

Kafli 7.

Hvað stendur í veginum?

7.1 Snögghemlun eða forsendubrestur?

Þann 5. febrúar árið 1997 gat taílenska fasteigna- og byggingafélagið *Somprasong Land* ekki staðið skil á vaxtagreiðslu að fjárhæð 3 milljónir dala af skuldabréfi sem annars hafði höfuðstól upp á 80 milljarða dala. Somprasong var þó aðeins hið fyrsta í röðinni af mörgum öðrum risavöxnum fasteignafélögum í Taílandi sem stóðu andspænis gjaldþroti í kjölfar þess að loft var tekið að leka úr vel útblásinni fasteignabólu þar eystra. Kannski átti þetta ekki að koma að öllu leyti á óvart. Hlutabréfaverð hafði einmitt lækkað um 50% í taílensku kauphöllinni vegna áhyggna af stöðu fasteignamarkaðarins. Þessi dagur varð hins vegar mun afdrifaríkari en það að hann markaði endi á fasteignabólu. Hinn 5. febrúar var dagurinn sem goðsögnin um „Asútígrana“ sprakk.

Um nokkurt skeið hafði nokkrum löndum í Suðaustur-Asíu verið hampað mjög á alþjóðavettvangi. Þetta voru lönd sem ráðist höfðu í efnahagsumbætur á níunda áratugnum og opnað efnahagslíf sitt fyrir erlendri fjárfestingu.¹ Þessi stefnumörkun skilaði mjög hraðri iðnvæðingu í krafti vaxandi utanríkisviðskipta og árlegum hagvexti á bilinu 6-9%. Þessi árangur fór brátt að fréttast og var tekinn til fyrirmyndar í skólastofum viðskiptadeilda jafnt sem fundarherbergjum fyrirtækja víða í heim. Og í kjölfarið kom nafnið „Asútígrar“ sem er líklega ein besta heppnaða markaðssetning sögunnar.² Þessi frábæri árangur var þakkaður menningu þessara landa er studdust við gildi Konfúsíusar um ráðdeild og sparnað, auk þess sem hagræn ákvörðunartaka átti að vera mun skilvirkari þar eystra en þekktist á Vesturlöndum. Það fólst meðal annars í því að ríkisvaldið vann náði með fyrirtækjum að langtímaáætlunum, auk þess sem sérlega náin og góð tengsl voru milli fyrirtækja og banka, er var ákaflega hagvaxtarhvetjandi. Ennfremur var borið lofsorð á þá stefnumörkun Asíuríkjanna að takmarka innflutning og jafnvel niðurgreiða útflutning.

Þegar kom fram á tíunda áratuginn höfðu „Asútígrarnir“ bæði á að skipa góðu orðspori og háum innlendum vöxtum og tóku því að draga að sér erlent fjármagn í stríðum straumum. Brátt spruttu upp stórar fyrirtækjasamsteypur í téðum löndum sem nýttu sér – að því að virtist – endalaust framboð af erlendu lánsfé á lágum vöxtum til ýmissa fjárfestinga; hvort sem um var að ræða umsvif á fasteignamarkaði líkt og Somprasong stundaði eða útrásarverkefni hinna frægu kóresku fyrirtækjarisa *Chaebol*. Mikið innflæði á greiðslujöfnuði leiddi fljótlega til hækkunar eignaverðs, þenslu og aukinnar

¹ Löndin í Suðaustur-Asíu höfðu um áratugaskeið fylgt sk. innflutnings-staðkvæmdarstefnu (import substitution) sem fólst í því að takmarka innflutning sem allra mest með tollum og höftum, líkt og svo mörg þróunarríki. Efnahagsstefnan snerist hins vegar eftir 1980 og áherslan færðist á útflutningsdrifna iðnvæðingu með frábærum árangri.

² Þetta er hægt bera saman við sk. „BRIC“ nafngift sem er samsett úr enskum upphafsstöfum stærstu nýmarkaðslandanna: Brasilíu, Rússlands, Indlands og Kína.

eftirspurnar. Þrátt fyrir að orðspor tígranna hefði í upphafi verið grundvallað á árangri í útflutningi voru flest þessara landa komin með verulegan viðskiptahalla um það leyti sem hróður þeirra barst til Íslands. Hér holdgerðist tígrastefnan meðal annars í efnahagsáætlun er bar heitið „Útflutningsleiðin“ sem var gefin út af Alþýðubandalaginu undir forystu Ólafs Ragnars Grímssonar árið 1994. Þetta sama ár mátti jafnframt heyra fyrstu gagnrýnisraddirnar um að hin ágætu konfúsísku gildi væru tekin að riðlast í þessum löndum kvöldsólarinnar.³

Gjaldþrot Somprasong reyndist tíuprjónsstungan er sprengdi blöðruna og markaði upphafið að miklu tapi erlendra lánadrottna. Þannig gerðist það að eftir 5. febrúar 1997 snerist fjármagnsjöfnuður Taílands við. Umheimurinn hækkaði mat sitt á lánaáhættu (credit risk) þarlendrar fyrirtækja og fjármagn hóf að streyma úr landi. Á sama tíma var Taíland með um 8% viðskiptahalla sem einnig varð að fjármagna til þess að halda jafnvægi á greiðslujöfnuði. Landið var á þessum tíma með fastgengi við Bandaríkjadal er staðið hafði í 13 ár og stjórnvöldum var mikið í mun að halda. Af þeim sökum brugðust taílenskir ráðamenn við neikvæðum greiðslujöfnuði með því að selja úr gjaldeyrisforðanum til þess að halda genginu stöðugu.

Taíland hafði úr stórum gjaldeyrisforða að spila en gatið í greiðslujöfnuðinum sem þurfti að fylla varð sífellt stærra og inngrípin gátu aðeins gengið í skamman tíma. Brátt fengu erlendir spákaupmenn veður af greiðslujafnaðarvanda landsins og tóku að veðja á þá útkomu sem virtist óhjákvæmileg, að gengi bahtsins myndi falla. Eftir nokkurra mánaða baráttu gafst seðlabankinn upp eftir að hafa eytt 2/3 af gjaldeyrisforðanum til þess að halda fastgenginu. Þann 2. júlí 1997 fór bahtið á flot og féll verulega í kjölfarið. Ríkisstjórnin óskaði síðan eftir „tæknilegri aðstoð“ frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum.

Gengisfall bahtsins hratt af stað almennum fjármagnsflotta frá hinum tígrunum og þannig hófst atburðarás sem fljótlega fékk nafnið „Asíukreppan“. Veturinn sem fór í hönd reyndist þessum löndum þungur í skauti. Mörg þeirra urðu að troða stafkarls stíg og leita aðstoðar hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum til þess að rétta af greiðslujöfnuðinn. Hér er ekki rúm til þess að rekja framgang Asíukreppunnar en hægt er að draga atburðarásina saman í einfalda keðju:

Gjaldeyriskreppa -> bankakreppa -> efnahagskreppa -> stjórnmalakreppa

Í öllum þessum löndum snerist fjármagnsjöfnuðurinn úr innflæði í útflæði sem leiddi til 50-70% gengisveikingar er strax olli gjaldþroti banka og fyrirtækja sem tekið höfðu erlend lán. Í kjölfarið sigldi djúp efnahagskreppa og síðan mikill óstöðugleiki í stjórnmalum. Öll þessi lönd höfðu vitaskuld farið fram úr sér – leiðrétting var óumflýjanleg í efnahagslífi þeirra – en það var ójafnvægi í greiðslujöfnuðinum er gerði leiðréttinguna svo djúpa og svo snarpa sem raun bar vitni.

³ Árið 1994 birti Alwyn Young grein um asíska hagvaxtarundrið er bar heitið “The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience”. Þar kom fram að ef leiðrétt var fyrir mjög mikilli sparnaðarhneigð í Suðaustur-Asíu og hækkanði menntunarstigi var framleiðnivóxtur þar eystra mjög svipaður og meðal landa OECD. Sá pappír hlaut fremur óblíðar viðtökur á sínum tíma. NBER Working Paper No. 4680 issued in March 1994.

Rúmu ári eftir að Asíukreppan braust út, eða í nóvember 1998, birti síleíska hagfræðingurinn Guillermo Calvo stutta grein er bar heitið „Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop“⁴ Þar skýrði hann ofsann í Asíukreppunni í einföldu greiðslujafnaðarlíkani. Atburðarrásin er einfaldlega sú að mikið fjármagnsinnflæði hefur ruðningsáhrif fyrir innlendan sparnað, eykur þjóðarútgjöld og skapar viðskiptahalla. Viðskiptahallinn gerir landið háð sífelldum fjármagnsinnflutningi – og um leið og fjármagnið hættir að streyma inn fjarar hallinn uppi og greiðslujöfnuður verður neikvæður. Þá strax fer ákveðið leiðréttingarferli í gang þar sem nýju jafnvægi verður aðeins náð með því að utanríkisviðskiptin snúist upp í afgang.

Viðskiptajöfnuðurinn er þjóðhagsstærð sem ræðst af neyslu- og fjárfestingarákvörðunum sem oftast eiga sér langan aðdraganda. Af þeim sökum er það stór kollhnís fyrir lítil opin hagkerfi að snúa frá halla í afgang á mjög skömmum tíma sem hlýtur að leiða til mikils samdráttar í þjóðarútgjöldum og mikillar truflunar á gangi hagkerfisins. Það var einmitt þessi hraða aðlögun sem Calvo kallaði „snögghemlun“ (sudden stop).

Mikill viðskiptahalli skapar því snögghemlunarhættu hjá löndum sem eru með gjaldmiðla er hafa ekki alþjóðlegt greiðsluhæfi, þar sem hann kallar á stöðugt innflæði erlends fjármagns. Fjármögnun á viðskiptahalla Asíutígranna fólst einnig að verulegu leyti í kaupum vaxtamunarfjárfesta á stuttum skuldbindingum sem komu brátt á gjald-daga eftir að krísan hófst og juku mjög útlæðið. Af þeim sökum varð snögghemlun tígranna eiginlega að árekstri og þeir urðu að leita eftir fjármagni frá Alþjóðagjald-eyrissjóðnum til þess að mýkja aðlögunina. AGS gerði þá kröfu að greiðslujöfnuðinum yrði komið í jafnvægi með hækkan vaxta, aðhaldi í ríkisfjármálum og ýmsum öðrum umbótaáðgerðum. Þessi lækni meðferð þótti harkaleg en hún hreif. Svo áfram sé tekið mið af Taílandi, þá snerist um 8% viðskiptahalli árið 1996 í 13% viðskiptaafgang árið 1998 en með 12% samdrætti í landsframleiðslu árið 1997–1998. Næsta ár þar á eftir, árið 1999, uppskar Taíland síðan 4,5% hagvöxt. Það tók landið að vísu 10 ár, eða allt fram til 2006, að ná aftur sömu landsframleiðslu mælt í dollurum og verið hafði fyrir kreppuna. Almenn er álitnið í dag að þrátt fyrir að tígra-heitið sé gleymt þá hafi Asíuríkin komið sterkari út krísunni 1997–1998 og efnahagsumbæturnar sem fylgdu í kjölfar hennar hafi raunverulega skilað ágætum árangri.

Sléttum áratug eftir Asíukreppuna hófst fjármálakreppa á Vesturlöndum sem enn hvílir eins og skuggi yfir efnahagslífi þessara landa. Ekki verður annað sagt en að töluverðrar nærsýni gæti þegar fjallað er um þessa Vesturlanda-kreppu. Svo má skilja að hún sé svo einstakt fyrirbrigði að hún hljóti að afsanna hagfræðina sem fræðigreinin og jafnvel kapítalismann sjálfan. Vesturlandabúar mættu þó vel hafa í huga að kreppan þeirra er ekki heimskreppa heldur er aðeins bundin við Norður-Ameríku og Vestur-Evrópu. Öðrum hlutum heimsins hefur raunar gengið mjög vel á síðustu 5 árum eftir smá

⁴ Þessi nafngift var höfð eftir ónefndum bankamanni í Tequila-krísunni í Suður Ameríku árið 1994 sem sagði: “It is not the speed that kills but the sudden stop”. Sjá Dornbusch, Rüdiger; Werner, Alejandro (1994). “Mexico: Stabilization, Reform and No Growth”. Brookings Papers on Economic Activity 1: 253–316.

híksta í kjölfar gjaldþrots Lehman Brothers haustið 2008. Hagvöxtur á heimsvísu hefur verið með besta móti á síðustu árum og fjöldi fólks í nýmarkaðsríkjunum hefur verið að lyftast úr fátækt.

Það sem er nýtt við Vesturlanda-kreppuna er að hún kemur fram á stærstu og öflugustu myntsvæðum heimsins sem lengi voru talin stikkfrí frá slíkum vandræðum. Nákvæmlega sömu hlutir höfðu áður átt sér stað á minni og veikari myntsvæðum, svo sem í norrænu bankakrísunni 1991–1993, Tequila-krísunni í Suður-Ameríku 1994 eða Asíukreppunni 1997–1998 sem hér hefur verið fjallað um. Í öllum tilvikum hófst krísan sem fjármagnsflótti og ójafnvægi á greiðslujöfnuði sem leiddi til gjaldeyris- og bankakreppu. Hin undirliggjandi ástæða var vitaskuld eignabóla, óvarleg útlán og of mikil innlend eftirspurn. Sjúkdómurinn er hinn sami en einkennin velta á því hvernig mynt löndin búa við.

Stór myntsvæði sem hafa forðagjaldmiðla – líkt og Bandaríkin, Bretland, evrusvæðið eða Sviss – standa mun betur að vígi en lönd með veikari og smærri myntir þar sem greiðslujafnaðarvandi kemur ekki fram sem gjaldeyrisgreppa heldur birtist sem bankaáhlauð og ríkisfjármálakreppa. Stóru myntsvæðin njóta þeirra forréttinda að geta prentað peninga með alþjóðlegt greiðsluhæfi í nær ótakmörkuðum mæli til þess að rétta af misvægi á greiðslujöfnuði og/eða endurfjármagna bankastofnanir. Þannig er hægt að komast hjá efnahagslegum óþægindum til skamms tíma en efnahagsleg aðlögun þessara ríkja er hins vegar óumflýjanleg en kann að taka tíma. Löndin verða að endurheimta samkeppnishæfni án þess að fá forskot til þess með gengisfalli og lækkun raungengisins, líkt og hin smærri myntsvæði.

Langtíma áhrif peningarentunar eru jafnframt óviss, enda á sú *magnbundna íhlutun* (quantitative easing)⁵ sem þessi stóru myntsvæði hafa stundað sér fá söguleg fordæmi. Sá samanburður sem er nærtækastur er japanska kreppan 1990–1992 er kom í kjölfar mikillar eignabólu og bankaútpenslu árin á undan. Japanska jenið er forðagjaldmiðill og því gátu þarlend stjórnvöld prentað peninga til þess að halda fjármálakerfinu á floti og þannig forðast sársauka og hraða efnahagslega aðlögun. Árangurinn hefur verið vægast sagt slæmur. Lengi vel var vísað til tímabilsins 1991–2000 sem týnda áratugarins (lost decade) í Japan, en þetta heiti hefur verið útvíkkað og nú er talað um hina týndu tvo áratugi (lost two decades) sem tímabilið frá 1991 til 2010. En allan þennan tíma hefur ríkt stöðnun í japönsku hagkerfi.

Hér verður að hafa í huga að nafngengishliðrun sem felur í sér varanlega lækkun raungengisins er stýfing, eða rýrnun, myntarinnar (monetary debasement) í hlutfalli við aðrar myntir. Það er í eðli sínu hið sama og að þynna út myntsláttur - líkt og þekktist á fyrri tíð - með því að bæta ódýrari málum við bráðina þegar silfur- eða gullpeningar eru slegnir. Slíkt gerist auðveldlega hjá löndum með veika gjaldmiðla er hafa aðeins virði innan þess lands sem gefur þá út. Auðvelt er fyrir slík myntsvæði að endurheimta samkeppnishæfnina og lækka raunstærðir með gengisfalli og verðbólgu. Aftur á móti er

⁵ *Magnbundin íhlutun* er aðeins finna orð yfir peningarentun og felst í því að viðkomandi seðlabanki kaupir skuldabréf ríkissjórnar sinnar beint af markaði eða í endurhverfum viðskiptum við bankastofnanir.

mun erfiðara að þynna út forðagjaldmiðla, jafnvel þótt býsn séu prentuð af þeim, þar sem aðrar þjóðir taka feginns hendi við peningunum í skiptum fyrir bæði vörur og eignir og þeir skapa sjálfkrafa sína eigin eftirspurn sem verðmætagrymar (store of value). Þannig dugar prentun slíkra gjaldmiðla vel til þess að endurfjármagna banka en ekki til þess að endurheimta samkeppnishæfni og búa til verðbólgu. Af þessum sökum hefur Japönnum ekki heppnast að búa til verðbólgu til þess að smyrja hjól efnahagslífsins þrátt fyrir gríðarlega peningaprentun. Hið sama virðist nú uppi á teningnum á evrusvæðinu þar sem ótti um verðhjöðnun hefur vaknað þrátt fyrir töluverðan gang í prentvélum þar um slóðir. Ef ekki er hægt að beita verðbólgu til þess að lækka bæði raunlaun og raunvexti verður þungi aðlögunarinnar að hvíla á stofnanaumbótum og lækkun nafnlauna, sem hefur reynst þrautin þyngri. Þá eru vandkvæði fólgin í því að ætla að lækka nafnvexti neðar en núll til þess að lækka raunvaxtastigið. Allt bendir þetta því til þess að Vesturlanda-kreppan verði því miður langvinn, að minnsta kosti evrópumegin Atlantshafsins.

Hvað Ísland varðar hefur einnig ríkt nærsýni um orsakir og afleiðingar „hrunsins“ hérlandis þar sem athyglin hefur helst beinst að séríslenskum þáttum – og jafnvel þætti einstakra persóna. Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis um *aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008* frá apríl 2010 er til að mynda hagfræðilegt tómarúm þegar kemur að gjaldmiðli landsins og greiðslujöfnuði. Skýrslan setur hrundið heldur ekki í efnahagslegt samhengi við hagsögu lands, reynslu annarra þjóða eða kenningar hagfræðinnar. Í því ljósi þarf því ekki að undra að þrátt fyrir að gengisfallið 2008 geti ekki talist annað en eðlileg aðlögun frá sjónarhóli hagfræðinnar, eftir þenslu og gríðarlegan viðskiptahalla árána á undan, virðist þjóðmálaumræðan líta á málin með allt öðrum hætti. Í íslenskum stjórnámálum er gengisfallið kallað „forsendubrestur“ sem virðist vera álitinn sambland af slysi og samsæri. Þessi röksemdafærsla skautar snyrtilega framhjá því að hvorki ríkið né Seðlabankinn hafa haft nein gengismarkmið frá árinu 2001 þegar krónan fór á flot á óheftum gjaldeyrismarkaði. Téður forsendubrestur hefur samt sem áður orðið að grundvelli fyrir bótabeiðni sem stjórnvöld hafa svarað með skuldaleiðréttingu.

Það er þó engum blöðum um það að fletta að íslenska hruninu er mjög vel lýst með hugtakinu *snögghemlun* og atburðarrásin er í öllum megin atriðum lík Asíukreppunni utan þess að fjármálakerfið hér var of stórt og myntsvæðið of smátt til þess að hægt væri að komast hjá kerfisbundnu bankahruni. Kannski gerðust hlutirnir bara of hratt. Til að mynda má velta fyrir sér hvort íslenska bankakerfið hefði hrundið ef stjórnvöld hefðu leitað til AGS tímanlega, en það er önnur saga. Aftur á móti er reginmunur á viðbrögðum Íslendinga við sínum greiðslujafnaðarvanda og því sem Asíutígrarnir gerðu.

Asíukreppan sýnir vel hvernig fjármagnsflótti kom greiðslujöfnuði úr jafnvægi og leysti strax úr læðingi mjög sársaukafulla aðlögun með þverhníptu gengisfalli gjaldmiðilsins og miklum samdrætti eftirspurnar. Til þess að ná aftur jafnvægi á greiðslujöfnuði urðu tígrarnir að grípa til þess að hækka vexti verulega og draga saman í ríkisútgjöldum og með þeim hætti auka á þá efnahagskreppu sem þegar var í farvatninu.⁶ Þessar aðgerðir

⁶ Undantekningin hér var Malasía er setti á fjármagnshöft undir lok árs 1997 eftir að gjaldmiðill landsins – ringgit – hafði fallið um 50% og í kjölfarið neitaði landið aðstoð frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum.

voru mjög umdeildar á sínum tíma en dugðu vel. Efnahagsniðursveiflan var tiltölulega skammvinn og Asíuhagkerfin héldu samþættingu sinni við alþjóðafjármálamarkaði. Íslendingar spöruðu sér óþægindin með því að setja á fjármagnshöft og komust hjá verulegri tiltekt í ríkisfjármálum. Það var gert með samþykki Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er þóttist reynslunni ríkari eftir Asíukreppuna 1998. Ef til vill skipti það máli að árið 2008 var Ísland fyrsta þróaða landið er leitaði til AGS í um þrjá áratugi og sjóðnum var því mikið í mun að sýna fram á að mildilega yrði tekið á málum og Íslendingar yrðu ekki þvingaðir í kalda sturtu eins og Asíulöndin forðum. En það gæti hrætt önnur þróuð ríki frá því að sækja um aðstoð sjóðsins í framhaldi. Það sem eftir stendur fyrir Íslendinga er samþætting landsins við að alþjóða fjármálamarkaði hefur verið rofin.

Höftin eru samt enn til staðar og engin tímasett áætlun hefur verið sett fram um afnám þeirra. Það er því ekki lengur hægt að ræða um höftin sem skammtímaráðstöfun til þess að bregðast við yfirstandandi krísu. Þau eru nú orðin að tæki til þess að halda jafnvægi í greiðslujöfnuði landsins líkt og þau voru mestan hluta tuttugustu aldar – og sem slík lykillinn að efnahagslegum stöðugleika.

7.2 Færsluvandi Íslands

Sá vandi sem Íslendingar eiga við að glíma í greiðslujöfnuði stafar af lausafjárvandræðum íslenska mynsvæðisins. Hann er það sem Keynes lávarður kallaði „færsluvandamálið“ (*transfer problem*). Það er hvernig fjármagnsútlæði vegna erlendra skuldbindinga þvingar fram lækkun á raungengi gjaldmiðilsins niður fyrir öll eðlileg þjóðhagsleg viðmið (*economic fundamentals*), sem bæði rýrir lífskjör fólks og skaðar hagkerfið.⁷ Vandamálið skapast vegna þeirra vandkvæða sem því fylgja að flytja mikil verðmæti frá einu mynsvæði til annars á skömmum tíma. Vandræðin vaxa eftir því sem mynsvæðið er minna og forðagjaldmiðlar eru vitaskuld nær lausir við slík vandamál. Raunar er snögghemlun sem kynnt var hér að framan aðeins ein útgáfa færsluvandamálsins.

Núverandi færsluvandamál Íslands stafar augsjónlega af krónueignum erlendra aðila hérlendis – hinni margumtöluðu snjóhengju. Vandinn er þó mun víðtækari en það, þar sem fjölmargir innlendir aðilar vilja einnig flytja verðmæti frá íslenska mynsvæðinu. Það sem er óvenjulegt við þennan vanda er að flestir þeir aðilar – innlendir sem erlendir – sem vilja flytja verðmæti frá Íslandi eiga ekki við eiginleg greiðsluvandamál að stríða. Þeir eiga skuldlausar og lausar krónueignir með ótvíræðum rétti sem þeir geta þó ekki flutt úr landi, og eru því þannig lokaðir inn á mynsvæðinu.

⁷ Þetta hugtak kom fyrst fram við umfjöllun Keynes á erfiðleikum Þjóðverja við greiðslu stríðsskaðabóta eftir fyrri heimsstyrjöldina. Sjá Keynes, John Maynard, “The German Transfer Problem,” “The Reparation Problem: A Discussion. II. A Rejoinder,” “Views on The Transfer Problem. III. A Reply,” *Economic Journal* 39 (March 1929), 1-7, (June 1929), 172-178, (September 1929), 404-408. Sjá enn fremur: Krugman, Paul, “Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises,” *International Tax and Public Finance* 6:4 (November 1999).

Af þessum tvíþætta færsluvanda er erlendi hlutinn – snjóhengjan og þrotabúin – líklega sá hluti sem er auðveldastur viðureignar þar sem þessar *aflandskrónur* eru tiltölulega vel afmarkaðar. Seðlabankanum hefur heppnast að helminga eftirstöðvar *jöklabréfa*⁸ með gjaldeyrisútboðum úr 600 milljörðum árið 2009 og í um 300 milljarða nú. Þær aflandskrónur sem enn eru eftir virðast að öllum líkindum vera í eigu þolinmóðra fjárfesta sem ekki hafa sérstaklega mikið á móti því að hafa fjármuni sína hér. Íslenskir vextir eru nú mun hærrí hér en þekkist í nágrannalöndum og snjóhengju-fjárfestarnir eiga rétt á að flytja vaxtagreiðslur úr landi á *álandsgengi* (skráðu gengi Seðlabankans). Einnig er hægt að halda því til haga að íslenskar krónur eru hvergi til nema á Íslandi og í íslenskum bönkum þótt eigendur þeirra séu erlendir. Krónurnar yfirgefa heldur aldrei landið þó að eigendaskipti verði að þeim og vel er hægt að eiga viðskipti með þær utan Íslands með því að færa eignarhaldið til með kaup- og sölusamningum á erlendri grundu. Þannig geta erlendir fjárfestar losað stöður sínar hér án þess að fara í gegnum íslenska gjaldeyrismarkaðinn með því einfaldlega að finna aðra erlenda fjárfesta sem eru tilbúnir til þess að kaupa af þeim krónurnar. Margt bendir líka til þess að töluverð viðskipti hafi verið með aflandskrónur erlendis þótt engin gögn um það séu til staðar. Kannski er því hægt líta á *snjóhengjuna* sem langtíma erlenda fjárfestingu með raun og réttu ef aðstæður og viðhorf fjárfesta til efnahagsmála styðja það.

Hvað þrotabúin varðar þá er hægt að ná utan um erlendu kröfurnar með nauðasamningum og semja um gengislækkun, eða afslátt, á krónueignum þrotabúanna. Ellegar að greiða kröfurnar út sem löng skuldabréf í erlendri mynt útgefin af nýju bönkunum, eða að selja hlutafé bankanna gegn gjaldeyri og gera samning um arðs Stefnu nýrra eigenda sem íþyngir ekki greiðslujöfnuði landsins. Stærsti hluti eigna þrotabúanna eru erlendar eignir sem eru geymdar í bönkum ytra og koma ekki við greiðslujöfnuð landsins. Það er aðeins hinn innlendi hluti eignanna sem skapar vandamál fyrir íslenska gjaldeyrismarkaðinn. Heilt tekið virðast vera mjög margir möguleikar í boði til að heimila útgöngu hinna erlendu kröfuhafa án þess að það skapi vandræði fyrir greiðslujöfnuð landsins, en um það verður ekki fjallað nánar hér. Samningar við kröfuhafa bjóða einnig upp á það að endurskipuleggja skuldahlið efnahagsreiknings bankanna með útgáfu langra skuldabréfa en þeir eru nú að mestu fjármagnaðir með stuttum innlánnum.

Erfiðasti hluti færsluvandans snýr að íslenskum fjárfestum. Fyrir það fyrsta er nú til staðar mikið misvægi í eignasöfnum (portfolio imbalance) innlendra aðila þar sem vægi erlendra eigna er of lítið og venjuleg viðurkennd viðmið um áhættudreifingu hljóta að hvetja til erlendra fjárfestinga. Besta dæmið um þetta eru vitaskuld eignasöfn lífeyris-sjóðanna, líkt og fjallað var um í köflum 3 og 4 hér að framan, en almennt á þetta við um nær alla íslenska fjárfesta. Á móti kemur að þessi sömu eignadreifingarviðmið ættu að vera mikill hvati fyrir erlenda aðila að fjárfesta hérlendis þar sem arðsemi íslenskra eigna er að miklu leyti sérstæð (idiosyncratic) og með litla fylgni við erlenda eignamarkaði. Af þeim sökum ættu íslenskar eignir að vera eftirsóttar þar sem þær (í hæfilegu magni) draga úr áhættu erlendra eignasafna. Þar með skapast eiginlega sú þversagnakennda

⁸ Jöklabréf (glacier bonds) voru skuldabréf í íslenskum krónum sem gefin voru út í miklum mæli af erlend- um aðilum á árunum 2005–2008 og seld til fjárfesta utanlands.

staða að margir erlendir fjárfestar vildu gjarnan hafa prósentubrot af eignasafni sínu í íslenskum eignum og gætu því gjarnan viljað fjárfesta hérlandis. En íslenskir fjárfestar sitja nú uppi með of hátt vægi innlendra eigna og vilja því losa sig við þær.

Þegar horft er til framtíðar er því líklegt að vandasamara verði að halda innlendu fjármagni inni í landinu fremur en að draga að erlent fjármagn. Það skiptir þó ákaflega miklu hvernig það fjármagn er sótt og hve vel heppnast að binda það inni í landinu þar sem hætta stafar af fjármagnsflotta á gjaldeyrismarkaði. En eins og fjallað er um í kafla 5 hér að framan fylgir langminnst þjóðhagslegs áhætta og mestur ábati því að taka á móti fjármagni að utan sem beinni erlendri fjárfestingu – það er kaup á eigin fé fyrirtækja fremur en lánveitingar.

Snögghemlunarvandi bæði Asíutígranna og Íslands stafaði að miklu leyti af því að þessi lönd voru of djúpt sokkin í vaxtamunarviðskipti með fremur stuttri tímallengd. Vandræðin fólust bæði í því að innlendir aðilar sóttust eftir lágum erlendum vöxtum sem og að erlendir aðilar sóttust eftir háum innlendum vöxtum. Þannig safnaðist upp gríðarlega mikið af stuttum fjárkröfum – lausu fé – sem síðan rann úr landi þegar krísan hófst.

Hafa verður þó hugfast að snögghemlunarvandi getur einnig komið upp þrátt fyrir að erlendar skammtímakröfur hafi ekki hrannast upp *ef nægjanlegt innlent laust fé er til staðar – til að mynda ef mjög mikið peningamagn er í umferð*. Staðreyndin er sú að þegar um skammtímafjármagn er að ræða skiptir merkimiðinn erlent/innlent eignarhald eða erlend/innlend myntsamsetning ekki höfuðmáli. Innlendir fjárfestar geta alveg hlaupið jafn hratt út úr landinu og erlendir fjárfestar. Almenn séð ræðst magn lausafjár í fjármálakerfinu af fjármögnun bankanna, eða nánar tiltekið tímallengd skuldahliðar þeirra sem oftast er talað um sem *peningamagn í umferð* en er að mestum hluta innlán á bankareikningum.

Hin stóra þversögn í starfi innlánastofnana er að þær taka innistæður sem eru ávallt lausar til útborgunar og lána út sem langtímaútlán. Þetta hefur verið kallað tímaumbreyting (maturity transformation). Hún á sér stað með þeirri vissu að innlagnir og úttektir jafna hvor aðra að mestu leyti út þannig að lausafjarmassinn á innlánsreikningum haldist tiltölulega stöðugur. Það er enda svo að venjubundnar greiðslur á milli fólks færa aðeins fé á milli reikninga en ekki út úr bankakerfinu sjálfu. Innlánsstofnanir taka að sér að tryggja lausafjárstöðu einstaklinga með svipuðum hætti og tryggingafélög. Það felur í sér að fólk getur komið fjármunum sínum í örugga geymslu en samt sem áður haft óheftan aðgang að þeim hvenær sem er. Innlánastofnanir reka jafnframt greiðsluferfi sem leyfir almennungi að nota bankainnistæður sínar sem gjaldmiðil víðs vegar um heiminn sem felur í sér að viðskipti fólks verða aðeins færslur á milli banka-reikninga. Bankarnir bjóða fólki þessa seljanleikatryggingu á grundvelli lögmáls stórra talna (law of large numbers) með þeirri forsendu að lausafjárþörf hvers einstaklings sé óháð stærð. Þá mun aukinn fjöldi sparifjáreigenda leiða til þess að einstaklingsbundin (idiosyncratic) áhætta hverfur og aðrir áhættuþættir verða fastar breytur. Þótt innlána-fjármögnun hafi oft verið talin öruggasta fjármögnun sem völ er á byggir það þó á þeirri forsendu að engin fylgni sé á milli úttekta viðskiptavina – ef sú forsenda bregst mun bresta á bankaáhlaup.

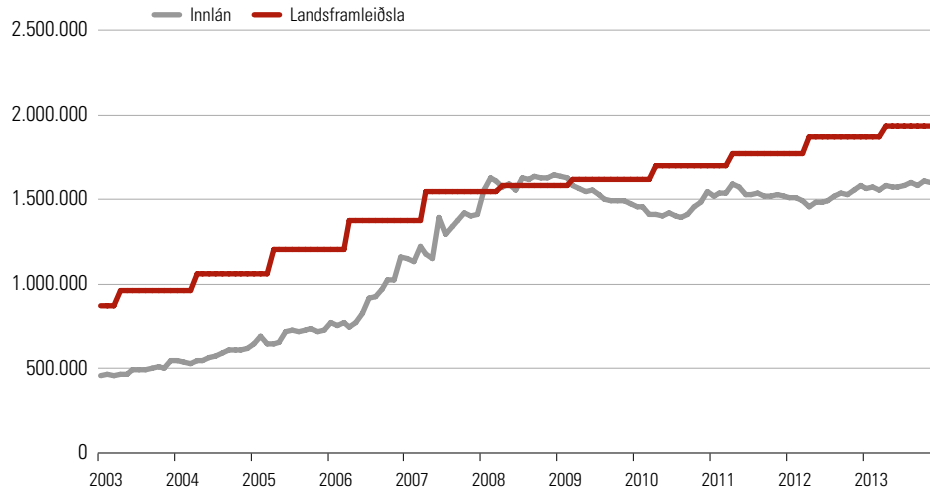
Gjaldeyrismarkaðir eru í eðli sínu millibankamarkaðir í þeim skilningi að mikil og verðmyndandi viðskipti eru ávallt á milli bankastofnana. Bankar eru því fátt annað en safn af reikningum viðskiptamanna. Viðskipti þessara sömu viðskiptamanna koma fram sem færslur á milli reikninga innan bankans eða sem nettunarfærslur við aðra banka. Áhættuþættir snögghemlunar eru þess vegna þeir sömu og áhættuþættir banka-áhlaups og felast í stuttri tímalengd skuldbindinga, að fjármagnsflótti hreyfi við færri reikningum og lægri fjársummunum. Í þessu sambandi er hægt er að rifja upp umfjöllunina úr 5. kafla um hvernig gjaldeyriskreppur og bankakreppur væru tvíburakreppur – myndbirting blæðandi greiðslujafnaðar og fjármagnsflóttá af reikningum innlendra bankastofnana.

Frá þessu sjónarhorni gæti skuldahlið nýju íslensku bankanna verið viðkvæm fyrir afnámi hafta. Með neyðarlögunum frá október 2008 var bankakerfinu hérlandis skipt í tvennt; innlendan hluta sem var „bjargað“ og fjármagnaður á nýjan leik og erlendan hluta sem fór í slitameðferð. Eftir þessa aðgerð standa innlán nú nær alfarið undir fjármögnun nýju bankanna og þeir eru því með mjög stutta tímalengd á skuldahlið þar sem innistæðurnar eru ávallt lausar til útborgunar.

Eins og sjá má af mynd 7.1 hér að neðan jukust innlán gríðarlega á árunum fyrir hrún. Þau voru um helmingur af landsframleiðslu árið 2003 en hlutfallið var komið yfir 100% árið 2008. Eins og áður segir eru innlán hið sama og peningamagn í umferð.⁹ Hækkun innistæðustabbans kom til annars vegar vegna lánabólu, enda skapa útlán banka sínar eigin innistæður með ferli sem stundum hefur verið kallað peningamargföldun. Hins vegar brást Seðlabanki Íslands einnig við fjármálakrísunni, sem hófst í ágúst 2007, með því að lána gömlu bönkunum 400-500 milljarða með veði í „ástarbréfum“ – það er skuldabréfum útgefnum af þeim sjálfum. Þannig má segja að Íslendingar hafi brugðist við krísunni með sinni eigin magnbundnu íhlutun líkt og þeir hefðu yfir forðagjaldmiðli að ráða. Hins vegar er krónan ein smæsta mynt heimsins og prentun hennar mun mjög fljótt koma fram sem útflæði á greiðslujöfnuði og skapa þrýsting á gjaldeyrismarkaði, sem gerðist raunar áður en bankarnir féllu. Öllum þessum innlánnum úr hinu fyrrum risavaxna fjármálakerfi var bjargað með neyðarlögunum, og þrátt fyrir að bankarnir hafi verið skornir niður stendur samt eftir innistæðustabbi sem slagar upp í heila landsframleiðslu.

⁹ Strangt til tekið er peningamagn í umferð bæði innlán – skilgreind eftir tímalengd – og seðlar og mynt í umferð. En útgefnir seðlar hafa á síðustu árum aðeins verið brot af peningamagni í umferð.

Mynd 7.1 Innlán og landsframleiðsla á verðlagi hvers árs 2003–2014



Heimild: Seðlabanki Íslands

Svo mikið lausafé mun auðveldlega skapa mikið útlæði á greiðslujöfnuði ef opnað er aftur fyrir fjármagnsviðskipti. Til þess að minnka líkurnar á snögghemlunarvanda á frjálsum gjaldeyrismarkaði er nauðsynlegt að dregið verði úr skuldbindingum með stuttri tímalengd. Að því markmiði eru nokkrar leiðir. Sú fyrsta er að bankarnir lengi í fjármögnun sinni og skipti úr innlánnum í skuldabréfafjármögnun, sem kann líklega að reynast þeim dýr. Önnur er að fjármálaleg milliganga kalli á minni tímaumbreytingu og fari fram á markaði en ekki í gegnum innlánastofnanir. Sú þriðja er að bankakerfið verði smækkað þannig að hluti eigna þess færist á efnahagsreikninga annarra aðila sem eru með langa tímalengd skuldahliðar. Og loks er hægt að setja lausafjárkvaðir á innlánsstofnanir til þess að draga úr tímaumbreytingu þeirra. Allt þetta eru kerfisbreytingar sem væri hægt að hrinda í framkvæmd um leið og gengið er frá uppgjöri gömlu bankanna sem eru de facto eigendur og/eða helstu lánadrottnar þeirra nýju. Það er hins vegar erfitt að sjá fyrir sér að höftin geti verið afnumin nema slík endurskipulagning skuldahliðar bankanna hafi átt sér stað og áhættan við snöggt útstreymi á greiðslujöfnuði hafi verið minnkuð.

Annars snýst málið einnig um trúverðugleika íslenska myntsvæðisins og hve vel krónur duga sem verðmætageymsla (store of value), en lítil tiltrú mun valda stöðugum fjármagnsflótta af landinu. Ljóst er að haftasetningin sjálf haustið 2008 hefur rýrt verulega traustið á krónunni þar sem ótti um innilokun hlýtur að vera til staðar hjá öllum aðilum sem eiga fjármagn á Íslandi, hvort sem þeir eru innlendir eða erlendir. Það mun taka tíma að vinna nýtt traust og það mun aðeins gerast með ábyrgri efnahagsstjórn yfir langan tíma.

7.3 Spurningin um peningastefnuna

Minnkandi vald seðlabanka þjóðríkja til sjálfstæðra peningamálaaðgerða er nú vaxandi vandamál víða um heim, en eftir því sem samþætting eykst á alþjóðafjármálamörkuðum fer vaxtamyndun að verða ákveðin á heimsvísu en ekki landsvísu. Hvað peningastefnu varðar gildir ákveðið lögmál um þyngdarafli; eftir því sem myntsvæðin eru minni þeim mun minna vogarafli hefur viðkomandi seðlabanki til eigin vaxtasetningar. Þeirri skoðun hefur einnig vaxið fiskur um hrygg á síðari árum að fullveldi smærri myntsvæða í peningamállum sé fremur í orði en á borði ef fjármagnshreyfingar eru frjálssar.¹⁰ Reynsla árána 2001 til 2008, þegar íslenska krónan flaut í frjálsum viðskiptum, er ótvírætt sú að gjaldeyrismarkaðurinn hafi leitt ókyrrð inn í hagkerfið meðal annars vegna þess að hækkun vaxta dró vaxtamunar-spákaupmenn inn í myntsvæðið og olli stórkostlegu ójafnvægi á greiðslujöfnuði. Það má því efast um getu Seðlabanka Íslands til þess að stunda eigin peningamálastefnu.

Þar sem gengi krónunnar er hinn raunverulegi öxull íslenska hagkerfisins sem ræður lífskjörum, verðlagi og afkomu fyrirtækja þegar til skamms og meðallangs tíma er litið, hlýtur vaxtasetningin ávallt að miðast við stöðu gjaldeyrismarkaðarins. Það felur í sér að ef landið þarf að kljást við greiðslujafnaðarvandamál og kreppu á sama tíma – sem oftar en ekki er raunin – þarf að hækka vexti til þess að styðja við gengið þrátt fyrir að hagkerfið sé í kreppu. En af tvennu illu er skárri að hafa háa vexti en gjaldmiðil í frjálssu falli.

Ef litið er á gengislækkun sem kreppumeðal er ljóst að stjórnvöld geta ekki stjórnað skammtastærðinni nema að litlu leyti á frjálsum alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og lækningin getur hæglega orðið verri en sjúkdómurinn.¹¹ Sú hefði mögulega orðið raunin ef stjórnvöld hefðu ekki gripið til þess ráðs að setja á höft haustið 2008 til þess að stöðva gengisfall krónunnar sem hefði ella valdið enn alvarlegri röskun fyrir lífskjör fólks og rekstur fyrirtækja en raunin varð. Án hafta hefði landið þurft að þola mjög háa vexti til þess að styðja við gengið á sama tíma og mjög snarpur samdráttur gekk yfir hagkerfið.

Þó svo að sveigjanlegt gengi eigi samkvæmt klassískum hagfræðikenningum að mýkja hagsveiflur, og gengið falli þegar illa árar fyrir þjóðarbúskapinn, er reyndin samt sem áður sú að frjálss gjaldeyrismarkaður er oftar en ekki uppspretta sveiflna fremur en mót-vægi gegn þeim. Það stafar af því að gjaldeyrisvelta er mikil og oft ofsakennd og íslensk stjórnvöld geta aldrei haft nema mjög takmarkaða stjórn á gengisþróuninni.

Þegar litið er yfir gjaldmiðilssögu Íslands er ljóst að ráðamenn landsins hafa yfirleitt alltaf haft það hagsmunamat að halda fastgengi. Í því skyni hafa landsmenn tekið beinan eða óbeinan þátt í því fastgengissamstarfi sem hefur verið í boði á hverjum tíma í Vestur-Evrópu. Ísland var upphaflega hluti af myntkerfi Danmerkur og gerðist með þeirri forsjá

¹⁰ Sjá ágætt yfirlit yfir þessa umræðu: Hélène Rey, „Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence,“ (grein kynnt á The Jackson Hole Symposium, ágúst 2013).

¹¹ Nokkuð hefur verið fjallað um magnleysi íslenskrar peningamálastefnu gagnvart frjálsum erlendum fjármagnsstraumum eftir reynslu árána 2001–2008. Sjá til að mynda sérít Seðlabanka Íslands um valkosti Íslands í gjaldmiðils og peningamállum frá september 2012 eða skýrslu eftir þá Ásgeir Jónsson, Sigurð Jóhannesson og Valdimar Ármann: „Verðtrygging, nauðsyn eða val“.

aðili að myntbandalagi Skandinavíu árið 1873, en það bandalag studdist jafnframt við gulltryggingu. Íslenska krónan varð síðan að sjálfstæðri mynt við fullveldi landsins árið 1918. Það bendir ekkert til annars en að íslenskir ráðamenn, hvar sem þeir annars stóðu í flokki, hafi viljað halda áfram aðild að norræna myntbandalaginu eftir fullveldi.¹² Hins vegar var þessi kostur ekki í boði þar sem bandalagið liðaðist í sundur eftir fyrra stríð.

Landsmenn náðu heldur ekki að halda jafnvirði við dönsku krónuna eftir styrjaldarlok, þar sem þensla og verðbólga á stríðsárunum leiddu til gjaldeyriskreppu um leið og frjáls utanríkisviðskipti hófust á nýjan leik. Auk þess féll verð á sjávarafurðum eftir vopnahléið 1919. Árið 1920 var svo mikið ójafnvægi á greiðsluþöfnuði að landið varð greiðsluþrota og þurfti að leita til Englendinga um lántöku á afarkjörum með veði í tolltekjum. Það stóð síðan verulega í landsmönnum að viðurkenna lægra virði íslensku krónunnar gagnvart hinni dönsku þar sem sjálfstæð opinber gengisskráning hófst ekki fyrr en árið 1922¹³ og þá reyndu íslensk stjórnvöld að ná gulltengingu með einhliða festingu við breska pundið á millistríðsárunum.

Eftir seinna stríð gerðist Ísland aðili að Bretton-Woods fastgengissamstarfinu og tók raunar mjög virkan þátt í því samstarfi eftir að vöruviðskipti landsins voru gefin frjáls í upphafi Viðreisnarstjórnarinnar árið 1960. Bretton-Woods leið hins vegar undir lok árið 1972 og peningamálastefna landsins tapaði akkerinu. Akkerislaus hraktist þjóðarskútan um með stöðugum gengisfellingum er leiddu til óðaverðbólgu sem ekki var unninn bugur á fyrr en landið tók upp skuggatengingu við ERM-fastgengiskerfið árið 1989.¹⁴

Ástæðan fyrir því hagsmunamati að velja fastgengi er einföld: Lítil og sveiflukennd mynt skapar ekki aðeins gríðarlegan viðskiptakostnað heldur yfir hún einnig upp óstöðugleika í efnahagslífinu. Þessi óstöðugleiki sést vel á þeirri staðreynd að við fullveldi var íslenska krónan jafngild þeirri dönsku en nú þarf 2.000 íslenskar krónur (ef myntbreytingin 1980 er tekin með í reikninginn) til þess að kaupa eina danska. Þetta er afleiðing af „þissa-í-skóinn-sinn“-gengislækkunum á þessum tíma sem síðan hefur verið svarað með launahækkunum. Sá rauði þráður gengur í gegnum sögu landsins eftir fullveldi að sveiflur í gengi krónunnar hafa truflað utanríkisviðskipti og valdið því að útflutningur er ýmist rekinn með ofsagróða eða miklu tapi eins og farið var yfir í kafla 6 hér að framan.

Það er nú almennt viðurkennt innan hagfræðinnar að ekkert land geti notið peningalegs sjálfstæðis, fastgengis og frjálsra fjármagnsflutninga samtímis, heldur verði ávallt að velja eitthvað tvennt af þessu þrennu. Þetta hefur stundum verið kallað hin ómögulega þrenna (trilemma).¹⁵ Íslendingar geta ekki bundið gengi gjaldmiðilsins síns niður

¹² Svo virðist sem Íslendingar hafi lengi lifað í voninni um endurvakningu á norræna myntbandalaginu en til að mynda stóð Samband íslenskra samvinnufélaga fyrir málþingi í Reykjavík árið 1955 undir yfirskriftinni „Kemur norræn króna aftur til sögunnar?“ Sjá nánar í Samvinnunni, 49. árgangi, 1955, bls. 8 til 9.

¹³ Jóhannes Nordal, *Frá kreppu til viðreisnar: þættir um hagstjórn á Íslandi á árunum 1930–1960*, ritstj. Jónas H. Haralz (Reykjavík: Hið íslenska bókmenntafélag, 2002).

¹⁴ Sjá nánar: Ásgeir Jónsson, Sigurður Jóhannesson, Valdimar Ármann auk Brice Benaben og Stefaniu Perrucci, „Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga“.

¹⁵ Þetta er einnig stundum kallað „the impossibility triangle“. Sjá nánar: Maurice Obstfeld og Alan M. Taylor. *Global capital markets: Integration, Crisis and Growth* (Cambridge University Press, 2006)

með trúverðugum hætti nema því aðeins að afsala sér sjálfstæði í peningamálum með því að ganga í myntbandalag eða taka upp myntráð – eða binda gjaldmiðilinn niður með höftum. Það er líka sá kostur sem landsmenn hafa nauðugir viljugir orðið að taka. Vandræði á gjaldeyrismarkaði hafa síðan oflega kallað fram haftaaðgerðir af ýmsum toga og ýtt undir einangrunarhyggju. Eftir sviptingar síðustu ára og áratuga í heimsbúskapnum hefur þeirri skoðun vaxið fylgi innan hagfræðistéttarinnar að nær sé að tala um ómögulega tvennu (dilemma) fremur en þrennu (trilemma), þar sem sjálfstæð peningamálastefna sé í raun ómöguleg fyrir smærri myntsvæði nema því aðeins að hún sé studd með höftum.¹⁶

7.4 Niðurstaða

Í Credit Focus sem lánshæfismatsfyrirtækið Moody's gaf út um Danmörku, Finnland, Noreg og Svíþjóð þann 30. september 2013 var Aaa einkunn þessara fjögurra landa rökstudd með vísan í nokkra megin styrkleika sem þau öll fjögur deildu. Sá hinn fyrsti fólst í ábyrgri ríkisfjármálastefnu og lágri opinberri skuldastöðu sem er í raun grundvöllur fyrir háu lánshæfismati, óháð öllu öðru. En númer tvö á blaði hjá Moody's var það sem fyrirtækið kallaði „mjög hár stofnanastyrkleiki“ (very high institutional strength) sem meðal annars fólst í því að þessar þjóðir höfðu sýnt breiða samstöðu (broad consensus) til þess að taka réttar ákvarðanir í norrænu bankakrísunni í upphafi tíunda áratugarins.¹⁷ Því má einnig bæta við að norrænu löndin hafa verið mjög meðvituð um mikilvægi hárrar lánshæfiseinkunnar. Svíþjóð varð til að mynda fyrir þremur lánshæfislökkunum í kjölfar bankakreppunnar í upphafi tíunda áratugarins, og fór úr Aaa árið 1991 í Aa3 árið 1995. Það var forgangsmál í sænskum stjórnámálum að ná lánshæfiseinkunninni upp aftur, sem loks heppnaðist árið 2002. Það er einnig lýsandi að þegar lánshæfi Finnlands var lækkað úr Aaa í Aa1 þann 13. október síðastliðinn hét forsætisráðherra Finnlands – Alexander Stubb – því að „velta við hverjum steini og leita undir öllum trjábolum“ til þess að hækka einkunnina aftur og þetta væri „vakning“ fyrir alla Finna.¹⁸

Íslendingar líta ekki vel út í þessum norræna samanburði. Landið fékk Aaa árið 2002 og var þá hækkað um tvo flokka í kjölfar þess að Moody's ákvað að endurmeta gengisáhættu íslenskra ríkisskulda vegna þess að litlar líkur væru á því að Ísland myndi

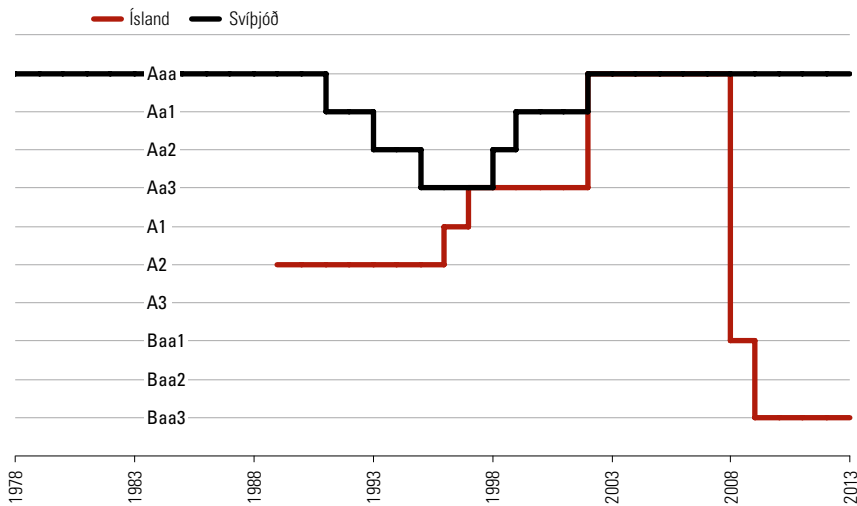
¹⁶ Rey, H (2013) „Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence“, paper presented at the Jackson Hole Symposium, August 2013. Available at <http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2013.cfm> Revised version forthcoming as a CEPR Discussion Paper.

¹⁷ Orðrétt hljóðaði matið svo: „Very high institutional strength: The Nordic banking crises in the 1990s motivated the governments to strengthen the region's institutions, which was an important reason for their relative resilience in the crisis. The crises also led to a further tightening of financial sector regulation and evidenced the advantages of the broad consensus that prevails in these countries regarding prudent policy making, especially with regard to sustainable fiscal policies.“ Sjá Moody's investors service (2013) „Denmark, Finland, Norway and Sweden: Peer Comparison“ CREDIT FOCUS

¹⁸ Orðrétt sagði Stubb „I will turn every stone, look under every stub of a tree, of how we can do it. I think this was a good wake-up call to all of us, and those who did not understand that our economy is not in a good shape, should have woken up at this stage.“ Sjá Bloomberg „Finland May Need as Long as 4 Years to Regain AAA Rating“ 13. Október 2014. <http://www.bloomberg.com/news/2014-10-12/finns-told-golden-era-over-after-s-p-downgrade-shock.html>

lenda í gjaldeyriskrísu sökum þess að gjaldmiðillinn væri komin á flot.¹⁹ Þessi mikla lánsæfishækkun vakti litla athygli á sínum tíma en hún varð síðan aðal drifkraftur bankaútrásarinnar. Hinir þrír íslensku bankar voru allir álitnir of-stórir-til-þess-að-falla (too-big-to-fail) fyrir Ísland og því með sjálfkrafa ríkisábyrgð og sama láns hæfi og íslenska ríkið. Moody's bætti síðan um betur og gaf bönkunum sjálfum Aaa í mars 2007 vegna þessarar ríkisábyrgðar, en það er önnur saga. Ísland missti síðan láns hæfið á nokkrum mánuðum eftir hrunið og hrapaði niður 9 láns hæfisflokka í Baa3, sem er einum flokki fyrir ofan „rusl“, eins og sjá má af mynd 7.2 hér að neðan.

Mynd 7.2 Láns hæfi Íslands og Svíþjóðar hjá Moody's 1989–2009



Heimild: Moody's Investors Service

Einhver skyldi hafa ætlað að Íslendingar settu það sem forgangsmál að hækka láns hæfismatið aftur, lækka fjármagnskostnað landsins og búa í haginn fyrir afnám hafta og endurkomu landsins á erlenda fjármálamarkaði. Það fer þó lítið fyrir því markmiði í þjóðmálaumræðunni. Öllu verra er þó að landsmenn eiga enn eftir að mynda hina „breiðu samstöðu“ til þess að losa höftin og vinna aftur tiltrú umheimsins.

¹⁹ Þann 20. október 2002 fengu Ástralía, Ísland og Nýja Sjáland hækkun á láns hæfi í Aaa vegna breyttrar aðferðarfræði við mat á „country ceilings“ sem fól í sér að þessi lönd fengu sömu láns hæfiseinkunn fyrir erlendar og innlendar skuldbindingar. Orðrétt segir í fréttatilkynningu sem gefin var út í tilefni breytningarinnar: „Moody's said that it believes that governments in advanced industrialized countries such as those upgraded today have become increasingly less likely to impose debt moratoria as a policy tool. They are also significantly less likely - as evidenced by their behavior throughout the 1990s -- to „socialize“ (that is, to take on all foreign currency risk of the public and private sector) than was believed in the past. In addition, since these three countries operate under flexible foreign exchange regimes, Moody's said it is also less likely that they would experience the kind of foreign exchange crisis that less flexible rate regimes might produce.“ Sjá nánar https://www.moodys.com/research/MOODYS-UPGRADES-FOREIGN-CURRENCY-RATINGS-OF-AUSTRALIA-NEW-ZEALAND-AND--PR_60715

Til þess að afnema höftin þarf skýr almennur þjóðarvilji að vera fyrir hendi og þverpólítísk samstaða þar sem allir ábyrgir stjórn mála flokkar verða að deila saman áhættunni. Aukin heldur gæti verið nauðsynlegt að tryggja trúverðugleika með því að fá aðila líkt og Alþjóðagjaldeyrissjóðinn til þess að koma að málinu með landsmönnum. Þess ber að minnast að þegar hin fyrri höft voru afnumin 1993 var það ekki vegna innlands þrýstings heldur að kröfu Evrópusambandsins við inngöngu landsins á Evrópskt efnahagssvæði. Með haftasetningunni 2008 voru landsmenn að vísu að brjóta skilmála þessa samnings en fram til þessa hafa hinir aðilar samningsins litið í gegnum fingur sér varðandi þetta brot. Velta má því fyrir sér hve lengi landsmönnum muni haldast þetta uppi og hvort höftin verði í raun ekki afnumin nema vegna utanaðkomandi þrýstings.

Því er ekki að neita að höftin hafa skapað þægindi fyrir þjóðina. Með hindrun fjármagns- viðskipta árið 2008 var hægt að setja innlend markmið í í fyrsta sæti – lækka vexti, reka ríkissjóð með halla, efla hagvöxt og ná niður verðbólgu. Þetta var hægt að gera í stað þess að þurfa að takast á hendur sársaukafullar aðgerðir til þess að ná stöðugleika á greiðslujöfnuði líkt og Asíutígrarnir gerðu 1997–1998. Hins vegar ef Íslandi er alvara að ætla að tengjast aftur alþjóðahagkerfinu verða þessi þægindi hugsanlega að víkja tímabundið á meðan unnið er að því að opna aftur gjaldeyrismarkaðinn. Íslendingar verða líka að horfast í augu við það að með lítinn frjálstan gjaldmiðil er erfitt að lofa stöðugum kaupmætti, lágri verðbólgu og fyrirsjáanlegri greiðslubyrði húsnæðislána. Þar stendur hnífurinn líklega í kúnni.

Þegar upp er staðið snýst afnám hafta um framtíðarsýn – hvort Ísland ætli sér að vera hluti af heimsmörkuðum og njóta þess ábata sem alþjóðavæðing skilar – einkum og sér í lagi að framleiðniþróun hérlendis fylgi því sem gerist erlendis. Ísland mun aldrei geta skapað sambærileg lífskjör á borð við það sem þekkt erlendis ef efnahagslífið er lokað frá öðrum löndum með höftum. Slíkt lokað vistkerfi í fyrirtækjarekstri getur aðeins gengið upp fyrir litlar þjóðir ef þær hafa auðlindir sem skapa þeim samkeppnishæfa stöðu í útflutningsgreinum þrátt fyrir almenna óhagkvæmni og heimóttarskap í atvinnulífi. Sú var reyndar raunin lengst af á haftatímanum á tuttugustu öld þar sem sívaxandi afli og auknar útflutningstekjur í sjávarútvegi héldu hagkerfinu á floti, allt þar til auðlindin var orðin fullnýtt, og jafnvel ofnýtt, á níunda áratugnum. Stöðugleikinn sem höftin skapa er ekki ókeypis, heldur kostar hann efnahagslega stöðnun.

Ytri aðstæður á erlendum fjáramálamörkuðum til afnáms hafta hafa ekki verið betri frá árinu 2007, íslenska hagkerfið hefur tekið aftur við sér og verðbólga hjaðnað. Það er því eftir engu að bíða. En kjósi landsmenn að bíða er mikilvægt að biðin verði ekki til þess að lífeyriskerfið koðni niður að baki hafta og uppsöfnun sparnaðarins verði ekki fóður fyrir þenslu og eignabólu. Það er því mjög mikilvægt að opnuð sé leið til þess að lífeyris-sparnaði sé fjárfest erlendis þrátt fyrir að höftin séu ekki á förum í bráð.

