



14. janúar 2011

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri:

Lærdómar af fjármálakreppunni fyrir hagstjórn, fjármálastöðugleika og stofnanauppbyggingu

Fundarstjóri, góðir fundargestir

Ég vil byrja á því að þakka fyrir að fá að tala við ykkur hér í dag. Síðan ég varð seðlabankastjóri hef ég haldið fjölda erinda á innlendum vettvangi en ekkert þeirra hefur verið utan höfuðborgarsvæðisins. Það hefur valdið mér töluverðu hugarangri, bæði vegna þess að Seðlabankinn er seðlabanki alls landsins en ekki einungis höfuðborgarinnar, og ekki síður vegna þess að mér er ljóst að bæði fjármálakreppan og efnahagskreppan hafa komið misjafnlega niður á mismunandi landssvæðum og það er mikilvægt fyrir mig að hafa heildarmynd. En úr þessu er nú bætt og auðvitað er mjög vel viðeigandi að það skuli vera á Akureyri.

Erindi mitt hér í dag fjallar um lærdóma af fjármálakreppunni fyrir hagstjórn, fjármálastöðugleika og stofnanauppbyggingu. Einhver gæti spurt hvort þetta sé nú það brýnasta þegar við erum að sumu leyti enn að vinna okkur út úr efnahagslegum afleiðingum hrunsins. Þá er því til að svara að við stöndum að mörgu leyti á krossgötum um þessar mundir þar sem brýnustu úrlausnarefnum kreppunnar er annað hvort að ljúka eða þau komin í skilgreindan farveg.

Á síðasta ári tókst okkur að ná vissum stöðugleika. Árið áður, eða 2009 snerist mikill viðskiptahalli fyrri ára í undirliggjandi afgang. Það ásamt vaxandi tiltrú á að Ísland myndi innan tíðar ná nýju jafnvægi varð svo til þess að fall gengis krónunnar stöðvaðist um mitt ár 2009 og síðustu inngrípin því til stuðnings áttu sér stað í nóvember það ár. Gengið hækkaði síðan á nýliðnu ári um samtals 17% gagnvart evru og 12% gagnvart svokallaðri viðskiptavog, og það þrátt fyrir að Seðlabankinn byrjaði að kaupa gjaldeyri á seinni hluta ársins í því skyni að auka hlut óskuldsetts gjaldeyrisforða. Gjalddeyrisforðinn jókst á árinu um 258 ma.kr. og nam í árslok 667 ma.kr., eða 43% af landsframleiðslu. Þetta er einn stærsti gjaldeyrisforði sem Íslendingar hafa haft yfir að ráða og enn getur hann stækkað því við höfum aðgang að frekari lánnum frá AGS og Norðurlöndum eftir nýafstaðna fjórðu endurskoðun efnahagsáætlunar okkar með AGS. Ef þeim lánnum væri bætt við ásamt öðru innstreymi sem varð í upphafi ársins, en dregin frá sá hluti forðans sem ætla má að fari á næstu misserum, svo sem gjaldeyrisinnstæður skilaneftnda í Seðlabankanum, myndi forðinn nema

593 ma.kr., eða 38% af VLF, og þá vantar allt sem kann að bætast í forðann vegna gjaldeyriskaupa Seðlabankans á markaði. Sé þetta borið saman við að erlendar afborganir og vaxtagreiðslur ríkissjóðs á þessu og næsta ári nema rúmum 224 ma.kr, en þá er búið að draga frá endurkaup lána hans á undanförunum mánuðum, er ekki nema von að öllum áhyggjum um greiðslufall íslenska ríkisins hafi verið eytt og að skuldatryggingarálag Íslands hafi lækkað verulega síðustu tvö árin.

Sterkara gengi, verðbólguvæntingar, sem færðust smám saman nær markmiði Seðlabankans, og slakinn í efnahagslífinu skiluðu sér síðan í því að verðbólguþolmarkmið Seðlabankans náðist fyrir lok ársins. Þessi þróun gerði það mögulegt að lækka vexti verulega á árinu og voru þeir í árslok orðnir lægri en nokkru sinni í rétt tæplega 50 ára sögu Seðlabanka Íslands. Þá hélt endurreisn íslensks fjármálakerfis áfram þrátt fyrir áföll. Stóru viðskiptabankarnir uppfylla allir 16% eiginfjárvöð og undir lok ársins var lokið endurskipulagningu fjárhags fimm sparisjóða. Loks má nefna að það verður æ ljósara að þegar ryk fjármálakreppunnar hefur fallið munu Íslendingar hvorki standa frammi fyrir skuldakreppu hins opinbera né munu hreinar erlendar skuldir þeirra verða óvenjulegar í alþjóðlegu samhengi. Hins vegar höfum við staðið frammi fyrir innlendri skuldakreppu fyrirtækja og heimila, en á seinni hluta síðasta árs var samið um aðgerðir sem eiga að hraða úrlausn hennar.

Þær krossgötur sem við stöndum á nú felast í því að nú þarf að breyta stöðugleika í fjárfestingu, hagvöxt og atvinnu. Að vísu er flest sem bendir til þess að hagvöxtur hafi hafist á seinni hluta síðasta árs. Hann var hins vegar ekkert sérlega kröftugur og fjárfesting er áfram í sögulegu lágmarki. Þá er atvinnuleysi enn miklu hærra en Íslendingar hafa átt að venjast og felur í sér verulega ónýtta framleiðslugetu í hagkerfinu. Í því samhengi er margt sem bendir til þess að þau fjármagnshöft sem reyndust vel til að stuðla að stöðugleikanum séu í vaxandi mæli hamlandi á fjárfestingu og viðskiptatækifæri og gætu því í vaxandi mæli farið að virka sem dragbítur á hagvöxt. Í öllu falli eru Íslendingar sammingsbundnir gagnvart aðildarlöndum EES að afnema höftin þegar neyðin sem kallaði á þau er yfirstaðin.

Það er því heppilegt að aðstæður til að lyfta höftunum hafa batnað á undanförunum mánuðum. Í fyrsta lagi kemur þar til að þjóðhagslegur stöðugleiki hefur aukist eins og ég hef rakið hér að framan. Síðan hefur afkoma ríkissjóðs batnað og lánsfjárefnispurn hans fer minnkandi og verði haldið áfram á þeirri braut þarf ekki að óttast ósjálfbæra skuldasöfnun hans. Þá hefur gjaldeyrisforði stóraukist og áhyggjur vegna erlendrar lausafjástöðu þjóðarbúsins hafa minnkað verulega. Það sem helst vantar upp á er að staða bankakerfisins teljist nægilega traust til að það geti fjármagnað sig utan gjaldeyrishafta. Vonir eru

bundnar við að hægt verði að gefa út slíkt heilbrigðisvottorð á næstu mánuðum. Það skal ítrekað í þessu sambandi að samkvæmt yfirlýsingum sem komu fram í nóvember, svo og því efni sem gert er opinbert í framhaldi af fjórðu endurskoðun áætlunarinnar með AGS að nú er unnið að nýrri áætlun um afnám gjaldeyrishafta og er áformað að opinbera hana fyrir lok febrúar. Jafnframt hefur því verið lýst yfir að ekkert verður gert varðandi afnám haftu fyrr en þessi áætlun hefur verið birt, nema þá hugsanlega að skipulagt verði skiptiútboð milli aflandskróna í eigu erlendra aðila og erlends gjaldeyris í eigu innlendra aðila og að aflandskrónum geti verið hleypt í fjárfestingu í atvinnulífinu með tilteknum skilyrðum.

Það er í þessu samhengi sem það verður svo mikilvægt að beina sjónum að lærdómum af fjármálakreppunni fyrir hagstjórn og fjármálastöðugleika, því ef við erum að fara að lyfta höftum þá erum við að nálgast aftur það fyrirkomulag sem var við lýði fyrir hrún. Þá vaknar sú spurning hvaða peningastefna geti gengið upp við þær aðstæður og hvaða regluverk og eftirlit með fjármálastarfsemi þarf að koma til svo að stöðugleiki fjármálakerfisins sé tryggður við skilyrði fjármagnsfrelsis. Auðvitað má með fullum rétti halda því fram að aðstæður verði samt mjög ólíkar þeim sem ríktu fyrir fjármálakreppuna þar sem alþjóðlegar aðstæður eru aðrar og sú mikla kerfisáhætta sem hafði hlaðist upp í fjármálakerfinu hefur þegar raungerst og gerir það ekki aftur í brád, ekki síst vegna þess að leikendur á fjármálamarkaði eru brenndir og munu sýna varfærni um langa framtíð. En komandi kynslóðir munu hugsa okkur þegjandi þörfina ef við látum það duga og reynum ekki, eins og þeir sem byltu regluverki í framhaldi af fjármálakreppunni 1929 í Bandaríkjunum, að móta kerfi sem dugar lengur en varfærnin varir.

Það er af þessum sökum sem Seðlabankinn hefur nýverið gefið út tvær skýrslur. Önnur var gefin út í síðasta mánuði og fjallar um peningastefnuna eftir höft. Í skýrslunni er farið yfir hvað felst í peningastefnu, hvernig hefur gengið að reka hana hér á landi í lengri tíma samhengi, þau vandamál sem komu upp við framkvæmd hennar í aðdraganda fjármálakreppunnar og þá kosti sem helst eru taldir koma til greina eftir að Ísland hefur lokið áætluninni með AGS og höftum hefur verið lyft. Hin var gefin út í gær og fjallar um hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti. Þar er farið yfir eðli áhættu í fjármálakerfinu, verkefni fjármálaeftirlits, hlutverk seðlabanka, mismunandi líkön fjármálaeftirlits og þær breytingar sem eru í gangi víða um heim um þessar mundir.

Það er auðvitað að einhverju leyti umdeilt hverjir séu lærdómar af fjármálakreppunni fyrir hagstjórn og fjármálastöðugleikastefnu og vísa ég í því efni til þessara tveggja skýrslna um nánari útlistun, svo og til

greinar sem ég birti í Skírni á árinu 2009 um hina alþjóðlegu fjármálakreppu. Það er líka umdeilt hvort peningastefnan sem slík hafi spilað mikið hlutverk í því falli bankanna sem átti sér stað hér á landi. Ég hef haldið því fram að peningastefnan hafi þar ekki verið í meginhlutverki. En þá er ég líka að gera greinarmun sem mér hefur þótt vanta í umræðu um þessi mál, þar sem annars vegar er um að ræða ofris og fall íslensku hagsveiflunnar og hins vegar vöxt og fall þriggja alþjóðlegra banka. Þessar tvær sögur eru vissulega tengdar og koma saman í lokaatriði hins stóra harmleiks haustið 2008, en þær eru líka að hluta til aðskildar. Í því ljósi skiptir því ekki máli hvert hlutverk peningastefnunnar var í falli bankanna þar sem hún lék auðvitað mikið hlutverk í þeim efnahagslega óstöðugleika sem einkenndi árin fyrir hrun á Íslandi. Við hefðum því þurft að endurmeta peningastefnuna hvort sem þessir alþjóðlegu einkabankar hefðu lifað, dáið, eða kannski aldrei verið til.

Með þessum fyrirvara dreg ég hér upp lista af atriðum sem þarf að hafa í huga. Hvað peningastefnuna varðar er hann eftirfarandi:

- Gerð íslensks þjóðarbúskapar sem einkennist af fábreytni og sveiflum gerir sjálfstæða peningastefnu væntanlega erfiðari í framkvæmd en ella.
- Fjármálaleg alþjóðavæðing dregur úr virkni peningastefnu eftir vaxtafarvegi í litlum opnum hagkerfum en magnar hana í gegnum gengisfarveginn, sem gæti verið vandamál ef vaxtamunarviðskipti og óstöðugar fjármagnshreyfingar valda óhóflegum sveiflum gengisins sem ekki tengjast undirliggjandi efnahagsaðstæðum.
- Peningastefna í slíkum löndum þarf betri stuðning frá ríkisfjármálastefnu og fjármálastöðugleikastefnu.
- Á Íslandi voru ýmis sérkenni sem drógu úr virkni peningastefnunnar, t.d. fyrirkomulag húsnæðisfjármögnunar.
- Alþjóðlegar aðstæður lausafjáröfnóttar og lágra vaxta gerðu framkvæmd peningastefnunnar erfiða.
- Það er umdeilt hvort peningastefnan hafi verið of aðhaldssöm eða ekki nægilega aðhaldssöm. Þeir sem halda því síðarnefnda fram benda gjarnan í leiðinni á að peningastefnunni hafi gengið erfiðlega að afla sér trúverðugleika, en með því er átt við að aðilar hagkerfisins hafi trúað að Seðlabankinn bæði gæti og vildi ná verðbólguþröskulmarki sínu, jafnvel þótt það kostaði tímabundna erfiðleika.

Fjármálastöðugleikastefnulistinn gæti verið mun lengri en ég ætla að velja úr það sem mér hefur þótt standa upp úr:

- Skilning á kerfisáhættu skorti, en ég útskýri nánar hvað ég á við með því hér á eftir, og hún fékk að hlaðast upp of mikið óáreitt.
- Það var of mikil áhersla á regluverk um og eftirlit með einstökum fjármálafyrirtækjum, en of lítil áhersla á áhættu í fjármálakerfinu í heild. Í nýju skýrslunni orðum við það þannig að það hafi verið of mikil áhersla á eindarvarúð en of lítil á þjóðhagsvarúð. Þetta byggði að nokkru leyti á þeirri rökvillu að heildin væri summa hinna einstöku eininga, sem horfir framhjá samspili og smiti.
- Lausafjárahætta var stórlega vanmetin, sérstaklega í erlendri mynt.
- Nátegt þessu var áhætta í alþjóðlegri bankastarfsemi sem var einnig stórlega vanmetin.
- Fjármálaeftirlit var ekki nógu ágengt né áhættumiðað og viðskiptaháttaeftirliti var gert hærra undir höfði en varúðareftirliti.

Hvað þá með stofnanabáttinn? Jú, þar er lykilatriði að þörun á milli markmiða og tækja var ekki nægilega virk, ábyrgð einstakra stofnana hefði þurft að vera skýrari, en einnig upplýsingaskipti meiri og samvinna betri þar sem mismunandi stofnanir fóru með mismunandi hlutverk varðandi fjármálastöðugleika.

Hverjar eru svo tillögurnar til úrbóta í þessum skýrslum? Hvað peningastefnuna varðar má skilja fyrri skýrsluna þannig að valið til lengdar standi á milli þess fastgengiskostar sem talinn er heppilegastur, nefnilega aðild að ESB og myntbandalagi þess, og hins vegar þess sem nefnt er verðbólguþáttur. Ekki er í skýrslunni gert upp á milli þessara kosta en bankinn mun senda frá sér mun ítarlegri skýrslu eftir um það bil ár eða svo þar sem kostir og gallar Myntbandalagsleiðarinnar eru rannsakaðir og bornir saman við aðra varanlega kosti.

En hvað er þá verðbólguþáttur. Þó að nafnið hljóði svipað felur það þegar grannt er skoðað í sér róttækar breytingar frá þeirri stefnu sem fylgt var fyrir hrun. Reynslan af fjármálakreppunni, bæði hér á landi og erlendis, bendir til þess að skjóta þurfi fleiri stöðum undir peningastefnuna og efnahagsstefnuna almennt. Draga má þá ályktun af reynslu síðustu ára að mikilvægt sé að beita efnahagsstefnunni þannig að hamlað sé gegn hraðri og ósjálfbærri hækkun eignaverðs, sem jafnan fer saman við óhóflegan útlánavöxt, aukna skuldsetningu og

áhættutöku, sem að lokum getur endað með snörpum straumhvörfum og í versta falli fjármálaáfalli. Jafnframt þarf að forðast að leyfa bankakerfinu að búa til áhættu sem ekki verður ráðið við með innlendu afli. Annar lærdómur sem draga má af fjármálakreppunni er að hið hefðbundna vaxtataeki seðlabanka þarf ekki endilega að vera besta tækið til að vinna á móti undirliggjandi ójafnvægi á fjármálamörkuðum. Ekki er heldur hægt að byggja eingöngu á vaxtataekinu ef tryggja á peningalegan og fjármálalegan stöðugleika á sama tíma. Til þess þarf fleiri stjórnæki. Í skýrslunni er fjallað um ýmsar útfærslur á slíkum viðbótartækjum sem hlotið hafa samheitið „þjóðhagsvarúðartæki“ (e. macro-prudential tools). Meðal slíkra varúðartækja má t.d. nefna reglur um breytileg hámarksveð- og eiginfjárhlutföll og takmarkanir á lausafjár- og gengisáhættu, þ.m.t. hugsanlegt bann á lántökum heimila í erlendri mynt eða mjög stífar eiginfjárkröfur á móti slíkri áhættu. Til viðbótar við þessar reglur kæmi einnig aukin notkun gjaldeyrisinngripa til að vinna gegn sveiflum í gjaldeyrisinnstreymi sem magna útlánasveiflur og eignaverðsbólur og draga í leiðinni í einhverjum mæli úr óhóflegum gengissveiflum. Þá gæti söfnun gjaldeyrisforða til að geta notað þegar á bjátar stuðlað að fjármálastöðugleika. Að lokum er nauðsynlegt að bæta umgjörð stefnunnar í opinberum fjármálum, t.d. með notkun fjármálareglna, og kerfisbundnara samspil stefnunnar í peningamálum og stefnunnar í opinberum fjármálum.

Þá er ástæða til þess að skoða hvort styrkja þurfi umgjörð verðbólgaþröskuldráttarins sem slíks. Til álita kemur að lengja sjóndeildarhring peningastefnunnar, þ.e.a.s. þann tíma sem miðað er við að verðbólgaþröskuldráttinu sé náð að jafnaði. Þannig mætti hugsanlega auka svigrúm peningastefnunnar til að vinna á móti undirliggjandi ójafnvægi á eignamörkuðum.

Ofangreindar umbætur á verðbólgaþröskuldráttinu sjálfu, kerfisbundin notkun inngrípa á gjaldeyrismarkaði, aukin beiting þjóðhagsvarúðartækja og endurbætur á framkvæmd stefnunnar í opinberum fjármálum, má einu nafni nefna „verðbólgaþröskuldrátt-þús“, en sá þús er ansi stór.

Þá kem ég að lokum að fjármálastöðugleikastefnunni og stofnanabyggingu hennar.

Seðlabankar hafa um langt skeið greint og metið fjármálastöðugleika vegna mikilvægis hans fyrir þjóðarhag, en einnig fyrir framgöngu margvíslegra verkefna þeirra í fjármálakerfinu, en þeir bera yfirleitt ábyrgð á því að stýra lausu fé í bankakerfinu, að viðhalda stöðugu verðlagi, að vera lánveitandi til þrautavara og að halda utan um greiðslu- og uppgjörskerfin.

Áhætta einstaklinga sem nýta fjármálaþjónustu er margvísleg. Því fylgir alltaf áhætta að eiga fjárhagslegar eignir eða að taka á sig skuldir. Þróun á markaði getur leitt til þess að eignir eða arður af þeim verði minna virði eða að skuldir og greiðslur af þeim verði dýrari en við var búist. Fjármálalegt heilbrigði er háð því hversu vel tekst til við að stýra áhættu.

En hvað er þá kerfisáhætta? Á fagmáli er kerfisáhætta skilgreind sem tveir tengdir þættir. Annars vegar er það heildaráhætta sem myndast yfir tíma og hins vegar netkerfisáhætta sem felur í sér áhrif aðgerða einstakra aðila á aðra í fjármálakerfinu og það í heild. Sagan geymir mörg dæmi af sameiginlegri tilhneigingu banka til að taka mikla áhættu í uppsveiflu og verða síðan áhættufælnir í niðursveiflu. Heildaráhættan birtist í sveifluaukandi útlána- og lausafjársvæiflu sem tengist vaxandi veikleikum á bæði eigna- og skuldahlið bankanna. Netkerfisáhættan tengist smitáhrifum vegna aðgerða annarra í fjármálakerfinu. Þannig taka bankar oft ekki nægilegt mið af áhrifum aðgerða annarra á eigin efnahagsreikning. Það þýðir að áhætta í fjármálakerfinu er ekki rétt greind og þar af leiðandi ekki brugðist við henni sem skyldi. Þegar kerfisáhættan er orðin of mikil brýst fram hræðsla og þá geta bankar fallið eins og dómínó ef áhætta er tengd og smitáhrif eru sterk. Eðlilegt er að miða markmið og fyrirkomulag fjármálaeftirlits við svo veigamikla áhættu.

Eindarvarúðareftirlit og viðskiptaháttæftirlit eru nátengd og hafa það meginmarkmið að vernda neytendur fjármálaþjónustu og stuðla að fjármálastöðugleika með því að reyna að viðhalda styrk og öryggi fjármálafyrirtækja. Eftirlit með viðskiptaháttum beinist að gegnsæi í upplýsingum, réttlæti og heiðarleika og jöfnuði meðal markaðsaðila. Eindarvarúðareftirlit einblínir hins vegar á greiðsluhæfi og fjárhagslegan styrk fjármálafyrirtækja og tryggingar á innlánsreikningum.

Fyrir alþjóðakreppuna miðaðist starf eftirlitsstofnana að mestu við eindarvarúð þar sem fylgst var með stöðu einstakra fjármálafyrirtækja. Fjármálakerfið í heild var þá álitnið stöðugt ef hvert fjármálafyrirtæki um sig var talið standa traustum fótum. Enn fremur var litið svo á að áhætta væri utanaðkomandi í fjármálakerfinu og þar með óháð aðgerðum einstakra fjármálafyrirtækja.

Þjóðhagsvarúðareftirlit gengur út á vöktun þátta sem ógna stöðugleika fjármálakerfisins í heild og notkun varúðartækja til að fyrirbyggja og bregðast við kerfisáhættu. Undanfarin ár hefur þjóðhagsvarúðar- greining verið í örri þróun hjá alþjóðastofnunum og seðlabönkum, en

Þeim síðarnefndu hefur oft verið falið að fylgjast með fjármála-
stöðugleika ásamt verðstöðugleika.

Eftir að alþjóðlega fjármálakreppan braust út hafa ýmsar alþjóða-
stofnanir lagt fram tillögur um breytingar til að efla þjóðhagsvarúðar-
eftirlit. Meðal annars þarf að styrkja stofnanaumgjörð í því augnamiði
að stuðla að heildstæðu mati á áhættu. Einnig þarf að efla yfirsýn yfir
heildarskuldsetningu og lausafjárstöðu í fjármálakerfinu. Verið er að
skoða breytilegar eiginfjárkröfur, framsýnar afskriftir, takmarkanir á
skuldsetningu og lausafjárreglur sem möguleg þjóðhagsvarúðartæki.
Þjóðhagsvarúðarreglur sem taka á þversniðsáhættu miða að því að
draga úr kerfisáhættu, svo sem með því að fjármálafyrirtæki leggi til
hliðar aukið eigið fé sem tekur mið af kerfislegu mikilvægi þeirra.
Grunnhugmyndin að þjóðhagsvarúðarreglum, sem miðast við áhættu
yfir tíma, er að fjármálafyrirtæki leggi til hliðar fjármagn í uppsveiflu
þegar áhættumat er lágt, sem nýta má í niðursveiflu þegar
áhættumeðvitund er sterk. Það ætti að öðru óbreyttu að hafa
sveiflujafnandi áhrif á starfsemi fjármálafyrirtækja og stuðla að
efnahagslegum stöðugleika.

Enn er töluvert í land með að útfæra þjóðhagsvarúðarreglur og -eftirlit,
ekki síst hvað greiningu og tæki varðar, sem og stofnanalega þætti,
einkum tengingu við eindarvarúðarreglur og -eftirlit. Þá ber að vara við
of mikilli bjartsýni um að hin nýja nálgun leysi allan vanda, en viðbúið
er að nýjar aðstæður og nýjungar á sviði fjármálastarfsemi krefjist
árvekni og framsýni opinberra eftirlitsaðila.

[Hér á eftir kemur efni úr sérri Seðlabanka Íslands númer 5; Hlutverk
seðlabanka í fjármálaeftirliti, sem gefið var út í gær og er aðgengilegt á
vef bankans. Þar eru engar viðbótarupplýsingar né markaðsviðkvæmt
efni.]