

Birtisti í Morgunblaðinu, 19. mars 1999.

Hættur frjálsra gjaldeyrisviðskipta eftir Jón Steinsson

Einhver mikilvægasta breyting sem orðið hefur á umgjörð efnahagsmála hér á landi síðasta áratuginn er aukið frjálsræði á fjármagnsmarkaði. Veigamesta skrefið í þeirri þróun hefur verið afnám gjaldeyrishafta. Þessar breytingar hafa átt stóran þátt í hagsæld síðustu ára hér á Íslandi. Þær hafa auðveldað íslenskum fyrirtækjum sókn á erlenda markaði en öllu mikilvægara er þó það að breytingarnar hafa opnað Ísland fyrir innstreymi erlends fjármagns.

Þróun fjármálamarkaðar hér heima er reyndar ekkert einsdæmi. Svipuð þróun hefur átt sér stað víða í heiminum á sama tíma. Frjáls gjaldeyrisviðskipti hafa nær hvarvetna ýtt undir hagvöxt og velsæld viðkomandi landa. Í fararbroddi þeirra þjóða sem á undanförnum árum og áratugum köstuðu gjaldeyrishöftum fyrir róða voru hinar nýríku þjóðir Austur-Asíu. Lengst af var velgengni þessara landa tekin sem sterk rök fyrir ágæti frjálsra gjaldeyrisviðskipta. Atburðir síðustu missera hafa hins vegar orðið til þess að opna augu manna fyrir hættunum sem slíkt frelsi getur haft í för með sér.

Frjáls gjaldeyrisviðskipti hafði gert hinum nýríku þjóðum Austur-Asíu kleift að fjármagna mikinn viðskiptahalla með erlendum lántökum. Lengst af var ekki talið að þessum þjóðum stafaði nokkur hættu af viðskiptahallanum. Hann var tilkominn vegna fjárfestingar sem talið var að gæti staðið undir skuldunum. Erlendar fjármálastofnanir voru á sama máli og kepptust um að ausa peningum inn í hagkerfi landanna. Til að byrja með gekk allt eins og í sögu. Hagvöxtur var gríðarlegur, hlutabréfaverð hækkaði hröðum skrefum og erlendir fjárfestar högnuðust stórkostlega á fjárfestingum sínum á svæðinu. Velgengnin leiddi til þess að fleiri og fleiri fjárfestar á vesturlöndum sáu sér gott til glóðarinnar og enn meira fjármagn steymdi inn á svæðið. Árið 1995 nam erlend fjárfesting á svæðinu 77 milljörðum bandaríkjadala og árið 1996 var hún komin upp í 93 milljarða. Eftirá að hyggja er ljóst að á þessum árum höfðu vestrænir fjárfestar algjörlega misst sjónar á raunveruleikanum. Þeir fjárfestu í hverju sem var svo lengi sem það var frá Austur-Asíu.

Það var fyrst árið 1996 sem veikleikar fóru að koma í ljós. Útflutningur hætti að aukast og afskriftir í bankakerfinu jukust hröðum skrefum. Smám saman náðu fjárfestar áttum og sáu hvað var að gerast. Erlendir bankar hófust handa við að innkalla lán sem þeir höfðu veitt innlendum bönkum til endurútláns. Stór hluti þessara lána voru í formi skammtímalána. Innköllun lánanna gekk því hratt fyrir sig. Á sama tíma byrjuðu spákaupmenn að selja gjaldmiðla landanna í stórum stíl. Þetta gerðu þeir þar sem ljóst var að nauðsynlegt yrði að fella gengið til að eyða hinum mikla viðskiptahalla sem vestrænir fjárfestar voru ekki lengur tilbúnir að fjármagna með lánunum.

Til að byrja með reyndu seðlabankar landanna að verja gjaldmiðla sína falli en þegar varaförðar þeirra þrotu áttu þeir engra kosta vöð nema að leyfa þeim að falla. Gjaldmiðlarnir hrundu hver af öðrum um tugi prósent. Afleiðingin var gríðarlega djúp

kreppa þar sem nánast allir sem beint eða óbeint skulduðu í erlendri mynt urðu á svipstundu gjaldþrota.

Stóran hluta af orsökum vandans má án efa skrifa á spillingu, ónógt eftirlit með bankakerfum landanna og annað sem viðkemur uppbyggingu hagkerfanna. Hinn mikli og snöggi fjármagnsflótti gerði hins vegar vandann margfalgt meiri en hann hefði ella orðið.

Sú var tíð að hagfræðingar voru á einu máli um ágæti frjálsra gjaldeyrisviðskipta. Atburðir síðustu missera í Austur-Asíu og víðar hafa orðið til þess að margir þeirra hafa endurskoðað afstöðu sína. Paul Krugman, prófessor á MIT, hefur lagt til að Austur-Asíu ríkin snúi aftur til víðtækra gjaldeyrihafta, a.m.k. þar til stöðugleika er aftur náð. Skoðun Josephs Stiglitz, aðalhogfræðings Alþjóðabankans, á meiri hljómgrunn meðal hagfræðinga. Hann bendir á að hættan sé aðallega fólgin í erlendum skammtímalánum og vill takmarka flæði þeirra. Fáir draga í efa ágæti erlends langtímafjármagns en fleiri og fleiri eru farnir að setja spurningamerki við ágæti erlends skammtímafjármagns þar sem flótti þess getur svo auðveldlega grafið undan stöðugleika hagkerfisins.

Þeir sem vara við hættum erlendra skammtímalána benda oft á stefnu Chíle í þessum málum sem hagkvæma leið til að draga úr hættunni: Erlendir aðilar sem lána fjármagn til Chíle þurfa að leggja inn hjá seðlabankanum upphæð sem nemur 30% af upphæðinni sem þeir fjárfesta og láta hana liggja þar vaxtalaust í eitt ár. Slíkt fyrirkomulag er augljóslega verulegur baggi fyrir þá sem ætla sér að lána fjármagn til skamms tíma til Chíle (ríkisvixill til þriggja mánaða sem hefði skilað 8% skilar þá aðeins 3,6%) en er aftur á móti óverulegt ef um langtímafjárfestingu er að ræða (ríkisskuldabréf til 10 ára sem hefði skilað 8% á ári skilar þá u.þ.b. 7,8%). Áhrifin eru þar af leiðandi þau að draga úr erlendum skammtímalánum og hvetja til lengri lána.

Í skýrðu sinni frá því á janúar síðastliðin fjallar Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn um aukið frelsi í gjaldeyrisviðskiptum hér á landi. Lagði hann áherslu á það að þó svo að í slíku frelsi felist möguleikar á talsverðri hagræðingu þá fylgi því ýmsar hættur. Vegna þessa telur sjóðurinn ástæðu til þess að stjórnvöld auki eftirlit á ýmsum sviðum hagkerfisins. Í því sambandi nefndi hann sérstaklega eftirlit með endurútlánum erlends skammtímafjármagns, mikilli skuldaaukningu heimilanna og frjálslegri útlánastefnu bankakerfisins.

Ástæða er til að taka ábendingar sjóðsins alvarlega. Núvendi ástand efnahagsmála hér á landi er að mörgu leiti sláandi líkt ástandinu í Austur-Asíu áður en kreppan þar skall á. Hagvöxtur hefur verið mikill; gengi krónunnar er haldið föstu á meðan viðskiptahallinn er u.þ.b. 5% af þjóðarframleiðslu; og erlent lánsfé hefur verið notað til að auka heildarútlán bankakerfisins gríðarlega á skömmum tíma. Þótt ástand efnahagsmála sé betra nú en það hefur nokkru sinni verið getur slíkt tekið skjótan endi eins og við Íslendingar höfum margoft reynt. Löggjöf um erlend skammtímalán í anda fyrrnefndrar stefnu Chíle myndi verulega draga úr hættunni á því að sveiflukennt framboð á erlendum gjaldeyri verði stöðugleikanum að falli. Slík löggjöf er því skref í þá átt að festa núverandi efnahagsástand í sessi.

Einhverjir munu eflaust gagnrýna þessa tillögu með því að segja að með henn sé verið að leggja stein í götu þeirra sem vilja afla sér erlends áhættufjármagns. Þeir munu halda því fram að vegna þess aukna kostnaðar sem samkvæmt tillögunni fellur á lánveitendur munum við Íslendingar þurfa að bjóða hærri vexti til að afla sama magns af erlendu lánsfé. Sú þarf alls ekki að vera raunin. Eins of staðan er í dag heimta erlendir lánveitendur háa áhættuþóknun fyrir að fjárfesta í íslenskum krónum. Ástæðurnar eru tíðar gengisfellingar og almennur óstöðugleiki sem hrjáð hefur íslenskt efnahagslíf í gegnum tíðina. Erlendir fjárfestar munu sjá að með löggjöf í anda stefnu Chíle minnkar hættan á gengisfellingum. Þeir munu því vera tilbúnir að lækka áhættuþóknun sína. Minni áhætta mun áreiðanlega vega upp á móti auknum kostnaði og gott betur þegar um lengri lán er að ræða. Þegar öll kurl eru komin til grafar ætti tillagan því að auðvelda öflun erlends langtímafjármagns og lækka langtímavexti.