

# Peningastefnan í aðdraganda hrunsins

Lúðvík Eliasson

# Fyrirvarar

---

- ▶ Höfundur er forstöðumaður greiningardeildar MP banka. Skoðanir sem koma fram í kynningunni eru höfundar og þurfa ekki að samrýmast skoðunum bankans.
- ▶ Efnið styðst við skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis en höfundur var starfsmaður nefndarinnar árið 2009. Skoðanir sem koma fram í kynningunni eru höfundar og þurfa ekki að samrýmast skoðunum nefndarinnar.
- ▶ Að því leyti sem niðurstöður umfjöllunarinnar vísa í niðurstöður Rannsóknarnefndar Alþingis þurfa þær ekki að fara saman við skoðanir höfundar.

# Yfirlit

---

- ▶ Niðurstöður Rannsóknarnefndar Alþingis um þátt peningstefnunnar og Seðlabankans í aðdraganda hrunsins
- ▶ Verðbólguþækkning
- ▶ Framkvæmd peningastefnu
- ▶ Trúverðugleiki
- ▶ Gjaldeyrisforði
- ▶ Niðurstöður



# Niðurstöður Rannsóknarnefndar

Um þátt peningastefnunnar í aðdraganda hrunsins

# Aðdragandi hrunsins

---

- ▶ **Alþjóðlegir fjármálamarkaðir**
  - ▶ Greenspan Söluréttur
  - ▶ Ofgnótt sparnaðar
  - ▶ “Taumlaus ákefð”
- ▶ **Einkavæðing bankanna**
  - ▶ Eiginfjárframlag
  - ▶ Hátt láns hæfismat
  - ▶ Lækkun bindiskyldu
  - ▶ Óbein ríkisábyrgð
  - ▶ EES

# Megin orsök hrunsins

---

- ▶ Ör vöxtur bankanna og þar með stærð þeirra
- ▶ Það sem snýr að peningastefnunni og Seðlabankanum
  - ▶ Stýrivextir of lágir frá seinni hluta árs 2005
  - ▶ Mikill vöxtur veðlána þegar verið var að auka aðhald
  - ▶ Seðlabankann skorti trúverðugleika
  - ▶ Bankakerfið náði að verða allt of stórt án þess að vera þvingað niður
  - ▶ Óheft innflæði skammtímafjármagns

# Peningastefnan í aðdraganda hrunsins

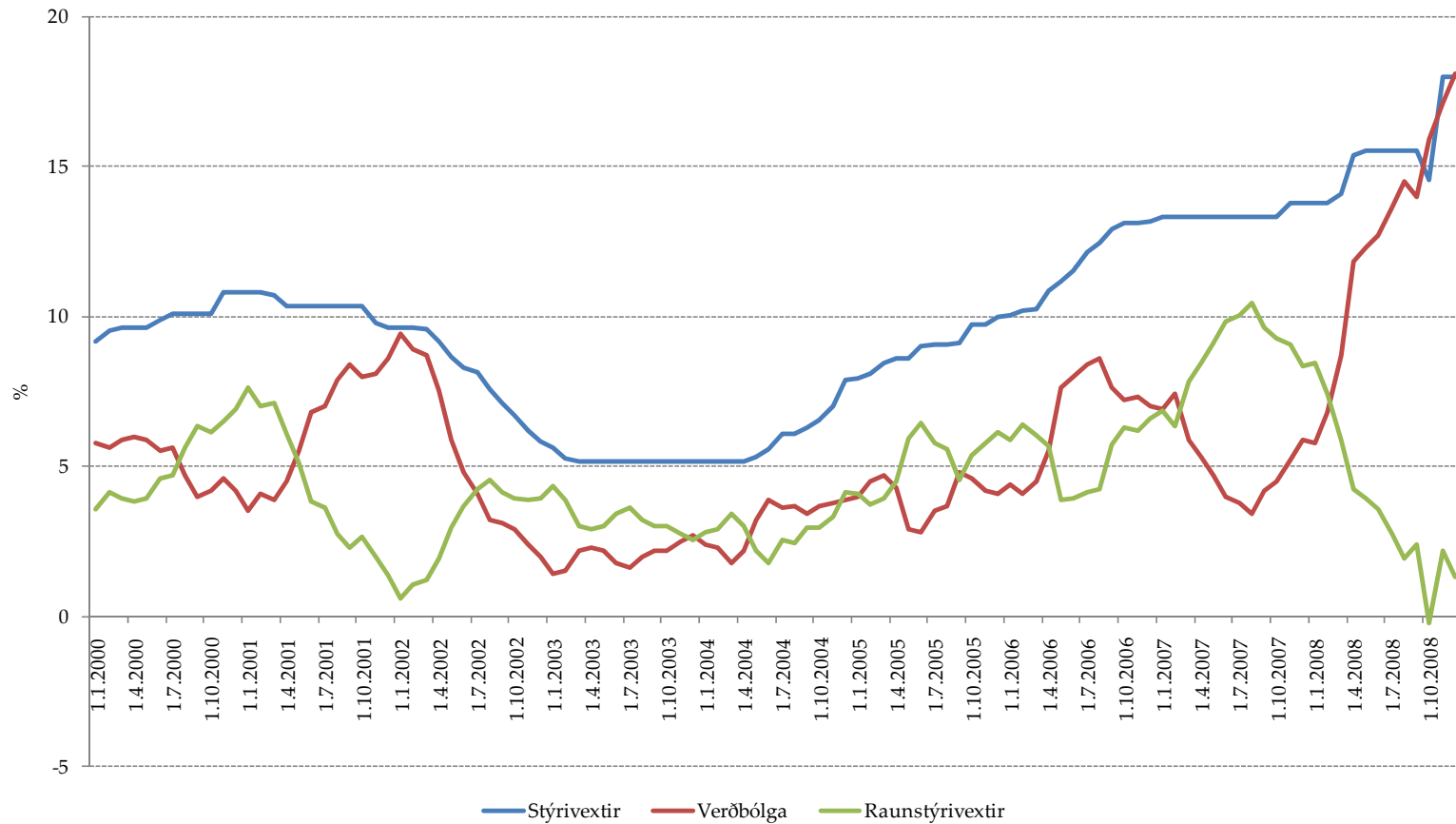
# Verðbólguþéttur

---

- ▶ Bankastjórn Seðlabankans og forsætisráðherra undirrituðu 27. mars 2001 viljayfirlýsingu um breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi
- ▶ Daginn eftir er tekið upp verðbólguþéttur 2,5%
- ▶ Þétturinn innleitt með hraði
  - ▶ Verulega hafði gengið á gjaldeyrisforðann vikurnar áður og sérstaklega 27. mars
  - ▶ Fastgenegiskerfið var komið í þrot
  - ▶ Krónan var að veikjast
  - ▶ Stýrivextir lækkaðir

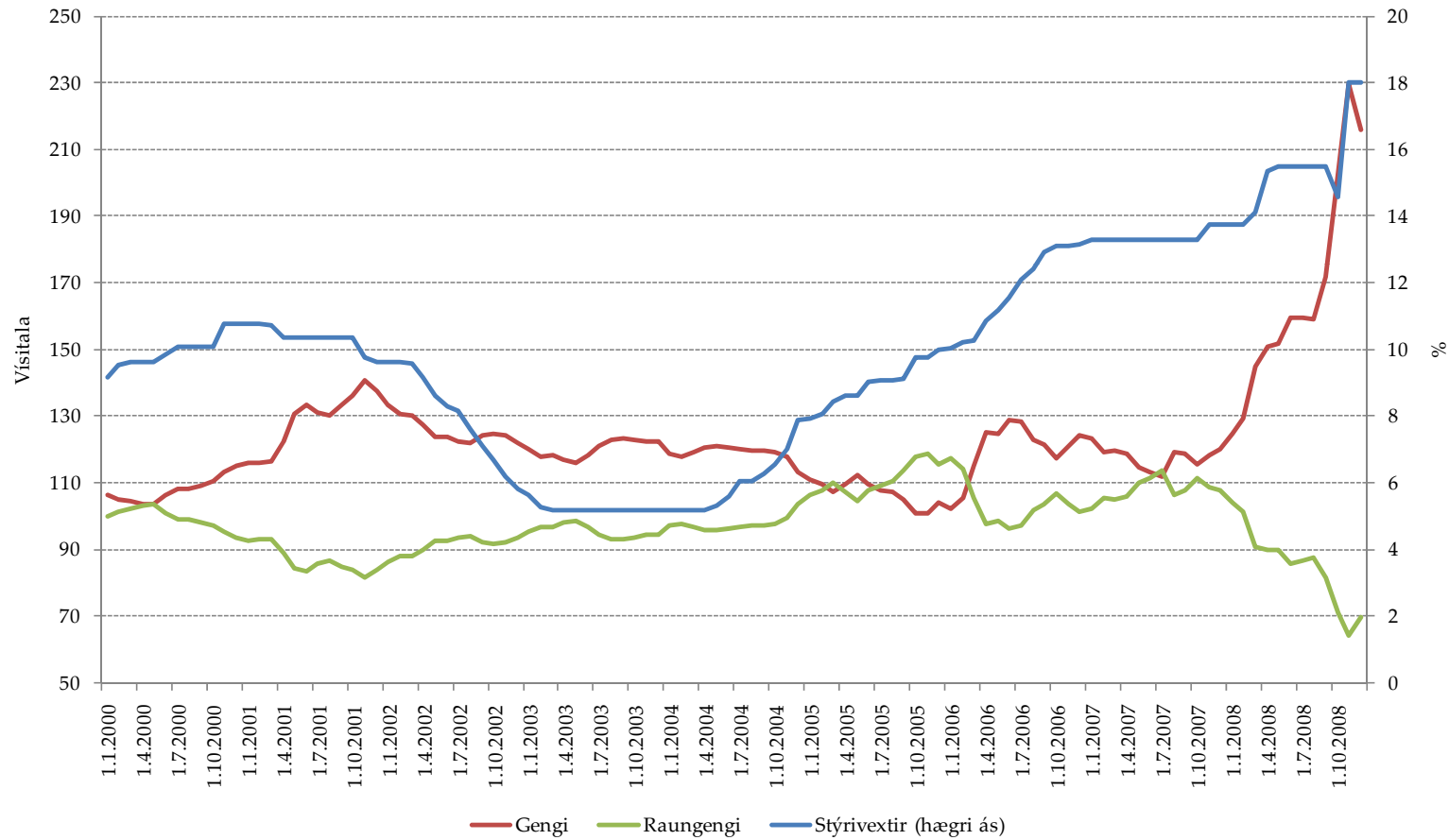


## Stýrivextir, verðbólga og raunstýrivextir



Heimild: Seðlabankinn og útreikningar starfsmanna Rannsóknarnefndar

## Gengi, raungengi og stýrivextir



Heimild: Seðlabankinn og útreikningar starfsmanna Rannsóknarnefndar

# Seðlabankavextir og lausafé í umferð

---

- ▶ Vextir á lánum gegn veði til lánastofnana hafa verið helsta stjórnþæki Seðlabankans síðan 1993
- ▶ Mikilvægi þessara vaxta jókst 1998 þegar stjórnþæki bankans voru einfölduð
- ▶ Það jókst enn frekar 2001 þegar verðbólguþæki var innleitt
- ▶ Tvær megináferðir
  - ▶ Tilteknir markaðsvextir valdir sem viðmið og valið ákveðið markgildi fyrir þá
    - ▶ Seðlabankinn á síðan markaðsviðskipti sem miða að því að ná þessu markgildi
  - ▶ Þjóða bönkum tiltekna vexti á innlánum og þjóða þeim lán á nokkru hærri vöxtum
    - ▶ Vaxtagangur, algengt að miðgildi gangsins séu stýrivextir

- 
- ▶ Vaxta- og lausafjárstýring seðlabanka er með nokkuð fjölbreyttum hætti
    - ▶ Nýjasjaland, Ástarlía, Kanada, Noregur, Svíþjóð, Bretland, Bandaríkin, Evrópa
    - ▶ Tvennt sameiginlegt
      - ▶ Markmið um tiltekna skammtímavexti á millibankamarkaði þar sem bankar koma saman til að stilla af lausafjárstöðu sína í lok dags
      - ▶ Seðlabankarnir hafa einnig áhrif á heildarlausafjárstöðu fjármálakerfisins
  - ▶ Íslenski seðlabankinn ekki með markmiðsvexti
  - ▶ Reyndi ekki að meta lausafjárþörfina

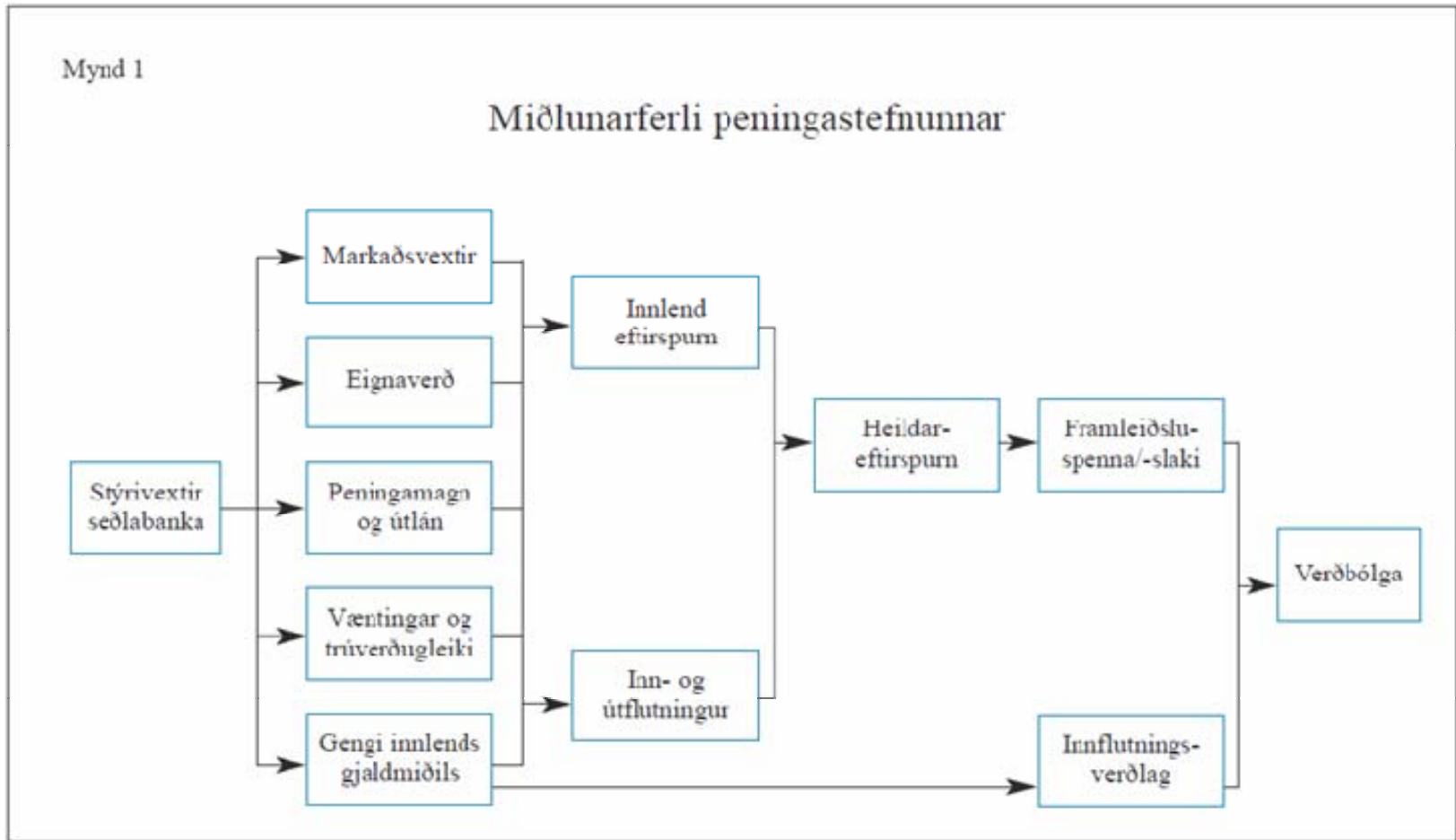
# Hvati til vaxtar bankanna?

---

- ▶ Lán gegn veði hjá SÍ
- ▶ Verðtryggð útlán
- ▶ Stýrivextir á eftir kúrfunni
  - ▶ Útlánin arðsöm á meðan kaupmáttur fellur ekki
- ▶ Hafi þetta verið raunin hefði mátt stoppa það með harðari peningastefnu og kröfu um verðtryggingarjöfnuð

Mynd 1

### Miðlunarferli peningastefnunnar



# Miðlunarferlið

---

- ▶ Fyrstu áhrif á verðbólgu eftir um það bil ár
- ▶ Meginhluti áhrifanna kominn fram eftir eitt og hálf ár
- ▶ Stýrivaxtaákvarðanir miðlast um fjármálamarkaði
  - ▶ Vextir
  - ▶ Eignaverð
  - ▶ Útlán og penignamagn
- ▶ Miðlun peningastefnunnar um gengi
- ▶ Trúverðugleiki

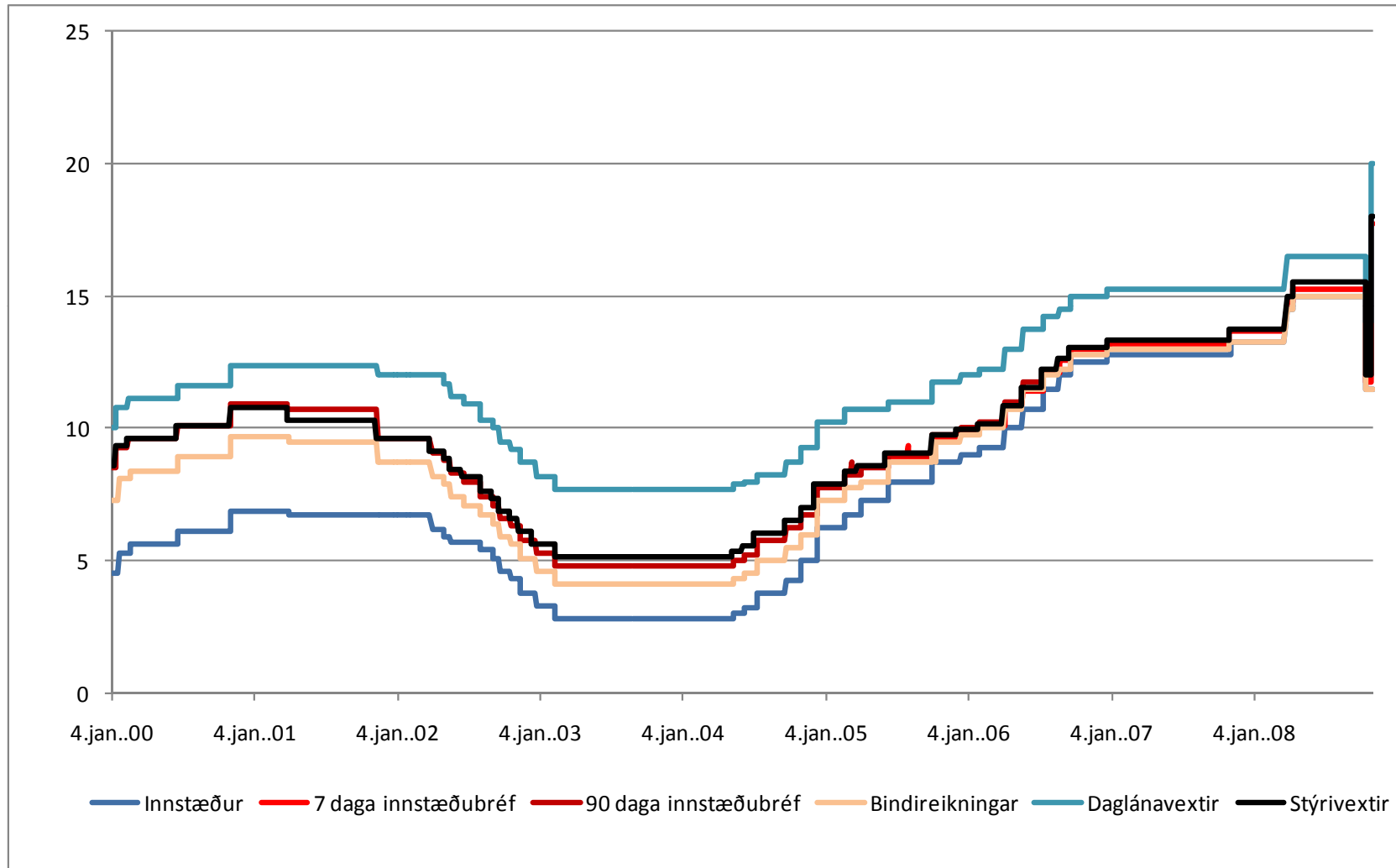
# Áhrif um vexti

---

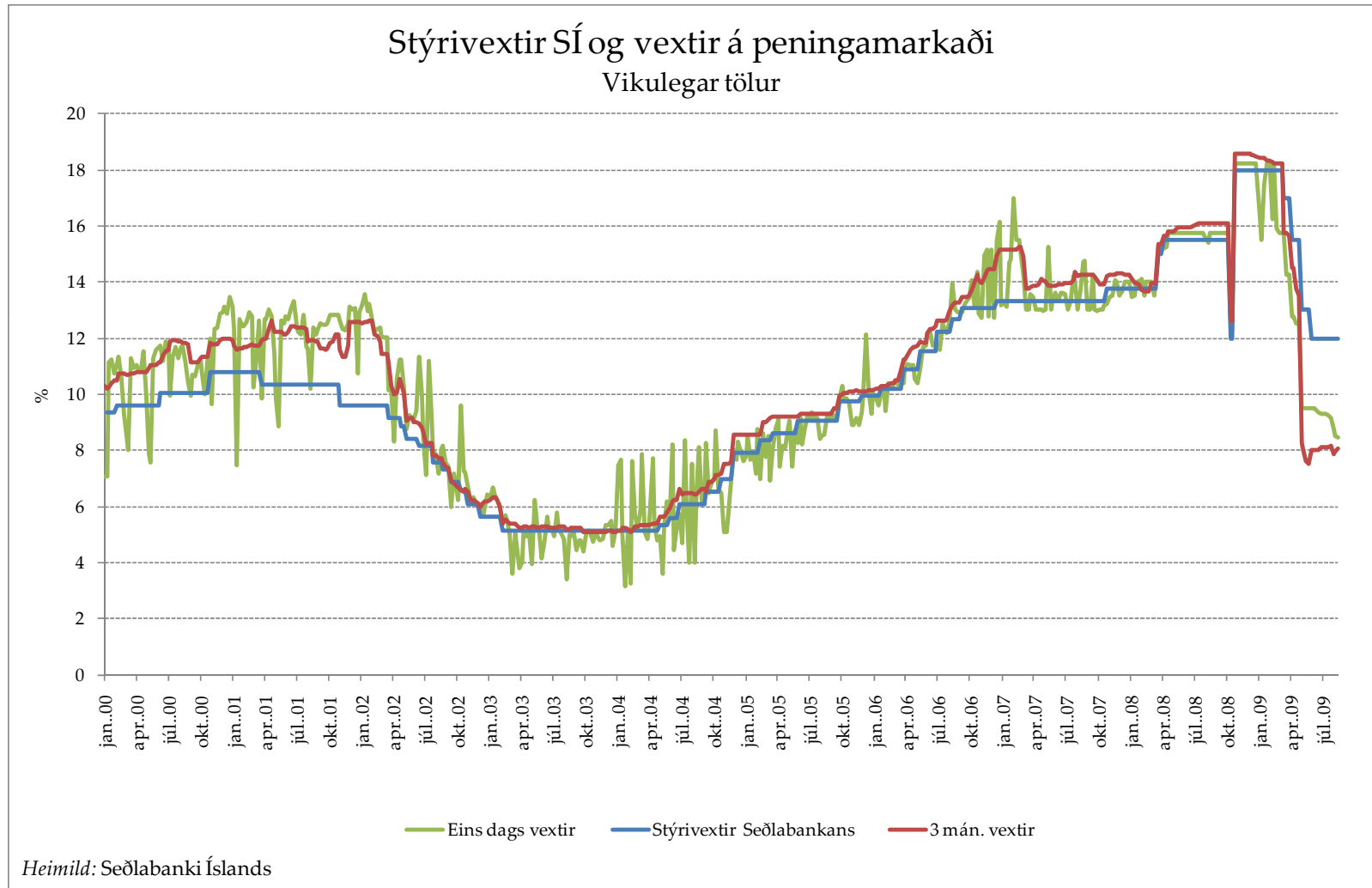
- ▶ Stýrivextir hafa fljótt áhrif á peningamarkaði
- ▶ Vextir hreyfast yfirleitt nánast samstundis og í sömu átt
- ▶ Lausafjárstaða bankakerfisins skiptir líka miklu
- ▶ Sí leggur ekki mat á lausafjárstöðuna
  - ▶ Misjafnt hvaða vextir bankans eru virkir stýrivextir hverju sinni



# Vaxtagangurinn



# Stýrivextir og vextir á peningamarkaði



# Miðlun um skuldabréfavexti

---

- ▶ Ríkisstjórnir sem vilja greiða fyrir virkni peningastefnunnar og koma í veg fyrir að vextir þurfi að hækka úr hófi halda úti grunnvaxtarófi
- ▶ Hefur tekið töluvert langan tíma fyrir langtímavexti að bregðast við stýrivaxtabreytingum
- ▶ Lítill vilji til skuldabréfaútgáfu hjá ríkinu á meðan var afgangur á ríkisfjármálum
  - ▶ Viðvarandi umframeftirspurn á markaði sem hefur haldið ávöxtunarkröfu bréfa niðri
  - ▶ Alls útistandandi 67 ma.kr. í ríkisskuldabréfum 2006 og 24 ma.kr. í einu verðtryggðu spariskírteini
  - ▶ Lánasýslan ákvað að byggja upp tvo þokkalega stóra flokka
  - ▶ Hætti við það nokkrum mánuðum síðar

# Vextir fasteignalána

---

- ▶ Virkar nokkuð hratt þar sem vextir eru breytilegir
- ▶ Hér voru fastir raunvextir algengastir
- ▶ Væntanlega hefði miðlun vaxtabreytinga, amk yfir í vexti nýrra lána, verið greiðari ef verðtryggð og óverðtryggð markaðsskuldabréf væru gefin út í nægjanlega stórum flokkum með sambærilegan líftíma
- ▶ Áhersla í útgáfu á óverðtryggð skammtímabréf
- ▶ Bann við verðtryggingu stuttra skuldabréfa
- ▶ Langtímavextir stjórnuðust lengst af meira af langtímavöxtum á alþjóðafjármálamörkuðum en af peningastefnu Seðlabankans

# Miðlun um gengið

---

- ▶ Almennt leiðir vaxtahækkun til gengisstyrkingar
  - ▶ Innlendar eignir verða að öðru óbreyttu arðsamari
- ▶ Seðlabankinn reyndi ekki lengur að halda genginu innan ákveðinna marka
- ▶ Strax vakin athygli á mikilvægi gengisins fyrir verðlagsþróun og efnahagslífið
- ▶ Seðlabankinn mun áfram grípa inn í þróun gjaldeyrismarkaðarins
  - ▶ Til að stuðla að framgangi verðbólguþrögnarmarkmiðsins
  - ▶ Ef gengissveiflur ógna verðstöðugleika

- 
- ▶ Seðlabankanum var ljóst að vaxtaákvarðanir áttu þátt í styrkingu krónunnar
  - ▶ Seðlabankinn taldi mikilvægt að hindra ekki virkni penignastefnunnar um gengið
  - ▶ Haustið 2005 lýsir bankinn áhyggjum af því að gengisaðlögun verði hraðari en samrýmist verðbólguþolmiðinu og lýsir sig reiðubúinn að sporna við því með frekari vaxtahækkunum
  - ▶ Þetta túlkuðu margir sem nokkurs konar sölurétt á krónum
    - ▶ Eða í það minnsta óbeina tryggingu fyrir því að vaxtamunur myndi nægja til að bæta upp hugsanlega gengislækkun

# Jöklabréf

---

- ▶ Einn farvegur fyrir erlenda fjármögnun á innlendan markað
- ▶ Sá sem fjárfesti í jöklabréfunum tók á sig gjaldeyrisáhættuna
- ▶ Eftirspurn eftir krónum eykst þegar útgáfan hefst
  - ▶ Gengið styrkist
- ▶ Aukin eftirspurn eftir íslenskum ríkisskuldabréfum til að verja jöklabréfastöður leiðir til lækkunar ávöxtunarkröfu
  - ▶ Dregur úr virkni þingastefnunnar um vaxtafarveginn
  - ▶ Eykur virkni þingastefnunnar um gengisfarveginn
- ▶ Sterkt gengi skapar hættu á erlendum lántökum og veikir efnahagsreikninga
- ▶ Vaxandi ójafnvægi og eykur viðskiptahalla

- 
- ▶ Ef erlend fjármögnun áfram notuð eftir gjalddaga jöklabréfs
    - ▶ Má nota til að lána erlent innanlands
    - ▶ Bankinn enn laus við gjaldeyirsáhættuna
    - ▶ Hún hefur flust á lánatakandann
      - ▶ Greitt fyrir að taka þessa áhættu með lægri vöxtum
    - ▶ Áhættan komin heim
  - ▶ Krónan veikist á ný þegar innlenda fjármálastofnunin sem var mótaðili í jöklabréfaviðskiptunum greiðir upp erlenda lántöku sína

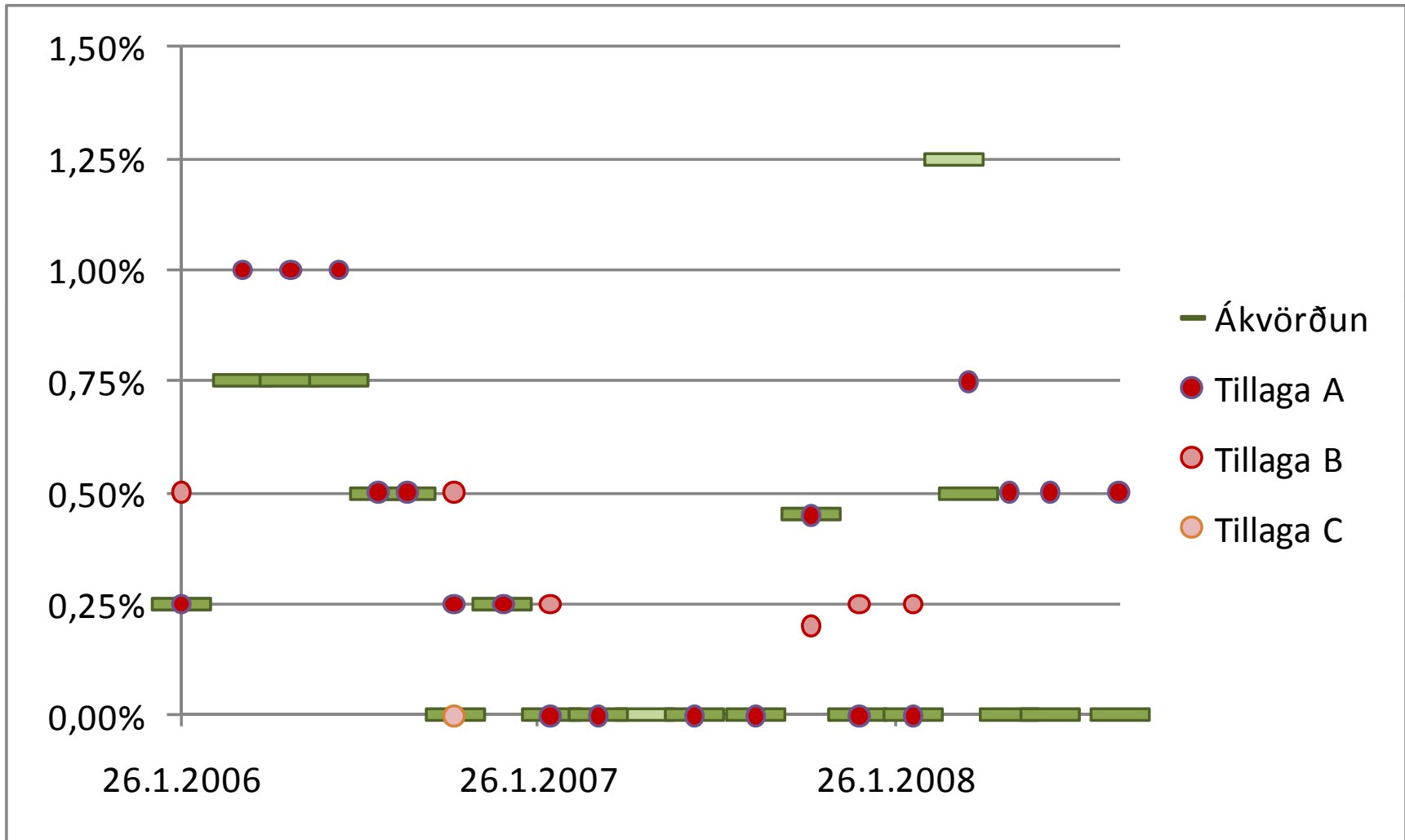


# Trúverðugleiki peingastefnunnar

---

- ▶ “Forðast ber að skipta um stefnu þegar gjaldmiðillinn er veikur og undir þrýstingi.”
  - ▶ *Peningmál* (ári fyrir upptöku verðból gumarkmiðs)
- ▶ Skipt um stefnu í mars 2001 þegar krónan var að veikjast og Seðlabankinn megnaði ekki lengur að verja hana
- ▶ Vextir jafnframt lækkaðir um leið
  - ▶ Að hluta til “díl” við ríkisstjórnina
  - ▶ Síðasta vaxtaákvörðun í gamla kerfinu

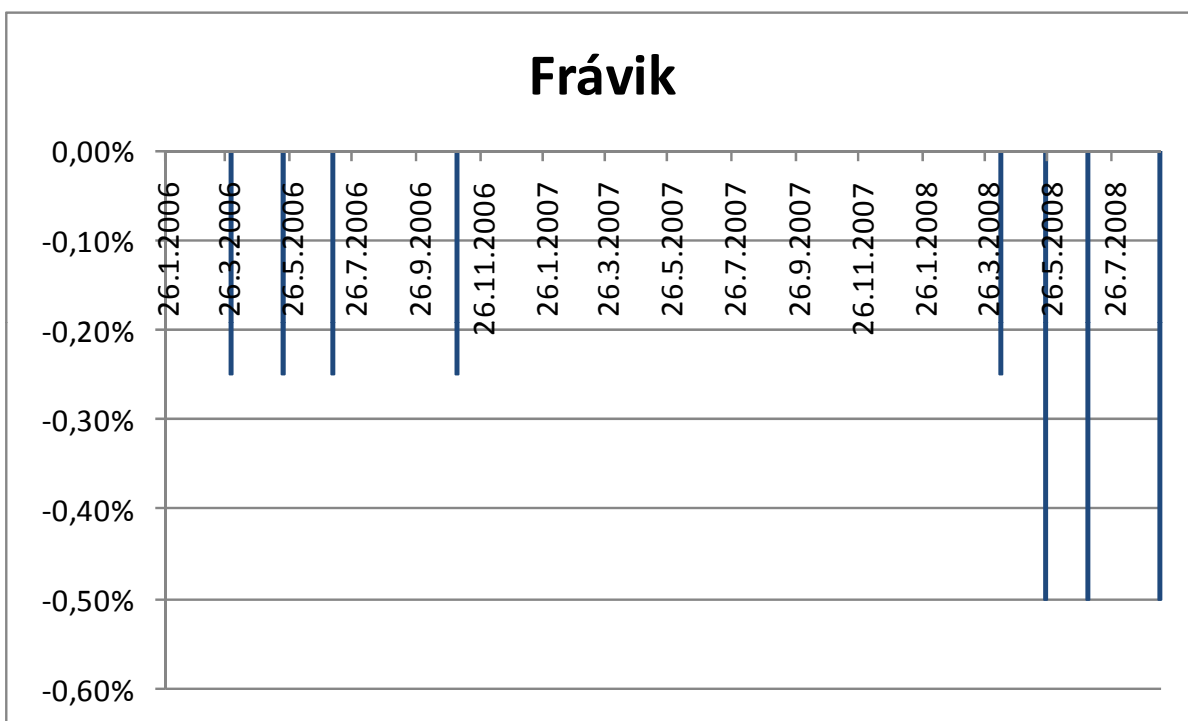
# Tillögur og vaxtaákvörðanir



## Frávik vaxtaákvörðunar frá tillögu

Fyrri hluta árs 2006 er  
reglan að vaxtaákvörðun er  
25 punktum undir tillögu

2008 eru ákvarðanir aftur  
undir tillögu, þar af 50  
punktum þrisvar

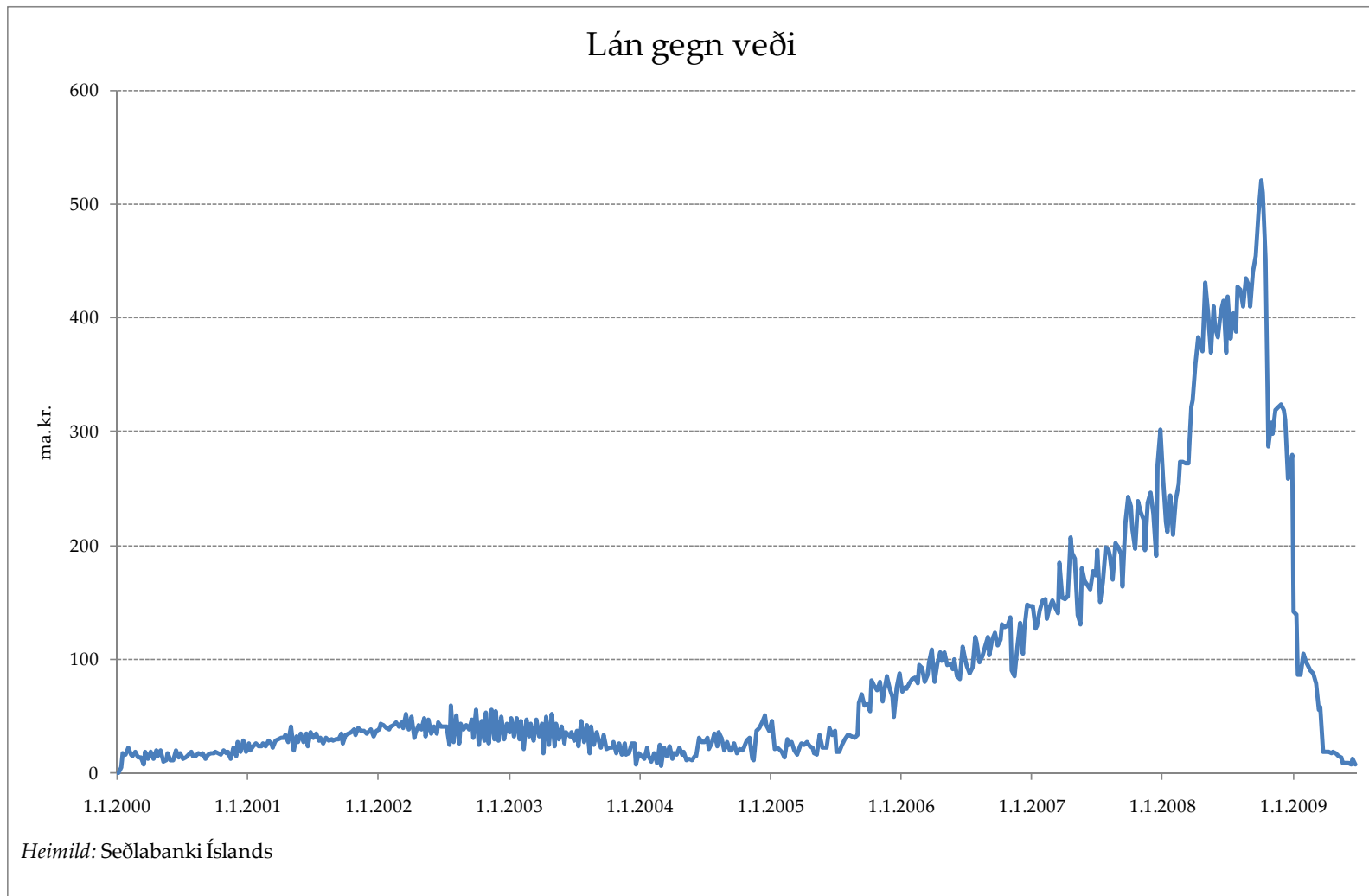


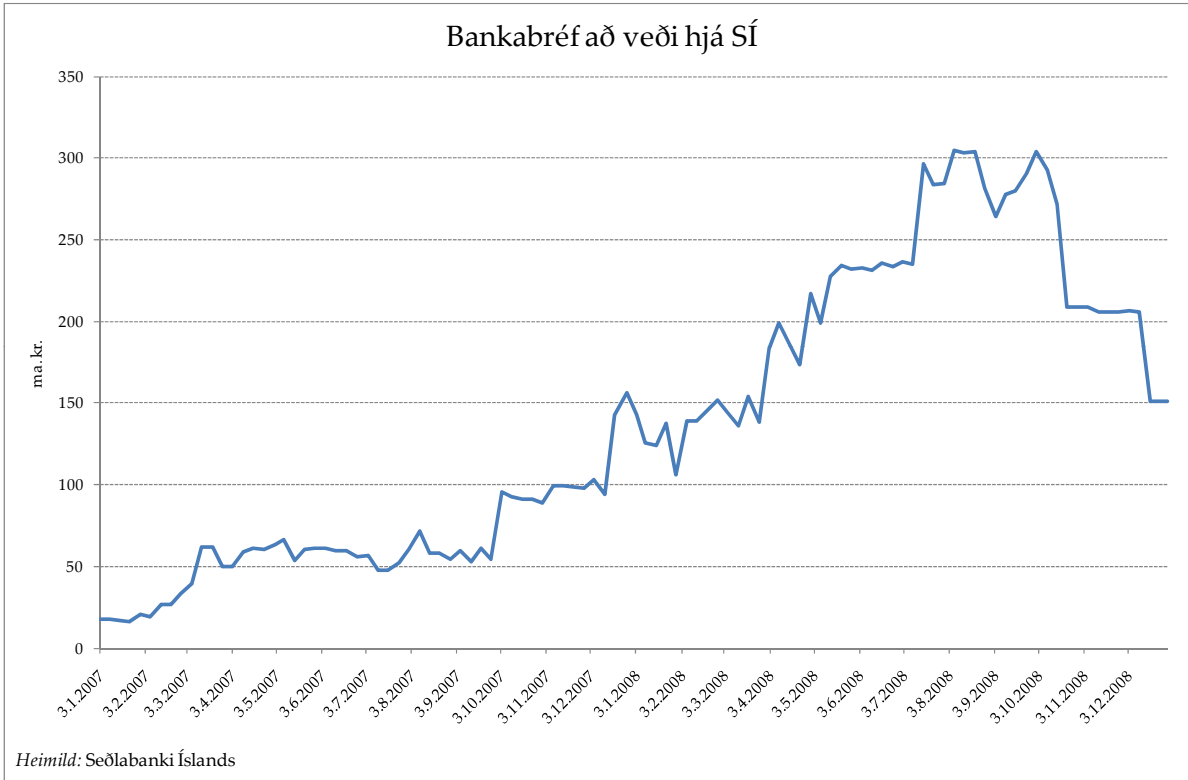
# Aðgerðir til að auka trúveðrugleika

---

- ▶ **Vaxtaákvörðunarfundir**
  - ▶ Hafði stundum liðið langt á milli funda þrátt fyrir að greining bankans kallaði á aukið aðhald
- ▶ **Birting á spá um þróun stýrivaxta**
  - ▶ Stefnuyfirlýsing bankastjórnar *Peningamálum 2007/1*:
  - ▶ “Vaxtaferill grunnsparinnar felur ekki í sér yfirlýsingu eða fyrirheit bankastjórnar”

# Lán gegn veði





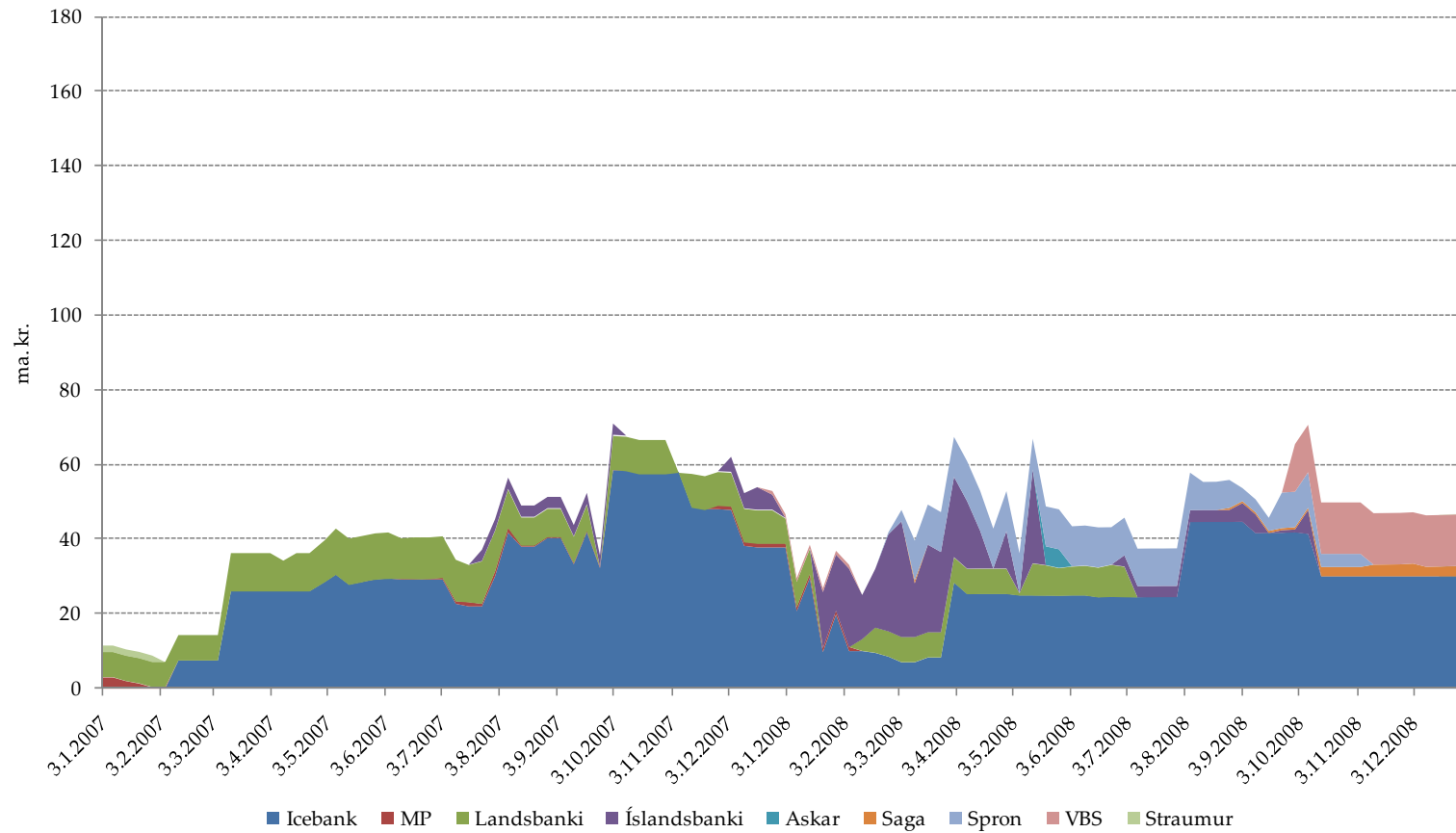
## Bankabréf

Seðlabankinn markvisst að auka lausafé í umferð

Reglur um veðhæf bréf víkkaðar í þrígang

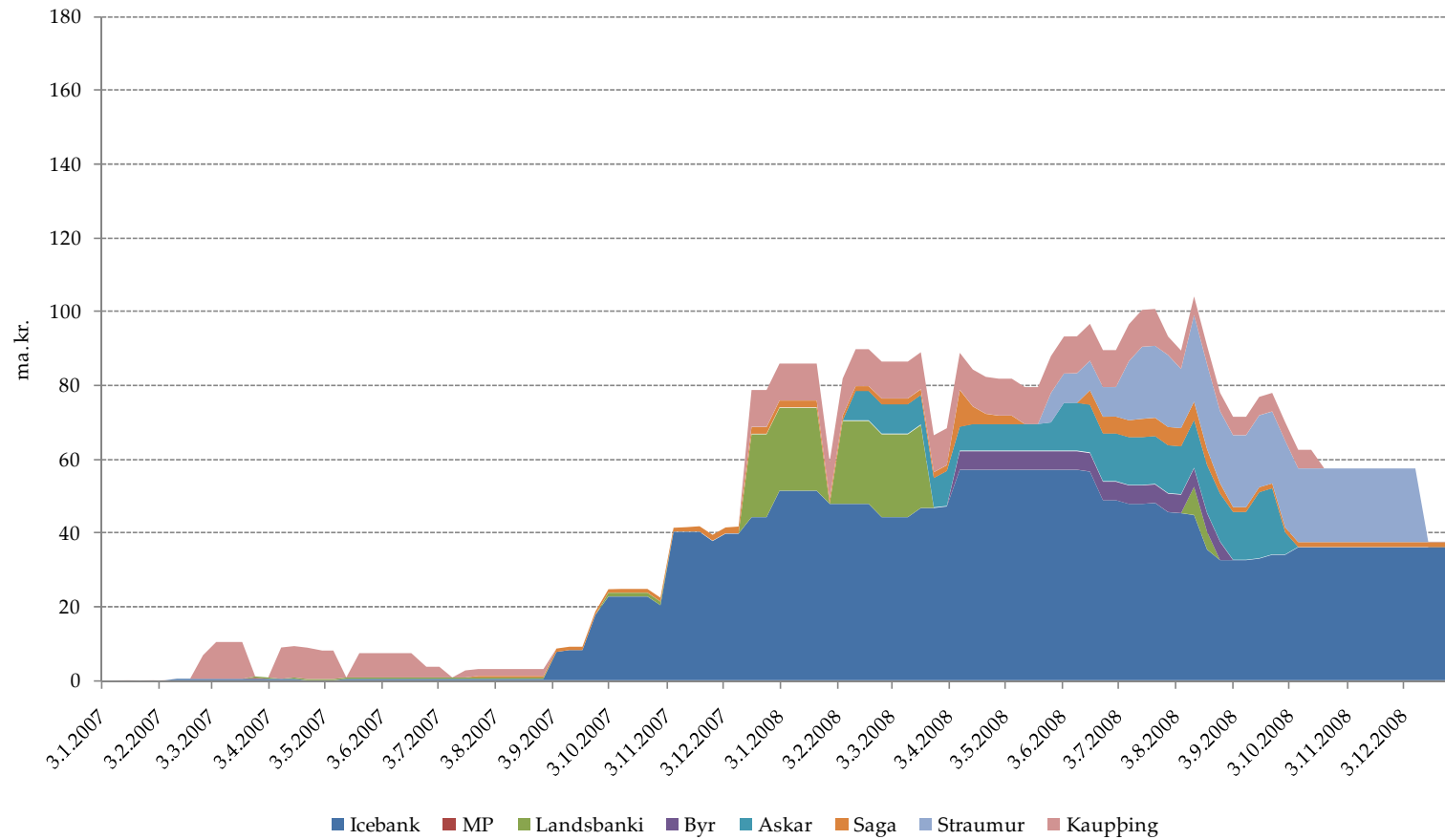
“En í rauninni var staðan hjá þeim strax í ársbyrjun 2008 þannig að allar aðgerðir til þess að reyna að þrengja að þeim hefðu drepit þá...”

## Skuldabréf og víxlar Kaupþings



Heimild: Seðlabanki Íslands

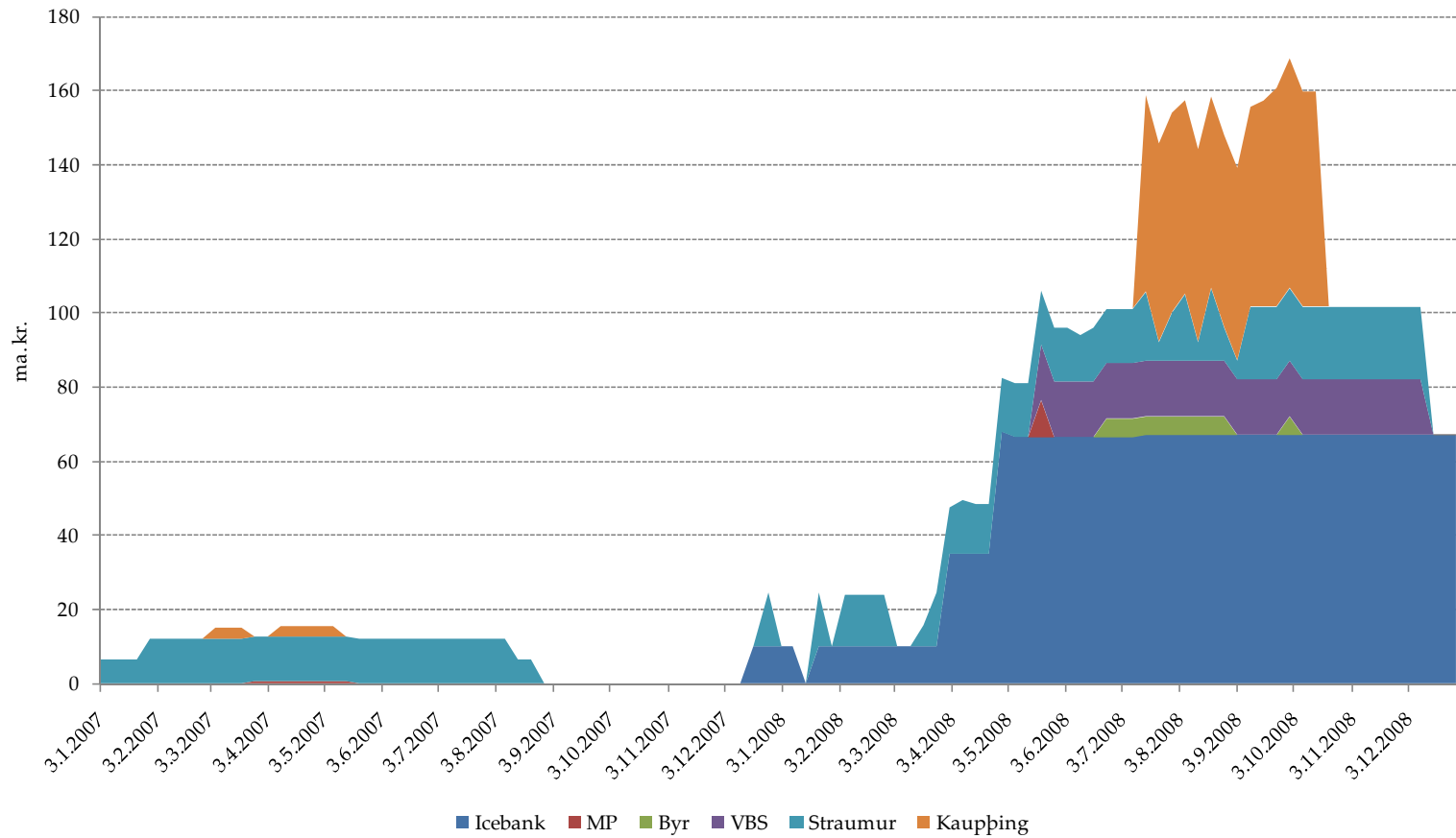
## Skuldabréf og víxlar Glitnis



Heimild: Seðlabanki Íslands



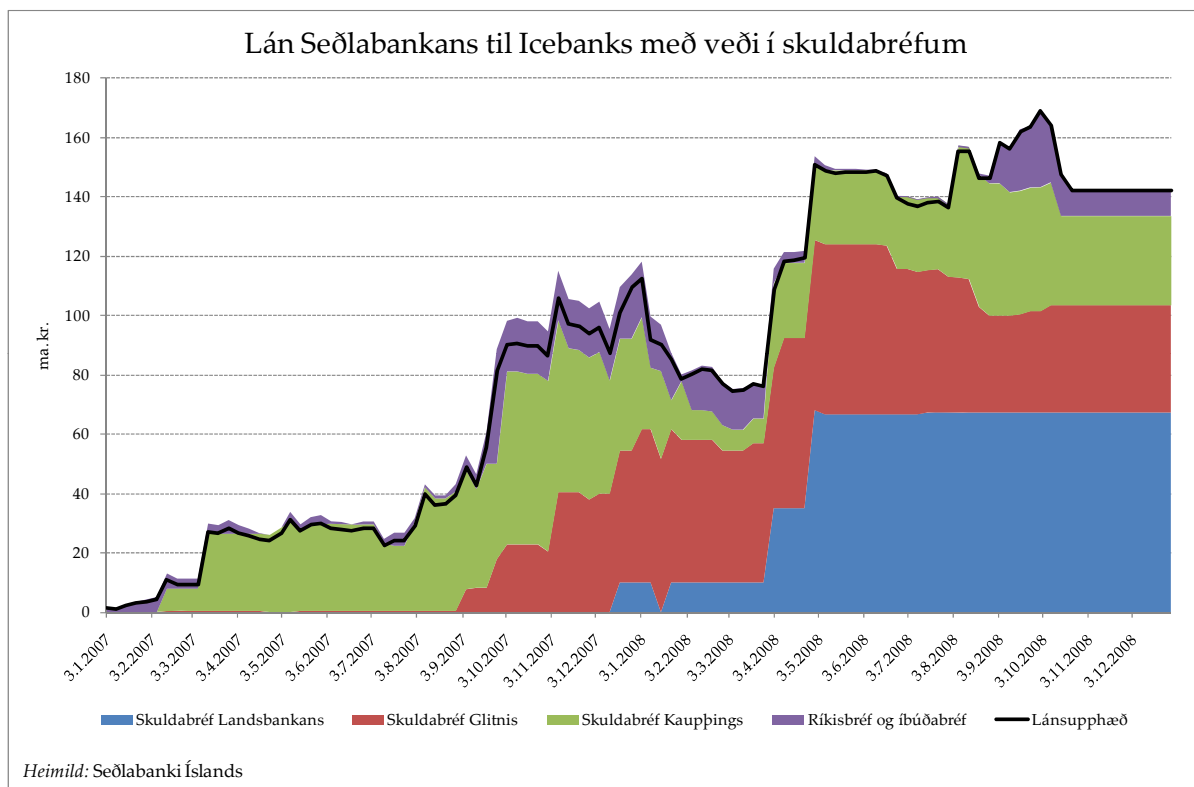
## Skuldabréf og víxlar Landsbankans



Heimild: Seðlabanki Íslands

## Icebank og bankabréf

“Við erum í reynd milliliður á milli stórra og lítilla banka, milliliðir í fjármögnun inn í Seðlabankann og sjáum um ýmsa þætti fyrir bæði minni og stærri fjármálafyrirtæki. Þeir stærri geta t.d. ekki átt endurhverf viðskipti með eigin bréf þannig að við höfum verið milliliðir í því. Síðan höfum við keypt ábyrgðir eða skuldatryggingar og þannig gefið mönnum tækifæri til þess að búa til ávöxtun með því að taka áhættu á bankana.”



- 
- ▶ Vilji Seðlabankans til þess að taka veð í skuldabréfum og víxlum bankanna fól í sér framsal á heimild til peningaprentunar yfir til bankakerfisins.
  - ▶ Meginstarfsemi Icebank var að útvega öðrum bönkum lausafé gegn skuldaviðurkenningu
  - ▶ Seðlabankinn tók við áhættunni
  - ▶ Icebank keypti víxla af bönkunum fyrir tífalt eigið fé þegar mest var og fjármagnaði kaupin með því að leggja víxlana að veði hjá Seðlabankanum

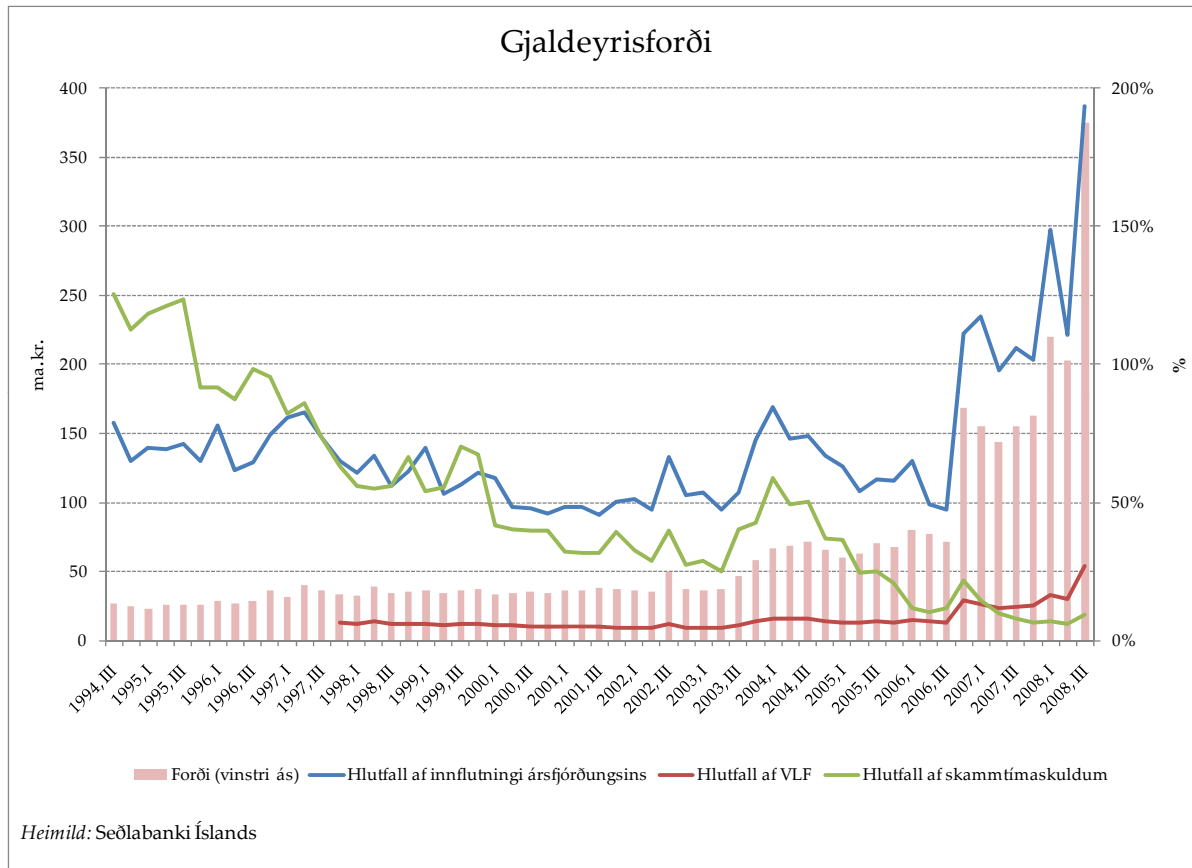
## Gjaldeyrisforði Seðlabankans

Forði yfir 3 mánaða innflutningi frá hausti 2006

Yfir skammtímaskuldum síðast 1995

Skammtíamskuldir 17 til 18 faldur gjaldeyrisforði 2008

Erlend innlán áttfaldur forði seinni hluta árs 2007



# Áætlun um stækkun forðans

---

- ▶ Crossroads skýrslan frá Moody's í janúar 2008
  - ▶ Þörf á stækkun gjaldeyrisforðans
  - ▶ Seðlabankinn allt of lítill miðað við bankakerfið
    - ▶ Eða – bankakerfið of stórt
- ▶ Seðlabankinn sendir BoE beiðni um gjaldeyrisskiptasamning 17. mars 2008
  - ▶ Þegar krónan hafði fallið um rúm 6%
- ▶ Viðræður næstu daga, beiðni um 1 til 2 ma.GBP
- ▶ 26. mars send beiðni til evrópska seðlabankans um 2 ma.EUR
- ▶ Seðlabankinn taldi ekki þörf á neyðaraðstoð frá IMF
- ▶ Hafði samband við norrænu seðlabankana og BIS

# Skýrsla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins 14. apríl

---

- ▶ Bankarnir of stórir
- ▶ Hver um sig þarf að
  - ▶ undirbúa áætlun um minnkun
  - ▶ Stöðva arðgreiðslur
  - ▶ Búa til áætlun um sölu eigna
- ▶ Einnig má takmarka leyfi til að opna útibú erlendis
- ▶ Seðlabankinn sendi 15. apríl beiðni um gjaldmiðlaskiptasamninga til fimm seðlabanka
- ▶ Mervyn King sendir 23. apríl bréf
  - ▶ Leggur til að ráðsit verði í sölu banka eða erlendrar satrfsemi
  - ▶ Vandinn er stærð bankakerfisins
  - ▶ Býður fram aðstoð

# Gjaldmiðlaskiptasamingar við sænska, danska og norska seðlabankann

---

- ▶ Þrír íslenskir ráðherrar og seðlabankanstjórnarnir undirrituðu yfirlýsingu
  - ▶ Um ábyrga stefnu í ríkisfjármálum
  - ▶ Endurskipulagningu Íbúðalánasjóðs
- ▶ Sí fékk aðgengi að 0,5 ma.EUR hjá hverjum þessara þriggja
- ▶ Reynt var að gera samning við bandaríska seðlabankann
- ▶ Í lok september var tilkynnt um gjaldmiðlaskiptasamning milli bandaríska seðlabankans og bankanna í Svíþjóð, Noregi og Danmörku
- ▶ Bandaríski seðlabankinn var ekki tilbúinn að gera slíkan samning við íslenska seðlabankann að svo stöddu
  - ▶ Bankakerfið væri of stórt
  - ▶ Möguleiki á aðkomu ef leitað yrði eftir aðstoð IMF

# Niðurstöður

---

- ▶ Stýrivextir of lágir amk síðan 2005
- ▶ Andvaraleysi gagnvart gengisstyrkingu
  - ▶ Hefði þurft að nota tækifærið og stækka forðann þegar gengið var sterkt
- ▶ Viljaleysi til að beita öðrum tækjum til þess að sporna við innflæði fjármagns
  - ▶ Hefði þurft að draga úr arðsemi erlendrar fjármögnunar bankanna sem nýtt var til innlends vaxtar
    - ▶ Lausafjár- og eiginfjárkröfur
  - ▶ Slakað á kröfum um gjaldeyrisjöfnuð þegar hefði átt að herða þær
- ▶ Hömlulaus vöxtur veðlána
  - ▶ Má jafnvel líta á sem síaukið aðgengi að neyðarlánnum á hagstæðum kjörum frá 2005 til 2008
  - ▶ Lán gegn veði – lán án veðs
- ▶ Afskiptaleysi af vexti bankanna
  - ▶ Allt of seint farið í styrkingu forða og þvingaða minnkun kerfisins



- 
- ▶ **Skortur á grunnvaxtaferli**
    - ▶ Ríkið þyrfti að halda úti nokkrum skuldabréfaflokkum, verðtryggðum og óverðtryggðum, þó að afgangur sé á ríkisfjármálum
  - ▶ **Seðlabankinn þyrfti að geta haft meiri áhrif á útlánavöxt**
    - ▶ Til dæmis með reglum um veðhlutföll húsnæðislána