



VIÐSKIPTARÁÐ ÍSLANDS

SKOÐUN VIÐSKIPTARÁÐS 6. FEBRÚAR 2009

# AFNÁM HAFTA OG LÆKKUN VAXTA

Á verkefnalista nýrrar ríkisstjórnar Samfylkingar og Vinstrihreyfingarinnar – græns framboðs kemur fram að leitað verði leiða til að lækka vexti eins fljótt og kostur er og að tímasett verði áætlun um rýmkun hafta. Þetta er fagnaðarefni, enda eru frjálssir fjármagnsflutningar og viðráðanlegt vaxtastig forsenda þess að öflugt atvinnu- og viðskiptalíf geti þrífist á Íslandi. Með höft við lýði og vexti af skammtímalánum fyrirtækja vel yfir 20% er samkeppnisstaða íslensks atvinnulífs mun veikari en ella með tilheyrandi búsisfjum fyrir hagkerfið.

Það er vissulega jákvætt að ný ríkisstjórn skuli setja það í forgang að lækka vexti og draga úr höftum. Aftur á móti er ekki lögð fram nein áætlun um hvernig skuli staðið að þeim aðgerðum sem tilgreindar eru á verkefnalistanum. Þar sem stjórnin hefur einungis 80 starfsdaga, a.m.k. til að byrja með, hefði verið þörf á trúverðugri og ítarlegri aðgerðaáætlun í tengslum við ýmis atriði listans, m.a. afnám hafta og lækkun vaxta. Með skoðun þessari vill Viðskiptaráð leggja stjórnvöldum lið með því að fjalla um þau vandamál sem gjaldreyrishömlur og háir vextir skapa og koma með hagnýtar tillögur að úrbótum.

## HÆSTU VEXTIR MEÐAL OECD-RÍKJA

Vextir hafa um langt skeið verið háir á Íslandi. Frá því að einkavæðingu bankakerfisins lauk árið 2003 og fram til dagsins dag hefur Seðlabanki Íslands hækkað stýrivexti sína jafnt og þétt úr rúmlega 5% í 18% þar sem þeir standa nú. Þetta þýðir að vextir á skammtímafjármögnun í íslenskum krónum, t.d. veltulánum til fyrirtækja og fyrirgreiðslum, eru vel yfir 20%. Þetta er vaxtastig sem atvinnulíf getur illa staðið undir. Vextirnir ganga hratt á eigið fé skuldsettra fyrirtækja og auka því verulega á þá gjaldþrotahrinu sem óhjákvæmilega stefnir í.

Á meðal OECD ríkja er Ísland það land þar sem stýrivextir eru hæstir. Nánari athugun leiðir einnig í ljós að Ísland er eina ríkið innan OECD þar sem stýrivextir hafa hækkað síðan í október á síðasta ári, eða um það

... þörf á trúverðugri og ítarlegri aðgerðaáætlun ...

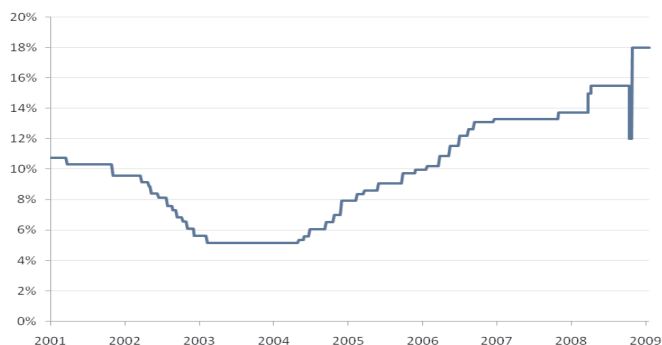
... vaxtastig sem atvinnulíf getur illa staðið undir ...

... eina landið þar sem stýrivextir hafa hækkað ...

... gæti reynst erfitt að réttlæta vaxtalækkunar...

leyti sem mikilvæg kaflaskil urðu á alþjóðlegum fjármálamarkaði með falli Lehman Brothers fjárfestingarbankans. Raunvextir hérlendis eru þó mun lægri vegna mikillar verðbólgu sem gerir það að verkum að það gæti reynst Seðlabankanum erfitt að réttlæta vaxtalækkunar.

MYND 1  
STÝRIVEXTIR  
Á ÍSLANDI FRÁ  
2003 TIL 2009

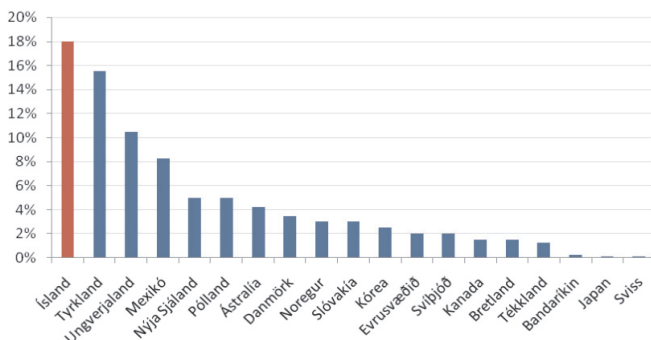


... háum vöxtum ætlað að skapa táknrænan stuðning ...

Að sama skapi er staða krónunnar veik um þessar mundir og háum vöxtum er ætlað að skapa táknrænan stuðning við hana, þar sem eiginlegur stuðningur er ekki þarfur í ljósi hafta á fjármagnsflutningum. Hversu háir vextir verða við afnám hafta á fjármagnsflutningum er aftur á móti ekki lyklatríði, heldur hversu mikla trú erlendir fjárfestar hafa á íslensku hagkerfi. Meti þeir kerfislæga áhættu ásættanlega, er lágt raungengi krónunnar nægjanlegur hvati til að halda erlendu fjármagni hérlendis til ávöxtunar.

... hversu mikla trú erlendir fjárfestar hafa á íslensku hagkerfi ...

MYND 2  
STÝRIVEXTIR  
INNAN OECD



... strangar hömlur settar á allar fjármagnshreyfingar ...

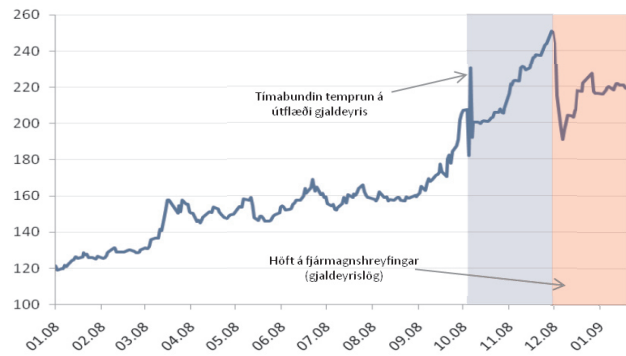
## HAFTAKRÓNA

Undir lok nóvember á síðasta ári samþykkti Alþingi umfangsmiklar breytingar á lögum um gjaldeyrismál með það markmið að koma í veg fyrir víðtækan fjármagnsflóttu og skapa grundvöll fyrir styrkingu krónunnar. Með lögnum var Seðlabanka Íslands veitt heimild til að takmarka verulega fjármagnshreyfingar til og frá Íslandi næstu tvö árin og strangar hömlur voru settar á allar gjaldeyrishreyfingar, nema þær sem tengjast inn- og útflutningi á vörum og þjónustu.

... koma í veg fyrir skammtíma fjármagnsflóttu með tilheyrandi gengislækkun ...

Afleiðingin er sú að aðilar sem eiga eignir á Íslandi, innlendir eða erlendir, geta ekki flutt þær út fyrir landsteinana. Markmiðið með þessu er að koma í veg fyrir skammtíma fjármagnsflóttu með tilheyrandi gengislækkun krónunnar. Í lögnum felast einnig verulegar takmarkanir á fjárfestingum erlendra aðila í verðbréfum sem gefin eru út í íslenskum krónum, væntanlega til að koma í veg fyrir frekari útgáfu erlendra skuldabréfa í innlendri mynt eða annarra afurða sem gætu haft truflandi áhrif á íslenskan gjaldeyrismarkað á næstunni.

MYND 3  
GENGI KRÓNU  
FRÁ MIÐJU ÁRI  
2007



... villandi að tala um að krónunni hafi raunverulega verið fleytt ...

Tilraunum til þess að auka stöðugleika á gjaldeyrismarkaði með stuðningi við krónuna ber að fagna. Engu að síður er ástæða til til að efast um ágæti laganna og villandi að tala um að krónunni hafi raunverulega verið fleytt. Gengið, sem nú ræðst af framboði og eftirspurn í tengslum við inn- og útflutning, grundvallast á höftum en ekki frjálsu floti íslensku krónunnar. Það endurspeglar því ekki raunverulega stöðu hagkerfisins því önnur markaðsöfl hafa ekki áhrif. Þannig er ljóst að gengi krónunnar, eins og það er skráð hjá Seðlabankanum um þessar mundir, er ekki rétt í hagfræðilegum skilningi.

... höftin rýra samkeppnishæfni íslenskra fyrirtækja ...

### HÖFT RÝRA SAMKEPPNISHÆFNI

Gjaldeyrislögin skerða athafnafrelsi innlendra aðila umtalsvert. Fyrirtækjum sem ekki hafa fullt frelsi til þess að flytja fjármagn á milli landa er sniðinn þrengri stakur í rekstri sínum. Möguleikar á vexti utan landsteina eru takmarkaðir og koma höftin í sumum tilfellum í veg fyrir að íslensk fyrirtæki geti hagrætt í rekstri sínum í samræmi við það sem aðstæður krefjast. Höftin rýra því samkeppnishæfni íslenskra fyrirtækja á alþjóðavettvangi, en við því má atvinnulífið ekki um þessar mundir.

... mikil þörf er á erlendu fjármagni ...

Það sætir einnig furðu að í nýju lögnum eru umtalsverðar takmarkanir settar á fjárfestingar erlendra aðila hérlandis. Slíkar hömlur verða að teljast misráðnar á tímum þegar mikil þörf er á erlendu fjármagni inn í íslenskt efnahagslíf. Það vekur nokkra athygli að síðustu vikur hafa erlendir aðilar sýnt fjárfestingu hérlandis meiri áhuga en áður, líklega vegna hagstæðs gengis. Í því ljósi ætti að gjalda varhug við að fæla frá erlenda fjárfestingu með lögum sem fela í sér skilaboð um að best sé að halda sig fjarri Íslandi.

... einstaklingum meinað að festa fé í erlendum hlutabréfum ...

Gjaldeyrislögin vega einnig að athafna- og valfrelsi einstaklinga og heimila. Þannig er einstaklingum beinlínis meinað að festa fé í erlendum hlutabréfum, hlutdeildarskírteinum erlendra verðbréfa- og fjárfestingarsjóða, peningamarkaðssjóðum og öðrum framseljanlegum fjármálagerningum erlendis. Þá eru almenn gjaldeyrisviðskipti einstaklinga verulega takmörkuð.

Frjálsir fjármagnsflutningar eru forsenda þess að Ísland festi sig á nýjan leik í sessi sem öflugur þátttakandi í alþjóðlegu viðskiptaumhverfi. Því er mikilvægt að leita allra leiða til að aflétta gjaldeyrishöftunum sem fyrst. Þannig mun verðmyndun íslensku krónunnar geta átt sér stað með eðlilegri hætti og það flýttir fyrir því að íslenskt efnahagslíf nái jafnvægi.

**... brýn þörf á vaxtalækkun þegar litið er á efnahagshorfurnar...**

**...verðbólga muni hjaðna verulega hratt ...**

**... aðgerðir sem auka trúverðugleika eru forsenda ...**

**... ríkisstjórn og Alþingi fylki sér á bak við efnahagsáætlun AGS ...**

**... séríslenskar lausnir ætti að forðast í lengstu lög ...**

## LÆKKUN VAXTA Á INNLENDUM MARKAÐI

Ísland er á leið inn í skeið efnahagssamdráttar. Tvíkreppan sem hér um ræðir, þ.e. gjaldeyris- og fjármálakreppa, hefur gert það verkum að aðstæður til lækkunar vaxta hafa ekki verið til staðar þar sem nauðsynlegt hefur þótt að styðja við gengi krónunnar með háu vaxtastigi. Engu að síður er brýn þörf á vaxtalækkun þegar litið er á efnahagshorfurnar og afar erfiða stöðu fyrirtækja og heimila.

Ástæður þess að vöxtum er enn haldið háum, þrátt fyrir höft á fjármagnsflæði, eru líklega af tvennum toga. Annars vegar þykir ekki trúverðugt fyrir seðlabanka á verðbólgu markmiði ef raunvextir í hagkerfinu eru neikvæðir á sama tíma og verðbólga er í hæstu hæðum. Hins vegar er háum vöxtum væntanlega ætlað að sýna fram á aðhaldssemi og samkvæmni bankans og leggja með því grunn að afnámi hafta á fjármagnsflutningum. Hvort tveggja er góðra gjalda vert, en flest bendir til þess að verðbólga muni hjaðna verulega hratt um leið og stöðugleiki næst í gengi krónunnar. Í öllu falli er ljóst að það eru tvímælaust aðstæður til vaxtalækkunar á Íslandi í dag, að undanskildum áhrifum á gengisvæntingar.

Í þessu sambandi ber einnig að hafa í huga að vaxtastig ræður ekki öllu um vilja erlendra aðila til að halda fjármunum hérlendis, heldur vega kerfislæg áhætta og trúverðugleiki hagkerfisins líklega þyngra. Aðgerðir sem auka trúverðugleika eru þannig forsenda þess að hægt sé að hefja lækkun vaxta. Mikilvægt er að leysa þann hnút sem allra fyrst þannig að vaxtalækkanir geti hafist sem fyrst. Vaxtalækkun myndi án efa auðvelda rekstur fyrirtækja og létta á greiðslubrýði heimila, auk þess sem hún styrkir rekstrargrundvöll fjármálastofnana.

## EFLUM TRÚVERÐUGLEIKA

Mikilvægasti einstaki liðurinn í því að endurheimta trúverðugleika landsins í alþjóðasamfélaginu er gott samstarf við erlenda aðila. Sá vandi sem hér hefur myndast í efnahagsmálum verður ekki leystur á annan hátt. Samstarf við alþjóðasamfélagið með milligöngu og aðstoð Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er eina raunhæfa leiðin því aðrir kostir munu leiða til einangrunar og stöðunar í efnahagsmálum til lengri tíma með samsvarandi velferðartapi. Það er því brýnt að ný ríkisstjórn og Alþingi fylki sér á bak við efnahagsáætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um nauðsynlegar aðgerir í efnahagsmálum og vinni þeim fylgis meðal almennings. Ef stjórnámalamenn og aðrir embættismenn sýna áætluninni ekki stuðning verður hún marklaust plagg. Séríslenskar lausnir ætti að forðast í lengstu lög þar sem þær eru líklegar til að rýra trúverðugleika hagkerfisins. Meðal þess sem þar ber að skoða eru ýmsir þættir neyðarlaganna, gjaldeyrishaftanna og aðgerða yfirvalda í kjölfar bankahrunsins.

Viðskiptalífið getur einnig lagt sitt af mörkum til að efla trú á íslensku efnahagslífi með því að leggja áherslu á aukna og bætta upplýsingagjöf, gagnsæi og stuðla með virkum hætti að góðu viðskiptasiðferði. Í þeim efnum er brýnt að öll íslensk fyrirtæki tileinki sér starfshætti sem eru í samræmi við leiðbeiningar um góða stjórnarhætti fyrirtækja. Þær leiðbeiningar eru nú í endurskoðun, til skýringar og samræmingar á milli Norðurlandanna. Sem aðili að þessari endurskoðun mun Viðskiptaráð stuðla að markvissri innleiðingu

slíkra reglna, til hagsbóta fyrir íslenskt viðskipta- og efnahagslíf. Takist stjórnvöldum og viðskiptalífínu að endurreisa trúverðugleika landsins út á við, skapast fyrr aðstæður til lækkunar og vaxta og afnáms gjaldeyrishafta.

## AFNÁM HAFTA

Frjálsir fjármagnsflutningar eru forsenda þátttöku Íslands í alþjóðlegu viðskiptaumhverfi. Með því að nema áður nefnd höft af fjármagnsflutningum mun verðmyndun íslensku krónunnar geta átt sér stað með eðlilegum hætti sem flýttir fyrir því að efnahagslífið nái jafnvægi. Að sama skapi væri afnám hafta eitt og sér til þess fallið að efla trúverðugleika kerfisins. Þar sem höftin eru fyrst og fremst sett til að koma í veg fyrir skammtímaútlæði erlendis lánsfjármagns er mikilvægt er að finna leiðir til að létta af þessum þrýstingi. Í staðinn fyrir að fresta því að glíma við rót vandans með gjaldeyrishöftum væri nær að reyna að leysa hann á skipuagðan máta. Í því samhengi væri vert að kanna tvær leiðir.

**... verðmyndun íslensku krónunnar geti átt sér stað með eðlilegum hætti ...**

Önnur leiðin væri fólgin í því að erlent fjármagn væri losað úr hagkerfinu með eignaskiptum við innlenda aðila. Í ljósi umtalsverðra erlendra eigna íslenskra lífeyrissjóða gætu þeir komið að slíkum skiptum. Þannig gætu sjóðirnir skipt á erlendum eignum og fengið afhent íslensk verðbréf þess í stað, en eðlilegt væri að miða við gengi sem væri mun veikara en skráð gengi er í dag. Erlendir aðilar gætu séð hag sínum betur borgið með því að selja þannig íslenskar eignir á afslætti, í stað þess að þurfa að keppast um að koma fjármagni út úr hagkerfinu þegar opnar fyrir fjármagnsflutninga.

**... gætu sjóðirnir skipt á erlendum eignum og fengið afhent íslensk verðbréf ...**

Lífeyrissjóðirnir eru eingöngu með skuldbindingar í íslenskum krónum, og samningur af þessu tagi gæti skilað þeim verulega hárrí ávöxtun í íslenskum krónum. Ef vilji er fyrir hendi fyrir slíkum viðskiptum af hálfu lífeyrissjóðanna ættu stjórnvöld, sérstaklega Seðlabanki, að liðka fyrir eignaskiptum af þessu tagi. Að auki væru þessi skipti þjóðhagslega hagkvæm þar sem krónur þyrftu ekki að ganga kaupum og sölu á gjaldeyrismarkaði með tilheyrandi þrýstingi á gengið.

**... semja við erlenda eigendur innlendra eigna um að fé þeirra verði losað á nokkrum árum ...**

Hin leiðin fælist í því að semja við erlenda eigendur innlendra peningalegra eigna um að fé þeirra verði losað á nokkrum árum í samræmi við endurgreiðslugetu landsins. Hér kemur til greina að ríkið eða aðrir innlendir aðilar gefi út skuldabréf í erlendri mynt, sem erlendir aðilar fengju í skiptum fyrir innlendar eignir sínar. Skilmálar skuldabréfanna yrðu ákveðnir í samráði við erlendu aðilana, en heppilegast væri að þau yrðu til a.m.k. nokkurra ára. Með þessum hætti myndu erlendir aðilar losna út úr stöðum sínum og fá andvirðið greitt í erlendri mynt samkvæmt skilmálum skuldabréfsins. Þrýstingurinn á gengi krónunnar yrði mun minni með þessu móti þar sem greitt væri fyrir eignirnar í skrefum. Ef vilji erlendra aðila til að sleppa út úr íslensku hagkerfi er mikill, má gera ráð fyrir því að ávöxtunarkrafa í slíku útboði yrði mjög lág vegna umframeftirspurnar. Þannig gæti verið um mjög hagkvæma útgáfu að ræða af hálfu hins opinbera.

Að sjálfsögðu eru aðrar leiðir færar að sama marki. Grunnhugmyndin liggur þó í þeirri staðreynd að bæði ríkissjóður sem og lífeyrissjóðir eru í góðri aðstöðu til að losa út erlenda skammtímafjárfestingu úr íslensku hagkerfi á hagfelldum kjörum með beinum samningaviðræðum við eigendur þessara

**... hægt að draga verulega úr skammtímaþrýstingi á gengi krónunnar ...**

**... telja veika krónu, höft á fjármagnsflutningum og háa vexti meðal sinna alvarlegustu vandamála ...**

bréfa. Af yfirlýsingum stærstu umsjónaraðila útgáfu jöklabréfa að dæma ætti að vera tiltölulega auðvelt að nálgast eigendur þessara bréfa og ná að samningaborði. Þannig væri hægt að draga verulega úr skammtímaþrýstingi á gengi krónunnar við afnám hafta. Takist þetta skapast því fyrr aðstæður þar sem hægt verður að nema höft af fjármagnshreyfingum. Af þessum sökum ber að skoða ofangreindar leiðir til hlítar sem allra fyrst.

## **VANDINN STAÐFESTUR**

Viðskiptaráð Íslands framkvæmdi í byrjun árs skoðanakönnun þar sem kannað var viðhorf aðildarfélaga ráðsins til almenns rekstrarumhverfis, aðgerða stjórnvalda og annarra miklvægra áhrifaþátta í kjölfar hruns bankakerfisins. Niðurstöður könnunarinnar er hægt að nálgast í heild sinni á vefsíðu Viðskiptaráðs, en þar kemur m.a. fram að stór hluti aðildarfélaga telja veika krónu, höft á fjármagnsflutningum og háa vexti meðal sinna alvarlegustu vandamála. Jafnframt er það niðurstaða könnunarinnar að bæði lækkun vaxta á innlendum á markaði og afnám gjaldeyrishafta væru þær aðgerðir sem kæmu sér einna best fyrir fyrirtækin í landinu.

Af þessu má vera ljóst að brýnt er að ný ríkisstjórn hefjist þegar handa við að greiða úr stöðunni á gjaldeyrismarkaði og skapa aðstæður til að hægt verði að lækka vexti sem allra fyrst. Til að vaxtalækkanir og afnám hafta geti gengið upp samhliða er lykilatriði að efla trúverðugleika íslenska hagkerfisins, jafnt á innlendum sem og erlendum vettvangi. Að sama skapi ættu stjórnvöld að ganga í það verk sem fyrst að vinda ofan af skammtímafjárfestingu erlendra aðila í íslensku hagkerfi og losa með því um þrýsting á gengi krónunnar við afnám gjaldeyrishafta. Því fyrr sem stjórnvöld bregðast við aðstæðum með afgerandi hætti, þeim mun fyrr kemst íslenskur efnahagur á braut varanlegrar endurreisnar.

**Nánari upplýsingar veita Frosti Ólafsson aðstoðarframkvæmdastjóri Viðskiptaráðs, Davíð S. Davíðsson hagfræðingur Viðskiptaráðs og Haraldur I. Birgisson lögfræðingur Viðskiptaráðs í síma 510-7100.**