

## Greinargerð um afleiðingar tafa á endurskoðun efnahagsáætlunar

Forsætisráðherra hefur í bréfi dagsettu 5. október farið þess á leit við efnahags- og viðskiptaráðuneytið að það skili greinargerð um hugsanlegar afleiðingar þess að fyrirhuguð endurskoðun efnahagsáætlunar AGS tefjist og þar með afgreiðsla lána frá vanaþjóðum, sem ætlað er að styrkja gjaldeyrisforðann.

Jafnframt er spurt um áhrif frestunar á afnám gjaldeyrishafta, gengi krónunnar, lækkun vaxta, láns hæfismat ríkisins, endurreisn atvinnulífsins, skuldastöðu heimila og fleiri grundvallarþætti íslensks efnahagslífs og samfélagsins í heild.

### Niðurstaða okkar er í meginatriðum þessi:

1. **Efnahagsáætluninni hefur verið framfylgt:** Þrátt fyrir að töf hafi verið á endurskoðun efnahagsáætlunar AGS hafa stjórnvöld fylgt áætluninni eftir og árangur er í samræmi eð umfram markmið þar sem einstökum þáttum hefur ýmist verið hrint í framkvæmd eða þau sett í ásættanlegan farveg.
2. **Frekari frestun mun hinsvegar draga úr tiltrú:** Frestun yrði til þess að draga úr tiltrú á efnahagsstefnu stjórnvalda, bæði innanlands og utan.
3. **Öflugur gjaldeyrisvarasjóður er frumforsenda:** Forsenda fyrir afnámi gjaldeyrishafta er að Seðlabankinn ráði yfir nægjanlega öflugum gjaldeyrisvarasjóði. Tafir á endurskoðun áætlunar AGS og að lán fái frá sjóðnum og vanaþjóðum myndu seinka afnámi hafta verulega.
4. **Þrýstingur á krónuna myndi vaxa:** Tafir á afnámi gjaldeyrishafta og minnkandi trúverðugleiki efnahagsáætlunarinnar eykur þrýsting á gengi krónunnar til lækkunar, sem aftur leiðir til vaxandi verðbólgu.
5. **Svigrúm til vaxtalækkana hverfur:** Þrýstingur á gengi leiðir til þess að Seðlabankinn mun hafa minna svigrúm til vaxtalækkana og getur þurft að hækka vexti umtalsvert til viðbótar.
6. **Lækkað láns hæfismat myndi auka enn á vandann:** Láns hæfismatsfyrirtæki munu að öllum líkindum bregðast við versnandi ástandi með því að lækka láns hæfismat ríkissjóðs. Fall í flokk ótryggra fjárfestinga (e. non-investment grade) hefði mjög neikvæð áhrif á möguleika innlendra aðila til endurfjármögnunar.
7. **Draga þarf úr óvissu og styðja við endurreisn:** Endurreisn atvinnulífs og viðnám gegn kjararýrnum og atvinnuleysi byggir á því að dregið verði úr óvissu um efnahagsþróun og að fjármálakerfið nái að starfa eðlilega. Kjölfesta þess er framgangur efnahagsáætlunar

ríkisstjórnarinnar og samvinna við AGS ásamt fjármögnun þeirri sem sjóðurinn og grannþjóðirnar veita er mikilvæg forsenda árangurs.

Hér á eftir verður frekari grein gerð fyrir þessum niðurstöðum. Í lok skjalsins er einnig tæpt á þeirri hættu sem getur myndast í lok októbermánaðar ef óvissa er enn um fjárhagslega stöðu Tryggingasjóðs innistæðueigenda.

## **1. Efnahagsáætluninni hefur verið framfylgt**

Í upphaflegri efnahagsáætlun milli stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) var gert ráð fyrir því að áætlunin yrði endurskoðuð reglulega með ársfjórðungs millibili og að fyrsta endurskoðun yrði í febrúar á þessu ári. Þetta hefur ekki gengið eftir af ýmsum ástæðum þar sem m.a. reyndist mun tímafrekara en reiknað var með í upphafi að ljúka verðmati nýju bankanna og hefja samningaviðræður við kröfuhafa gömlu bankanna varðandi uppgjör á yfirteknum eignum. Þessu til viðbótar má nefna stjórnarskiptin í byrjun febrúar og síðan alþingiskosningar og myndun nýrrar ríkissjórnar á vormánuðum.

Mikið starf var engu að síður unnið yfir sumarmánuðina að því að hrinda í framkvæmd einstökum þáttum efnahagsáætlunarinnar og má segja að öllum meginþáttum hafi nú ýmist verið hrint í framkvæmd eða þau sett í ásættanlegan farveg þó svo að endurskoðunin sjálf hafi enn ekki farið fram. Helstu ástæður þess er að ekki hefur enn verið að fullu lokið þeim þætti sem snýr að fjármögnun áætlunarinnar og samningum við þá kröfuhafa sem tengjast innistæðutryggingum vegna útibúa íslensku bankanna erlendis.

Þrátt fyrir að efnahagsáætluninni sem slíkri hafi að verulegu leyti verið fylgt eftir þó svo að sjálf endurskoðunin hafi tafist um átta mánaða skeið.

## **2. Frekari frestun dregur úr tiltrú**

Eins og gefur að skilja er töf af þessu tagi mjög bagaleg og dregur úr trúverðugleika stjórnvalda sem og AGS varðandi árangur og framhald áætlunarinnar. Enn frekari töf yrði einungis til þess að auka á vandann að þessu leyti.

Mikilvægt er þó að hafa í huga að svo lengi sem efnahagsstefna stjórnvalda fylgir í raun þeim meginlínnum sem lagt er upp með í áætluninni mildast áhrif frestunarinnar að nokkru leyti. Þetta á ekki hvað síst við um framkvæmd stefnunnar í ríkisfjármálum sem og endurreisn fjármálakerfisins sem unnið hefur verið að af fullum krafti í samræmi við efnahagsáætlunina. Stjórnvöld geta einnig unnið gegn afleiðingum tafarinnar með því að kynna árangur efnahagsáætlunarinnar og hvernig þau hyggist vinna markvisst að höfuðmarkmiðum hennar.

Frekar frestun efnahagsáætlunarinnar myndi fyrst og fremst draga enn frekar en orðið er úr tiltrú á efnahagsstefnu stjórnvalda bæði innanlands og utan.

### **3. Öflugur gjaldeyrisvarasjóður er frumforsenda**

Til skamms tíma kæmi frestunin niður á þeim þáttum sem tengjast opnun hagkerfisins og afnámi gjaldeyrishafta. Forsenda fyrir afnámi gjaldeyrishafta er að Seðlabankinn hafi yfir að ráða nægjanlega öflugum gjaldeyrisvarasjóði til að verja krónuna falli þegar höftin verða afnumin. Í lok júlí s.l kynnti Seðlabankinn áætlun um afnám gjaldeyrishafta sem áætlað er að geti hafist fyrir 1. nóvember n.k. að uppfylltum ákveðnum skilyrðum. Þessi áætlun er fremur varfærin og gerir ráð fyrir því að afnám gjaldeyrishaftanna gerist í áföngum og að í upphafi verið höftum létt af innstreymi erlends fjármagns vegna nýrrar fjárfestingar.

Nákvæmlega hver fjármögnunarþörfin er getur verið álitamál, en núverandi áætlanir gera ráð fyrir að hún sé í mánudna við 5 milljarða dollara sem samsvarar um 620 milljörðum króna á núverandi gengi. Þar af hefur verið miðað við að lán AGS verði um 2,1 milljarður dollara, lán frá Norðurlöndum nemi 2,5 milljörðum dollara og að frá öðrum þjóðum þ.e. Færeyjum, Pólverjum og Rússum nema alls um 750 milljónum dollara.

Hvort hægt sé að ná sama árangri með lægri fjárhæð skal ósagt látið en augljóslega þarf Seðlabankinn að ráða yfir töluverðum gjaldeyrisforða til að koma í veg fyrir að afnám gjaldeyrishaftanna valdi enn frekari falli krónunnar. Ef vel tekst til verður gjaldeyrisútfleði viðuráðanlegt og innlendir jafnt sem erlendir aðilar halda stöðum sínum í krónum að mestu óbreyttum. Forsenda fyrir slíkri ákvörðun af þeirra hálfu er að efnahagsstefna stjórnvalda sé trúverðug að öðru leyti þannig að væntingar um ávöxtun þegar til lengri tíma er litið vegi þyngra en sú áhætta sem tekin er til skamms tíma með áframhaldandi fjárfestingum í krónum.

Núverandi gjaldeyrisforði Seðlabankans nemur tæpum 490 milljörðum en séu erlendar skuldir dregnar frá nemur hrein gjaldeyriseign Seðlabankans tæpum 210 milljörðum króna. Þótt svo að hér sé um töluvert háa upphæð að ræða er augljóst að án frekari styrkingar gjaldeyrisforðans hefur Seðlabankinn lítið bolmagn til styðja við árangursríkt afnám gjaldeyrishafta í bráð. Án frekari styrkingar gjaldeyrisforðans er því nánast útilokað að afnema gjaldeyrishöftin hvort sem það verður gert með lántöku eða byggja gjaldeyrisforða með öðrum hætti sem mun taka langan tíma miðað við núverandi stöðu og spá um afgang á viðskiptajöfnuði við útlönd.

### **4. Þrýstingur á gengi krónunnar myndi vaxa**

Áhrif frekari tafa á framkvæmd efnahagsáætlunarinnar á gengi krónunnar eru óviss. Eins og gefur að skilja er velta og verðmyndun á gjaldeyrismarkaði með allt öðrum hætti nú en áður var fyrir daga

gjaldyrishaftanna. Mun erfiðara hefur reynst að framfylgja gjaldyrishöftum en vonast var til í upphafi og Seðlabankinn hefur komið inn á markaðinn með reglulegu millibili til að koma í veg fyrir frekara fall krónunnar. Það skiptir því miklu máli að geta aflétt höftunum sem fyrst þó svo að í millitíðinni þurfi að öllum líkindum að herða á framkvæmd þeirra. Eins og áður segir mun frestun á endurskoðun á efnahagsáætlun AGS og stjórnvalda valda því að erfiðara verður um vik að afnema gjaldyrishöftin og því má allt eins vænta þess að aðilar á gjaldyrismarkaði leiti enn frekar eftir því finna leiðir til undanskota og sem grefur undan trúverðugleika núverandi stefnu.

## **5. Svigrúm til vaxtalækkana hverfur**

Tafir á framkvæmd efnahagsáætlunarinnar valda því að minni trú verður á stefnu í ríkisfjármálum og gætu sett aukin þrýsting á gengi, m.a. þar sem minni líkur eru á að unnt verði að afnema gjaldyrishöftin. Seðlabankinn mun þurfa að bregðast við þessum áhrifum með aðhaldsamri peningastefnu sem þar með dregur úr svigrúmi bankans til að lækka vexti.

## **6. Lækkað lánsþæfismat myndi auka enn á vandann**

Frestun á efnahagsáætluninni setur þýsting á lánsþæfismat ríkissjóðs, sérstaklega ef líkur eru á því að ekki verði gengið frá samningum í tengslum við Icesave málið. Nú þegar hefur lánsþæfi ríkissjóðs lækkað niður að mörkum þess að teljast í flokki tryggra fjárfestinga (á ensku: *investment grade*) en lækkun niður í flokk ótryggra fjárfestinga (á ensku, *non-investmentgrade*) hefði mjög neikvæð áhrif á endurfjármögnunarmöguleika ríkisins og sveitarfélaga sem og íslenskra fyrirtækja almennt, bæði opinberra og fyrirtækja á einkamarkaði.

## **7. Draga þarf úr óvissu og styðja við endurreisn:**

Varðandi áhrif frestunar á aðra þætti sem spurt er um, s.s. endurreisn atvinnulífs, atvinnuleysi og skuldastöðu heimila má segja almennt að jákvæðum árangri hvað þessa þætti varðar yrði slegið á frest. Endurreisn atvinnulífsins, og þar með aukin atvinnusköpun, byggir á því að dregið verði úr óvissu og fjármálakerfi landsins endurreist. Að því er nú unnið innan ramma efnahagsáætlunar ríkisstjórnarinnar og AGS. Þar skiptir m.a. hugsanleg yfirtaka kröfuhafa og skilaneftnda tveggja af föllnu viðskiptaböndunum mjög miklu máli. Óvíst er hver áhrif frestunar yrðu á þessi áform en vandséð er að þau geti verið jákvæð. Sama má segja um skuldastöðu heimilanna sem vinna þarf í samvinnu við bankanna þó svo að nú þegar hafi verið stigin mikilvæg skref í þeim efnum.

## **Tryggingasjóður innistæðueigenda**

Frestun á því að lokið sé samningum við Breta og Hollendinga um þær greiðslur sem deilt er um í Icesave samningaviðræðunum hefur átt stóran þátt í því að endurskoðun AGS á efnahagsáætluninni

hefur tafist. Hinsvegar er mikilvægt að hafa í huga að frekari frestun á samningunum um Icesave mun geta haft mjög alvarlegar afleiðingar, hvort sem afgreiðsla AGS verður lokið á næstunni eða ekki.

Vert er að minna á það sérstaklega að þann 23. október n.k. rennur út sá frestur sem viðskiptaráðherra hefur veitt Tryggingarsjóði innstæðueigenda og fjárfesta til að greiða innstæðueigendum Landsbankans og Glitnis þá fjárhæð sem þeir eiga rétt á úr sjóðnum á grundvelli laga nr. 98/1999 um innstæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta. Viðskiptaráðherra hefur framlengt frestinn þrisvar á því ári sem liðið er frá hruninu á grundvelli heimildar í reglugerð nr. 120/2000 um innstæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta, sbr. lög nr. 98/1999 og eru heimildir reglugerðarinnar til framlengingar byggðar á tilskipun Evrópusambandsins um innstæðutryggingar nr. 94/19/EB. Ekki er í íslenskum reglum eða reglum Evrópusambandsins heimild til að framlengja frestinn frekar.

Þær greiðslur sem falla munu á Tryggingarsjóðinn þann 23. október eru annars vegar þær greiðslur sem deilt er um við Breta og Hollendinga í Icesave samningaviðræðunum, þ.e. greiðslur til einstaklinga sem áttu inneignir á Icesave reikningum í Bretlandi og Hollandi, og hins vegar greiðslur vegna heildsöluinnlána Landsbankans í Bretlandi og Hollandi og Glitnis í Bretlandi.

Af framansögðu er ljóst að Tryggingarsjóði ber lagaskylda til að greiða þessum innstæðueigendum eigi síðar en 23. október. Verði ekki samið um þessar greiðslur fyrir 23. október yrði afleiðingin sú að sjóðurinn væri brotlegur við íslensk lög. Það opnar því fyrir möguleika á málssókn á hendur sjóðnum fyrir að standa ekki við skyldur sínar samkvæmt lögum og hugsanlega málssókn á hendur ríkinu fyrir að mismuna innstæðueigendum eftir staðsetningu. Þá er mjög líklegt að slíkt leiddi til málssóknar á hendur íslenska ríkinu fyrir að hafa ekki innleitt tilskipun Evrópusambandsins um innstæðutryggingar með fullnægjandi hætti. Slíkum málum yrði væntanlega stefnt fyrir íslenskum dómstólum.

Áhrif þessarar framvindu á lánshæfiseinkunn ríkissjóðs yrðu án efa neikvæð og mjög líklegt að fljótlega í kjölfarið lækkuðu lánshæfismatsfyrirtækin lánshæfiseinkunn ríkissjóðs enn frekar.

Að síðustu má nefna að lendi Tryggingarsjóðurinn í vanskilum með þeim hætti sem hér er lýst verður að telja líklegt að það hafi neikvæð áhrif á aðildarumsókn Íslands að ESB án þess að hægt sé að fullyrða um slíkt á þessu stigi.

Fyrir hönd ráðherra

Björn Rúnar Guðmundsson

Arnar Þór Sveinsson