnig miklu að Seðlabankinn herti mjög peningalegt aðhald með hækkun stýrivaxta sinna um 3,75 prósentur á árinu og sendi skýr skilaboð til markaðarins um eindreginn ásetning sinn að ná verðbólgu markmiðinu á ný en verðbólga jókst verulega í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar. Án trúverðugrar peningastefnu hefði gengi krónunnar eflaust lækkað mun meira og verðbólga orðið mun meiri en hún varð á síðasta ári og grafið undan fjármálastöðugleika.

Að öðru leyti fólust viðbrögð stjórnvalda, sérstaklega Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins, í því að fylgjast af enn meiri nákvæmni en ella með stöðu bankanna, ekki síst fjármögnun þeirra, lausafjárstöðu og áhættustýringu. Það gerði bankinn af sérstakri árvekni til hausts 2006 samhliða því sem hann eflði viðlagaáætlænin sínar. Bankarnir urðu þess varir og veittu upplýsingar greiðlega. Snemma árs 2006 var undirritað samkomulag um viðbúnað sem verið hafði í vinnslu um alllangt skeið á milli ráðuneyta sem hafa með fjármálamarkað að gera, Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins og efnt var til viðlagaæfingar sem reyndar hafði verið ráðgerð með löngum fyrirvara. Seðlabankinn fylgdist grannt með framvindu á mörkuðum og umsögnun erlendra álitsgjafa. Fulltrúar hans, Fjármálaeftirlitsins og annarra stjórnvalda miðluðu miklu af upplýsingum til og áttu ótal fundi með erlendum rýnendum og fréttamönnum á vormánuðum 2006, á Íslandi og erlendis.

Snemma árs 2006 tilkynnti Seðlabankinn að ákveðið hefði verið að stækka gjaldeyrisforða bankans. Það var gert síðar á árinu með alþjóðlegu útboði skuldabréfa ríkissjóðs til fimm ára. Andvirði þess var lagt inn í Seðlabankann og við það ríflega tvöfaldaðist forðinn, úr jafnvirði um 7% af landsframleiðslu í tæp 15%. Lánsandvirðinu verður ekki

varið til annarra nota. Eigið fé bankans var einnig eft. Forðinn var stækkaður og eigið fé eft til þess að gera bankanum betur kleift að rækja hlutverk sitt í mjög stækkuðu fjármálakerfi og vegna ábendinga matsfyrirtækja og annarra um að erlend lausafjárstaða bankans væri of rýr í ljósi mikilla erlendra skulda þjóðarinnar, sem eru að langmestu leyti skuldir einkageirans. Í stækkuninni fólst enginn annar ásetningur og Seðlabankinn hefur lagt áherslu á mikilvægi þess að skapa ekki forsendur til freistnivanda.

Óróaskeiðið stóð fram um mitt ár 2006. Þá hægði verulega um og ró færðist yfir markaði á ný. Gengi krónunnar hafði þá lækkað um fjórðung sem fyrr segir og var raungengið um miðbik ársins nærri meðaltali liðins aldarfjórðungs. Í sögulegu sambengi var það á mun eðlilegra stigi en seinni hluta árs 2005, þ.e. fyrir lækkunina á fyrri hluta síðasta árs. Þessa staðreynd er mjög mikilvægt að hafa í huga, þ.e. að lækkun gengisins gerðist frá ósjálfbæru stigi og miklu hærra raungengi en samrýmst gat ytri jöfnuði þjóðarbúsins. Breytingin var í reynd eðlileg og nauðsynleg og hluti brýnnar ytri aðlögunar þjóðarbúsins.

Frá miðju síðasta ári hefur gengi krónunnar verið fremur stöðugt. Það hefur sveiflast á tiltölulega þröngu bili með nokkrum undantekningum þegar það hefur leitað út fyrir það. Frá áramótum hefur það styrkst nokkuð. Frá byrjun þessa árs hefur nafngengið að meðaltali verið um 14% lægra en að meðaltali á síðasta fjórðungi ársins 2005. Engu að síður er raungengi krónunnar býsna hátt í sögulegu ljósi. Ótvírætt er að strangt peningalegt aðhald skipti miklu í að viðhalda tiltölulega stöðugu gengi undanfarið tæpt ár.

Í glímuni við innlenda þenslu sem hlaust af auknum fjárfestingum í stóriðju og breytingum á innlendum fjármagnsmarkaði var Seðlabankinn tilknúinn að hækka stýrivexti verulega eins og þegar hefur verið nefnt og urðu þeir hærri en í öðrum iðnvæddum ríkjum. Í heimi mikils framboðs lausafjár, sögulega mjög lágra vaxta á alþjóðavettvangi og áhættusækinna fjárfesta var við því að búast að fjárfestar kæmu auga á skuldbindingar í íslenskum krónum sem báru háa vexti. Því þarf ekki að koma á óvart að útgáfa skuldabréfa í íslenskum krónum, svo-kallaðra jöklabréfa, hófst á alþjóðamarkaði haustið 2005. Hún var drifin áfram af vaxtamunarviðskiptum og leit alþjóðlegra fjárfesta eftir góðri ávöxtun og að nokkru af eftirspurn eftir lánsfé á Íslandi. Þótt miklar upplýsingar séu jafnan tiltækar um stöðu og horfur í íslenskum efnahagsmálum og að fyrir hefði legið mjög opinskátt mat Seðlabanka Íslands á gengi krónunnar á haustmánuðum 2005, sem þegar hefur verið lýst, má fullyrða að ýmsir sem fjárfestu í jöklabréfum, a.m.k. á fyrstu mánuðum útgáfunnar, hafi ekki kynnt sér með viðhlítandi hætti þá áhættu sem kynni að vera fólgin í þeim. Ætla má að við ákvarðanir

sínar hafi fjárfestar m.a. haft hliðsjón af góðu lánshæfismati íslenska ríkisins en ekki hugað að því að þrátt fyrir það væri töluverð hætta á að gengi krónunnar myndi lækka frá því sem það var þegar raungengið var langt yfir meðaltali liðins aldarfjórðungs. Hættan hafi a.m.k. fallið í skuggann af háum vöxtum. Í umrótinu snemma árs 2006 má ætla að ýmsir sem festu fé í jöklabréfum á haustmánuðum 2005, a.m.k. stofnanafjárfestar hafi losað um þær fjárfestingar sínar og þar með stuðlað að lækkun á gengi krónunnar auk þess að tapa verulegum fjárhæðum.

Útgáfa jöklabréfa hefur gengið í bylgjum sem hafa í grófum dráttum fylgt umfangi vaxtamunarviðskipta á heimsvísu. Hún var nokkur á haustmánuðum 2005, verulega dró úr henni á fyrri hluta árs 2006, hún jókst á ný á haustmánuðum og hefur verið nokkur síðan. Fjárhæð útistandandi jöklabréfa svarar nú til u.þ.b. þriðjungs vergrar landsframleiðslu. Fyrstu bréfin féllu í gjalddaga haustið 2006 og nú hafa nokkrir flokkar fallið í gjalddaga. Gjalddagarnir hafa ekki valdið titringi á gjaldeyrismarkaði, jafnvel ekki á innlausnartíma tiltölulega stórra flokka. Þetta er í samræmi við reynslu t.d. Nýsjálendinga en skuldabréf í nýsjálenskum dollurum, svonefnd kiwi skuldabréf, hafa verið gefin út mun lengur en jöklabréfin. Framundan eru stórir gjalddagar jöklabréfa og ekki er unnt að útiloka að þeir valdi ókyrrð.

Útgáfa jöklabréfanna hefur haft ýmis áhrif. Afleidd viðskipti tengd henni leiddu m.a. til þess að stýrivaxtahækkunar Seðlabankans skiluðu sér verr til annarra vaxta á innlendum fjármagnsmarkaði. Jöklabréfin töfðu þar með miðlun aðgerða Seðlabankans í peningamálum og leiddu til þess að hún beindist af meiri þunga í gengisfarveginn en ella. Jöklabréfaútgáfan gerði það einnig að verkum að fjármögnun viðskiptahallans varð auðveldari en ella. Þá leiddi hún til þess að viðskipti jukust til muna á innlendum gjaldeyris- og skuldabréfamörkuðum, þeir dýpkuðu og verðmyndun varð áreiðanlegri en áður. Gengi íslensku krónunnar er engu að síður mjög næmt fyrir breytingum á mörkuðum þar sem fjárfestar fjármagna kaup sín, einkum Evrópu, og á öðrum hávaxtamörkuðum. Jöklabréf fela hins vegar í sér hættu á sviptingum í gengi krónunnar ef skyndilegar breytingar verða t.d. á viðhorfi fjárfesta eða hvötum að baki vaxtamunarviðskipta. Umrót á mörkuðum í maí í fyrra og nokkrar sviptingar í lok febrúar í ár eru dæmi um þetta. Á móti kann að vega að bréfin eru að líkindum dreifð á mjög marga fjárfesta og eignasöfn. Verulegur hluti fjárfesta í jöklabréfum er þó væntanlega smáir evrópskir fjárfestar sem eru líklegri til að halda bréfum sínum á gjalddaga.

Vaxtamunarviðskiptin eru mjög næm fyrir breytingum á alþjóðlegum fjármálaskilyrðum. Því er ógerlegt að segja fyrir um hver þau verða ef

aðstæður breytast. Því hefur verið haldið fram í innlendri umræðu á Íslandi að vegna vaxtamunarviðskiptanna geti Seðlabankinn ekki lækkað stýrivexti sína. Seðlabankinn er ósammála þessu. Spá bankans sem birt var í lok mars sl. gefur til kynna að verðbólga minnki hratt á seinni hluta þessa árs og fram á næsta ár og verði nálægt markmiði bankans frá miðju næsta ári. Ein af forsendum spárinnar er að stýrivextir verði lækkaðir á síðasta fjórðungi þessa árs og áfram á næsta ári og fram á árið 2009. Slík framvinda á ekki endilega að hafa áhrif á vaxtamunarviðskipti. Það gæti þó verið háð því í hve miklum mæli dregur úr viðskiptahalla Íslands við útlönd. Því meir sem dregur úr honum þeim mun minni áhætta ætti að verða fólgin í fjárfestingum í íslenskum krónum að öðru óbreyttu. Við slíkar aðstæður geta vel orðið skilyrði til vaxtamunarviðskipta við minni vaxtamun á milli Íslands og annarra landa en nú er eða ríkt hefur undanfarin misseri. Seðlabankinn leggur hins vegar áherslu á mikilvægi þess að fjárfestar geri sér grein fyrir þeirri áhættu sem felst í fjárfestingum í skuldabréfum í íslenskum krónum. Fyrir liggur að nokkur hluti þeirra sem keypt hafa jöklabréf hefur ekki lagt sig eftir því að kynna sér hana sem skyldi.

Framvindan í fyrra var lærdómsrík. Mikilvægt er að benda á að aldrei urðu alvarleg atvik og hafi verið einhver hættu á fjármálakreppu fyrir ári, sem við töldum ekki forsendur til, er hún tæpast til staðar nú. Lærdómurinn sem draga má af reynslu liðins árs er margþættur. Í fyrsta lagi fylgir opnu fjármagnskerfi og frelsi í viðskiptum að tækifærisinnnaðir fjárfestar komu auga á Ísland. Viðskipti þeirra hafa margvísleg jákvæð áhrif en skapa einnig hættu á meiri sveiflum og flökti gengis og vaxta en ella. Íslensk fjármálafyrirtæki hafa vaxið hratt í öðrum löndum og hraðar en góðu hófi gegnir að ýmissa áliti. Hraður vöxtur vekur gjarnan spurningar og þegar við bætist að um er að ræða litlar stofnanir frá landi sem ekki hefur verið fyrirferðarmikið í bankaheiminum verða spurningar e.t.v. enn áleitnari og gagnrýni beittari en ella. Þetta fengu íslenskir bankar að reyna á liðnu ári. Þeir eru dýrmætri reynslu ríkari, hafa gert sér rækilega grein fyrir mikilvægi gagnsæis og greiðrar upplýsingamiðlunar, nauðsyn þess að hafa borð fyrir báru í fjármögnun sinni og að njóta góðs lánshæfismats. Þessi reynsla má ekki gleymast. Almennt aðhald markaðarins mun stuðla að því að svo verði.

Fyrir stjórnvöld er mikilvægt að fylgja yfirvegaðri og trúverðugri efnahagsstefnu og að tryggja áframhaldandi traust stjórnkerfi og innviði fjármálamarkaðar, þ.m.t. öflugt og virkt eftirlit með fjármálastarfsemi. Sem fyrr segir herti Seðlabankinn mjög að í peningamálum á liðnu ári sem gerði það m.a. að verkum að verðbólga varð mun minni en ella. Ríkissjóður hefur verið rekinn með afgangi í mörg ár og einkavæðingartekjum varið til þess að greiða skuldir. Nú er svo komið að

erlendar skuldir ríkissjóðs eru ekki hærri en sem nemur gjaldeyrisforða Seðlabankans, þ.e. um 15% af vergri landsframleiðslu, og innlendar skuldir aðeins 10% af vergri landsframleiðslu. Eftirlit með fjármála-starfsemi hefur verið eflt og verður eflt frekar og er í samræmi við það sem best gerist meðal Evrópuþjóða.

Ójafnvægið í íslenskum þjóðarbúskap virðist á undanhaldi, verðbólga og viðskiptahalli hjaðna. Fjármálakerfið stendur traustari fótum en fyrir ári. Yfirskrift áhlts Seðlabankans í *Fjármálastöðugleika 2007* var *Viðnámsþróttur bankanna hefur styrkst*. Enn er þó nokkuð í land og hættur geta þó leynst. Viðskiptahallinn er enn mikill. Ef fjármögnun hans verður ekki eins greið og hingað til getur það grafið undan gengi krónunnar og leitt til meiri verðbólgu og óstöðugleika á ný. Þótt lausafjárstaða bankanna hafi styrkst, hlutur innlána á skuldahlið vaxið og endurfjármögnunarvandi minnkað til muna eru þeir enn háðir greiðum aðgangi að erlendum lánamörkuðum. Breytist viðhorf fjárfesta til bankanna eða áhættumat almennt á mörkuðum getur dregið úr framboði lausafjár og lánskjör orðið lakari en að undanförunu. Því er nauðsynlegt að hafa vara á og viðbúnað til þess að mæta erfiðari aðstæðum og að minnast þess að breytingar geta orðið mjög skyndilega. Íslenski gjaldmiðillinn er sá minnsti í heimi sem lýtur umgjörð verðbólguþarmarkmiðs. Líklegt er að gengi krónunnar hafi tilhneigingu til þess að sveiflast meira en gjaldmiðlar stærri landa þannig að meiri sveiflur verða í afrakstri fjárfestinga í íslenskum krónum en í gjaldmiðlum stærri iðnríkja. Verulegar sveiflur geta að sönnu orðið á gengi stórra gjaldmiðla en hér skiptir miklu máli að gengissveiflur hafa mun meiri áhrif í litlum og opnum hagkerfum en þeim sem stærri eru. Alþjóðavæðing íslensks fjármálamarkaðar þýðir að gengi krónunnar til skamms tíma a.m.k. ræðst nú síður af raunstærðum efnahagslífsins en áður. Skilyrði úti í heimi hafa mun meiri áhrif, svo sem breytingar á gengi og vöxtum í öðrum þróuðum iðnríkjum.

Ein afleiðing umrótsins í fyrra er sú að miklu fleiri þekkja nú til Íslands, íslensks efnahagslífs og íslenskra banka en áður og miklu fleiri fylgjast meira og betur með en áður, þar með taldir fjárfestar í skuldbindingum í íslenskum krónum. Þá kenndi reynsla síðasta árs að atburðir á eða tengdir Íslandi geta smitað út frá sér til annarra landa og því mikilvægt að þekkja til þess sem þar gerist. Það gera sannarlega fleiri nú og miklu fleiri vita nú meira um Ísland en að það ól Björk og Eið Smára Guðjohnsen.