



Reykjavík 6. október 2009
SI-55643

Jóhanna Sigurðardóttir
Forsætisráðherra
Forsætisráðuneytið
Stjórnarráðhúsinu, 150 Reykjavík

Efni: Greinargerð um afleiðingar tafa á endurskoðun efnahagsáætlunar

Í bréfið yðar dags. 5. október 2009 er þess farið á leit við Seðlabankann að bankinn vinni greinargerð um hugsanlegar afleiðingar þess að fyrirhuguð endurskoðun efnahagsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins tefjist og þar með afgreiðsla lána frá vinapjóðum, sem ætlað er að styrkja gjaldeyrisforðann. Óskað er eftir því að m.a. komi fram í greinargerðinni hvaða áhrif framangreind frestun kunni að hafa á afnám gjaldeyrishafta, gengi íslensku krónunnar, lækkun vaxta, láns hæfismat ríkisins, endurreisn atvinnulífsins, atvinnuleysi, skuldastöðu heimilanna og fleiri grundvallarþætti íslensks efnahagslífs. Í eftirfarandi greinargerð er lagt mat á þessa þætti. Ekki er fjallað um hugsanlegar mótvægisáðgerðir stjórnvalda, sem mildað gætu afleiðingar dráttar á endurskoðun efnahagsáætlunarinnar.

Þeir þættir sem hugsanleg töf gæti haft áhrif á eru allir samtengdir. Rétt er að rifja upp að meginmarkmið efnahagsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er að endurheimta traust á efnahagslífið og gjaldmiðil þjóðarinnar og byggja upp gjaldeyrisforða með það að leiðarljósi að stuðla að nægum stöðugleika í gengismálum til þess að hægt sé að endurreisa fjármálakerfið, bæta efnahag heimila og fyrirtækja og að lokum afnema gjaldeyrishöft að nýju, án þess að tefla stöðugleika krónunnar í tvísýnu. Reynsla annarra þjóða af stuðningi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins við endurreisn efnahagslífs í kjölfar fjármálakreppu sýnir að litið er á aðkomu sjóðsins sem heilbrigðisvottorð fyrir þá efnahagsstefnu sem mótuð hefur verið. Samvinna við sjóðinn er því mikilvægur þáttur í viðleitni stjórnvalda til þess að endurreisa orðspor innlendarar hagstjórnar og þar með opna

SEÐLABANKI ÍSLANDS

KALKOFNSVEGI 1 · 150 REYKJAVÍK

SÍMI: 569 9600 · NETFANG: sedlabanki@sedlabanki.is · BRÉFASÍMI: 569 9605

erlenda fjármálamarkaði og laða að beina erlenda fjárfestingu einkaaðila sem jafnan fylgir í kjölfarið.

Augljósustu áhrif tafa yrðu þau að tefja fyrir **afnámi gjaldeyrishafta**. Áform eru um að taka fyrsta skrefið til afnáms hafta hinn 1. nóvember nk. Þótt fyrst í stað verði einungis aflétt hömlum af fjármagnshreyfingum sem fela í sér gjaldeyrisinnstreymi, þá er engu að síður mikilvægt að þessi aðgerð takist vel og verði til þess að efla traust á íslenskt efnahagslíf og krónuna. Fjárfestar sem festa fé í innlendum eignum eftir 1. nóvember geta selt þær eignir á ný og tekið gjaldeyrinn úr landi. Með þá óvissu sem tengist Icesave-deilunni yfirvofandi er mun hættara við bakslagi, þ.e.a.s. að gengi krónunnar verði óstöðugt af völdum óvissu um lausn deilunnar.

Endurskoðun efnahagsáætlunarinnar er mikilvæg forsenda þess að hægt verði að taka síðari skref áætlunarinnar um afnám hafta, þ.e.a.s. að afnema höft á viðskipti með tiltekna eignaflokka. Fyrir því eru nokkrar ástæður:

- Í fyrsta lagi er mikilvægt að hafa nægan forða til reiðu þegar þetta skref er tekið. Það eflir getu Seðlabankans til þess að mæta hugsanlegu útstreymi og dregur um leið úr líkum á því að til þess komi. Aukinn forði er því mikilvægur til þess að jafna óhóflegar skammtímagengissveiflur sem gætu fylgt afnámi gjaldeyrishafta fyrst í stað. Þetta er sérstaklega mikilvægt í ljósi þess að spár um þróun greiðslujafnaðar benda til þess að Seðlabankinn þurfi nokkurn gjaldeyrisforða til að geta stutt við gengi krónunnar á næstu misserum. Alþjóðlegur stuðningur í formi lána frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Norðurlöndum og öðrum er því mikilvægur til þess að áætlanir um sjálfbæran greiðslujöfnuð gangi eftir. Á hinn bóginn þarf stöðugt að endurmeta þörfina fyrir stóran forða og þar með lánveitingar til þess að efla hann. Efnahagsáætlunin og þeir lánasamningar sem gerðir eru í tengslum við hana eru sveigjanleg, þannig að hægt verður að draga úr lántökum ef aðstæður breytast.
- Í öðru lagi er líklegt að **lánshæfismat** Íslands verði lækkað náist ekki sátt í Icesave-deilunni og endurskoðun efnahagsáætlunarinnar tefjist þess vegna¹. Ef lánshæfismatið fellur niður fyrir fjárfestingarflokk (e. investment grade) kunna sumir stofnanafjárfestar að vera tilneyddir að selja eignir sínar um leið og færi gefst, vegna þess að þeim er ekki heimilt að fjárfesta í svo lágt metnum eignum. Lægra lánshæfismat gæti þannig skapað hættu á óstöðugleika þegar höft verða afnumin. Því yrði ráðlegt að fresta a.m.k. afnámi hafta á tiltekna eignaflokka þar til endurskoðunin liggur fyrir. Þessu til

¹ Í nýlegum ritum matsfyrirtækjanna Fitch og Moody's hefur þetta beinlínis verið sagt.

viðbótar gæti reynt á ákvæði í lánasamningum íslenskra fyrirtækja og sveitarfélaga og torvelað endurfjármögnun þeirra á næstu árum. Það yrði jafnframt erfiðara fyrir fjármálastofnanir að ná undir sig fótunum á ný. Það sama á við um aðgengi ríkissjóðs að erlendum lánsfjármörkuðum. Að lokum gætu greiðslukortafyrirtæki þurft að leggja fram auknar tryggingar.

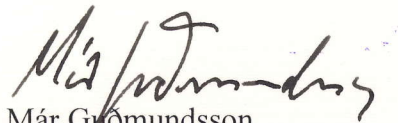
Áhrif frestunar á **gengi krónunnar** ræðst nokkuð af því hve vel gjaldeyrishöftin halda. Nokkur hætta er á að ef fjárfestar sem eiga frystar krónueignir sjá fram á að afnám hafta muni dragast mjög á langinn eða að afnám haftanna (þrátt fyrir frestun) sé líklegt til að valda umtalsverðri gengislækkun krónu muni þeir í vaxandi mæli reyna að komast framhjá höftunum. Slíkur ótti eykur þrýsting á gengi krónunnar með tilheyrandi afleiðingum fyrir skuldsett heimili og fyrirtæki, auk þess sem það myndi tefja enn frekar hjöðnun verðbólgunnar.

Töluvert skortir á að krónan hafi nægilegt traust um þessar mundir. Fjárfestar, hvort heldur innlendir eða erlendir, eru ófúsir til að eiga krónur eða eignir í krónum nema gegn umtalsverðri umbun í formi hærri ávöxtunar en þekkist á sterkari gjaldmiðlasvæðum. Forsenda þess að **vextir geti lækkað** án þess að tefla stöðugleika krónunnar í tvísýnu er að traust á krónuna aukist. Helst þyrfti krónan að styrkjast nokkuð til þess skapa forsendur fyrir hraða hjöðnun verðbólgu og þar með lækkun vaxta. Hingað til hafa vextir Seðlabanka lækkað nokkurn veginn í takt við vísbendingar um lækkun áhættuálags. Verulegar tafir á endurskoðun efnahagsáætlunarinnar, sérstaklega ef lánshæfiseinkunn lækkar, gæti leitt til þess að álag á krónueignir aukist á ný, leki gjaldeyrishaftanna færast í aukana og innstæður á gjaldeyrisreikningum vaxi á kostnað krónureikninga. Slík þróun myndi leiða til lækkunar á gengi krónu og aukinnar verðbólgu, og leiða til þess að ógerlegt yrði að halda vaxtalækkunarferlinu áfram. Í versta falli gæti þurft að hækka vexti til að verja gengi krónunnar.

Endurreisn atvinnulífsins snýst að stórum hluta um það að endurskipuleggja efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja sem hafa skaddast af völdum fjármálakreppunnar og falls krónunnar. Frekari óstöðugleiki í gengismálum, sem gæti orðið afleiðing þess að endurskoðunin dragist frekar á langinn, myndi torvelda þessa endurskipulagningu. Það og hærri vextir en ella gætu því tafið endurreisn efnahagslífsins. Í því felst að **atvinnuleysi** yrði herra en ella. Áhrif á **skuldastöðu heimilanna** ræðst einkum af áhrifum tafa á gengi krónunnar og þar með verðbólgu. U.þ.b. fimmtungur skulda heimilanna er t.d. bundinn gengi erlendra gjaldmiðla og þorri þess sem eftir stendur er verðtryggður.

Ekki er auðvelt að setja töluleg gildi á þá áhrifaþætti sem beðið er um, allra síst með svo skömmum fyrirvara. Af viðtölum við fjölda erlendra

fjárfesta, bankamenn og sérfræðinga á sviði alþjóðafjármála má hins vegar ráða að afar mikilvægt er að draga úr óvissu af völdum Icesave-deilunnar og tafar á endurskoðun efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem af henni leiðir.



Már Guðmundsson
bankastjóri



Arnór Sighvatsson
aðstoðarbankastjóri