

Höftin, ríkisfjármálin og efnahagsbatinn

Góðir fundarmenn.

Síst af öllu grunaði mig á elleftu stundu fyrir hrun bankakerfisins að það yrði hlutskipti mitt að undirrita undanþágur frá gjaldeyrisreglum, sem verulega takmarka heimildir landsmanna til gjaldeyrisviðskipta. Á fundum með erlendum bankamönnum og fjárfestum í aðdraganda hrunsins kom reyndar oft fram að þeir teldu gjaldeyrishöft á meðal hugsanlegra aðgerða sem íslensk stjórnvöld gætu gripið til í þeim ógöngum sem íslensk efnahagsmál bersýnilega stefndu í. Spurningum um hvort gjaldeyrishöft kæmu til greina í þeirri erfiðu stöðu sem upp var komin svaraði ég að sjálfsögðu neitandi, með tilvísun í alþjóðlega sáttmála sem Ísland hefði undirritað, enda hefðu önnur svör verið varhugaverð. Enn síður hvarflaði að mér að Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn myndi sérstaklega beita sér fyrir því að gera gjaldeyrishöft að lykilþætti efnahagsstefnu til endurreisnar íslensks fjármálakerfis og efnahagslífs, enda hefur sjóðurinn oft sætt gagnrýni fyrir að hvetja til ótímabærs afnáms gjaldeyrishafta víða um heim. Gjaldyrishöftin eru umdeild. Aðrar leiðir komu til greina, en voru að endingu taldar of áhættusamar. Nauðsyn tímabundinna hafta virðist núorðið almennt viðurkennd og fylgi við þau virðist hafa vaxið, jafnvel svo að ástæða er til þess að hafa af því nokkrar áhyggjur. Ástæðan kann að vera tvíþætt. Í fyrsta lagi kunna margir að meta gengisstöðugleikann sem höftunum fylgir, þ.e.a.s. eftir að þau fóru að bíta. Í öðru lagi kann þessi viðhorfsbreyting að benda til þess að ákveðinn hópur manna hafi nokkurn hag af höftunum. Af því dreg ég þá ályktun að æskilegt sé að hefja afnám þeirra eins fljótt og auðið er, en þó án þess að tefla stöðugleikanum í tvísýnu. Til þess að finna leiðina út úr höftunum er nauðsynlegt að skilja ástæðu þeirra. Við skulum því byrja á að rifja upp nokkur lykilatriði:

Bankar og gjaldmiðlar eiga það sameiginlegt að stöðugleiki beggja byggist á trausti. Hverfi traustið verða bankar óstarfhæfir og gjaldmiðlar falla í verði, oft langt umfram það sem undirliggjandi efnahagsþróun gefur tilefni til. Traust á gjaldmiðli lands og helstu fjármálastofnunum þess er samofinn vefur, því innlendir og erlendir fjármálamarkaðir tengjast um bankakerfið. Það er líflína hvers gjaldmiðils. Ef skorið er á þá líflínu er voðinn vís. Það gerðist við hrun íslenska bankakerfisins. Veruleg hættu var á keðjuverkandi flótta fjármagns úr krónutengdum eignum, sem hefði magnað enn frekar þann mikla vanda sem skuldsett heimil og fyrirtæki glíma við. Þegar fjármálakerfi lands hrynur í heild sinni, eins og hér gerðist, getur tekið langan tíma að gera það fyllilega starfhæft á ný. Því gat orðið bið á því í umhverfi alþjóðlegrar fjármálakreppu að erlendir lánsfjármarkaðir opnuðust á ný, eins og síðar kom á daginn. Í ljósi þess að umtalsverð endurfjármögnun á skuldum ríkissjóðs var fyrir stafni árin 2011 og 2012 var ljóst að lítið svigrúm yrði til þess að nota

¹ Morgunfundur Viðskiptaráðs Íslands 24. mars 2010. Höfundur er aðstoðarseðlabankastjóri.

gjalddeyrisforða Seðlabankans til þess að milda gengissveiflurnar, án þess að tefla í tvísýnu getu ríkissjóðs til þess að endurfjármagna eða greiða upp lánin sem eru á gjalddaga þessi ár. Hvað sem því líður, var Alþjóðagjalddeyrisjóðurinn, þegar til kastanna kom, ekki reiðubúinn að veita lán til þess aðstoða við endurreisn landsins, nema tryggt væri að þau hyrfu ekki í botnlausu hit flýjandi fjármagns. Með gjalddeyrihöftunum gafst stjórnvöldum svigrúm til þess að endurskipuleggja fjármálakerfið, ná tökum á ríkisfjármálunum og taka á vanda skuldsettra heimila og fyrirtækja. Allt er þetta forsenda þess að hægt sé að endurheimta traust alþjóðamarkaða á íslensku efnahagslífi og greiðslugetu ríkissjóðs.

Eftir að höftin fóru að bíta hafa þau stuðlað að meiri stöðugleika í gengismálum en lengi hefur sést, að vísu við lægra gengi en æskilegt væri. Þessi stöðugleiki hefur auðveldað framkvæmd efnahagsstefnunnar. Því er ekki að undra að þær raddir heyrist að réttast væri að halda höftunum til lengri tíma. Það er þó ekki jafn álitlegur kostur og ætla mætti við fyrstu sýn. Í fyrsta lagi verður óstöðugu fjármagni ekki haldið hér nauðugu varanlega. Höftin eru brot á ýmsum alþjóðasamningum sem Ísland hefur undirritað. Þau eru liðin svo lengi sem Ísland fylgir efnahagsáætlun sem nýtur stuðnings Alþjóðagjalddeyrisjóðsins og þar með óbeint þeirra ríkja sem aðild eiga að EES, OECD og sjóðnum sjálfum. Fljótlega eftir að áætluninni lýkur þurfa höftin væntanlega að hverfa, þ.e.a.s. vilji íslensk stjórnvöld ekki ganga á svig við alþjóðlega samninga sem þau hafa undirritað. Að endingu verður að leyfa því fjármagni að fara sem fara vill. Í öðru lagi verður traust ekki byggt upp með varanlegum hætti á meðan óvissa ríkir um hve mikið fjármagn sé bundið í krónueignum eingöngu vegna haftanna. Sú óvissa mun ekki hverfa að fullu fyrr en með afnámi þeirra. Þangað til er hætt við að hún haldi aftur af erlendri fjárfestingu, sem er forsenda útflutningsdrifins efnahagsbata. Í þriðja lagi er ljóst að hinn mikli hagnaður sem þeim getur hlotnast er stunda brot á gjalddeyrisreglum grefur undan viðskiptasiðferði og skekkir samkeppnisstöðu gagnvart löghlýðnum borgurum. Höftin beina kröftum margra í að leita leiða fram hjá þeim. Þau leiða því til hagrænnar sóunar og kostnaðar til lengri tíma. Líklegt er að skaðsemi gjalddeyrihafta verði meiri eftir því sem þau vara lengur og framfylgd þeirra er slakari. Því er stefnt að því að afnema höftin svo fljótt sem óhætt er, en jafnframt framfylgja þeim af fullri hörku, ekki síst á meðan afnám þeirra í áföngum stendur yfir.

Ef óhjákvæmilegt og æskilegt er að afnema höftin, hvernig verður það gert án þess að því fylgi óstöðugt gengi? Í greinargerð sem Seðlabankinn lagði fram sl. sumar er ferlinu lýst í stórum dráttum. Ég ætla ekki að endurtaka það sem þar stendur að þessu sinni, en nota tækifærið til þess að vekja athygli á því að lausn vandans í ríkisfjármálum er í raun forsenda þess að efnahagsbati komist á skrið á ný og að hægt sé að leysa gjalddeyrihöftin án verulegrar áhættu. Á ofpensluskeiðinu í aðdraganda fjármálakreppunnar óx sá hluti þjóðarbúskaparins sem ekki skapar gjalddeyristekjur, eða keppir við erlenda framleiðslu, langt umfram það sem vöxtur útflutningsgeirans gat staðið undir til lengdar. Framleiðslugeta í þeim geira er víða of mikil til skamms tíma litið og jafnvel til allmargra ára. Efnahagsbatinn getur því tæpast átt uppruna sinn þar að neinu marki, heldur verður hann að hefjast í útflutningsgeiranum. Vöxtur útflutnings verður hins vegar varla nægilega kröftugur nema útflutningsfyrirtækin

hafi greiðan aðgang að erlendu lánsfé. Leið þeirra á erlendan lánsfjármarkað verður hins vegar torsótt svo lengi sem ríkissjóður hefur ekki troðið slóðina, eða þurft að sæta kjörum sem vekja efasemdir um sjálfbærni skulda hins opinbera. Vaxtakjör sem ríkissjóður hvers lands nýtur hjá erlendum lánardrottnum myndar jafnan gólf fyrir vexti einkageirans. Því er afar mikilvægt að endurheimta lánstraust ríkissjóðs. Það mun ekki aðeins greiða götu innlendra atvinnufyrirtækja að erlendu fjármagni, heldur draga verulega úr líkum á brunaútsölu innlendra eigna þegar höftin hverfa.

Meginviðfangsefni þeirrar efnahagsáætlunar sem mótuð hefur verið í samvinnu við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn er að endurheimta traust á getu ríkissjóðs til að standa við erlendar skuldbindingar sínar. Hvernig verður það gert? Í fyrsta lagi með því að móta stefnu í ríkisfjármálum sem er nægilega aðhaldssöm til þess að sannfæra erlenda fjármálamarkaði um að Ríkissjóður Íslands muni, þrátt fyrir tímabundna skuldaförum í kjölfar bankahrunsins, hafi fulla burði til þess að standa við alþjóðlegar skuldbindingar sínar, þ.e.a.s. að skuldastaðan sé sjálfbær til langs tíma litið. Í öðru lagi þarf að sýna fram á að ríkissjóður hafi aðgang að gjaldeyri til þess að greiða upp, ef í harðbakkann slær, lán sem falla á gjalddaga á næstu tveimur árum. Enn vantar herslumuninn upp á að seinna skilyrðið sé uppfyllt, en það hefur tafist af ástæðum sem allir þekkja. Hér er mikilvægt að hafa í huga að bankar, erlendir sem innlendir, eru aðilar sem bjóða regnhlíf á sólardögum, en vilja óðar fá hana til baka þegar fer að rigna. Þeir sem þurfa regnhlíf á rigningardögum þurfa að geta sýnt fram á að þeir hafi þegar regnhlíf við hendina. Lán Alþjóðagjaldeyrissjóðsins o.fl. eru okkar regnhlíf. Í þriðja lagi er samstarfið við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn ekki aðeins mikilvægt vegna þeirra lána sem tengjast efnahagsáætluninni. Sjóðurinn er nokkurs konar vottunarstofa fyrir efnahagsstefnu landa sem ratað hafa í efnahagslegar ógöngur. Vottun hans er ekki einungis forsenda þess að önnur lönd vilji lána okkur heldur einnig erlendir bankar og fjárfestar. Í mörgum tilfellum er hún forsenda þess að alþjóðlegir fjárfestar vilja fjárfesta í innlendu atvinnulífi. Þetta hefur komið mjög skýrt fram í viðtölum við fjölda erlendra bankamanna, sem eru reiðbúnir að taka Ísland á markað um leið og greiðist úr þeirri óvissu sem tefur framgang efnahagsáætlunarinnar.

Mörgum þykir mixtúran bragðvond sem sjóðurinn leggur fyrir og hafa lagt fram óskir um bragðbetri efnahagsstefnu án aðildar sjóðsins. Vitaskuld væri æskilegt að geta beitt ríkisfjármálum til þess að milda hagsveifluna. Það eru hins vegar forréttindi landa sem ekki búa við skert lánstraust. Ísland nýtur ekki þeirra forréttinda, frekar en Grikkland, Lettland og nokkur önnur ríki. Að kasta frá sér regnhlíf sjóðsins og halda tómhent á fund erlendra bankamanna til þess að endurfjármagna þau stóru lán sem falla á gjalddaga á næstu tveimur árum væru hrapaleg mistök. Með lánum sem þegar eru í höfn er reyndar búið að afla gjaldeyrisforða til þess að ríkissjóður geti staðið í skilum næstu tvö ár án mikilla gjaldeyriskaupa. Í því felst hins vegar að gjaldeyrisforðinn yrði minni en ásættanlegt er. Það myndi kosta lægra gengi en ella og ekki yrði ráðlegt að leysa höftin á sama tíma. Í fjórða lagi er mikilvægt að taka fyrstu skrefin til afnáms haftanna sem fyrst eftir að þeim markmiðum sem lýst hefur verið hér að framan hefur verið náð. Markmiðið er að þegar síðustu höftin hverfi þá verði það atburður sem fáir veita eftirtekt. Við lærðum það af fjármálahrununu að

skjótt skipast veður í lofti. Þegar stormurinn er genginn yfir og það styttir upp, getur það líka gerst hraðar en flestir sjá fyrir.