

DRÖG AÐ UPPGJÖRI



Dr. Ásgeir Jónsson | Dr. Hersir Sigurgeirsson

.....

Drög að uppgjöri

Dr. Ásgeir Jónsson
Dr. Hersir Sigurgeirsson

.....

Drög að uppgjöri

Reykjavík, 2015

Höfundar

Dr. Ásgeir Jónsson

Dr. Hersir Sigurgeirsson

Sérstakar þakkir fá:

Helgi Magnússon fyrir prófarkalestur

Jón Guðjónsson

Kristinn Karel Jóhannsson

Þorkell Hólm Eyjólfsson

fyrir rannsóknarvinnu

Útgefandi:

Auðfræðasetur

Mynd á kápu:

„Laust fé“ eftir Þóri Kolka Ásgeirsson

Hönnun og prentvinnsla:

Oddi, umhverfisvottuð prentsmiðja



ISBN 978-9979-72-802-3

Efnisyfirlit

Formáli	5	3.2 Útgönguskattur	63
Ágrip og niðurstöður	7	Box 3.1 Malasía – fjármagnshöft og útgönguskattar	65
Um færsluvandann	8	3.3 Stöðugleikaskattur	67
Markmiðið að þjóðnýta ekki tapið	9	3.4 Hvernig skattur?	71
Um haftaafnámsvinnu stjórnvalda	10	3.5 Niðurstaða	73
Samningsstaða Íslands	11	4. kafli	
Samningstilaunir slitabúanna	11	Peningamagn í umferð	77
Útgönguskattar	12	4.1 Fjórföldun á fjórum árum	77
Stöðugleikaskattar	12	Box 4.1 Um peninga og peningaprentun	82
Peningaprentun sem mengun	13	4.2 Þyrlukast	84
Endurskipulagning á fjármögnun bankakerfisins	13	Box 4.2 Seðlabankabréfið	90
Kostnaður vegna hrunsins	14	4.3 Áhrif peningamagns á gengi gjaldmiðla	91
Lokaniðurstaða	15	1. þáttur: Fjármálabóla og ástarbréf	92
1. kafli		2. þáttur: Kreppa og höft	93
Færsluvandi Íslands	17	3. þáttur: Bernanke-kenningin á Íslandi	93
1.1 Farangurinn frá Versölum	17	4. þáttur: Slitabúin	93
1.2 Snjöhengjuvandinn	21	5. þáttur: Útgreiðslur og fjármagnshöft	93
Box 1.1 Hvað er greiðslujöfnuður?	25	4.4 Fjármögnun bankanna og greiðslujöfnuður	94
1.3 Farkrónuvandinn	27	4.5 Niðurstaða	98
1.4 Niðurstaða	29	5. kafli	
2. kafli		Kostnaður ríkissjóðs vegna hrunsins	103
Slitakrónuvandinn	33	5.1 Hinir svörtu miðvikudagar	103
2.1 Drjúg verða morgunverkin	33	5.2 Hvað kostaði hrunið ríkissjóð? Mat AGS frá 2012	109
2.2 Skipting gömlu og nýju bankanna	35	5.3 Hvað kostaði hrunið ríkissjóð? Nýtt mat	114
2.3 Um innlendar eignir slitabúanna	38	FIH lánið	114
Box 2.1 Heimtur frá hinum föllnu bönkum	40	Endurreisn viðskiptabankanna	115
2.4 Um möguleg lok slitameðferðar	41	Sparisjóðirnir	119
2.5 Hvaða skilyrði þurfa útgreiðslur að uppfylla?	44	Box 5.1 Sparisjóðurinn í Keflavík	120
2.6 Leiðir að sama markmiði?	50	Endurmat á hreinum kostnaði ríkissjóðs	123
2.7 Niðurstaða	55	5.4 Skatttekjur ríkissjóðs af nýju bönkunum og slitabúunum	125
3. kafli		5.5 Niðurstaða	127
Um útgöngu- og stöðugleikaskatta	59		
3.1 Vilt þú eignast hlut í Deutsche Bank AG?	59		

Formáli

Skýrsla þessi er unnin að beiðni slitastjórnar Glitnis, en í upphafi árs kom hún að máli við skýrsluhöfunda með þá beiðni að þeir rituðu skýrslu um þá kosti sem eru í stöðunni til þess að ljúka slitameðferð föllnu bankanna og greiða út kröfur án þess að raska greiðslujöfnuði landsins.

Skýrsluhöfundar tóku þann pól í hæðina að afmarka fyrst þann færsluvanda sem Ísland á nú við að glíma og síðan þær leiðir sem koma til greina til að leysa hann farsællega. Þeir vildu jafnframt skoða samhengi færsluvandans við þær björgunar- aðgerðir sem opinberir aðilar tókust á hendur í tengslum við hrunið 2008. Ísland – líkt og önnur þjóðríki með eigin mynt – hefur bæði prentvald og skattvald til þess að bregðast við bankakrísum. Prentvaldið liggur hjá Seðlabankanum sem þjónar sem lánveitandi til þrautavara, en skattvaldið hjá ríkisstjórn og Alþingi í umboði skattgreiðenda þegar kemur að endurfjármögnun banka. Farið er yfir beitingu þessara tveggja valdheimilda í tveimur síðustu köflunum og hvaða kostnað þær hafa haft í för með sér fyrir ríkissjóð Íslands. Verða nú aðrir að dæma um árangurinn.

Við vinnslu skýrslunnar nutu höfundar aðstoðar Jóns Guðjónssonar, Kristins Karels Jóhannssonar og Þorkels Hólms Eyjólfssonar og kunna höfundar þeim bestu þakkir fyrir aðstoðina. Efnistöð og umfjöllun skýrslunnar – ályktanir, niðurstöður og hugsanleg mistök – eru þó alfarið á ábyrgð undirritaðra.

Kostnaður við gerð skýrslunnar var greiddur af Glitni.

Reykjavík, 1. maí 2015

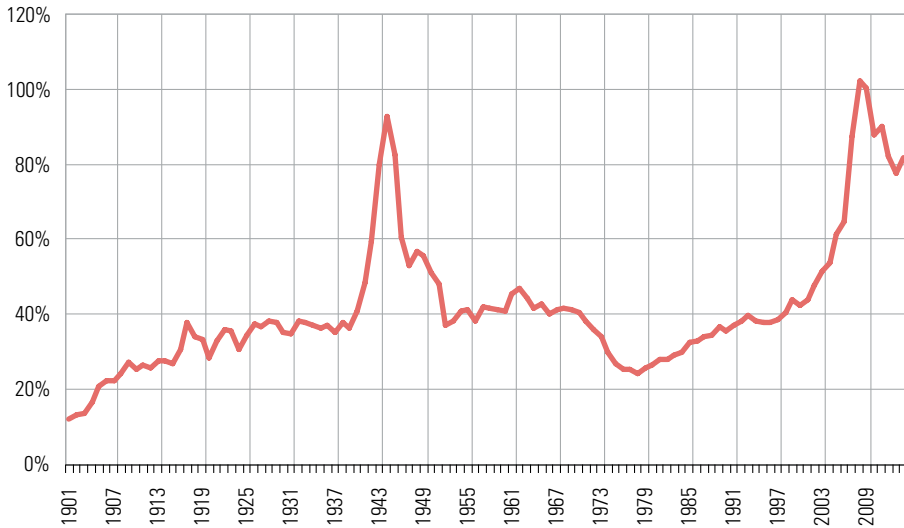
Dr. Ásgeir Jónsson
Dr. Hersir Sigurgeirsson

Ágrip og niðurstöður

Ísland á við *færsluvanda* að etja í kjölfar bankahrunsins í október 2008. Hugtakið *færsluvandi* lýsir þeim vanda sem felst í að flytja mikil verðmæti frá einu myntsvæði til annars í gegnum fjármagnsjöfnuðinn án þess að gengisskráningin fari á skjön við eðlilegt jafnvægi í utanríkisviðskiptum. Grunnástæða þessa vanda er fjórföldun peningamagns á árunum 2003–2008. Peningamagn í umferð er að langmestu leyti innlán í bönkum og staðan er því sú að fjármálakerfið er fullt af lausu fé sem vill leita útgöngu í gegnum gjaldeyrismarkaðinn. Þannig skapast hættu á verulegu gengisfalli krónunnar við losun fjármagnshafta sem hefði neikvæð áhrif á líf skjör í landinu.

Peningaprentunin á sér tvær rætur. Í fyrsta lagi í lækku bindiskyldunnar árið 2003 sem samfara útlánabólu leiddi til tvöföldunar peningamagns á þremur árum, og í öðru lagi í lánum Seðlabankans til bankanna með veði í svokölluðum ástarbréfum í aðdraganda hrunsins þegar peningamagn í umferð tvöfaldaðist á tveimur árum frá 2007–2008. Á þeim tíma var gríðarleg eftirspurn eftir lausafé vegna óróleika sem hófst á alþjóðafjármálamörkuðum um mitt ár 2007. Þá sóttust innlendir fjárfestar eftir því að innleysa margfalda hækkun á eignaverði árin á undan og koma andvirðinu fyrir sem innstæðum. Bankarnir gátu svarað þessari lausafjäreftirspurn með lánum úr Seðlabankanum. Þau lán voru meðal annars nýtt til þess að fjármagna hlutabréfakaup ýmissa eignarhaldsfélaga á eigin bréfum bankanna – sem raunverulega fólu í sér að almennum fjárfestum var afhent lausafé í stað hlutabréfa. Þannig var loftbóluhagnaði á hlutabréfamarkaði umbreytt í innstæður sem síðan varð borgið með ríkisábyrgð og neyðarlögum og eftir situr gríðarmikið peningamagn í umferð.

Í sjálfu sér voru aðgerðir Seðlabanka Íslands í aðdraganda hrunsins ekki frábrugðnar aðgerðum annarra seðlabanka á sama tíma, en sökum þess hve Ísland er lítið opið hagkerfi hlýtur peningaprentun alltaf að hafa mjög sterk áhrif á gjaldeyrismarkaðinn. Það gefur því auga leið að fjórföldun peningamagns og hækkun *M3* sem hlutfall af landsframleiðslu frá því að vera um 45% árið 2003 og til þess að vera rúmlega 100% árið 2008 hlaut að koma fram með miklu útlæði á fjármagnsjöfnuði. Og þá sérstaklega þegar íslenskir eignamarkaðir hættu að skila undur-arðsemi er bólan sprakk.



Mynd 1 Peningamagn (M3) sem hlutfall af landsframleiðslu frá 1900 til vorra daga.

Um færsluvandann

Hinn bráði færsluvandi skapast vegna þess að stór hluti af hinni miklu seðlaprentun á árunum fyrir hrun er nú kominn í eigu erlendra fjárfesta sem vilja skipta útgáfunni í erlendan gjaldeyri og flytja á brott. Þetta á bæði við um hina svokölluðu snjóhengju, sem er krónur fyrrum vaxtamunarfjárfesta, en einnig innlendar eignir slitabúa föllnu bankanna. Það er eðli slitabúa að breyta eignum í laust fé til útgreiðslu. Frá hruni hafa búin eignast íslenskt lausafé sem liggur nú sem umfram eigið fé og innstæður í nýju bönkunum.

Í umræðu um færsluvandann er gjarnan lögð áhersla á erlent eignarhald á krónum og hættuna sem stafar af því. Hins vegar geta innlendir fjárfestar hlaupið alveg jafn hratt út úr landinu og þeir erlendu ef sá gállinn er á þeim. Þegar um skammtíma fjármagn er að ræða skiptir merkimiðinn erlent/innlent eignarhald eða erlend/innlend myntsamsetning ekki höfuðmáli. Það sem skiptir máli er hve mikið skammtíma fjármagn er til staðar í viðkomandi fjármálakerfi, sem getur komist á hreyfingu ef eitthvað bjátar á. Jafnframt hljóta allar lausnir á færsluvandanum að byggja á því að peningamagn sé tekið úr umferð eða því umbreytt úr innlánnum í langtíma fjármögnun fyrir bankakerfið. Ella mun færsluvandinn ekki leysast þrátt fyrir að slita-búin hverfi úr sögunni. Og jafnvel þótt þessu umfram peningamagni sé varnað að flæða úr landi með fjármagnshöftum munu áhrifin þess í stað koma fram innan-lands með bæði verðbólgu og hækkun eignaverðs.

Markmiðið að þjóðnýta ekki tapið

Ríkisstjórn Íslands mótaði þá stefnu með neyðarlögunum og aðgerðum á grunni þeirra við upphaf hrunsins að íslenskir skattgreiðendur myndu ekki taka á sig byrðar vegna bankanna. Þannig voru innstæður til að mynda gerðar að forgangskröfum með neyðarlögunum sem fól í sér 1.400 milljarða millifærslu frá almennum kröfuhöfum til innstæðueigenda. Þessi stefnumörkun var síðan staðfest af Alþjóðagjald-eyrissjóðnum í nóvember 2008. Og með dómi EFTA-dómstólsins í janúar 2013 – þar sem ríkisábyrgð á Icesave-reikningunum var hafnað – var skorið á þann síðasta þráð sem hefði getað dregið almenning til ábyrgðar fyrir skuldum bankanna þriggja. Hluti af þessari stefnumörkun hlýtur að felast í því að koma í veg fyrir að útgreiðslur úr slitabúunum rýri líf skjör almennings, þvingi fram sparnað og trufla utanríkisviðskipti landsins.

Það er skoðun skýrsluhöfunda að fimm nauðsynleg skilyrði myndi ramma til þess að tryggja almannahagsmuni við lausn færsluvandans – spurningin stendur aðeins um það með hvaða leiðum hægt er að uppfylla þau. Þessi fimm skilyrði eru:

1. Útgreiðslur á kröfum úr slitabúunum verða að rúmast innan fjármagnsjafnaðar og vera hlutlausar gagnvart fjármagnsflæði til og frá landinu.
2. Ráðstöfun innlendra eigna slitabúanna verði ekki til þess að skapa hættu á greiðslujafnaðarvanda eftir að kröfuhafar hafa fengið greitt, s.s. að lausafé leiti úr landinu eða fjármálastöðugleika verði með einhverjum hætti ógnað.
3. Útgreiðslurnar verða að eiga sér stað til hliðar við hinn opinbera gjald-eyrismarkað þannig að markaðurinn verði ekki fyrir truflunum, s.s. vegna spákaupmennsku.
4. Koma verður í veg fyrir að eftirlegukindur (hold-outs) séu til staðar eftir að útgreiðsla hefur átt sér stað sem gætu beðið færís þar til gjaldeyrisviðskipti verða aftur frjáls.
5. Ferlið verður að vera án lagalegrar áhættu ríkissjóðs þannig að kröfurnar, sem standa á slitabú bankanna, breytist ekki í kröfur á íslensku þjóðina.

Þessi skilyrði er annars vegar hægt að uppfylla með nauðasamningi slitabúanna og hins vegar með skattheimtu. Nauðasamningur er nýtur samþykkis tilskilins meiri-hluta kröfuhafa og er staðfestur af íslenskum dómstóli uppfyllir sjálfkrafa 4.–5. skilyrði. Slíkur samningur bindur alla kröfuhafa og hefði engin lagaleg eftirmál fyrir ríkissjóð. Framfylgd 1.–3. skilyrðis veltur hins vegar á því hvernig almennir kröfuhafar eru tilbúnir að ráðstafa innlendum eignum sínum samkvæmt slíkum samningi. Líklegt er að lykilatriðið við slíka samninga sé hvernig eignarhaldi á nýju bönkunum verði ráðstafað, s.s. hvort slitabúunum verði gefið færi á því að koma þeim í verð fyrir erlendan gjaldeyri og minnka þannig færsluvandann sem því nemur. Skattlagning

getur uppfyllt 1.–3. skilyrði en skilur 4. og 5. skilyrði eftir í óvissu þar sem slík skattlagning yrði alltaf á lagalega gráu svæði. Til þess að skattlagning geti gengið upp án bótaskyldu þarf hún að vera miðuð nákvæmlega að lausn færsluvandans en engum markmiðum öðrum. Að þessu er vikið nánar hér á eftir.

Um haftaafnámsvinnu stjórnvalda

Stjórnvöld skipuðu fyrstu nefndina til þess að vinna að losun fjármagnshafta í nóvember 2013, hin önnur var skipuð í júlí 2014 og sú þriðja í janúar 2015. Engin þessara nefnda hefur birt niðurstöður eða álit opinberlega þrátt fyrir að þessi vinna hafi staðið yfir í tæp tvö ár. Það virðist yfirlýst stefna stjórnvalda að veita ekki upplýsingar um fyrirætlanir sínar. Þrátt fyrir hina yfirlýstu leynd virðast fjölmiðlar samt yfirléitt hafa haft mjög góðan aðgang að upplýsingum um starf nefndanna. Þannig hafa reglulega birst mjög ítarlegar fréttir um gang mála sem aðeins geta verið komnar úr innsta hring. Af þeim upplýsingum sem þannig hafa komið fram í dagsljósið, virðist sem tvö aukamarkmið – til viðbótar hinum fimm ofangreindu skilyrðum – hafi verið meðal viðfangsefna í nefndavinnu stjórnvalda. Þau eru:

6. Útgreiðslur úr slitabúunum skili ríkissjóði umtalsverðum tekjum, meðal annars til þess að bæta fyrir tjón sem gömlu bankarnir eiga að hafa valdið með starfsemi sinni. Tekjurnar gætu síðan verið nýttar til þess að fjármagna ýmis þjóðþrifaverkefni.
7. Útgreiðslur úr slitabúunum skili gjaldeyri til ríkisins – þ.e. afgangi á fjármagnsjöfnuði – sem gætu dugað til þess að leysa hin færsluvandamálín, það er að segja snjóhengjuna og farkrónuvandann.

Ráðgjafar stjórnvalda virðast í upphafi hafa álitnið gjaldþrotaskipti vænlegustu leiðina til þess að ljúka slitameðferð föllnu bankanna. Sú skoðun stafaði af þeim skilningi að við gjaldþrotaskipti þyrfti að greiða allar kröfur út í krónum. Þannig að ef slitabúin væru sett í þrot myndu þau vera knúin til þess að afhenda Seðlabankanum gjaldreyriseignir sínar á álandsgengi. Í almennri umræðu var þetta kallað gjaldþrotaleiðin. Sú leið var hins vegar dæmd úr leik með dómi Hæstaréttar hinn 10. nóvember 2014 í máli Kaupþings hf. gegn Aresbank S.A. Þar kom skýrt fram að þó að allar kröfur íslenskra þrotabúa væru reiknaðar í lögeyri landsins stæðu engar skyldur til þess að greiða þessar sömu kröfur út í krónum. Með því að ganga inn þessa blindgötu virðist haftaafnámsvinna stjórnvalda hafa tafist um rúmlega ár.

Það er að mati skýrsluhöfunda töluverð áskorun að ná hinum fimm skilyrðum samhliða því að slitameðferð lýkur hjá gömlu bönkunum. En það er aftur á móti ómögulegt að ætla fella hin tvö síðari markmið (6 og 7) að þeim fimm. Það virðist líka vera orðin skoðun stjórnvalda ef marka má yfirlýsingar forsvarsvarsmanna ríkisstjórnarinnar á síðustu vikum og mánuðum – og að þessi tvö aukamarkmið séu ekki lengur á verkefnalista.

Samningsstaða Íslands

Þegar höftunum var upphaflega komið á árið 2008 voru greiðslur úr slitabúum undanþegnar þeim – hvort sem greiðslurnar voru í krónum eða gjaldeyri. Þessi undanþága var felld úr gildi á næturfundi þann 12. mars 2012. Ef litið er til slitabúanna tveggja, sem hafa nú þegar greitt út allar sínar forgangskröfur, þá eru 63% af eignum Glitnis erlendar og 72% af eignum Kaupþings. Þetta eru eignir sem eru utan við landið og væri hægt að greiða út til almennra erlendra kröfuhafa án áhrifa á íslenskan gjaldeyrismarkað. Stjórnvöld hafa hins vegar ekki veitt heimild fyrir slíku. Svo má segja að með afnámi undanþágunnar hafi þau skapað sér samningsstöðu, að slitabúin taki tillit til óska þeirra um ráðstöfun innlendra eigna áður en nokkuð verði greitt út. Þannig eru stjórnvöld í mun betri aðstöðu til þess að leysa þann færsluvanda sem stafar af slitakrónum en til að mynda aflandskrónum í hinni svokölluðu snjóhengju, en eigendur hennar hafa ekki sýnt á sér mikið fararsnið þrátt fyrir að útgönguleið hafi verið opnuð fyrir þá með sérstökum gjaldeyrisuppbodum.

Í þessu samhengi mátti það kannski teljast stjórnvíska að hafa síðar haldið fram gjaldþrotaleiðinni sem tæki til þess að styrkja samningsstöðu enn frekar gagnvart kröfuhöfum. Ef svo er má þó undarlegt heita að stjórnvöld hafi þá ekki látið reyna á málið og knúið slitabúin til hagstæðra nauðasamninga þegar árið 2014, áður en dómur féll í Hæstarétti þann 10. nóvember. Ef til vill má því líta á hugmyndir um útgönguskatt og síðar stöðugleikaskatt sem leið til þess að reyna að endurheimta samningsstöðuna eftir hæstaréttardóminn og knýja fram hagstæða nauðasamninga.

Samningstilraunir slitabúanna

Slitastjórn Glitnis óskaði fyrst eftir undanþágu frá gjaldeyrislögum til þess að ljúka nauðasamningi í nóvember 2012. Formlegt svar Seðlabankans við þeirri beiðni kom ekki fyrr en tæpu ári síðar með bréfi í september 2013. Þar segir að slík undanþága verði því aðeins veitt „að hún raski ekki stöðugleika í gengis- og peningamálum að mati bankans“. Í téðu bréfi koma þó ekki fram neinar beinar leiðbeiningar um hvernig að nauðasamningsbeiðnin ætti að líta út til þess að fást samþykkt. Slitastjórn Glitnis hefur síðan lagt fram nokkrar tillögur til Seðlabankans um gerð nauðasamnings en ekki fengið nein svör. Sömu sögu er að segja af Kaupþingi. Engum tillögum slitastjórnar Kaupþings hefur verið svarað. Á sama tíma hafa forsvarsmenn ríkisstjórnarinnar kvartað yfir því að slitastjórnirnar komi ekki með neitt sem þeim líki án þess þó að útskýra hvað þeir vilji raunverulega sjá.

Það liggur í augum uppi að ef Íslendingar vilja að nauðasamningarnir lúti ákveðnum þjóðhagslegum skilyrðum þá verður í fyrsta lagi að ríkja pólitísk samstaða um þau og í öðru lagi verður að setja þau fram með skýrum hætti við slitastjórnir og almenna kröfuhafa svo að þau geti brugðist við þeim. Hvorugt hefur hins vegar enn gerst þegar þetta er ritað.

Útgönguskattar

Útgönguskattar hafa verið notaðir sem hluti af áætlun um losun fjármagnshafta með góðum árangri líkt og í Malasíu á árunum 1998–2001. Hefðbundinn útgönguskattur gæti verið gagnlegur sem hluti af svipaðri áætlun á Íslandi, en einn og sér dugar hann skammt vegna umfangs aflandskrónuvandans. Vegna smæðar gjaldeyrisforða Seðlabankans þyrfti skatturinn að vera mjög hár, sem skapar lítinn hvata fyrir fjárfesta að fara út með krónueignir sínar. Hafa þarf í huga að það eru ávallt tvær leiðir fyrir erlenda fjárfesta til þess að skipta krónueignum í gjaldeyri: Önnur er sú að kaupa gjaldeyri á íslenskum gjaldeyrismarkaði en hin er að eiga bein viðskipti við annan erlendan fjárfesti og færa þannig eignarhaldið án viðkomu á gjaldeyrismarkaðnum.

Útgönguskattur kemur því vart til greina sem tæki til þess að losa fjármagnshöftin fyrr en aflandskrónuvandinn hefur verið leystur og útgreiðslum úr slitabúunum lokið. Álagning slíks skatts er þó aðeins annað form hafta þar sem færslugjöld leysa bein bönn af hólmi, en skattheimta er samt sem áður mun skilvirkara og sveigjanlegra tæki til þess að beita við losun hafta þar sem t.d. er hægt að fella hann niður í tímasettum þrepum, líkt og gert var í Malasíu.

Stöðugleikaskattar

Það er löng hefð fyrir því innan hagfræðinnar að beita sköttum til þess að bregðast við mengun og öðrum ytri áhrifum. Í hagfræðilegum skilningi fellur færsluvandinn hérlandis undir slík ytri áhrif. Jafnframt hlýtur skattlagning að vera eitt af þeim tækjum sem hægt er að nota til þess að bregðast við. Hins vegar er það annað mál og flóknara hvernig slík skattheimta yrði framkvæmd í raun og veru. Það sem gæti orkað tvímælis er þó einkum þrennt:

1. Hvort unnt sé að beita skattlagningu með svo sértækum hætti. Reglan er sú að skattlagning er almenn aðgerð og færa þarf mjög góð rök til þess að skapa tilefni til þess að beita henni sem sértæku tæki, líkt og á eignir slitabúanna.
2. Ef slíkt sértækt tilefni er fyrir hendi, þá verður að varast að seilast lengra í eignaupptöku í krafti skattheimtu en það tilefni nákvæmlega leyfir. Til að mynda er álitamál hve mikið af krónueignum þarf að haldleggja og hvort slitabúunum sé gefið færi á því að koma innlendum eignum í verð fyrir gjaldeyri.
3. Slík skattlagning hlýtur alltaf að vera þrautaráð sem gripið er til þegar aðrar minna íþyngjandi leiðir hafa áður verið reyndar til hins ítrasta, s.s. gerð nauðasamnings er uppfylli þau fimm færsluvandaskilyrði sem áður eru talin. Í þessu samhengi er gjarnan vísað til meðalhófsreglu.

Skýrsluhöfundar eru ekki löglærðir og treysta sér ekki til þess að dæma um lögmæti slíks skatts á slitabúin, eða þá lagalegu áhættu sem hann myndi hafa í för með sér fyrir ríkissjóð. Það er þó óumdeilanlegt að með stöðugleikaskatti er farið inn á ókannaðar lendur í skattlagningu og slík ferðalög á áður óþekktu staði hljóta ávallt að fela í sér áhættu og mögulega bótaskyldu fyrir ríkissjóð er gæti ónýtt sigurinn í Icesave-málinu, eða að minnsta kosti valdið töfum á að fá skattinn greiddan. Loks gæti téður skattur einnig haft verulega íþyngjandi áhrif á innlenda aðila.

Peningaprentun sem mengun

Sú „mengun“ sem stöðugleikaskatti væri ætlað að bregðast við er umframkrónur sem fylltu fjármálakerfið á árunum 2003–2008 og valda nú færsluvanda. Ef miðað er við ástarbréfalánin ein og sér, þá námu þau um 350 milljörðum króna við hrun. Ástarbréfin eru nú almennar kröfur í slitabú föllnu bankanna og munu skila endurheimtum er nema um 100 milljörðum króna. Eftir standa því um 250 milljarðar sem hreint *þyrlukast* af peningum sem sitja eftir í fjármálakerfinu. Að mati skýrsluhöfundar ættu stjórnvöld að setja sér þau viðmið að ná þessari peningaprentun til baka, hvort sem það gerist með nauðasamningum eða beinni skattheimtu.

Þessir peningar yrðu síðan að fara aftur inn í geymslur Seðlabankans, með uppgreiðslu á skuldabréfi ríkissjóðs við bankann er varð til vegna tapsins af ástarbréfalánunum, eða með öðrum hætti. Minnkun peningamagns í umferð felur þannig í sér að skuldir ríkissjóðs eru greiddar upp, þannig að bæði vaxtakostnaður og skuldstaða lækka. Það mun strax bæta afkomu ríkissjóðs og skapa svigrúm til aukinna útgjalda og/eða lækkunar skatta á komandi árum til heilla fyrir framtíðarkynslóðir.

Það er hins vegar allt önnur Ella ef markið er sett á það að skattleggja slitabúin gagngert til þess að fjármagna ný ríkisútgjöld. Með því er verið að koma peningunum aftur í umferð, örva eftirspurn, sem mun óhjákvæmilega hafa neikvæð áhrif á greiðslujöfnuð. Með því væri verið að ónýta hina raunverulegu áætlun um losun hafta sem hlýtur að koma í kjölfar uppgjörs slitabúanna, þar sem peningaleg þensla skapar alltaf þrýsting á gengi krónunnar.

Endurskipulagning á fjármögnun bankakerfisins

Að mati skýrsluhöfunda gæti skuldahlið nýju íslensku bankanna verið viðkvæm fyrir losun hafta í ljósi þess hve þeir eru háðir stuttri innlána fjármögnun. Ein lausn til þess að bregðast við þessu er sú að dregið verði úr skuldbindingum með stuttri tímalengd í fjármögnun bankakerfisins. Að því markmiði eru nokkrar leiðir.

Sú fyrsta er að bankarnir lengi í fjármögnun sinni og skipti úr innlánum í skuldbréfafjármögnun, sem kann þó líklega að reynast þeim dýr.

Önnur er að fjármálaleg milliganga kalli á minni tímaumbreytingu og fari fram á markaði en ekki í gegnum innlánastofnanir. Bein fjármálaleg milliganga byggir á því að handhafar sparnaðar eigi bein viðskipti við útgefendur fjármálaeigna án þess að eiga viðkomu á efnahagsreikningi banka, þar sem innlánum er breytt í útlán. Það leiðir til þess að lausafjármassinn á innlánsreikningum minnkar sjálfkrafa og fjárfestingarbankastarfsemi fær aukið vægi.

Sú þriðja er að bankakerfið verði smækkað þannig að hluti eigna þess færist á efnahagsreikninga annarra aðila sem eru með langa tímalengd skuldahliðar, s.s. lífeyris- eða fjárfestingarsjóða.

Hin fjórða er sú að krónueignum slitabúanna, sem nú standa undir fjármögnun nýju bankanna, verði umbreytt í löng skuldabréf sem hluta af nauðasamningi slitabúanna og/eða mögulegri sölu bankanna til nýrra eigenda.

Og hin fimmta er sú að þessum ofangreindu markmiðum verði náð með álagningu stöðugleikaskatts þar sem þeim hluta, sem væri ekki notaður beint til að taka peninga úr umferð, yrði breytt í langtímakröfu í formi eignar ríkisins – þ.e. skuldabréf – á bankana sem síðan yrðu seld á markaði innan ákveðins tíma. Svo má einnig segja að þetta sé eiginlega eina færa leiðin til þess að framkvæma svo stóra millifærslu til ríkisins eins og álagning stöðugleikaskatts gæti falið í sér, án neikvæðra áhrifa fyrir bankana.

Kostnaður vegna hrunsins

AGS mat árið 2012 kostnað ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni á árunum 2008–2011 um 18,3% af VLF. Endurmat skýrsluhöfunda á kostnaði við hrun og endurreisn á árunum 2008–2014 leiðir í ljós að hreinn kostnaður er þó líklega allnokkuð lægri en mat AGS eða um 13,4% af VLF. Helsta ástæða þess að endurmatið er lægra en mat AGS frá 2012 er að endurreisn viðskiptabankanna hefur skilað ríkissjóði hreinum ábata sem nemur um 4,6% af VLF á árunum 2008–2014. Þetta mat er þó nokkuð háð því hvernig til tekst að selja viðskiptabankana, og gæti því hækkað eða lækkað í kjölfar þess.

Þá hefur ríkissjóður einnig haft talsverðar skatttekjur bæði af nýju bönkunum og slitabúunum. Skatttekjur ríkissjóðs af beinum sköttum á bankana og slitabúin nema alls um 9,3% af VLF á árunum 2008–2014. Þar af eru um 5,2% af VLF vegna nýrra skatta á fjármálafyrirtæki sem teknir voru upp á árunum 2010–2013 og 4,1% vegna tekjuskatts. Af hreinum kostnaði ríkissjóðs af hruninu, sem nemur um 13,4% af VLF, hefur ríkissjóður því náð til baka á bilinu 5,2–9,3% af VLF með skattlagningu bankanna og slitabúanna. Eftir situr því kostnaður er nemur 4,1–8,2% af landsframleiðslu. Í töflu 1 eru teknar saman helstu niðurstöður um kostnað ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni og skatttekjur af nýju og gömlu bönkunum.

	Milljarðar	Hlutfall af VLF
Kostnaður:		
Verðbréfalán	91,9	5,9
Endurfjármögnun Seðlabanka Íslands	100,8	6,5
Lánasjóður landbúnaðarins	27,6	1,7
Endurreisn sparisjóðanna	22,4	1,3
Lán Seðlabanka til Kaupþings	38,6	2,6
<i>Kostnaður alls</i>	281,3	18,0
Endurfjármögnun viðskiptabankanna	-103,9	-4,6
Hreinn kostnaður ríkissjóðs	177,4	13,4
Skatttekjur:		
Nýir skattstofnar	98,8	5,2
Tekjuskattur	70,9	4,1
Skatttekjur alls	169,7	9,3

Tafla 1 Hreinn kostnaður ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni og skatttekjur ríkissjóðs af viðskiptabönkunum þremur og slitabúunum á árunum 2008–2014, í milljörðum króna og sem hlutfall af VLF.

Þessar kostnaðartölur eiga líklega eftir að breytast í kjölfar loka slitameðferðar föllnu bankanna og sölu nýju bankanna. Miðað við stöðuna nú virðist hins vegar sem það markmið neyðarlaganna hafi náðst að mestu leyti að kostnaður vegna bankahrunsins myndi ekki lenda á skattgreiðendum. Þess í stað hefur kostnaðurinn að miklu leyti lent á almennum kröfuhöfum bankanna, bæði með því að gera innstæður að forgangskröfum og með því skattleggja eignir þeirra hérlandis.

Lokaniðurstaða

Svo segir í almannavalsfræðum að stjórnámálemenn eigi við ákveðinn skuldbindingarvanda að etja þegar kemur að stórum, áhættusömum ákvörðunum. Það er eins og kennt var í *Litlu gulu hænunni* að allir vilja éta kökuna en enginn vill hafa fyrir því að baka hana. Og enginn vill heldur taka ábyrgð á bakstri sem mistekst. Þá skapast einnig hætta af yfirboðum til kjósenda um mögulegan ávinning en án þess að taka tillit til áhættu. Lykillinn að þverpólitískri samstöðu er ávallt sá að allir flokkar fái sinn skerf af ábatanum – samhliða því að taka ábyrgðina af mögulegum mistökum.

Þófið í kringum lok slitameðferðar föllnu bankanna hefur nú staðið í 3–4 ár, bæði í tíð þessarar og síðustu ríkisstjórnar, og má að mestu rekja til ósamstöðu innan íslenskra stjórn mála eftir hrun um markmið og leiðir fremur en til nokkurs annars. Íslendingar hafa ekki – fram til þessa – komið fram með skýr skilaboð um það hvernig þeir vilji að leyst verði úr færsluvandanum sem sannanlega er til staðar.

Mikilvægt er að hafa í huga að lausn á málum slitabúanna felur ekki í sjálfri sér losun hafta heldur ryður aðeins þeirri meginhindrun úr vegi sem staðið hefur fyrir losun þeirra. Sjálft haftaafnámið býður úrlausnar, þegar uppgjöri búanna er lokið og það er aðeins hægt að vinna með opinberri og tímasettri áætlun sem síðan er fylgt eftir með samstilltu átaki.

Líka er vert að hafa í huga að fjármagnshöft fela ekki endilega í sér raunverulega lokun fjármagnsviðskipta – þau halda áfram og samhengið á milli utanríkisviðskipta og fjármagnsjafnaðar er áfram hið sama. Höftin aftur á móti stjórnmalavæða fjármagnsviðskiptin þar sem fjármagnsfærslur lúta annaðhvort pólitískt ákvörðuðu undanþágufæri eða eru á vegum ríkisins sjálfs. Stjórnmalavæðing fjármagnsviðskipta hefur einnig tilhneigingu til þess að leiða til íhlutunar um það hvernig fjármagninu er varið innan landsins. Þannig verða fjárfestingarnar ákvarðaðar á pólitískum vettvangi fremur en á hinum frjálsa markaði sem yfirleitt leiðir til missetningar fjármagns. Með haftasetningu er hægt að ná stöðugleika í fjármagnsjöfnuði og til að mynda koma í veg fyrir að fjármagnshreyfingar séu sífellt að trufla raunhagkerfið. Hins vegar er kostnaðurinn gríðarlegur til lengri tíma.

1. kafli

Færsluvandi Íslands

There are three main objectives of the IMF-supported program: To contain the negative impact of the crisis on the economy by restoring confidence and stabilizing the exchange rate in the near-term; to promote a viable domestic banking sector and safeguard international financial relations by implementing a sound banking system strategy that is nondiscriminatory and collaborative; and to safeguard medium-term fiscal viability by limiting the socialization of losses in the collapsed banks and implementing an ambitious multi-year fiscal consolidation program.

Fréttatilkynning Alþjóðagjaldeyrissjóðsins við upphaf sameiginlegrar efnahagsáætlunar sjóðsins og íslenskra stjórnvalda þann 19. nóvember 2008.¹

1.1 Farangurinn frá Versölum

Þann 11. nóvember 1918 var loks samið um vopnahlé í heimsófriðnum mikla og rúmlega hálfu ári síðar, þann 28. júní 1919, var skrifað undir friðarsamning í Versölum. Versala-samningurinn neyddi miðveldin – Austurríki, Búlgaríu, Tyrkland, Ungverjaland og Þýskaland – til þess að viðurkenna fulla ábyrgð á stríðinu og borga stríðsskaðabætur. Svo fór reyndar að fjögur þessara ríkja fengu bæturnar brátt felldar niður vegna bágs efnahags. Fimmta ríkið – Þýskaland – slapp ekki svo auðveldlega. Árið 1921 var Þjóðverjum birtur mjög digur reikningur frá Bandamönnum sem var í þrennu lagi. Þeim var í fyrsta lagi ætlað að greiða beint tjón vegna stríðsins með greiðslu er nam 20% af landsframleiðslu Þýskalands. Þá var þeim einnig ætlað að greiða stríðsskuldir Breta og Frakka við Bandaríkin er þá námu um 80% af landsframleiðslu. Til viðbótar þessu var einnig gerð krafa á Þjóðverja um að greiða sérstakar bætur er námu um 150% af landsframleiðslu Þýskalands og virtist einkum ætlað að koma í veg fyrir að Þjóðverjar hefðu efni á hernaði í bráð. Þeim skilaboðum var að vísu komið til þýsku stjórnarinnar eftir diplómatískum leiðum að þeim væri í raun og veru ekki ætlað að greiða þessu síðustu stóru bótakröfu – hún væri fyrst og fremst sett fram til þess að sefa reiði almennings í ríkjum Bandamanna.²

¹ <https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr08296.htm>

² Fyrir utan þessar kröfur voru allar erlendar eignir Þjóðverja og þýska ríkisins gerðar upptækar, hvort sem um var að ræða nýlendur, bankainnstæður eða fyrirtæki.

Á þessum tíma námu ríkisskuldir Þjóðverja um 50% af landsframleiðslu, þannig að skuldir þýska ríkisins námu því um 300% af landsframleiðslu með stríðsskaðabótum. Það þurfti ef til vill ekki að koma á óvart að heldur illa gekk að innheimta. Árið 1923 sendu Frakkar og Belgar herlið til þess að hertaka Ruhr-hérað vegna vanefnda Þjóðverja á greiðslu stríðsskaðabóta. Í kjölfarið braust út óðaverðbólga – sem frægt er orðið – þegar ríkisstjórnin greip til þess ráðs að prenta peninga til þess að fjármagna ríkissjóð. Stríðsskaðabæturnar voru síðar lækkaðar, greiðslurnar endurskipulagðar og loks felldar niður árið 1932, en þá var Þýskaland sokkið í alvarlega fjármálakreppu og valdataka Hitlers rétt handan við hornið. Sagnfræðingar deila um hvað Þjóðverjar greiddu mikið á endanum en líklega er það fjárhæð sem hljóp á 30–40% af landsframleiðslu árið 1920.³ Það er nú nokkuð almenn skoðun að stríðsskaðabæturnar og allur sá órói og heitingar sem þeim fylgdu hafi verið ein af veigamestu ástæðunum fyrir valdatöku Hitlers og endurnýjuðum átökum 1939.⁴

Einn af ráðgjöfum bresku ríkisstjórnarinnar við gerð Versala-samninganna 1919 var hagfræðingurinn George Maynard Keynes. Keynes var mjög á móti niðurstöðu samninganna, einkum kröfunni um stríðsskaðabætur. Síðar þetta sama ár gaf hann út bókina *The Economic Consequences of the Peace* þar sem kom fram mjög hörð gagnrýni á téða samninga sem hann kvað að myndu skapa gríðarlegt ójafnvægi í alþjóðafjármálum. Bókin varð metsölubók og skaut höfundinum samstundis upp á stjörnuhimininn. Svo fór einnig að flestar þær hrakspár sem settar voru fram í bókinni gengu eftir, og gott betur.

Þegar stríðsskaðabæturnar voru ræddar á Versala-ráðstefnunni árið 1919 snerist umræðan að mestu um greiðsluþol þýska ríkisins til þess að standa undir skuldum. Keynes benti aftur á móti á að það væri aðeins einn angi málsins. Einnig væri til staðar færsluvandi (transfer problem) sem fælist í því að flytja verðmæti frá einu mynatsvæði til annars. *Færsluvandinn* lýsir í raun í tvöföldu eðli gjaldeyrismarkaðarins sem er bæði farvegur fyrir utanríkisviðskipti og fjármagnsflutninga. Þegar litið er til utanríkisviðskipta (viðskiptajafnaðar) er gengi gjaldmiðla þjóðhagsstærð sem endurvarpar innlendri framleiðni og hlutfallsyfirburðum viðkomandi lands á heimsmarkaðinn.⁵ Þegar litið er til fjármagnsviðskipta er gengið aðeins flotholt í straumum á milli mynatsvæða er geta verið mjög stríðir og lúta sínum eigin lögmálum.

³ Sjá Albrecht Ritschl: *The German Transfer Problem, 1920–1933: A Sovereign Debt Perspective*. CEP Discussion Paper No 1155, July 2012, <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp1155.pdf>

⁴ Það er mjög lýsandi að árið 1940 voru Frakkar látnir skrifa undir uppgjafarskilmála við Þjóðverja í sama lestarvagni og á nákvæmlega sama stað og vopnahléð 1918 hafði verið undirritað. Hitler sjálfur sat í sama stól og yfirhershöfðingi Frakka, Ferdinand Foch, hafði setið þegar hann afhenti þýsku herstjórninni vopnahlésskilmálana. Bæði stóllinn og vagninn voru sóttir á safn sérstaklega fyrir þessa athöfn.

⁵ Hugtakið hlutfallsyfirburðir (comparative advantage) felur í sér að hver þjóð mun framleiða þá vöru sem felur í sér hlutfallslega minnstan fórnarkostnað miðað við fjármagnsskipan, framleiðni og auðlindir.

Það eru síðan augljós takmörk fyrir því hve mikið fjármagn er hægt að flytja á milli myntsvæða í gegnum fjármagnsjöfnuðinn án þess að gengisskráningin fari á skjön við eðlilegt jafnvægi í utanríkisviðskiptum. Til þess að Þjóðverjar gætu flutt svo mikið fjármagn til Frakklands þurftu þeir að vera með gríðarlegan viðskiptaafgang til þess að fjármagna skiptin úr þýskum mörkum í franska franka. Svo slíkt gæti gengið þurfti raungengi þýska marksins að vera mjög lágt þannig að þýskur útflutningur væri samkeppnishæfur og innflutningur á erlendum neysluvörum takmarkaður. Það fól jafnframt í sér að þýskur almenningur þurfti að bera byrðar stríðsskaðabótanna með lágum raunlaunum og verri líf skjörum vegna lágrar gengisskráningar þýska marksins. Þannig þurftu þýskir þegar ekki aðeins að greiða hærri beina skatta til ríkisins vegna stríðsskaðabótanna. Einnig lagðist á þá óbeinn skattur með hærri innflutningsverðlagi vegna of lágrar gengisskráningar þýska marksins vegna téðra bóta.⁶ Að áliti Keynes var óraunhæft að gera þessa ofurkröfu um stríðsskaðabætur á hendur Þjóðverjum án þess að skerða verulega líf skjör almennings þar í landi og valda verulegri þjóðfélagslegri ólgu. Þegar upp var staðið varð það líka sá lærdómur – og það mjög dýr lexía – sem Vesturveldin drógu af Versala-samningnum, þannig að við lok seinni heimsstyrjaldar voru Vestur-Þjóðverjum gefnar upp skuldir og þeir aðstoðaðir við að koma efnahagslífinu af stað.

Sá færsluvandi er skapaðist hérlandis eftir bankahrunið 2008 er að sumu leyti sambærilegur við það sem þekktist í Þýskalandi eftir fyrra stríð.⁷ Sá munur er þó á að íslenska ríkið stendur ekki í ábyrgð fyrir þeim greiðslum sem stefnt er úr landi, öfugt við stríðsskaðabæturnar 1920 er voru á ábyrgð þýska ríkisins.⁸ Hinn íslenski peningahengjuvandi er vegna krónueigna í eigu einkaaðila sem sitja í íslenska fjármálakerfinu. Hægt er að skipta hinum íslenska eftirhruns-færsluvanda í þrennt:

1. **Snjóhengjan** – sem er eftirstöðvar af vaxtamunarviðskiptum á árunum 2005–2008. Þessar aflandskrónur voru upphaflega um 650 milljarðar eða 42% af landsframleiðslu við árslok 2008, en telja nú um tæpa 300 milljarða eða 15% af landsframleiðslu ársins 2014.⁹ Snjóhengjan hefur bráðnað bæði

⁶ Bandamannamegin voru formerkin öfug. Þegar sigurríkin tóku við svo miklu þýsku fjármagni hlaut það að leiða til viðskiptahalla, hás raungengis, minni samkeppnishæfni atvinnuvega og atvinnuleysis. Niðurstaðan var einnig sú að bæði stríðsskuldir Bandamanna við Bandaríkjamenn og stríðsskaðabætur Þjóðverja sköpuðu ójafnvægi í alþjóðafjármagnsstraumum er gerðu gullfótinn óstarfhæfan og leiddu að lokum til kreppunnar miklu.

⁷ Samanburðurinn milli Þýskalands eftir fyrra stríð og Íslands eftir hrún kom fljótlega fram á Íslandi vegna Icesave-deilunnar þar sem gerð var krafa til íslenska ríkisins um að taka ábyrgð á innlánum Landsbankans í Bretlandi. Fyrstur til þess að draga fram þennan samanburð var Jón Daníelsson. Sjá „The first casualty of the crisis: Iceland“ VOX CEPR's Policy Portal, 12. nóvember 2008, <http://www.voxeu.org/article/how-bad-could-crisis-get-lessons-iceland>

⁸ Með dómi EFTA-dómstólsins í máli E-16/11 hinn 28. janúar 2013 var ríkisábyrgð á Icesave-innlánum Landsbankans hafnað. Sjá http://www.eftacourt.int/uploads/tx_nvcases/16_11_Judgment_EN.pdf

⁹ Greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra til Alþingis um framgang áætlunar um losun fjármagnshafa, 18. mars 2015.

fyrir áhrif gjaldeyrisútboða Seðlabankans sem og gjaldeyrisviðskipta fram hjá höftunum.¹⁰

2. **Farkrónur** – sem eru krónur í eigu innlendra aðila sem vildu gjarnan flytja þær af landi brott og auka þannig vægi erlendra eigna í eignasafni sínu. Það er erfitt að gera sér grein fyrir því um hve háar fjárhæðir er að tefla þar sem einnig eru til staðar innlendir fjárfestar sem eiga of mikið af erlendum eignum og vildu flytja þær hingað til lands. Skýrsluhöfundar hafa hins vegar metið það svo að hrein erlend fjárfestingarþörf lífeyrissjóðanna sé um 700–1.000 milljarðar á næstu árum.¹¹
3. **Slitakrónur** – sem eru innlendar eignir slitabúa gömlu bankanna sem telja nú um 800–900 milljarða króna ef miðað er við bókfært virði eigin fjár nýju bankanna. Þessar eignir eru að mestu í óbeinni eigu erlendra kröfuhafa sem vilja gjarnan fá þær til sín um leið og útgreiðsla fer fram úr slitabúunum.

Ef allar þessar fjárhæðir eru lagðar saman kemur út fjárhæð sem svarar til 100–150% af íslenskri landsframleiðslu og þannig slagar eftirhrunsvandi Íslands hátt upp í Versala-samninginn við Þjóðverja. Jafnvel þó að hér sé ekki um að ræða kröfur á ríkissjóð og þannig þurfi ekki að hækka skatta á íslenska þegna til þess að standa skil á þeim getur greiðsla þessara króna úr landi á skömmum tíma skapað kostnað fyrir almenning. Þær geta kaffært gjaldeyrismarkaðinn og lækkað gengi krónunnar, og þannig hækkað innflutningsverðlag og rýrt lífskjör í landinu.

Hægt er að taka dæmi af Icesave-málinu: Nú er nokkuð óyggjandi að eignir slitabús Landsbankans duga fyrir innlánum bankans í Bretlandi og Hollandi og vel það. En eignirnar eru aftur á móti að miklu leyti innlendar og þeim þarf að skipta í pund eða evrur svo að útgreiðsla geti átt sér stað. Þær gjaldeyrisfærslur þarf að fjármagna með útflutningstekjum og þær munu – að öðru óbreyttu – leiða til lægra gengis krónunnar. Þannig munu Icesave-greiðslurnar hafa áhrif á lífskjör almennings með áhrifum á gjaldeyrismarkaðinn.

Ef Ísland væri hluti af stærra myntsvæði væri ekki um þennan færsluvanda að ræða þar sem ofangreindar fjárhæðir eru agnarsmáar í samhengi við myntkerfi stærri þjóða. Þess í stað snerist málið um þol íslenskra banka til að missa frá sér lausafé er myndi fylgja eignaflutningum. Það er hins vegar mun veigaminna mál og hægt að

¹⁰ Mjög lífleg viðskipti með krónur voru á aflandsmarkaði fyrstu 6–8 mánuðina eftir setningu formlegra fjármagnshafta þann 28. nóvember 2008 enda var eftirlit með höftunum mjög takmarkað á þeim tíma. Á þessum tíma virðast verulega óþolinmóðir fjárfestar hafa komið sér frá landinu. Erfitt er að meta umfang þessara viðskipta en samkvæmt mjög grófum áætlunum skýrsluhöfunda hafa líklega um 50–100 milljarðar aflandskróna horfið úr landi á þeim tíma.

¹¹ Sjá umfjöllun í bók eftir skýrsluhöfunda: *Áhættudreifing eða einangrun. Um tengsl lífeyrissparnaðar, greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga*, er gefin var út af Landssamtökum lífeyrissjóða í nóvember 2014.

leysa með lausafjárfrigreiðslu frá Evrópska seðlabankanum ef Ísland væri hluti af evrópska mynsvæðinu svo að dæmi sé tekið.¹²

Hins vegar er dálítið villandi að fella saman þessar þrjár fjalir færsluvandans til þess að mynda eitt gólf. Þetta þrennt sem að ofan er talið á það sameiginlegt að geta mögulega skapað vandræði fyrir gjaldeyrismarkaðinn eftir losun hafta. Hins vegar er um að ræða mjög eðlisólík mál sem krefjast ólíkra lausna. Hér verður í fyrstu farið yfir fyrstu tvo liði færsluvandans – snjóhengjuna og farkrónur – og síðan hugað að síðasta málinu, slitakrónum, í næsta kafla.

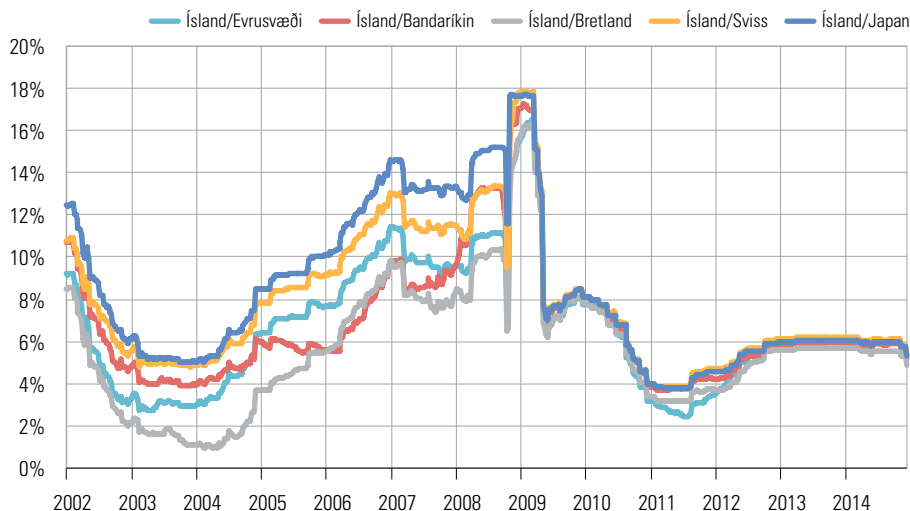
1.2 Snjóhengjuvandinn

Snjóhengjan svokallaða safnaðist upp í kjölfar mikilla stýrivaxtahækkana Seðlabanka Íslands á árunum 2005–2008 er urðu mikill hvati til vaxtamunarviðskipta (carry trade). Þessi viðskipti voru stunduð með þeim hætti að bankar og vogunarsjóðir tóku lán í lágvaxtagjaldmiðlum, líkt og japönskum jenum eða svissneskum frönkum, og keyptu skammtíma vaxtaberandi eignir í krónum. Þá var einnig mjög lífleg útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum sem voru kölluð jöklabréf (glacier bonds) þar sem hinir íslensku vextir voru annaðhvort tryggðir með kaupum á íslenskum skuldabréfum eða framvirkum samningum við fjármálastofnanir. Markmið Seðlabankans með vaxtahækkunum var að framfylgja markmiði sínu um 2,5% verðbólgu og kæla niður hagkerfið en einnig að halda verðbólgu niðri með því að halda gengi krónunnar uppi.¹³ Á þessu árabili hljóp viðskiptahalli landsins á tugum prósentu af landsframleiðslu og þetta skammtíma-innstreymi skipti því höfuðmáli fyrir fjármögnun hallans, sérstaklega þegar kom fram á árin 2007–2008. Að öðrum kosti hefði svo mikill viðskiptahalli veikt gengið og skapað verðbólgu.

Eins og sést á mynd 1.1 jókst nafnvaxtamunur við útlönd – ef miðað er við stýrivexti – úr því að vera 1–5% árið 2004 í 10–15% við „hrunið“ í fyrstu viku október 2008. Vaxtamunarviðskipti eru gjarnan mjög voguð og slíkur vaxtamunur getur því gefið ákaflega góða ávöxtun, svo lengi sem gengi krónunnar helst stöðugt.

¹² Sjá nánari umfjöllun um þetta atriði í skýrslu Alþjóðamálastofnunar Háskóla Íslands um aðildarviðræður Íslands við ESB, frá maí 2014, 4. kafla.

¹³ Samkvæmt mælingum Hagstofunnar eru um 35–40% af neyslukörfu íslenskra heimila innfluttar vörur og gengi krónunnar er því stærsti einstaki áhrifaþátturinn fyrir verðbólgu. Á þessum tíma stafaði töluverð verðbólga af hækkunum á fasteignaverði sem hafði rúmlega 20% vægi í vísitölu neysluverðs og innlendum verðlagshækkunum. Til þess að halda verðbólgu lágrí brá Seðlabankinn á það ráð að þrýsta genginu upp með vaxtahækkunum til þess að halda meðaltals-verðlagshækkunum í skefjum. Sjá nánari umfjöllun um þetta mál í 4. kafla í bókinni *Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga á Íslandi*.



Mynd 1.1 Skammtímafaxtamunur við útlönd 2002–2014.

Eins og áður sagði er gjaldeyrismarkaðurinn bæði farvegur fyrir utanríkisviðskipti og fjármagnsflutninga. Þeir miklu fjármagnsflutningar inn í landið sem leiddi af vaxtahækkunum Seðlabankans urðu til þess að gengi krónunnar flaut upp líkt og korktappi en utanríkisviðskiptin snerust í verulegan mínus. Með þessari hávaxta- og hágengisstefnu á árunum 2005–2008 var þó aðeins verið að skjóta verðbólguvand- anum á frest. Hátt gengi gaf almenningi kost á mjög ódýrum innflutningi og við- skiptahalli árána 2005–2008 hljóp á tugum prósentu sem var fjármagnaður með kviku fjármagnsflæði.

Vaxtamunarviðskipti eru í eðli sínu skammtíma-áhættutaka og slíkir fjárfestar ætla sér aldrei langa vist í viðkomandi hagkerfi. Um leið og vextir lækka aftur eða óróa ber að eru þeir vitaskuld á bak og burt. Spákaupmenn geta vart talist trúir né áreiðan- legir þjónar við framfylgd peningamálastefnu!¹⁴ Verulegur flótti brast á þennan hóp í september 2008 og má heita að útgönguleið fyrir hann hafi lokast hinn 24. septem- ber, eftir að Seðlabanki Bandaríkjanna neitaði Seðlabanka Íslands um lausafjárlínu sem er rakið nánar í næsta kafla.¹⁵ Eftir það má segja að íslenski gjaldeyrismarkaður- inn hafi lokast fyrir stórum fjármagnsfærslum af slíkum toga og lokunin varð síðan formleg með setningu fjármagnshafta þann 28. nóvember 2008.

¹⁴ Á fundi sem annar skýrsluhöfunda átti með hagfræðisviði Seðlabanka Íslands í janúar 2008 lýsti aðalhogfræðingur bankans því yfir að hinir erlendu spákaupmenn væru í vinnu fyrir Seðlabankann til þess að halda verðbólgu niðri og þægju vaxtamuninn að launum.

¹⁵ Sjá t.d. fréttatilkynningu Seðlabanka Bandaríkjanna 24. september 2008, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080924a.htm>

Upphaflega mat Seðlabankinn það svo að eftirstöðvar vaxtamunarviðskiptanna væru um 650 milljarðar króna við setningu hafta. Næstu mánuði þar á eftir voru mjög lífleg viðskipti á aflandsmarkaði – fram hjá gjaldeyrislögum – og með þeim hætti virðast eitthvað um 50–100 milljarðar af snjóhengjunni hafa bráðnað og horfið úr landi. Seðlabankinn hóf síðan gjaldeyrisútboð í júní 2011 þar sem fjárfestar, sem fýsti með fjármagn sitt til landsins, gætu leyst þá úr netinu sem væru fastir hér inni en vildu út. Frá því að fyrsta útboðið var haldið og til þess síðasta þann 10. febrúar síðastliðinn höfðu samtals 175 milljarðar af snjóhengjunni skipt um hendur í slíkum útboðum og þannig bráðnað burt. Eftir standa tæpir 300 milljarðar.¹⁶

Svo virðist sem eigendum snjóhengjunnar hafi ekki legið sérstaklega á að selja krónurnar sínar. Í fyrstu útboðunum í júní og júlí 2011 komu fram tilboð frá þessum aðilum um að selja krónur fyrir 61 og 54 milljarða. Í næstu útboðum í mars og júní 2012 komu fram tilboð upp á 25–29 milljarða. Eftir það lækkuðu tilboðin verulega og voru yfirleitt á bilinu 7–20 milljarðar sem er aðeins 2–7% af heildarstabbanum. Á sama tíma hækkaði útboðsgengi krónunnar verulega og færðist nær álandsgenginu. Það sést af því að á fyrri hluta ársins 2012 var útboðsgengið í kringum 240 krónur miðað við evru en hafði hækkað í 180 krónur á síðari hluta ársins 2014. Þessi þróun snerist að vísu við í síðasta útboðinu, þann 10. febrúar, en þá komu fram tilboð upp á 58 milljarða, samhliða því að útboðsgengið lækkaði í 200 krónur á móti evru. Velta má fyrir sér hvaða ályktanir sé raunverulega hægt að draga af því útboði þar sem þetta var bæði síðasta útboðið og í fyrsta skipti sem erlendum kröfuhöfum, er höfðu fengið greiddar út forgangskröfur, var leyft að taka þátt í útboðinu, en þær kröfur töldu um 24 milljarða. Ekki er ólíklegt að umræða um útgönguskatt kunni að hafa ýtt við fjárfestum að koma sér út. Hins vegar var fylking þeirra fjárfesta sem vildu koma með fjármagn inn í landið í útboðinu mun þunnskipaðri en aðeins bærust tilboð til kaupa á krónum fyrir 12,2 milljarða.¹⁷

Af hverju hefur ekki verið neinn asi á snjóhengjueigendum að koma sér burt? Fyrir því eru líklega nokkrar skýringar. Höftin eru *fjármagnshöft* og loka fyrir færslur í *fjármagnsjöfnuði*. Færslur á viðskiptajöfnuði eiga aftur á móti að vera frjálsar þrátt fyrir skilaskyldu á gjaldeyri. Snjóhengjan liggur á vöxtum hvort sem henni er komið fyrir á bankareikningum eða fjárfest var í skuldabréfum. Vaxtagreiðslur eru skilgreindar sem þáttagreiðslur – þ.e. greiðslur fyrir afnot framleiðsluþátta – sem heyra undir viðskiptajöfnuð. Eigendur hengjunnar hafa haft rúmar heimildir, allt fram til 6. mars

¹⁶ Þetta er mat fjármálaráðuneytisins í mars 2015. Sjá <http://www.fjarmalaraduneyti.is/media/fretta-tengt2015/Framgangur-aaetlunar-um-losun-fjarmagnshafta-18.3.2015.pdf>

¹⁷ Sjá umfjöllun í Markaðspunktum greiningardeildar Arion banka þann 13. janúar 2015, <https://www.arionbanki.is/markadir/greiningardeild/greiningardeild-allar-frettir/2015/01/13/Mun-snjohengjan-minnka-i-februar/> og 11. mars 2015, <https://www.arionbanki.is/markadir/greiningardeild/greiningardeild-allar-frettir/2015/02/11/Snjohengjan-minnkar-um-12-milljarða/>

síðastliðins,¹⁸ til þess að kaupa íslensk skuldabréf og hafa getað flutt út vexti af þeim á álandsgengi jafnóðum og þeir hafa lagst til.

Íslenskir nafnvextir voru sérstaklega háir í upphafi haftatímans og þótt höfuðstóllinn hafi verið fastur innan hafta þá gaf hann samt ríkulega af sér. Í þessum skilningi væri hægt að líta á aflandskrónur innan hafta sem eilífðarbréf (perpetuity) sem greiðir aðeins vexti en höfuðstóllinn er aldrei á gjalddaga.¹⁹ Ef einhver fjárfestir vill fá höfuðstól eilífðarbréfs til baka selur hann einfaldlega bréfið til einhvers annars fjárfestis. Með sama hætti geta eigendur aflandskróna hæglega selt þær til annarra erlendra fjárfesta án milligöngu Seðlabankans á verðbréfamarkaði ytra. Það er illmögulegt, ef ekki ómögulegt, að vita hvaða einstakir aðilar eiga snjóhengjuna og hvort eignarhaldið hafi færst til eftir setningu hafta þar sem þessar eignir eru í umsjón alþjóðlegra banka sem koma fram fyrir hönd eigenda. Hins vegar er mjög líklegt að töluverð viðskipti hafi verið með téðar aflandskrónur líkt og kröfur á hina föllnu banka og þær jafnvel færst í fárra hendur.²⁰ Ef svo er, og helftin af snjóhengjunni er í umsjá fremur fárra aðila, þá geta þeir hæglega komið sér saman um að stilla tilboðin af, þannig að aflandskrónunum sé mjatlað út í smáum skömmtum á tiltölulega hagstæðu útboðsgengi fremur en að sýna ákafa er myndi hefna sín með mjög háu útboðsgengi.

Mikilvægt er að halda því til haga að íslenskar krónur eru hvergi til nema á Íslandi þannig allar *aflandskrónur* liggja annaðhvort á innlánsreikningum í íslenskum bönkum eða eru bundnar í ríkisskuldabréfum. Krónurnar yfirgefa heldur aldrei landið í téðum útboðum heldur færast eignarhaldið aðeins til. Hins vegar hljóta nýir eigendur að reyna að koma peningunum í vinnu í hagkerfinu. Svo haldin sé tryggð við líkingamálið: Snjóhengjan bráðnar en vatnið er áfram kyrrt og hlýtur að finna sér farveg í hagkerfinu eftir óskum nýrra eigenda. Þannig fela gjaldeyrisútboðin það í sér að peningalegar eignir eru virkjaðar til fjárfestingar með nýjum eigendum og hvetja þannig eignamarkaði áfram. Samkvæmt upplýsingum frá fjármálaráðuneytinu hafa um 35% krónukaupenda í gjaldeyrisútboðunum verið innlendir en 65% erlendir.²¹

Hægt er að velta þeirri spurningu fyrir sér hvort þeir 300 milljarðar sem eftir eru af aflandskrónum skapi vandamál fyrir landið. Svarið fer eftir því hvernig er lítið

¹⁸ Samkvæmt tilkynningu frá Seðlabanka Íslands þann 6. mars 2015 var aflandskrónueigendum gert óheimilt að kaupa aðrar íslenskar eignir en ríkisvixla og eitt ríkisskuldabréf, RIKB 15 0408. Sjá <http://sedlabanki.is/utgefing-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2015/03/06/Undanthagulistum-og-reglum-Sedlabanka-Islands-um-gjaldeyrismal-breytt/>

¹⁹ Breska ríkisstjórnin hefur stundum gefið út slík bréf, sem þarlendis kallast consols, til að fjármagna stríðsrekstur og þau ganga kaupum og sölum eins og hver önnur skuldabréf.

²⁰ Í greinargerð frá fjármálaráðuneytinu frá 18. mars síðastliðnum um framgang áætlunar um losun hafta kemur fram að „[e]ignarhald á þessum krónueignum [sé] orðið mjög samþjappað.“

²¹ <http://www.sedlabanki.is/utgefing-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2014/01/28/Af-gjaldeyrisutbodum-Sedlabankans/>

á málið. Það er alls ekki óeðlilegt, og raunar eftirsóknarvert, að erlendir fjárfestar eigi íslenskar fjármálaeignir, s.s. skuldabréf, en æskilegast væri að það væru langtímaeignir. Aukinheldur virðast núverandi eigendur snjóhengjunnar ekki hafa sýnt af sér neina óþolinmæði enda er sá möguleiki alltaf opinn að selja krónurnar til annarra erlendra aðila án þess að fara í gegnum íslenska gjaldeyrismarkaðinn, eins og áður er minnst á. Þannig er vel hægt að líta á snjóhengjuna sem erlenda fjárfestingu. Hins vegar er staðreyndin samt sú að snjóhengjan er í heild sinni annaðhvort á skammtímainnlánsreikningum eða seljanlegum ríkisskuldabréfum og getur því hvenær sem er farið úr landi. Þannig er hægt að líta á hana sem hangandi sverð yfir gjaldeyrismarkaðnum. Sú virðist niðurstaða stjórnvalda. Að sögn fjármálaráðherra verður farin „blönduð leið“ við lausn aflandskrónuvandans með útgáfu skuldabréfa í erlendri mynt og með því að færa kvikar eignir í langtímaeignir. Tímasetningar liggja þó enn ekki fyrir.²²

Box 1.1 Hvað er greiðslujöfnuður?

Löng hefð er fyrir því að setja utanríkisviðskipti hvers lands upp sem greiðslujöfnuð sem er eins konar bókhaldsjafna fyrir hagkerfið og mælir fjárflæði til landsins og frá því. Greiðslujöfnuður er samtala viðskiptajafnaðar (af viðskiptum með afurðir og greiðslur fyrir framleiðsluþætti fjármagns og vinnuaflds) og fjármagnsjafnaðar (flutningi fjármagns milli landa) og er því hægt að rita með eftirgreindum hætti:

$$\text{Viðskiptajöfnuður} + \text{fjármagnsjöfnuður} = \text{greiðslujöfnuður}$$

Mjög sterkir hagrænir hvatar halda greiðslujöfnuði í jafnvægi sem 0 þannig að útfæði og innflæði í viðskiptum eða fjármagnsflutningum kemur út á sléttu. Afgangur eða halli á greiðslujöfnuði felur það í sér að fjármagn fossar inn eða út úr fjármálakerfinu, sem getur aldrei gengið nema í skamman tíma.

Ef viðkomandi land er með sinn eigin gjaldmiðil mun afgangur/halli á greiðslujöfnuði einfaldlega koma fram sem aukið/minna framboð á gjaldeyri sem mun þrýsta nafngenginu upp/niður. Þannig hækkar/lækkar raungengið og viðskiptajöfnuður versnar/batnar. Athuga skal að sömu áhrif koma fram enda þótt viðkomandi land hafi ekki sinn eigin gjaldmiðil eða ef nafngenginu er haldið föstu. Þá mun innflæði/útfæði á greiðslujöfnuði koma fram sem aukning/minnkun lausafjár í fjármálakerfinu. Í þessu samhengi hefur greiðslujöfnuðurinn peningahagfræðilega skírskotun og hefur áhrif á peningamagn í umferð sem síðan leiðir til verðbólgu og aukinnar eftirspurnar, meðal annars með auknum bankaútlánum. Það felur í raun í sér að fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður spegla hvor annan; afgangur annars þeirra leiðir til halla á hinum og öfugt.

²² Sjá viðtal *Morgunblaðsins* við Bjarna Benediktsson fjármálaráðherra þann 15. apríl 2015, http://www.mbl.is/frettir/innlent/2015/04/15/blondud_leid_vid_afnam_hafta/

Box 1.1

Það hefur löngum verið talið eitt meginhlutverk seðlabanka að reyna að mæta sveiflum í gjaldeyrisflæði með því að kaupa gjaldeyri og safna í forða þegar greiðslujöfnuður er með afgangi og síðan selja úr forðanum ef halli er til staðar. Þess vegna er greiðslujöfnuður iðulega skilgreindur sem breyting í gjaldeyrisforða seðlabanka, líkt og ritað er upp hér að neðan.

Greiðslujöfnuður = Breyting í gjaldeyrisforða

Þessi framsetning er vitaskuld mikil einföldun því að margir aðrir aðilar í hagkerfinu geta safnað eða selt gjaldeyrisseignir, meðvitað eða ómeðvitað, og haft þannig áhrif á greiðslujöfnuð.

Í litlum, opnum hagkerfum með eigin mynt birtast vandamál í greiðslujöfnuði bæði á gjaldeyrismarkaði og fjármagnsmarkaði. Ástæðan er einföld: þegar hreint ústreymi er til staðar á greiðslujöfnuði renna peningar af reikningum bankastofnana og streyma út um gjaldeyrismarkaðinn. Það er því ekki að undra að í opnum hagkerfum fara gjaldeyriskreppur og bankastreppur yfirleitt saman og eru kallaðar tvíburastreppur.²³ Seðlabankar stórra myntsvæða með alþjóðlegt greiðsluhæfi eru í mun betri stöðu til þess að bregðast við greiðslujafnaðarvanda heldur en seðlabankar smærri, torseldari mynta. Hinir stærri seðlabankar geta einfaldlega prentað peninga til þess að endurfjármagna ríki og fjármálastofnanir og fylla upp í göt í greiðslujöfnuðinum án mikilla áhrifa á gjaldeyrismarkaðinn. Hinir smærri eru mjög vanbúnir til þess að styðja við bankakerfi sitt, þar sem lausafjárfyrirgreiðsla er til þess fallin að auka útflæðið á greiðslujöfnuði og setja heimagjaldmiðillinn í enn meiri vanda. Gjalddeyrisforðinn getur runnið mjög fljótt til þurrðar í varnarbaráttu fyrir gjaldmiðil og bankakerfi, auk þess sem inngrip eru oft talin merki um veikleika og geta hæglega aukið á fjármagnsflóttann eða dregið að spákaupmenn. Ef lönd eru hluti af stærra myntsvæði þarf því ekki að óttast gjaldeyriskreppu en greiðslujöfnuður hefur samt áfram þýðingu þar sem halli á greiðslujöfnuði – hvort sem um er að ræða viðskiptahalla eða fjármagnsflotta – veldur lausafjártæmingu fjármálakerfisins í stað gengisfalls líkt og gerst hefur í þeim evrulöndum sem liggja við Miðjarðarhaf á undanfórnum árum.

Sjá nánar í *Áhættudreifing eða einangrun. Um tengsl lífeyrissparnaðar, greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga*. Landssamtök lífeyrissjóða, nóvember 2014, 5. kafli.

²³ Sjá nánar um tvíburastreppur hjá Kaminsky, Graciela L., og Carmen M. Reinhart (1999). „The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems.“ *American Economic Review*, Vol. 89 No. 3, 473–500.

1.3 Farkrónuvandinn

Farkrónuvandinn snýr að innlendum fjárfestum og stafar af misvægi í eignasöfnum (portfolio imbalance) þar sem vægi erlendra eigna er of lítið að þeirra mati. Besta dæmið um þetta er vitaskuld eignasöfn lífeyrissjóðanna en almennt á þetta við um marga aðra íslenska fjárfesta. Þessi vandi er tvíþættur: Annars vegar er hér um að ræða uppsafnaðan vanda frá því að höftin voru sett fyrir rúmum sex árum en á þeim tíma hefur átt sér stað töluverð eignamyndun í krónum hjá mörgum aðilum, sem hefur sjálfkrafa minnkað vægi erlendra eigna í söfnum þeirra. Hins vegar hefur fjármálahrunið sjálft sem og setning fjármagnshatta breytt eignaviðmiðum íslenskra fjárfesta í þá átt að auka æskilegt vægi erlendra eigna. Þessar tvær ástæður eru vitanlega samhangandi.

Skýrsluhöfundar hafa fjallað mjög nákvæmlega um þennan vanda í bók er þeir rituðu fyrir Landssamtök lífeyrissjóða er ber heitið *Áhættudreifing eða einangrun. Um tengsl lífeyrissparnaðar, greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga* og var gefin út í nóvember 2014. Óþarfi er að endurtaka þá greiningu hér nema þá aðeins að stikla á aðalatriðum. Í téðri bók meta skýrsluhöfundar það svo að erlent eignahlutfall íslenskra lífeyrissjóða eigi að vera að lágmarki um 40–50% af heildareignum sé miðað bæði við lífshlaupslíkanið (life cycle hypothesis) eða samval verðbréfa (portfolio theory). Núverandi hlutfall er tæp 24% og þar sem heildareignir lífeyrissjóðanna voru í desember 2014 um 2.926 milljarðar króna þurfa sjóðirnir því að selja íslenskar krónueignir fyrir fjárhæð á bilinu 500–800 milljarðar króna til þess að komast í 40–50% erlent eignavægi. Aldurssamsetning þjóðarinnar er einnig með þeim hætti að mjög stórir árgangar eru að bætast við mannafla á vinnumarkaði en eftirlaunaþegar fáir – enn sem komið er. Af þeim sökum vaxa íslenskar lífeyriseignir enn nokkuð hratt eða um 40 milljarða á ári og þær þarf að fjárfesta erlendis, a.m.k. til helminga.

Svipað misvægi er í eignasöfnum einstaklinga, en erfitt ef ekki ómögulegt er að gera sér grein fyrir því hve miklar fjárhæðir er um að tefla. Fjármagnshöftin fela í raun í sér mikla skerðingu á eignarrétti þar sem Íslendingum er óheimilt að selja eignir sínar hérlandis fyrir gjaldeyri og/eða færa fjármuni sína til útlanda. Slíkar kvaðir á seljanleika (liquidity) hljóta að minnka virði íslenskra eigna verulega að öllu öðru óbreyttu. Jafnvel þótt höftin verði losuð vofir möguleiki á nýrri haftasetningu alltaf yfir og kastar skugga á verðmat eigna hérlandis.

Í annan stað er ljóst að fjármálabóla og mikil hækkun innlends eignaverðs á árunum 2004–2008 hefur einnig skapað misvægi í eignasöfnum, sem enn er til staðar. Að sönnu lækkaði eignaverðið aftur og þannig hvarf skjótfenginn gróði hjá mörgum en alls ekki öllum. Stór hópur fjárfesta seldi eignir á bóluverði fyrir hið mikla skapadægur í október 2008 og kom fjármunum sínum fyrir í öryggi á bankareikningum. Bankarnir keyptu sjálfir hluta þessara eigna, þar á meðal eigin hlutabréf, fyrir fé

sem fengið var að láni hjá Seðlabankanum með veði í svokölluðum ástarbréfum bankanna. Þessa eignasöfnun verður að líta á í samhengi við mikinn vöxt bankainnstæðna og peningamagns í umferð á árinu 2008, sem betur er fjallað um í 4. kafla. Hægt er með góðum rétti að segja að eftirhreytur eignabólunnar séu enn til staðar á innlánsreikningum bankastofnana hérlandis.

Í áðurnefndri bók, *Áhættudreifing eða einangrun*, er vakin athygli á því að skylduiðgjöld til lífeyrissjóða í sjóðasöfnunarkerfi skapi sjálfkrafa viðskiptaafgang með því að fresta neyslu. Sjóðasöfnunarkerfi skapar því svigrúm til erlendra fjárfestinga án þess að raska greiðslujafnvægi. Raunar er það svo að ef viðskiptaafgangurinn, sem sjóðasöfnunarkerfi, skapar er ekki fjárfestur erlendis mun það valda þenslu og eignabólu í viðkomandi hagkerfi til skaða fyrir lífeyrisþega. Frá þjóðhagslegu sjónarmiði hlýtur sjóðasöfnunarkerfi ásamt lágum meðalaldri þjóðarinnar að kalla eftir viðskiptaafgangi.

Sama á við um annan frjálsan sparnað einkaaðila, að hann felur í sér frestun neyslu og minni innflutning. Í ljósi þessa er eðlilegt að raungengi krónunnar sé með þeim hætti að mikill viðskiptaafgangur sé ávallt til staðar sem jafnframt fjármagni erlendar fjárfestingar Íslendinga. Eflitið er til síðustu áratuga hefur raungengið að jafnaði verið of hátt – allt fram að gengisfallinu mikla 2008 – sem endurspeglast í viðstöðulausum viðskiptahalla á tímabilinu. Raungengi framtíðar hlýtur því að verða lægra en það sögulega raungengi sem landsmenn hafa þekkt. Lágt raungengi, viðskiptaafgangur og útflutningur lífeyrissparnaðar eru einnig forsendur fyrir útflutningsdriðnum hagvexti, efnahagslegum stöðugleika og myndun þjóðhagslegs sparnaðar.

Hins vegar er verulega mikil uppsöfnuð þörf fyrir erlenda eignadreifingu til staðar, eins og sést vel af eignasöfnum lífeyrissjóðanna, sem er þungt að fjármagna með afgangi á viðskiptum við útlönd. Á móti kemur að þessi sömu eignadreifingarviðmið ættu að vera mikill hvati fyrir erlenda aðila til að fjárfesta hérlandis 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 staða að margir erlendir fjárfestar vildu gjarnan hafa prósentubrot af eignasafni sínu í íslenskum eignum og gætu því gjarnan viljað fjárfesta hérlandis. Ljóst er því að ein helsta forsendan fyrir því að íslenskir fjárfestar nái að dreifa áhættu eignasafna sinna með því að kaupa erlendar eignir er sú að erlendir aðilar komi hingað til lands og kaupi íslenskar eignir. Til þess að það geti gerst þarf Ísland að vera eftirsóknarverður áfangastaður fyrir erlenda fjárfestingu.

1.4 Niðurstaða

Megintilgangur setningar fjármagnshafta í kjölfar hrunsins 2008 var að koma í veg fyrir að mikið útfæði fjármagns myndi leggja kostnað á almenning með of lágu gengi krónunnar. Frá þeim tíma hefur verið unnið að því að bræða snjóhengjuna sem hefur nú minnkað um helming. Aðferðafræði Seðlabankans hefur verið sú að leysa málið *innan fjármagnsjafnaðar* með því að skapa sérstakan uppboðsmarkað þar sem eignaskipti (asset swaps) geta átt sér stað á lægra gengi en hið opinbera skráða álandsgengi. Þannig er ekki aðeins komið í veg fyrir að bráðnunin trufla raunhagkerfið með lækkun á gengi krónunnar heldur er einnig tryggt að afgangur á utanríkisviðskiptum sé ekki nýttur til þess að skipta aflandskrónum í erlenda mynt. Með þessum hætti hefur Seðlabankinn freistað þess að vinda ofan af vaxtamunarviðskiptunum án þess að almenningur yrði fyrir áhrifum.

Þessi aðferðafræði hefur verið möguleg vegna haftanna sem hafa skipt gjaldeyrismarkaðnum í tvennt; annars vegar í opinberan álandsmarkað fyrir færslur innan viðskiptajafnaðar og hins vegar aflands-uppboðsmarkað fyrir færslur innan fjármagnsjafnaðar. Slík aðgreining er vitaskuld ekki möguleg á frjálsum gjaldeyrismarkaði þar sem aðeins eitt gengi er til staðar og hreyfingar á fjármagnsjöfnuði smitast strax yfir á viðskiptajöfnuð með gengisbreytingum. Þessi aðskilnaður var einmitt hin tilgreinda upphaflega ástæða fyrir setningu hafta; að geta hreinsað til eftir fjármálabóluna áður en frjáls gjaldeyrisviðskipti hæfust.

Það sem hefur þó einna helst tafið fyrir bráðnuninni er að eigendum snjóhengjunnar hefur ekki legið á að komast úr landi. Svo virðist sem þeir hafi ekki verið sérstaklega óánægðir, enda gátu þeir fært vexti af eign sinni út úr landinu á aflandsgengi. Og sumir þeirra keyptu jafnvel aflandskrónurnar af öðrum erlendum fjárfestum eftir að höftin voru sett. Hafi Ísland breyst í fangelsi fyrir vaxtamunarfjárfesta eftir hrún þá eru gullrimlar fyrir gluggum!

Þegar litið er til farkrónuvandans – krónueignar innlendra aðila – getur lausn sem byggir á fjölgengi ekki gengið upp, hvort sem litið er til hagkvæmni eða jafnræðis á milli aðila. Hægt er að draga upp alls konar sviðsmyndir um það hversu margar krónur og á hvaða tíma gætu leitað út úr landinu en það er í sjálfu sér til lítils gagns. Fjölengisstefna gekk ekki upp á síðustu öld og mun ekki gera það í dag. Eina leiðin að jafnvægi hlýtur að vera að allir aðilar eigi viðskipti á sama markaði og markaðsgengið endurspegli raunverulegt framboð og eftirspurn eftir krónum. Landið hefur ákveðin kerfiseinkenni sem verða að endurspeglast í gengisskráningunni er síðan endurvarpar réttum hlutfallsverðum inn í hagkerfið og gefa landsmönnum skilaboð um framleiðslu og fjárfestingu. Til að mynda verður að ríkja innra samhengi á milli viðskiptajafnaðar og fjármagnsjafnaðar til þess viðhalda þjóðhagslegu jafnvægi á milli sparnaðar og neyslu.

Það sést best á lífeyriskerfinu, en sjóðasöfnun þess skapar sparnað með því að fresta neyslu og leiðir sjálfkrafa til viðskiptaafgangs er þarf að fjárfesta erlendis til þess að jafnvægi haldist. Þá verður einnig að ríkja jafnræði á milli allra þegna landsins. Losun hafta snýst einmitt um að reyna að endurheimta þetta samhengi á frjálsum gjaldeyrismarkaði þar sem allir aðilar standa jafnfætis og verðmyndun innanlands er í samræmi við umheiminn. Hægt er að grípa til ýmissa aðgerða til þess að koma í veg fyrir æsingu og óðagot á gjaldeyrismarkaði, svo sem með setningu ýmissa þjóðhagsvarúðarviðmiða og í áðurnefndri bók, *Áhættudreifing eða einangrun*, leggja skýrsluhöfundar til að lífeyrissjóðir setji sér þjóðhagsleg viðmið varðandi erlendar fjárfestingar. En allt að einu: Íslendingar geta ekki falið sig fyrir umheiminum til eilífðarnóns að baki hafta og bannað viðskipti með þjóðargjaldmiðilinn.

Mikilvægt er að hafa í huga að setning fjármagnshafta felur ekki endilega í sér raunverulega lokun fjármagnsviðskipta – þau halda áfram og samhengið á milli utanríkisviðskipta og fjármagnsjafnaðar er áfram hið sama. Höftin aftur á móti stjórnmalavæða fjármagnsviðskiptin þar sem fjármagnsfærslur lúta annaðhvort pólitískt ákvörðuðu undanþágufærli eða eru á vegum ríkisins sjálfs. Stjórnmalavæðing fjármagnsviðskipta hefur einnig tilhneigingu til þess að leiða til íhlutunar um það hvernig fjármagninu er varið innan landsins. Þannig verða fjárfestingarnar ákvarðaðar á pólitískum vettvangi fremur en á hinum frjálsa markaði sem yfirleitt leiðir til missetningar fjármagns (misallocation of capital). Með haftasetningu er hægt að ná stöðugleika í fjármagnsjöfnuði og til að mynda koma í veg fyrir að fjármagnshreyfingar séu sífelld að trufla raunhagkerfið. Hins vegar er kostnaðurinn gríðarlegur til lengri tíma lítið.

Þegar horft er til framtíðar þurfa landsmenn að leggja áherslu að laða til sín beina erlenda fjárfestingu fremur en að afla erlends fjár með lántökum sem svo lengi hefur tíðkast hérlandis. Frá sjónarmiði greiðslujafnaðar er bein erlend fjárfesting mun öruggari fjármögnun en lántaka þar sem hinn erlendi eigandi hlutafjár fær aðeins arð af fjárfestingu sinni ef hún skilar hagnaði. Og ef verkefnið gengur alls ekki upp þá lendir tapið á afgangskröfuhöfunum – þeim sem eiga hlutaféð – og lítið sem ekkert fer aftur út í gegnum greiðslujöfnuðinn. Það er því grundvallarmunur á þeirri þjóðhagslegu áhættu sem fylgir því fyrir lítil opin hagkerfi að taka við erlendu fjármagni sem beinni erlendri fjárfestingu eða sem lánum.

Bein erlend fjárfesting er því með raun og réttu þjóðhagsleg áhættudreifing fyrir viðkomandi land þar sem útlendir fjárfestar taka á sig hluta af rekstraráhættu atvinnulífsins með því leggja fram eigið fé. Með því að gerast hluthafar í atvinnulífinu eru hinir erlendu fjárfestar orðnir hluthafar í samfélaginu sem geta ekki hlaupist á brott þegar skammtímaáföll ríða yfir. Samhliða því að reiða fram hlutafé leggja fjárfestarnir fram bæði þekkingu og viðskiptatengsl til að féð ávaxtist í nýju landi. Ótal rannsóknir hafa einnig sýnt fram á hvernig tækni og þekking berast á milli landa með eiginfjárflutningum, hvort sem er með stofnun nýrra fyrirtækja eða kaupum á ráðandi hlut í

starfandi fyrirtækjum. Eiginfjárfærslur eru því ómissandi hluti af útbreiðslu nýjunga, framfara og aðlögunar og þau lönd sem loka sig frá þessum síkviku straumum bjóða jafnframt heim hættunni á stöðnun. Það á jafnt við um rík lönd sem fátæk.

En svo mikið mein sem hlýst af því að landið fari á mis við erlenda fjárfestingu er þó enn verra að íslensk fyrirtæki lokast inni á sínum litla heimamarkaði. Þegar upp er staðið snýst losun 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 hérlandis fylgi því sem gerist erlendis. Ísland mun aldrei geta skapað lífskjör á borð við það sem þekkist erlendis ef efnahagslífið er lokað frá öðrum löndum með höftum. Slíkt lokað vistkerfi í fyrirtækjarekstri getur aðeins gengið upp fyrir litlar þjóðir ef þær eiga auðlindir sem skapa þeim samkeppnishæfa stöðu í útflutningsgreinum þrátt fyrir almenna óhagkvæmni og heimóttarskap í atvinnulífi. Stöðugleikinn sem höftin skapa er ekki ókeypis, heldur kostar hann efnahagslega stöðnun. Er þá komið að þriðja hluta færsluvandans, sem snýr að útgreiðslum úr slitabúum föllnu bankanna.

2. kafli

Slitakrónuvandinn

2.1 Drjúg verða morgunverkin

Að morgni miðvikudagsins 8. október árið 2008 tók starfsfólk í höfuðstöðvum Kaupþings eftir borða á sjónvarpsskjánum fyrir ofan það sem ávallt var stilltur á sjónvarpsstöðina Bloomberg. Borðinn birti textann: „ING Buys 3 Billion Pounds of Icelandic Deposits“. Þau risu úr sætum sínum og söfnuðust saman frammi fyrir skjánum. Borðinn var dánarvottorð bankans. Þennan örlagaríka morgun hafði breska fjármálaeftirlitið yfirtekið breskt dótturfélag bankans, Kaupthing Singer&Friedlander og fært innlán bankans – sem kölluðust Kaupthing Edge – yfir til hollenska bankans ING. Þetta var þó ekki eini starfi breskra stjórnvalda þennan morgun heldur var hann einnig nýttur til þess að frysta eignir Landsbankans með beitingu hryðjuverklaga og taka yfir hið breska dótturfélag hans – Heritable Bank. Var þá Seðlabanki Íslands settur á opinberan lista með helstu hryðjuverkasamtökum heims, sem frægt er orðið. Eftir þessi morgunverk – og að loknum miðdegisverði – voru mjög umfangsmiklar björgunaraðgerðir kynntar til sögunnar til handa bresku bankakerfi.

Það hefur síðan komið fram að bresk stjórnvöld voru mjög uggandi um að banka-áhlaupið, sem var þá hafið á íslensku bankana, myndi breiðast út um Bretland. Breska bankakerfið var óneitanlega í yfirstærð miðað við hagkerfið, eða með eignir sem námu fjór- til fimmfaldri landsframleiðslu, og nokkrir stórir bankar voru þegar komnir í mikil lausafjárvandræði. Breski seðlabankinn átti heldur engan gjaldeyrisforða. Þessi staða í Bretlandi í upphafi októbermánaðar 2008 skýrir líklega að mestu leyti mjög harkalegar aðgerðir þarlendra stjórnvalda gagnvart Íslendingum – Bretastjórn vildi með áþreifanlegum hætti setja upp eldvegg til hlífðar frá hinu brennandi íslenska fjármálakerfi og skeytti þá hvorki um skömm né heiður. Það er hins vegar kaldhæðnislegt að sá banki sem breska stjórnin treysti fyrir innlánum Kaupþings – hollenski bankinn ING – var þá þegar kominn að fótum fram. Hann þurfti stuttu síðar á mjög umfangsmikilli björgun að halda frá hollenskum stjórnvöldum og það tók sex ár að endurreisa bankann – eða allt fram á haustið 2014. En það er önnur saga.

Íslensk stjórnvöld höfðu ekki heldur verið verklaus þessa októberdaga. Og þau voru einnig komin í þá stöðu að skeyta hvorki um skömm né heiður til þess að bjarga sínum borgurum frá yfirvofandi hruni. Mánudaginn þar á undan – þann 6. október

2008 – hafði Alþingi Íslendinga sett neyðarlög¹ með vísun í neyðarrétt (force majeure). Með neyðarlögunum voru Fjármálaeftirlitinu veittar mjög rúmar valdheimildir til þess bæði að grípa inn í rekstur starfandi banka sem og að stofna nýja banka. Neyðarlögin breyttu innstæðum í *forgangskröfur* sem gerði Fjármálaeftirlitinu kleift að flytja innlán úr gömlu bönkunum undir nýja kennitölu ásamt innlendum eignum til þess að standa undir virði þeirra og stofna þannig nýja banka. Svo má segja að á grundvelli neyðarlaganna hafi íslensku bönkunum verið skipt í tvennt; innlendan hluta sem myndaði stofn að nýju bönkunum og síðan erlendan hluta er fór í slitameðferð.

Með íslensku neyðarlögunum var brotið blað í bankasögu Evrópu þar sem eigendur hefðbundinna skuldabréfa (senior unsecured bonds) voru í fyrsta skipti um áratugaskeið látnir taka á sig kostnað vegna bankagjaldþrots. Slíkar aðgerðir voru þó vel þekktar vestanhafs og mörg ákvæði neyðarlaganna eru mjög í ætt við bandarískt regluverk. Í Bandaríkjunum hafa innlendir innstæðueigendur notið forgangs yfir aðra kröfuhafa frá árinu 1993² og hinn bandaríski tryggingasjóður innstæðueigenda, FDIC, hefur allt frá stofnun árið 1933 haft nokkuð víðtækar heimildir til að grípa inn í starfsemi banka í vanda til að tryggja hagsmuni sína.³ Aðgerðir sjóðsins felast yfirleitt í því að innlán hins fallna banka eru tekin yfir af öðrum starfandi banka sem fær sem endurgjald eignir sem duga til greiðslu innlánanna, aðgerð sem kölluð er *kaup og yfirtaka* eða Purchase-and-Assumption (P&A). Á árunum 2005–2007 greip FDIC inn í rekstur 27 banka og 509 banka á árunum 2008–2014.⁴ Stærsta inngríp sjóðsins átti sér stað aðeins tæpum tveimur vikum fyrir setningu neyðarlaganna, fimmtudaginn 25. september 2008, þegar sjóðurinn tók yfir Washington Mutual en eignir hans námu meira en 300 milljörðum Bandaríkjadala þegar hann féll.

Með neyðarlögunum fékk Fjármálaeftirlitið heimildir sem eru um margt sambærilegar heimildum FDIC og ákvarðanir FME á grunni laganna fólust í nokkurs konar *kaupum og yfirtöku* (P&A) á eignum og skuldum gömlu bankanna. Aðgerðir Fjármálaeftirlitsins voru þó frábrugðnar aðgerðum FDIC að því leyti að það gat ekki ráðstafað eignum og skuldum bankanna til annarra starfandi banka og því voru stofnaðir nýir bankar í eigu ríkissjóðs sem fengu það hlutverk.

¹ Lög nr. 125/2008.

² Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993. U.S. Public Law 103–66. 103d Cong., 1st sess., August

³ Við stofnun FDIC árið 1933 voru innlendar bankainnstæður gerðar að forgangskröfum í bú fallinna banka og var það talið auðveldað sjóðnum hlutverk sitt, að tryggja innstæður. Forgangurinn hafði þó neikvæðar hliðarverkanir og sjóðurinn lagði fljótlega til að innstæðueigendur yrðu jafnsettir almennum kröfuhöfum. Aðeins tveimur árum síðar var lögum breytt í þá veru og þannig var það á landsvísi allt til ársins 1993. Í mörgum fylkjum Bandaríkjanna hafa þó innstæður verið forgangskröfur í bú banka sem starfa samkvæmt leyfi frá fylkinu allt frá árinu 1909. Forgangur innstæðna í bandarískum bönkum nær þó aðeins til innlendra innstæðna og erlendir innstæðueigendur eru jafnsettir almennum kröfuhöfum.

⁴ FDIC, <https://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>

Neyðarlögin, og sér í lagi forgangur innstæðna, þóttu mjög róttæk aðgerð er jaðraði jafnvel við trúvillu á sínum tíma en mikið vatn hefur runnið til sjávar síðan. Evrópu-sambandið gaf árið 2014 út sameiginlega aðferðafræði við slit á fjármálafyrirtækjum innan evrusvæðisins⁵ sem byggir á svokölluðum lagskiptum (tiered) forgangi innstæðna. Það þýðir að við fall banka eru ótryggðar innstæður síðustu óveðtryggðu kröfurnar sem eru látnar mæta tapi en tryggðar innstæður njóta forgangs.⁶ Forgangur tryggðra innstæðna er lögbundinn í Sviss og Bretar hafa einnig skoðað þann kost.⁷ Á þeim árum sem liðið hafa frá haustinu 2008 hefur Evrópa því fetað þann stíg er Ísland tróð með neyðarlögnum.

Þann sama mánudag og neyðarlögin voru sett tók Fjármálaeftirlitið við rekstri Landsbankans. Degi síðar var röðin komin að Glitni og að kvöldi miðvikudagsins 8. október 2008 var Kaupþing tekið yfir. Strangt til tekið varð Kaupþing ekki gjaldþrota við að missa dótturfélag sitt í Bretlandi en með yfirtöku þess voru skilyrði (covenants) lánasamninga Kaupþings brotin og lánardrottinnar bankans gátu því gert kröfu um endurgreiðslu. Þannig var bankinn fallinn. Eftir bönkunum þremur áttu eftir að koma sparisjóðir og önnur fjármálafyrirtæki sem Fjármálaeftirlitið tók yfir á grundvelli neyðarlaganna. Þegar þetta er skrifað má heita svo að 98% af allri bankastarfsemi Íslands hafi fallið í kjölfar setningar neyðarlaganna, og Ísland er því eina iðnþróaða landið sem hefur orðið fyrir *kerfisbundnu* bankahruni. Sú fjárhagslega endurskipulagning sem hófst í kjölfarið er líklega sú umfangsmesta að tiltölu við fólksfjölda sem um getur.

2.2 Skipting gömlu og nýju bankanna

Eins og áður er frá sagt breyttu neyðarlögin frá 2008 kröfuröð banka og settu innstæður í forgang, en samkvæmt þágildandi gjaldþrotalögum höfðu þær áður fallið undir almennar kröfur og með jafna stöðu og almenn skuldabréfafjármögnun bankanna. Þessi breyting á kröfuröðinni fól í sér um 1.400 milljarða millifærslu frá almennum kröfuhöfum til innstæðueigenda bæði héraðs og erlendis.⁸ Fjármálaeftirlitið stofnaði síðan nýja banka og færði innstæðurnar þangað að fullu nafnverði. Samhliða því voru innlendar eignir gömlu bankanna einnig færðar yfir til þess að fylla upp í efnahagsreikning þeirra. Sú færsla átti hins vegar að vera á

⁵ Tilskipun 2014/59/EU.

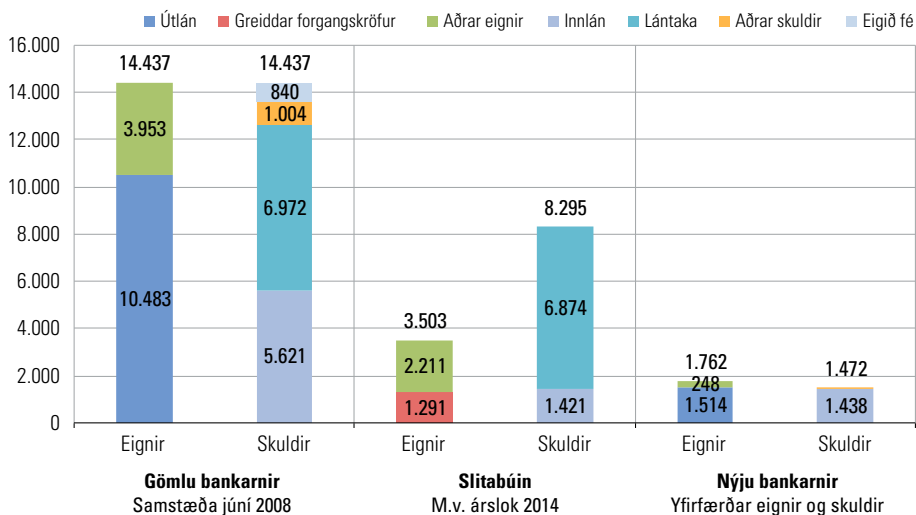
⁶ European Parliament News, *Taxpayers and savers last in line to save banks*, 21. maí 2013.

⁷ Daniel C. Hardy, *Bank Resolution Costs, Depositor Preference, and Asset Encumbrance*. IMF Working Paper. 2013.

⁸ Innlend innlán móðurfélaga bankanna þriggja námu 1.438 milljörðum og erlend innlán 1.421 milljörðum. Skýrsluhöfundar hafa áætlað að meðalheimtur allra kröfuhafa bankanna nemi 51%. Neyðarlögin tryggðu innstæðueigendum forgang og líkur standa til að þeir heimti kröfur sínar að fullu. Mismunurinn, 49% af öllum innstæðum eða um 1.400 milljarðar króna, er í raun greiddur af almennum kröfuhöfum bankanna í formi minni endurheimta þeirra.

„sannvirði“ (fair value) – þ.e. eftir niðurfærslu eða öllu heldur varúðarfærslu. Það sem munaði á sannvirði eigna og innlána var vitaskuld eign almennra kröfuhafa eftir gjaldþrotalögum.

Fjármálaeftirlitið fékk erlent ráðgjafarfyrirtæki, Deloitte í Lundúnum, til að meta sannvirði (fair value) innlendu eignanna sem færðar voru til nýju bankanna og annað ráðgjafarfyrirtæki, Oliver Wyman, til að yfirfara matið. Niðurstaða matsins var að verðmæti eignanna var talsvert hærra en yfirfærðar skuldir og því hefðu nýju bankarnir að óbreyttu þurft að gefa út há skuldabréf til gömlu bankanna. Ætlun stjórnvalda var að ríkissjóður legði nýju bönkunum til eigið fé og gerðu áætlanir ráð fyrir að það gæti numið 385 milljörðum króna.⁹ Stjórnvöld töldu hins vegar ekki ráðlegt að endurreisa bankana með svo miklum skuldum við slitabúin og komu því fram með nýtt mat á eignunum sem var lægra en neðra mark mats Deloitte. Í kjölfar samningaviðræðna við slitabúin voru íslensku eignirnar færðar niður að þessu matsvirði áður en þeim var komið fyrir á efnahagsreikningi nýju bankanna undir nýrri kennitölu og þegar efnahagsreikningar nýju bankanna litu loks dagsins ljós í lok árs 2009 og byrjun árs 2010 voru þeir upp á 2.088 milljarða, þar af voru yfirfærðar eignir að verðmæti 1.762 milljarðar. Skipting eigna og skulda milli nýju og gömlu bankanna er sýnd á mynd 2.1.



Mynd 2.1 Skipting gömlu bankanna milli slitabúa og nýrra banka.

Efnahagsreikningar gömlu bankanna eru samanlagðir samstæðureikningar í lok júní 2008. Eignir slitabúanna eru annars vegar greiddar forgangskröfur og hins vegar eignir þeirra í árslok 2014 og skuldir slitabúanna eru samþykktar kröfur í árslok 2014. Eignir og skuldir nýju bankanna eru sá hluti eigna og skulda þeirra sem yfirfærðar voru frá gömlu bönkunum. Fjárhæðir í milljörðum króna.

Heimild: Sex mánaða árslutareikningar Glitnis, Kaupþings og Landsbankans 2008, ársreikningar Glitnis, Kaupþings og LBI árið 2014 og ársreikningar Íslandsbanka, Arion banka og Landsbankans árið 2008.

⁹ Skýrsla fjármálaráðherra til Alþingis um endurreisn viðskiptabankanna, mars 2011.

Lengst til vinstri á myndinni eru samanlagðir samstæðuefnahagsreikningar gömlu bankanna, Glitnis, Kaupþings og Landsbankans, í lok júní árið 2008, eignir vinstra megin og skuldir hægra megin. Af myndinni má sjá að heildareignir gömlu bankanna voru á þessum tíma 14.437 milljarðar króna. Eigið fé bankanna var um 840 milljarðar og því voru heildarskuldir þeirra 13.597 milljarðar króna. Efnahagsreikningar bankanna eru á samstæðugrunni og innihalda því allar eignir og skuldir dótturfélaga bankanna. Í lok árs 2007 voru um 41% af heildareignum bankanna á samstæðugrunni í erlendum dótturfélögum.¹⁰ Það voru móðurfélög bankanna sem fóru í þrot en einstaka dótturfélög þeirra voru seld, fóru í sjálfstæða slitameðferð eða störfuðu áfram, í lengri eða skemmri tíma.

Á miðri myndinni eru sýndar eignir og skuldir slitabúanna. Það sem kallað er eignir slitabúanna er summan af þeirri fjárhæð sem slitabúin hafa þegar greitt út til forgangskröfuhafa og verðmæti þeirra eigna sem eftir voru í slitabúunum í lok árs 2014 og endurspeglar því þær eignir sem eftir voru í slitabúunum við stofnun nýju bankanna. Af myndinni sést að heildarkröfur í slitabúin nema um 8.295 milljörðum króna. Þar af eru 1.421 milljarðar króna forgangskröfur og af þeim hafa 1.291 milljarðar króna verið greiddar.¹¹

Lengst til hægri á myndinni er sá hluti af efnahagsreikningi nýju bankanna sem var yfirtekinn frá gömlu bönkunum; þessi hluti inniheldur því ekki stofnframlag ríkissjóðs og skuldir nýju bankanna við þá gömlu. Heildarverðmæti þeirra eigna sem voru færðar frá gömlu bönkunum til þeirra nýju var 1.762 milljarðar króna og heildarverðmæti skulda 1.472 milljarðar, þar af 1.438 milljarðar í innlánnum. Mismunur á verðmæti eigna og skulda var því 290 milljarðar sem var mætt með útgáfu skuldabréfa frá nýju bönkunum til þeirra gömlu og sem eiginfjárframlagi gömlu bankanna til hinna nýju.

Af myndinni má lesa ýmislegt varðandi stærð bankakerfisins fyrir og eftir hrun, heimtur og tap kröfuhafa og áhrif neyðarlaganna á heimtur almennra kröfuhafa. Í fyrsta lagi nema efnahagsreikningar nýju bankanna, ásamt stofnframlagi til þeirra, um 2.100 milljörðum króna samanborið við um 14.400 milljarða króna eignir gömlu bankanna á samstæðugrunni. Endurreista bankakerfið var því aðeins um 15% af bankakerfinu fyrir hrun. Af lýstum kröfum í bú slitabúanna og þeim innlánnum sem færð voru til nýju bankanna sést að innlán voru um 30% af skuldum móðurfélaga bankanna og skiptust nokkuð jafnt milli erlendra og innlendra útibúa.

¹⁰ Seðlabanki Íslands, *Fjármálastöðugleiki*, maí 2008, bls. 38.

¹¹ Tilgangur þess að setja eignir slitabúanna fram með þessum hætti er að fá mat á verðmæti þeirra eigna sem eftir voru í slitabúunum við uppskiptingu bankanna. Einn kosturinn við þessa framsetningu er að hún gefur betra mat á verðmæti eignanna heldur en lá fyrir við upphaf slitameðferðar þeirra. Gallinn er hins vegar sá að hún er á verðlagi ársins 2014 en ekki ársins 2008 eða 2009 eins og efnahagsreikningar gömlu og nýju bankanna á myndinni. Það sem er kallað skuldir slitabúanna eru hins vegar allar kröfur í búin sem höfðu verið samþykktar af slitastjórnnum búanna í árslok 2014, hvort sem búið er að greiða þær að fullu eða hluta eða ekki. Þessi fjárhæð miðast við lýstar kröfur í bankana hinn 22. apríl 2009 og er því á verðlagi ársins 2009.

Einnig má lesa heimtur og tap kröfuhafa föllnu bankanna úr myndinni. Kröfur í slitabúin nema 8.295 milljörðum króna. Að viðbættum þeim skuldum sem færðar voru yfir til nýju bankanna að fjárhæð 1.472 milljarðar króna nema því heildarkröfur á föllnu bankana 9.767 milljörðum króna. Verðmæti eigna slitabúanna og þegar greiddra forgangskrafna er 3.503 milljarðar króna og að viðbættum þeim eignum sem voru færðar til nýju bankanna, að verðmæti 1.472 milljarðar,¹² nema eignirnar 4.975 milljörðum. Meðalheimtur allra kröfuhafa, almennra og forgangskröfuhafa, á móðurfélög föllnu bankanna eru því rétt tæp 51%.¹³ Heildartap kröfuhafa föllnu bankanna nemur því um 4.792 milljörðum króna eins og fjallað er betur um í boxi 2.1 hér að neðan.

2.3 Um innlendar eignir slitabúanna

Ákvarðanir Fjármálaeftirlitsins á grundvelli neyðarlaganna miðuðu að því að skipta bankakerfinu í innlendan hluta og erlendan. Innlend innlán gömlu bankanna þriggja voru hins vegar mun lægri en innlendar eignir þeirra, sem skýrist af mikilli heildsölufjármögnun þeirra. Á móðurfélagsgrunni voru innlend innlán 18% af heildarfjármögnun Glitnis og 14% hjá Landsbanka og Kaupþingi.¹⁴ Helftin af heildsölufjármögnun bankanna var erlend sem bankarnir síðan endurlánuðu til íslenskra og erlendra fyrirtækja. Þetta sést mjög vel af því að um 68% af heildarbankalánum íslenskra fyrirtækja voru gengistryggð í ársbyrjun 2008.¹⁵ Samkvæmt almennum gjaldþrotalögum eru allar eignir umfram forgangskröfur eign almennra kröfuhafa. Af þessum sökum gat ekki orðið hreint hnífbragð á milli hins erlenda og innlenda hluta og töluvert af íslenskum eignum voru því áfram eign slitabúanna.

Lágt innlent innlánahtutfall, notkun á innlendri heildsölufjármögnun svo og mikil notkun erlendrar heildsölufjármögnunar leiddi því til þess að uppskipting bankanna samkvæmt neyðarlögunum og ákvörðunum Fjármálaeftirlitsins leiddi ekki til fullkomins aðskilnaðar innlendra og erlendra eigna. Eftir uppskiptinguna áttu gömlu

¹² Verðmæti eigna, sem færðar voru frá gömlu bönkunum til nýju bankanna, var 1.762 milljarðar og skuldirnar 1.472 milljarðar. Mismunurinn, 290 milljarðar, kemur þegar fram í eignum slitabúanna og því þarf aðeins að bæta við 1.472 milljörðum af eignunum til að fá út heildareignir föllnu bankanna.

¹³ Meðalheimtur eru $4.975 / 9.767 = 50,93\%$. Þessar heimtur miða við þegar útgreiddar kröfur og verðmæti eftirstandandi eigna slitabúanna eins og það var í lok árs 2014.

¹⁴ Á samstæðugrunni – þ.e. ef erlend dótturfélög voru tekin með í reikninginn – voru innlend innlán mjög lítill hluti af fjármögnun gömlu bankanna, eða 14% hjá Glitni, 13% hjá Landsbanka og 7% hjá Kaupþingi. En samkvæmt stofnefnahagsreikningum nýju bankanna voru innlán Arion banka 442 milljarðar, Íslandsbanka 496 milljarðar og Landsbankans 501 milljarðar, alls 1.438 milljarðar. Í síðustu árshlutareikningum gömlu bankanna, í júní 2008, námu heildarskuldir Kaupþings 6.166 milljörðum, Glitnis 3.662 milljörðum og LBI 3.769 milljörðum.

¹⁵ Hagtölur Seðlabanka Íslands, Útlán til heimila og fyrirtækja. Heildarútlán innlánsstofnana til atvinnufyrirtækja námu í ársbyrjun 2008 1.322 milljörðum króna, þar af voru 899 milljarðar í erlendum gjaldmiðlum.

bankarnir hlutdeild í nýju bönkunum í formi hlutafjár eða skuldabréfs sem nam í árslok 2014 að verðmæti um 500 milljörðum króna.

Í annan stað urðu ákvarðanir Fjármálaeftirlitsins á grundvelli neyðarlaganna til þess að sumar innlendar eignir fóru ekki til nýju bankanna líkt og til að mynda afleiður er mynduðu kröfur á innlenda aðila,¹⁶ dótturfélög utan efnahagsreiknings líkt og útgáfufélag KB íbúðalána í Kaupþingi, eða eignir sem höfðu verið fluttar í erlend eignarhaldsfélög (SPV) og voru t.d. notaðar við veðsetningu eigna í Seðlabankanum í Lúxemborg. Allt varð þetta til þess að umtalsverðar innlendar eignir eru nú í eigu slitabúanna.

Nú, rúmum sex árum síðar, er slitameðferð búa gömlu bankanna nær að fullu lokið og eignum að mestu komið í verð ef undan er skilinn hlutur þeirra í nýju bönkunum. Í lok árs 2014 voru allt í allt 69% af eignum Glitnis, 50% af eignum Kaupþings og 25% af eignum Landsbankans komnar í laust fé.¹⁷ Að auki hafa slitabúin þegar greitt út talsvert af lausu fé til forgangskröfuhafa og að teknu tilliti til þess hefur um 79% af eignum Landsbankans og um 71% af eignum Glitnis þegar verið breytt í laust fé. Það blasir því við að dágóður tími er liðinn frá því að skilyrði urðu til útgreiðslu á kröfum úr búunum.

	Glitnir	Kaupþing	LBÍ	Alls	Hlutfall
Hlutabréf og skuldabréf banka	175	147	200	522	24%
Innlendar innstæður í krónum	75	5	23	104	5%
Innlendar innstæður í gjaldeyri	37	44	84	165	7%
Erlendar innstæður (í gjaldeyri)	548	352	5	906	41%
Aðrar innlendar eignir í krónum	63	6	18	86	4%
Aðrar innlendar eignir í gjaldeyri	3	20	0	23	1%
Aðrar erlendar eignir (í gjaldeyri)	62	225	121	409	18%
Eignir alls	963	800	452	2.214	100%
Innlendar eignir alls	352	222	325	900	41%
Erlendar eignir alls	610	578	126	1.314	59%
Innstæður alls	661	402	112	1.174	53%

Tafla 2.1 Eignasamsetning slitabúanna þriggja við árslok 2014

Heimild: Ársreikningar Glitnis og Kaupþings fyrir árið 2014 og fjárhagsupplýsingar LBÍ fyrir fjórða ársfjórðung 2014.¹⁸

¹⁶ Í fyrstu ákvörðunum Fjármálaeftirlitsins var gert ráð fyrir að afleiðusamningar við innlenda aðila yrðu færðir yfir til nýju bankanna en því var breytt í seinni ákvörðunum þar sem samningarnir voru taldir of áhættusamir fyrir nýju bankana.

¹⁷ Ársreikningar Glitnis og Kaupþings fyrir árið 2014 og fjárhagsupplýsingar LBÍ fyrir fjórða ársfjórðung 2014.

¹⁸ LBÍ gefur ekki upp skiptingu gjaldeyriseigna milli erlendra og innlendra aðila. Af ársreikningi Landsbankans fyrir árið 2014 má þó ráða að stærstur hluti gjaldeyrisinnstæðna LBÍ sé líklega hjá Landsbankanum. Hér er gert ráð fyrir að nánast allar gjaldeyrisinnstæður LBÍ séu hjá innlendum bönkum en aðrar gjaldeyriseignir, að undanskildu skuldabréfi Landsbankans, séu erlendar eignir.

Slitabúin þrjú áttu – eins og kemur fram í töflu 2.1 hér að ofan – rúma 1.300 milljarða í erlendum eignum í árslok 2014. Þetta eru eignir sem eru *erlendis* og útgreiðsla þeirra til *erlendra* kröfuhafa hefur engin áhrif á íslenskan greiðslujöfnuð þrátt fyrir að slitabúin séu innlendir lögaðilar, enda þurfa þessir fjármunir ekki að hafa viðkomu í íslensku fjármálakerfi. Þessi bú eiga hins vegar um 900 milljarða í íslenskum eignum og hluti þeirra getur skapað færsluvanda þegar þær verða greiddar út til erlendra kröfuhafa. Ekki eru þó allar innlendir eignir búanna eins hvað þetta varðar. Íslenskir bankar eiga erlendar lausafjäreignir til að mæta öllum innlánnum í erlendum gjaldeyri og því eru innlendir innstæður slitabúanna í erlendum gjaldeyri, sem nema um 165 milljörðum króna, að fullu fjármagnaðar; útgreiðsla þeirra þarf ekki að fara inn á gjaldeyrismarkaðinn.¹⁹ Þá er hluti annarra innlendra eigna búanna tryggður með beinum veðum í erlendum eignum sem geta staðið undir greiðslum af þeim og hafa því ekki áhrif á gjaldeyrismarkaðinn. En eftir stendur að stór hluti innlendra eigna slitabúanna gæti leitað inn á gjaldeyrismarkað ef þær væru greiddar út til kröfuhafa.

Þetta er staða sem hvorki íslensk stjórnvöld virðast hafa séð fyrir við setningu neyðarlaganna í október 2008 né heldur Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn þegar sameiginleg efnahagsáætlun var sett upp fyrir landið mánuði síðar. Þannig voru greiðslur úr slitabúum undanþegnar fjármagnshöftunum þegar þau voru upphaflega sett og raunar allt fram til 12 mars. 2012, sama ár og útgreiðslur áttu að fara að hefjast úr búunum.²⁰

Box 2.1 Heimtur frá hinum föllnu bönkum

Neyðarlögin breyttu forgangi krafna í bú föllnu bankanna og færðu því tapið frá innstæðueigendum til almennra kröfuhafa. Innstæðueigendur fengu (eða munu fá) kröfur sínar greiddar að fullu en almennir kröfuhafar bera hins vegar allt tjónið. Heildarinnlán móðurfélaga föllnu bankanna námu 2.859 milljörðum króna. Í stað þess að fá 51% þeirrar fjárhæðar, eða 1.456 milljarða, fengu innstæðueigendur fullar heimtur, 2.859 milljarða. Neyðarlögin færðu því í raun 1.403 milljarða frá almennum kröfuhöfum til innstæðueigenda. Heimtur innstæðueigenda allra bankanna eru 100% en heimtur almennra kröfuhafa að meðaltali 30%. Heimtur innstæðueigenda og almennra kröfuhafa eru teknar saman í töflu 2.2.

¹⁹ Hluti af þessum innstæðum slitabúanna er vegna sölu erlendra eigna fyrir gjaldeyri og hefur þannig aldrei haft áhrif á innlendan gjaldeyrismarkað en einhver hluti þeirra er vegna afborgana innlendra aðila af erlendum lánnum og áhrif þeirra á gjaldeyrismarkað eru þegar komin fram.

²⁰ Sjá þingskjal 966, 140. löggjafarþing, 608. mál: gjaldeyrismál (hertar reglur um fjármagnsflutninga). Lög nr. 17, 13. mars 2012. <http://www.althingi.is/altext/stjt/2012.017.html>

Box 2.1

	Kröfur	Heimtur	Endurheimtuhlutfall
Innlendar innstæður	1.472	1.472	100%
Erlendar innstæður	1.421	1.421	100%
Almennar kröfur	6.874	2.082	30%
Alls	9.767	4.975	51%

Tafla 2.2 Heimtur kröfuhafa föllnu bankanna, skipt í innlendar innstæður sem voru færðar til nýju bankanna, erlendar innstæður sem eru forgangskröfur í slitabú bankanna og almennar kröfur í slitabúin.

Heimild: Stofnefnahagsreikningar nýju bankanna og ársreikningar slitabúanna árið 2014.

Í töflunni kemur fram að meðalheimtur allra kröfuhafa í bú gömlu bankanna eru um 51% og meðalheimtur almennra kröfuhafa um 30%. Hins vegar eru heimturnar mjög mismunandi milli banka. Meðalheimtur allra kröfuhafa eru minnstar í bú Kaupþings, um 39%, næstmínstar í bú Glitnis, um 54%, og mestar í bú Landsbankans, um 59%. Heimtur almennra kröfuhafa eru hins vegar minnstar í bú Landsbankans, um 18%, sem má rekja til þess hve háar forgangskröfur í bú Landsbankans voru. Næstmínstar eru heimtur almennra kröfuhafa í bú Kaupþings, um 29%, en mestar í bú Glitnis, um 42%.²¹

2.4 Um möguleg lok slitameðferðar

Almennt séð er löng hefð fyrir uppgjöri þrotabúa einstaklinga og lögaðila þar sem engin þörf er á aðkomu ríkisins utan þess að opinberir aðilar séu sjálfir meðal kröfuhafa. Ef Ísland væri á stærra myntsvæði og/eða landsmenn byggju við mynt sem væri með alþjóðlegt greiðsluhæfi væri slitameðferðinni líklega löngu lokið. Slitabúin hefðu nú þegar greitt út laust fé til kröfuhafa. Hins vegar getur útgreiðsla ekki farið fram án þess að hafa veruleg áhrif á gengi krónunnar og þannig kaupmátt almennings eins og rætt var um í 1. kafla. Lagalega séð geta slitabúin ekki greitt út nema fá undanþágu frá núgildandi fjármagnshöftum og sú staðreynd kallar á beina aðkomu opinberra aðila að málinu.

Eins og staðan er nú eru þeir fjármunir sem hafa verið endurheimtir af eignum gömlu bankanna lokaðir inni í slitabúunum og bíða þess að vera greiddir út til kröfuhafa. Samkvæmt gildandi lögum eru tvær leiðir færar til að ljúka slitameðferð á búi fjármálafyrirtækis sem er ógjaldfært: Leita nauðasamninga við kröfuhafa eða fara í gjaldþrotaskipti.²²

²¹ Þessi greining á endurheimtum kröfuhafa er aðeins til viðmiðunar og hefur nokkra augljósa ágalla. Hún tekur t.d. ekki tillit til tímavirðis peninga. Eignir búanna ávaxtast og vaxa því með tímanum en fjárhæð krafna er óbreytt frá upphafi slita svo að almennt gildir að því lengra sem líður frá upphafi slitameðferðar til útgreiðslu, þeim mun meiri eru heimturnar.

²² Hugtakið *ógjaldfærni* getur bæði átt við þegar skuldunautur er ófær um að standa í skilum með skuldbindingar sínar þegar þær falla í gjalddaga, sem er hið sama og greiðsluþrot, og neikvæða eiginfjárstöðu, þegar skuldir eru meiri en eignir.

Nauðasamningar fela það í sér að tilskilinn meirihluti kröfuhafa samþykkir tilboð frá slitabúinu um lækkun krafna, eða kannski öllu heldur eftirgjöf skulda. Til þess að slíkur samningur komist á þurfa kröfuhafar að samþykkja hann með sama hlutfalli atkvæða eftir fjárhæðum samningskrafna og eftirgjöf á að nema samkvæmt samningnum, þó að lágmarki 60% þeirra atkvæða eftir fjárhæðum og að lágmarki 70% þeirra atkvæðismanna sem greiða atkvæði. Það felur í sér að ef heimtur í slitabúum Glitnis og Kaupþings verða á bilinu 30–40% þurfa um 60–70% kröfuhafa að samþykkja samninginn. Heimtur almennra kröfuhafa í slitabú LBI verða líklega um 15–20% og því þurfa 80–85% kröfuhafa að samþykkja nauðasamning LBI. Síðan þarf samningurinn að fá staðfestingu fyrir dómi.²³ Í lagalegum skilningi felur nauðasamningur í sér að fjárhagur skuldara hefur verið endurreistur og hann gerður gjaldfær með niðurfellingu krafna.

Við staðfestingu nauðasamnings verður slitabú fjármálafyrirtækis aftur hefðbundið hlutafélag. Langofast kveður nauðasamningur á um að kröfuhafar breyti litlum hluta krafna sinna í hlutafé og verði þannig hluthafar í félaginu og taki því stjórn á félaginu eins og hluthafar í hverju öðru hlutafélagi. Sá hluti krafna sem ekki er greiddur út í reiðufé fljótlega eftir staðfestingu nauðasamnings og ekki er breytt í hlutafé er svo greiddur með einhvers konar skuldabréfum, eftir nauðsynlega niðurfærslu krafna, og kröfuhafar fá því í hendur reiðufé og framseljanleg verðbréf í stað krafna sinna.

Áður en undanþáguheimildir slitabúanna til útgreiðslna til erlendra aðila voru afnumdar með lögum hinn 12. mars 2012 hefði slitameðferð getað lokið með nauðasamningi án aðkomu opinberra aðila. Slíkur samningur hefði líklega kveðið á um útgreiðslu á lausu fé, gjaldeyri og krónum, fljótlega eftir staðfestingu samningsins, og útgáfu skuldabréfa í krónum og erlendum myntum vegna annarra eigna búanna sem hafði ekki enn verið umbreytt í lausafé. Erlendar eignir, sem hefðu farið í hendur erlendra aðila með þessum hætti, hefðu ekki haft áhrif á greiðslujöfnuð landsins eins og áður hefur verið rakið, en krónueignir hefðu bæst við snjóhengjuna og stækkað þann vanda. Slitakrónurnar hefðu því breyst í snjóhengju og þá hefði þurft að taka á þeim með sama hætti og snjóhengjunni. Afnáam undanþágu slitabúanna gefur hins vegar kost á að beita sértækum meðölum við úrlausn slitakrónuvandans, að því gefnu að slitameðferð ljúki með nauðasamningi. Þar sem útgreiðslur samfara nauðasamningi geta ekki hafist án þess að Seðlabankinn veiti undanþágu frá gjaldeyrislögum eru íslensk stjórnvöld í aðstöðu til þess að hafa áhrif á skilmála nauðasamningsins.

Sú *nauð* sem felst í *nauðasamningi* vísar til þess að meirihluti kröfuhafa getur með slíkum samningi bundið hendur minnihlutans og samþykkt skuldaniðurfærslu sem gengur jafnt yfir alla en án þess að allir kröfuhafar séu því samþykkir. Þannig er hægt að koma í veg fyrir að svokallað *eftirlegu-vandamál* (hold-out problem) þar sem lítill

²³ Sjá nánar Lög um gjaldprotaskipti nr. 21/1991.

hluti kröfuhafa gæti neitað að taka þátt í þeirri eftirgjöf skulda sem þarf til þess að hámarka heimtur allra kröfuhafanna. Þessar eftirlegukindur gætu hins vegar vonast eftir samkomulagi þar sem hluti kröfuhafa lækkar sínar kröfur og forðar skuldunaut frá gjaldþroti og munu þær þá birtast af fjalli og heimta fulla greiðslu af kröfum sínum. Með nauðasamningi geta kröfuhafar því undirgengist sjálfviljugir skilyrði fyrir útgreiðslum úr búinu og tilskilinn meirihluti þeirra getur bundið alla kröfuhafa við þau skilyrði.

Við *gjaldþrot* er slitabúið gert upp og eignir greiddar út til kröfuhafa. Búinu er skipaður skiptastjóri sem fer með málefni þrotabúsins og er hlutverk hans að tryggja jafnræði kröfuhafa og greiða út kröfur. Kröfuhafar hafa því ekki beina stjórn á þrotabúinu frekar en á meðan slitameðferð stendur. Ef þessi leið yrði farin yrðu krónueignir búanna að falla í hendur kröfuhafanna sem síðan myndu ráðstafa þeim eftir eignum, aðstæðum og gildandi íslenskum lögum.

Það er sama hvor leiðin verður farin til þess að ljúka slitameðferð bankanna, það liggur fyrir að svokallaðar *forgangskröfur* verða greiddar út að fullu, sem eru – eftir samþykkt neyðarlaganna í október 2008 – að langmestu leyti innstæður. Nauðasamningur fyrir *ógjaldfært* fyrirtæki hefur aðeins áhrif á almennar kröfur sem umbreytast í *samningskröfur* þegar nauðasamningur kemst á, en forgangskröfur í bú fjármálafyrirtækja eru undanþegnar nauðasamningi.²⁴ Með sama hætti hafa forgangskröfur forgang við gjaldþrotaskipti.

Ef lítið er til gömlu bankanna þriggja hafa bæði slitabú Kaupþings og Glitnis þegar greitt út allar forgangskröfur og erlendur hluti þeirra krafna var að langmestu leyti tekinn af erlendum eignum búanna, án áhrifa á íslenskan gjaldeyrismarkað. Öðru máli gegndi um Landsbankann sem þurfti að greiða mun hærri erlendar forgangskröfur vegna Icesave-innlána í Bretlandi og Hollandi. Forgangskröfur í LBI hljóðuðu upphaflega upp á jafnvirði 1.328 milljarða króna en í árslok 2014 höfðu 1.119 milljarðar eða um 84% af þeirri kröfu verið greiddir. Þar af voru um 400 milljarðar greiddir eftir að íslensk stjórnvöld veittu slitabúi Landsbankans undanþágu frá gjaldeyrislögum þann 4. desember 2014.²⁵

Slitabú Landsbankans átti töluverðar erlendar eignir til þess að standa skil á forgangskröfum sínum en samt sem áður voru innlendar eignir upphaflega mun hærri

²⁴ Samkvæmt gjaldþrotalögum standa ákveðnar kröfur óhaggaðar af nauðasamningi samkvæmt 1.–6. tölulið 1. mgr., 28. gr. Þær eru eftirfarandi:

- Kröfur sem verða til eftir að úrskurður gengur um heimild skuldarans til nauðasamningaumleitana.
- Kröfur um annað en peningagreiðslu sem verður fullnægt samkvæmt orðanna hljóðan (*in natura*).
- Rétt stærri kröfur en almennar kröfur við gjaldþrotaskipti.
- Kröfur sem mætti beita til skuldajafnaðar við gjaldþrotaskipti á búi skuldarans.
- Smákröfur upp að tiltekinni fjárhæð.

²⁵ LBI, Financial information at 31.12.2014.

hlutfall af eignum slitabúsins en hinna bankanna og fólust að mestu leyti í gengis-tryggðu skuldabréfi á milli gamla og nýja bankans sem var við stofnun nýja bankans að höfuðstól jafnvirði um 260 milljarða króna. Í byrjun árs 2013 bættust 92 milljarðar við skuldabréfið²⁶ en nýi bankinn hefur greitt af því vexti og um 150 milljarða í afborganir höfuðstóls svo að eftirstöðvar þess í lok árs námu um 200 milljörðum. Til þess að standa skil á þessum greiðslum þurfti nýi Landsbankinn að kaupa gjaldeyri á markaði, eða nýta þann gjaldeyri sem viðskiptavinir bankans – einkum útflutningsaðilar – greiða til hans. Þannig hefur sá gjaldeyrir sem hefur gengið til greiðslu vegna skuldaskila á milli gamla og nýja bankans skapast með utanríkisviðskiptum landsins.

Það er engum blöðum um það fletta að Icesave-skuldaskilin hafa sett álag á gjaldeyrismarkaðinn og hluti viðskiptaafgangs síðustu ára hefur runnið til greiðslu á forgangskröfum á Landsbankann. Undanþága Seðlabankans til útgreiðslu á þessum kröfum í desember síðastliðnum var veitt á grundvelli lengingar á téðu skuldabréfi og mun minnka álagið verulega á greiðslujöfnuð landsins. Eins og staðan er nú eru enn um 200 milljarðar af erlendum forgangskröfum útistandandi hjá slitabúi Landsbankans sem er hærri upphæð en erlend eignastaða búsins. Það leiðir því til þess að almennir kröfuhafar Landsbankans munu væntanlega aðeins eignast innlendar eignir þegar forgangskröfur hafa verið greiddar upp.

Með því að nýta afgang á viðskiptajöfnuði til þess að greiða upp hluta Icesave-kröfunnar hefur hringnum verið lokað. Innstæðueigendur gömlu bankanna hafa notið forgangs bæði fram yfir almenna kröfuhafa bankanna og innlenda og erlenda fjárfesta á Íslandi. Með neyðarlögunum var innstæðueigendum tryggður forgangur að eignum slitabúanna umfram aðra kröfuhafa. Með undanþágum frá gjaldeyrislögum til útgreiðslu forgangskrafna úr slitabúunum hafa erlendir innstæðueigendur einnig notið forgangs, bæði við flutning fjármagns frá Íslandi og útgreiðslu gjaldeyris í vörslu innlendra banka. Hvað sem um þennan forgang á forgangskröfum má segja að öðru leyti liggur nokkuð ljóst fyrir að hann getur vart náð til almennra kröfuhafa.

2.5 Hvaða skilyrði þurfa útgreiðslur að uppfylla?

Ef miðað er við þau sjónarmið sem komu fram bæði í neyðarlögunum og í efnahagsáætlun Íslands og AGS frá haustinu 2008 um að almenningur þyrfti ekki að bera kostnað af gjaldþroti bankastofnana (non-socialization of losses)²⁷, hljóta fimm markmið að skipta máli að álitu skýrsluhöfunda þegar kemur að útgreiðslum úr slitabúunum. Þau eru:

²⁶ Þessi viðbót var vegna skilyrts skuldabréfs en fjárhæð þess fór eftir hækkun á virði tiltekinna viðmiðunareigna Landsbankans. Við útgáfu hins skilyrta skuldabréfs eignaðist ríkissjóður einnig 16,6% hlut LBI í Landsbankanum.

²⁷ International Monetary Fund, „IMF Executive Board Approves US \$2.1 Billion Stand-By Arrangement for Iceland“. 19. nóvember 2008.

1. Útgreiðslur úr slitabúunum verða að rúmast innan fjármagnsjafnaðar og vera hlutlausar gagnvart fjármagnsflæði til landsins og frá því.
2. Ráðstöfun innlendra eigna slitabúanna verði ekki til þess að skapa hættu á greiðslujafnaðarvanda eftir að kröfuhafar hafa fengið greitt, s.s. að lausafé leiti úr landinu eða fjármálastöðugleika verði með einhverjum hætti ógnað.
3. Útgreiðslurnar verða að eiga sér stað til hliðar við hinn opinbera gjald-eyrismarkað þannig að markaðurinn verði ekki fyrir truflunum, s.s. vegna spákaupmennsku.
4. Koma verður í veg fyrir að eftirlegukindur (hold-outs) séu til staðar eftir að útgreiðsla hefur átt sér stað sem gætu beðið færis þar til gjaldeyrisviðskipti verða aftur frjáls.
5. Ferlið verður að vera án lagalegrar áhættu ríkissjóðs þannig að kröfurnar, sem standa á slitabú bankanna, breytist ekki í kröfur á íslensku þjóðina.

Þessi fimm skilyrði ættu að mati skýrsluhöfunda að tryggja þjóðhagslegan stöðugleika við útgreiðslu úr slitabúunum þannig að íslenskur almenningur beri ekki kostnað af færslunni og sé í raun þvingaður til sparnaðar með lágu raungengi og viðskiptaafgangi til að skapa gjaldeyri svo að unnt sé að greiða fyrir innlendar krónur til almennra kröfuhafa erlendis. Og aukinheldur að engin eftirmál verði af útgreiðslunni með krónuútlæði og greiðslujafnaðarvanda á síðari stigum.

Rökstuðningurinn að baki skilyrðunum er eftirfarandi:

1. skilyrði Með því að halda gjaldeyrisfærslum sem tengjast slitabúunum innan fjármagnsjafnaðar er komið í veg fyrir flotholtsáhrif á viðskiptajöfnuðinn – þ.e. að gengi krónunnar lækki verulega vegna mikils útflæðis í gegnum fjármagnsjöfnuðinn með neikvæðum áhrifum á lífskjör með lágu gengi og veikum kaupmætti almennings á innfluttum vörum. Það felur því í sér að utanríkisviðskipti landsins verða ekki fyrir áhrifum vegna uppgjörs slitabúanna eins og ítarlega var fjallað um í 1. kafla.

2. skilyrði Greiðslujafnaðarvandi Íslands nú stafar af of mikilli peningaprentun og eignabólu á árunum fyrir hrun sem hefur skilið eftir of mikið peningamagn í umferð og bólgna efnahagsreikninga hjá nýju bönkunum, eins og fjallað er um í 4. kafla.²⁸ Þessi vandi er sérstaklega bráður vegna þess að þessar peningalegu eignir eru að miklu leyti í eigu erlendra kröfuhafa gömlu bankanna sem vilja skiljanlega flytja þá úr landi. Þessi vandi leysist þó ekki sjálfkrafa þegar téðar krónueignir skipta um hendur, og jafnvel ekki þó innlendir aðilar eignist þær. Nýir eigendur – innlendir sem erlendir – gætu rétt eins ákveðið að flytja krónurnar úr landi og kaffært

²⁸ Peningamagn í umferð er mestu leyti innlán bankastofnana.

gjaldeyrismarkaðinn, eftir að gert hefur verið upp við almenna kröfuhafa og þeir eru horfnir á braut. Af þeim sökum skiptir innlend ráðstöfun krónueigna slitabúanna einnig máli fyrir markmiðið um að almenningur beri ekki byrðar vegna gjaldþrots bankanna. Það er því að áliti skýrsluhöfunda mikilvægt að hluti af krónueignum slitabúanna renni með einum eða öðrum hætti til Seðlabankans, meðal annars með uppgreiðslu á skuldum ríkissjóðs, og fari þannig úr umferð. Og aukinheldur að samhliða verði hluta af innlánnum bankanna breytt í langtímaskuldabréfajármögnun til þess að minnka líkurnar á greiðslujafnaðarvanda til framtíðar, sem nánar verður vikið að í 4. kafla.

3. skilyrði Höftin hafa gert það kleift að búa til tvo gjaldeyrismarkaði, annan fyrir viðskiptafærslur og hinn fyrir fjármagnsfærslur. Seðlabankinn hefur nýtt þá stöðu til þess að búa til uppboðsmarkað fyrir aflandskrónueigendur til þess að losa þá út. Það er einnig mikilvægt að útgreiðslum úr slitabúunum sé haldið fyrir utan hinn almenna markað og þær afgreiddar með sérstökum færslum. Þannig er komið í veg fyrir að greiðslur úr slitabúunum hafi viðdvöl í fjármálakerfinu og kattarmúsarleikur geti hafist á gjaldeyrismarkaði um hvenær kröfuhafarnir ákveði að flytja þær úr landi. Þá er einnig vert að hafa í huga að tilhögun greiðslanna, tímasetningar og annað fleira, hafi ekki truflandi áhrif á markaðinn og verði tilefni spákaupmennsku.

4.-5. skilyrði Þessi tvö skilyrði tengjast í raun. Það var mjög mikilvægur sigur fyrir Ísland þegar viðurkenning fékkst á því fyrir dómi að ríkissjóður stæði ekki í ábyrgð fyrir Icesave-innlánum Landsbankans. Sú staðreynd að íslenska ríkið er ekki beinn aðili að uppgjöri slitabúanna skiptir miklu. Allar lausnir, sem miða að því að leysa slitakrónuvandann, verða að tryggja að Icesave-sigurinn glatist ekki, og að íslenska ríkið dragist ekki inn í tvísýn málaferli eða íslenskum skattgreiðendum sé stefnt í hættu. Allar lausnir verða því að vera í samræmi við lög og rétt og ná til allra kröfuhafa. Öll hliðarspor í þessu efni eru ekki aðeins kostnaðarsöm heldur gætu haft mjög langvarandi afleiðingar.

Það er tvíþættur munur á ríkisskuldum og skuldum einkaaðila. Annars vegar er illmögulegt fyrir lánardrottna að ganga að veðum ef ríkissjóður stendur ekki í skilum en flestar eignir þjóðríkja njóta verndar samkvæmt alþjóðalögum. Hins vegar er ekkert sem heitir nýtt fjárhagslegt líf fyrir þjóðríki í kjölfar gjaldþrots eða nauðasamnings. Lönd geta neitað að greiða skuldir en þau verða ekki gjaldþrota með sama hætti og einkaaðilar þar sem kröfurnar lifa jafnlengi og viðkomandi þjóðríki er til. Þjóðríki geta einnig reynt að semja við kröfuhafa sína en í reynd eru nauðasamningar illmögulegir. Enginn lagarammi kemur í veg fyrir að eftirlegukindur verði eftir þegar samið er við meirihluta kröfuhafa og birtist síðan og heimti fulla lúkningu krafna. Það gerðist til að mynda í tilfelli Argentínu, sem heppnaðist að semja um 70% skuldalækkun við 93% erlendra lánadrottna sinna árið 2010, en það hindraði ekki þau 7% kröfuhafa sem stóðu utan samkomulagsins í að heimta fulla endurgreiðslu

og fá jafnræðisákvæði (Pari passu) samþykkt fyrir bandarískum dómstóli er skyldaði Argentínu til þess að greiða af öllum skuldabréfum sínum.²⁹

Þessi fimm skilyrði eru einnig í nokkru samræmi við þau þrjú skilyrði fyrir nauðasamningum sem seðlabankastjóri gaf upp í samtali við fréttastofu útvarps þann 13. janúar 2013.³⁰

„Það þarf að vera ljóst að það sé eitthvert samkomulag eða rammi um útgreiðslur í krónum til erlendra aðila, um það hvernig verði farið með eignarhald þeirra á nýju bönkunum og að einhverju leyti hvernig verði farið með gjaldeyriskröfur þeirra á innlenda aðila.“

Þau eru einnig í samræmi við þau viðhorf sem koma fram í formála seðlabankastjóra að ritinu *Fjármálastöðugleika* sem kom út þann 22. apríl síðastliðinn, þar sem lögð er áhersla á „laga- og orðsporsáhættu“ sem fylgdi aðgerðum til afnáms fjármagnshafta.³¹

„Þær aðgerðir sem eru í mótnun í samvinnu ríkisstjórnar og Seðlabankans hafa það að markmiði að draga verulega úr hættunni á fjármálaglum óstöðugleika án þess að leggja viðbótarbyrðar á ríkissjóð eða almenning og án þess að taka of mikla laga- eða orðsporsáhættu.“

Þau fimm skilyrði sem tínd voru til eru vitaskuld ekki einu markmiðin sem koma til greina. Raunin er einnig sú að tvö önnur markmið hafa verið mjög í umræðunni.

- Útgreiðslur úr slitabúunum skili ríkissjóði umtalsverðum tekjum, meðal annars til þess að bæta fyrir tjón sem gömlu bankarnir eiga að hafa valdið með starfsemi sinni. Tekjurnar mætti síðan nýta til þess að fjármagna ýmis þjóðþrífaverkefni.

²⁹ Erlendar ríkisskuldur Argentínu lentu í vanskilum í desember 2001 í kjölfar mikillar efnahagskreppu. Téðar skuldir töldu um 93 milljarða Bandaríkjadala á þeim tíma. Næstu ár þar á eftir reyndi ríkisstjórn Argentínu að endurskipuleggja skuldirnar og náði þeim árangri árið 2010 að semja við 93% kröfuhafa um að greiða 30% af upphaflegum höfuðstól skuldarinnar. Voru þessum kröfuhöfum afhent ný skuldabréf. Hins vegar neituðu 7% kröfuhafa að taka við nýjum skuldabréfum og fóru áfram fram á fulla endurgreiðslu. Þessir kröfuhafar fengu síðan *Pari passu* eða jafnræðisákvæði samþykkt fyrir bandarískum dómstóli þann 16. júní 2014. Það fól í sér að Argentína mátti ekki mismuna kröfuhöfum og bar þannig jöfn skylda til þess að greiða þeim 7% kröfuhafa sem heimtuðu fulla greiðslu og þeim 93% sem höfðu samþykkt 70% lækku á höfuðstól. Í kjölfarið lýsti Argentína yfir valbundnu gjaldþroti (selective default) þar sem landið áskildi sér rétt til þess að greiða sumum lánardrottnum sínum en ekki öðrum. Sjá nánar „Argentina and the Rebirth of the Holdout Problem“, Birt sem 4. kafli í skýrslunni *Revisiting Sovereign Bankruptcy* sem var gefin út af Brookings Institution í október 2013.

³⁰ <http://www.ruv.is/frett/thrju-skilyrði-fyrir-naudasamningum>

³¹ Sjá *Fjármálastöðugleika*, fyrsta hefti 2015.

7. Útgreiðslur úr slitabúunum skili gjaldeyri til ríkisins – þ.e. afgangi á fjármagnsjöfnuði – sem gæti dugað til þess að leysa hin færsluvandamál, það er að segja snjóhengjuna og farkrónuvandann.

Fyrri markmiðið af þessum tveimur (það er hið 6.) hefur verið töluvert á lofti í pólitískri umræðu, og var meðal annars það loforð sem flaug hæst fyrir alþingiskosningar árið 2013 og flestum ætti að vera í fersku minni. Stjórnvöld hafa aukin heldur nálgast þetta markmið með sérstökum skatti á eignir fjármálafyrirtækja er nær einnig til slitabúanna og er ætlað að fjármagna lækkun á höfuðstól verðtryggðra húsnæðislána. Á síðustu mánuðum hafa einnig ýmsir aðilar tekið til máls og lagt til sektir á slitabúin vegna synda gömlu bankanna meðan þeir voru á lífi og starfandi, og hefur meðal annars verið vísað til fordæma í útlöndum um víti og sektir á bankastofnanir.³²

Hvað seinna markmiðið af þessum tveimur (hið 7.) varðar, hefur því einnig verið haldið á lofti af ýmsum málsmetandi aðilum sem hluta af hinni svo kölluðu *gjaldþrotaleið*. Sú leið virðist hafa verið helsta leiðarhnoð í haftalosunarvinnu stjórnvalda, allt fram til 10. nóvember 2014 að Hæstiréttur dæmdi hana úr leik, sem brátt verður vikið að.³³

Að mati skýrsluhöfunda er eftirfarandi að segja um þessi tvö markmið, 6–7.

6. markmið Staðreyndin er sú að ekki eru full skil á milli þessa markmiðs og 2. skilyrðis sem felur í sér að draga úr peningamagni í umferð. Minnkun peningamagns í umferð hlýtur að fela í sér að skuldir ríkissjóðs – svo sem við Seðlabankann – séu greiddar upp þannig að bæði vaxtakostnaður og skuldastaða ríkissjóðs lækki. Lækkun vaxta mun strax bæta afkomu ríkissjóðs og lægra skuldahlutfall mun skapa svigrúm til aukinna útgjalda og/eða lækkunar skatta á komandi árum, til heilla fyrir framtíðarkynslóðir. Þannig felur markmiðið um að almenningur beri ekki kostnað vegna falls bankanna vegna áhrifa á greiðslujöfnuðinn (non-socialization of losses) alltaf í sér ábata fyrir ríkissjóð sem mun bæta upp kostnað sem skattgreiðendur urðu fyrir vegna hrunsins. Það er í sjálfu sér heldur ekkert óeðlilegt að ríkissjóður endurheimti þann kostnað sem hann varð fyrir vegna endurreisnar fjármálakerfisins og ástarbréfavíðskipta við gömlu bankana, eins og rætt er um í 4. og 5. kafla.

Það er hins vegar allt önnur Ella ef markið er sett á að skattleggja slitabúin gagngert til þess að fjármagna ný ríkisútgjöld. Með því er verið að koma peningunum aftur í umferð, örva eftirspurn sem mun óhjákvæmilega hafa neikvæð áhrif á greiðslujöfnuð. Með því væri verið að ónýta hina raunverulegu áætlun um losun hafta sem hlýtur að koma í kjölfar uppgjörs slitabúanna, þar sem peningaleg þensla skapar alltaf þrýsting

³² Sjá til að mynda grein eftir nokkra félagsmenn InDefence í *Kjarnanum* miðvikudaginn 4. mars 2015. „Eigum við að láta kröfuhafana hafa eina eða tvær Landsvirkjanir?“ <http://kjarninn.is/2015/03/eigum-vid-ad-lata-kröfuhafana-hafa-eina-eda-tvaer-landsvirkjanir/>

³³ Dómur Hæstaréttar í máli nr. 707/2014, 10. nóvember 2014.

á gengi krónunnar. Meginröksemdin fyrir því að almennir kröfuhafar gefi eftir hluta krónueigna sinna hlýtur að vera sú að hér hafi peningaprentun farið úr böndunum fyrir hrun – meðal annars vegna ástarbréfavíðskiptanna – og því feli núverandi peningaframboð ekki í sér raunveruleg verðmæti. Það er einfaldlega mun meira af peningum í umferð en nemur þörf efnahagslífsins fyrir raunveruleg viðskipti með lögeyri landsins nú um stundir. Og þá mega Íslendingar falla ekki sjálfir í þá gryfju að taka prentaðan pappír sem of mikið er til af sem verðmæti og endurdreifa honum um hagkerfið með tilheyrandi verðbólguáhrifum – sama hve mörg góð verkefni bíða fjármögnunar.

Í annan stað er ljóst að gjöld á slitabúin undir formerkjum skattheimtu til að fjármagna ríkisútgjöld eru á lagalega mjög gráu svæði og fela þannig í sér hættu fyrir ríkissjóð. Ef ætlunin er að vinna að fyrstu fimm skilyrðunum með lausn á færsluvanda Íslands með því að leggja á svokallaðan stöðugleikaskatt (stability levy) er mikilvægt að leggja skýra áherslu að slíkur skattur sé ekki ætlaður til þess að fjármagna ríkissjóð, eins og fjallað er um í 3. kafla.

Að lokum er sú krafa að láta almenna kröfuhafa greiða fyrir íslenska fjármálahrunið eilítið á skjön við raunveruleikann. Hvað sem um starfsemi gömlu bankanna má segja, þá eru þeir ekki lengur starfandi en í þeirra stað eru nú slitabú í eigu almennra kröfuhafa sem má telja í hópi fórnarlamba fremur en gerenda í atburðum sem áttu sér stað fyrir 2008. Þá liggur einnig fyrir að almennir kröfuhafar voru þeir sem þurftu að bera hitann og þungann af kostnaðinum við hrunið, meðal annars með neyðarlögunum sem færðu 1.400 milljarða frá þeim til innstæðueigenda, bæði hérlandis og erlendis. Þá hafa eignir almennra kröfuhafa einnig verið skattlagðar verulega hérlandis á síðustu árum eins og fjallað er um í 5. kafla. Það er mjög erfitt að finna sanngirnirök fyrir sérstökum bótagreiðslum þessu til viðbótar. Það að kröfurnar hafi skipt um hendur og séu nú í höndum vogunarsjóða skiptir engu í þessu sambandi.

7. markmið Ákvarðanir Fjármálaeftirlitsins á grundvelli neyðarlaganna gerðu ráð fyrir því að íslensku bönkunum yrði skipt upp í innlendan og erlendan hluta, en sú skipting gat ekki gengið upp að fullu þar sem innlendar eignir bankanna voru hærri en innlend innlán þeirra. 7. markmiðið snýst í raun og veru um að snúa þeim ákvörðunum við og færa erlendar eignir aftur til Íslands og er því í andstöðu við þá stefnu sem mörkuð var við fjármálaáfallið í október 2008. Það er heldur ekki hægt að rökstyðja þetta markmið frá greiðslujafnaðarsjónarmiði þar sem erlendar eignir slitabúanna standa utan við íslenska fjármálakerfið og hægt er að greiða þær út til erlendra kröfuhafa án þess að þær greiðslur fari nokkurn tíma um íslenskan gjaldeyrismarkað. Eina röksemdin væri væntanlega sú að með einhverjum hætti væri verið að skylda almenna kröfuhafa föllnu bankanna til að leysa aflandskrónueigendur (snjóhengju-eigendur) úr netinu og borga þá út úr íslenska hagkerfinu með gjaldeyriseignum slitabúanna. Skýrsluhöfundar koma ekki auga á þær röksemdir þótt vitaskuld sé það Íslandi ávallt hagfelld að eignast meiri gjaldeyri. Hvort tilgangurinn helgi meðalið skal hins vegar ósagt látið.

Það er að mati skýrsluhöfunda talsvert átak að ná hinum fimm fyrstu markmiðum af þessum sjö samhliða því að slitameðferð lýkur hjá gömlu bönkunum. En það er aftur á móti ómögulegt að ætla fella hin tvö síðari að þeim fimm, nema að því leyti sem 6. markmið styður við 2. skilyrði eins og fjallað er um hér að framan.

Forsvarsmenn ríkisstjórnarinnar hafa margsinnis tekið fram á síðustu vikum að 6. markmiðið vaki ekki fyrir þeim samhliða áætlun um losun hafta og að boðaðar aðgerðir þeirra miðist aðeins við að leysa færsluvandann en ekki að fjármagna ríkisútgjöld. 7. markmiðið virðist einnig hafa fallið um sjálft sig eftir sig að leiðin að því – hin svokallaða gjaldprotaleið – reyndist í andstöðu við landslög samkvæmt dómi Hæstaréttar frá 10. nóvember síðastliðnum. Þannig virðist sem þessi tvö aukamarkmið – 6 og 7 – vaki ekki lengur fyrir stjórnvöldum. Lítum nú aðeins til þess hvaða leiðir bæði stjórnvöld og slitabú hafa farið til þess að leysa úr þeim vanda er fylgir útgreiðslum úr slitabúunum.

2.6 Leiðir að sama markmiði?

Núverandi stjórnvöld virðast í fyrstu hafa litið til gjaldprotaskipta sem vænlegustu leiðarinnar til þess að ljúka slitameðferð föllnu bankanna. Sú skoðun virðist hafa stafað af þeim skilningi á gjaldprotalögunum að við gjaldprotaskipti þyrfti að greiða allar kröfur út í krónum. Ef slitabúin væru sett í þrot væru þau því knúin til að afhenda Seðlabanka Íslands gjaldeyriseignir sínar á álandsgengi. Að því loknu hefðu innlendar eignir Glitnis og Kaupþings vaxið um 1.300 milljarða eða svo en slitabú þessara banka ættu engar erlendar eignir eftir. Erlendir kröfuhafar hefðu því þurft að setjast á bekk með fyrrum vaxtamunarfjárfestum og leggja fram tilboð til þess að kaupa gjaldeyrinn til baka á mun lægra uppboðsgengi. Þannig virðist áherslan hafa verið á 7. markmiðið, að slitabúin skiluðu gjaldeyri til ríkisins og hefðu jákvæð áhrif á greiðslujöfnuð. Í almennt umræðu var þetta kallað *gjaldprotaleiðin*.³⁴

Stjórnvöld komu á fót nefnd til þess að fara yfir losun hafta og lok slitameðferðar hinna föllnu banka þann 27. nóvember 2013, þegar forsætisráðherra skipaði sex ráðgjafa í ráðherranefnd um efnahagsmál til ráðuneytis um losun fjármagnshafta.³⁵ Þessi hópur skilaði tillögum í mars 2014 sem hafa ekki verið gerðar opinberar. Hluti

³⁴ Svo virðist sem Frosti Sigurjónsson, núverandi þingmaður Framsóknarflokksins, hafi fyrst sett þessa skoðun fram á prenti í pistli í *Morgunblaðinu* þann 26. júlí 2012. Sjá „Losun hafta: Protabú bankanna greiði alfarið í ISK“ <http://www.mbl.is/vidskipti/pistlar/frostisig/1250825/>. Sjá einnig grein eftir Reimar Pétursson hæstaréttarlögmann í *Morgunblaðinu* þann 5. október 2013 sem ber heitið „Tálsýn um nauðasamning“.

³⁵ Sjá svar forsætisráðherra við fyrirspurn Össurar Skarphéðinssonar á Alþingi, þingskjal 934–385. mál. <http://www.althingi.is/altext/143/s/0934.html>. Þessir sex ráðgjafar voru þeir Sigurbjörn Þorkelsson fjárfestir, Jón Helgi Egilsson, verkfræðingur og hagfræðingur, Jón Birgir Jónsson verkfræðingur, Eiríkur Svavarsson lögfræðingur, Ragnar Arnason hagfræðiprófessor og Reimar Pétursson lögfræðingur.

hópsins hélt síðan fundi með stjórnvöldum, þingnefndum og hagsmunaaðilum í apríl það sama vor þar sem gjaldþrotaleiðin var kynnt sem lausn. Virðist af þeim fundum að téð nefnd hafi einkum haft gjaldþrotaleiðina til viðmiðunar.³⁶

Þann 9. júlí 2014 tilkynnti fjármálaráðuneytið um að samið hefði verið við lögmannsstofuna Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP og ráðgjafarfyrtækið White Oak Advisory LLP um að vinna með íslenskum stjórnvöldum að losun fjármagnshafta. Jafnframt kom fram að fjórir sérfræðingar væru ráðnir til þeim til aðstoðar.³⁷ Í frétt *Morgunblaðsins*, sem birtist þennan sama dag, var sagt að stjórnvöld hefðu „tekið ákvörðun um að ráða fjóra sérfræðinga í sérstaka framkvæmdastjórn um losun fjármagnshafta“ sem jafnframt væri ætlað „samkvæmt heimildum Morgunblaðsins“ að finna útfærslu á hugmyndum hinnar fyrri nefndar. Svo virtist, a.m.k. á hinu ytra borði, að gjaldþrotaleiðin væri helst til viðmiðunar hjá stjórnvöldum til þess að ljúka slitameðferðinni.³⁸

Á þessum tíma voru mjög ákafar umræður um ágæti gjaldþrotaleiðarinnar, bæði meðal fólks á fjármálamarkaði og í stjórnámálum, sem báðir höfundar þessarar skýrslu voru oftlega áheyrendur að og jafnvel þátttakendur í. Lítið af þessari umræðu rataði í fjölmiðla nema með óbeinum eða brotakenndum hætti. Helstu atriði umræðunnar eru því sett fram eins og höfundar urðu vitni að henni. Er þó vert að hafa orð Ara fróða í huga: „En hvatki er missagt er í fræðum þessum, þá er skylt að hafa það heldur, er sannara reynist.“

Fylgismenn gjaldþrotaleiðarinnar héldu því fram að með henni væri verið að fara að landslögum og ríkissjóður þyrfti því ekki að óttast að standa fyrir ábyrgð á samkomulagi við kröfuhafa.³⁹ Þetta væri sú leið sem skilaði mestu fyrir landsmenn, meðal annars með því að margfalda gjaldeyrisforðann. Með slíkan forða væri hægt að leysa öll þrjú færsluvandamál landsins í einu, sem stöfuðu frá snjóhengjunni, innlendum aðilum og slitabúunum.

Mótrökin gegn gjaldþrotaleiðinni snerust einkum um þá lagalegu óvissu sem væri henni samfara. Í fyrsta lagi var efast um hvort íslenskir dómstólar deildu skilningi á gjaldþrotalöggjöfinni með þeim lögfræðingum sem ákafast héldu fram gjaldþrotaleiðinni sem lausn, þannig að slitabúin myndu raunverulega þurfa að skipta

³⁶ Sjá meðal annars umfjöllun *Kjarnans* frá 10. apríl 2014, bls. 15.

³⁷ Þessir fjórir voru þeir Benedikt Gíslason, ráðgjafi fjármála- og efnahagsráðherra í haftamálum, Eiríkur Svavarsson, hrl., Freyr Hermannsson, forstöðumaður fjárstýringar Seðlabanka Íslands, og Glenn Kim sem jafnframt leiddi verkefnið. Sjá frétt á vefsíðu fjármálaráðuneytisins þann 9. júlí 2014, „Samið við ráðgjafa um vinnu vegna losunar fjármagnshafta“ <http://www.fjarmalaraduneyti.is/frettir/nr/18254>

³⁸ http://www.mbl.is/vidskipti/frettitir/2014/07/09/rada_framkvaemdstjorn_um_afnam_hafta/

³⁹ Sjá til að mynda grein eftir Reimar Pétursson hæstaréttarlögmann í *Morgunblaðinu* þann 5. október 2013 sem ber heitið „Tálsýn um nauðasamning“.

öllum eignum sínum í krónur áður en greitt væri út.⁴⁰ Í annan stað var því velt upp hvort þessi aðferðafræði gæti staðist á alþjóðavettvangi. Hér væri um mjög augljósa eignaupptöku að ræða. Slitabúin væru neydd til þess að skipta eignum sínum, sem nú væru í seljanlegum (liquid) alþjóðlegum gjaldmiðlum á erlendum bankareikningum, í torseljanlega (illiquid) örmynt sem væri ofan í kaupíð bundin í fjármagnshöftum. Og ekki aðeins það, heldur væri ósamhverfa í gjaldmiðlaskiptunum, þar sem skiptin frá erlendum eignum yfir í krónur færu fram á opinberu haftagengi en skiptin til baka færu fram á mun lægra uppboðs- eða aflandsgengi. Þannig væri þetta augljós upptaka á eignum kröfuhafa. Af þessum sökum voru þau gagnrök færð fram gegn gjaldþrotaleiðinni að kröfuhafar gætu hæglega náð að frysta þessar eignir sem væru allar á reikningum utan Íslands, og þannig stöðvað útgreiðslur. Þannig væri íslenska ríkið að taka mikla lagalega áhættu.

Frá hagfræðilegu sjónarhorni væri gjaldþrotaleiðin áhugaverð fyrir þá sök að peningaframboð landsins myndi nálega tvöfaldast er slitabúunum þremur væru afhentir um 1.300 milljarðar króna fyrir gjaldeyriseignir sínar. Hér væri því um peningaprentun að ræða í áður óþekktu umfangi. Þessar nýju krónueignir yrði þá væntanlega að læsa inni í á vaxtalausum reikningum í Seðlabankanum, eða með öðrum tilfæringum koma í veg fyrir að þær smituðust út í hagkerfið með tilheyrandi þenslu og verðbólgu. Þá yrði mjög erfitt að vinda þessar mörgu aflandskrónur aftur út úr fjármálakerfinu nema með mjög miklum þvingunum á eignarrétti erlendra fjárfesta.

Eins fróðlegar og þessar umræður um ágæti gjaldþrotaleiðarinnar voru, batt Hæstiréttur enda á þær með dómi mánudaginn 10. nóvember 2014, í máli Kaupþings hf. gegn Aresbank S.A. Þar kom skýrt fram sá skilningur Hæstaréttar að þó að allar kröfur íslenskra þrotabúa væru *reiknaðar* í lögeyri landsins – íslenskum krónum – stæðu engar skyldur til þess að greiða þessar sömu kröfur út í krónum. Þess í stað hlytu útgreiðslur að vera með þeim hætti að það þjónaði hag kröfuhafa með sem bestum hætti, hvort sem greitt væri í krónum, erlendri mynt eða í fríðu.⁴¹

⁴⁰ Sjá til dæmis aðsenda grein eftir Jóhannes Rúnar Jóhannsson í *Morgunblaðinu* þann 1. maí 2014. „Gjaldþrot leysir engan vanda“. <http://www.mbl.is/greinasafn/grein/1507424/>

⁴¹ Orðrétt segir í téðum dómi: „Eigi þrotabúi á hinn bóginn enn við skiptalok fé í erlendum gjaldmiðli standa ákvæði laga nr. 21/1991 því ekki í vegi, þótt til þess sé heldur engin skylda, að skiptastjóri inni af hendi til lánardrottna, sem fara með kröfur sem upphaflega voru í erlendri mynt, greiðslu í þeim gjaldmiðli eða öðrum til úthlutunar við skiptalok. Að stofni til yrði slík úthlutun sem endranær ákveðin í krónum og þá með því að eign þrotabús í erlendum gjaldmiðli sé umreiknuð til króna eftir skráðu gengi á þeim tíma og úthlutunin til hlutaðeigandi lánardrottna á sama veg. Jafnframt getur skiptastjóri í þrotabúi, sem eingöngu á eignir í innlendum gjaldmiðli, greitt götur erlendra lánardrottna við skiptalok með því umfram skyldu að kaupa á markaði fjárhæð í erlendum gjaldmiðli fyrir úthlutun til þeirra, sem þó er ákveðin í krónum. Slík kaup yrðu þá eðli máls samkvæmt gerð á grundvelli gengis þess gjaldmiðils, sem væri við lýði á greiðsludegi. Að þessu virtu er engin lagastöð fyrir því að reikna út fjárhæð greiðslna til lánardrottna þrotabús, sem inntar yrðu af hendi í erlendum gjaldmiðlum af annarri hvorri framangreindra ástæðna, eftir skráðu gengi á úrskurðardegi gjaldþrotaskipta.“ <http://www.haestirettur.is/domar?nr=9950>

Vart verður annað séð en að þessi dómur hafi komið fyrirætlunum stjórnvalda í uppnám og jafnvel þurrkað út heilt ár eða svo af nefndavinnu sem virðist hafa miðað við *gjaldþrotaleiðina*. Strax í kjölfarið virðast stjórnvöld hafa horfið til fyrri áforma um lausn vandans. Raunar liðu aðeins nokkrir dagar frá því að Hæstiréttur moldsetti *gjaldþrotaleiðina* að fregnir bárust af því að aftur væri verið að huga að þeirri leið er sett var fram í áætlun Seðlabankans um losun gjaldeyrishafta frá því í mars árið 2011. Þann 13. nóvember birtist frétt á vef RÚV um að stjórnvöld væru að hugleiða útgönguskatt⁴² og nokkru síðar, þann 18. nóvember, birtist frétt á forsiðu *Morgunblaðsins* um að til stæði að leggja 35% útgönguskatt á allar eignir slitabúanna – innlendar sem erlendar, forgangskröfur sem almennar kröfur.⁴³ Í yfirlitsræðu forsætisráðherra á flokksþingi Framsóknarflokksins þann 10. apríl síðastliðinn var skatturinn nefndur „stöðugleikaskattur“ (stability levy). Þegar þetta er skrifað er margt óljóst um hvað þessar hugmyndir fela í sér en fjallað er nánar um þær í 3. kafla.

Ef litið er til hugmynda slitastjórnanna sjálfra um lausn málsins virðist sem yfirgnæfandi meirihluti kröfuhafa þeirra slitabúa sem þegar hafa greitt forgangskröfuhöfum að fullu – þ.e. Glitnis og Kaupþings – sé fylgjandi því að slitameðferð búanna sé lokið með nauðasamningi. Það hefur líka verið stefna slitastjórnanna frá upphafi. Eftir því sem Jóhannes Rúnar Jóhannsson í slitastjórn Kaupþings hefur sagt hafa kröfuhafar „ótvírætt gefið til kynna að þeir óski þess að slitameðferð ljúki með nauðasamningi“.⁴⁴ Á kröfuhafafundi Glitnis þann 18. desember 2014 var lögð fram ályktun um stuðning við áframhaldandi tilraunir slitastjórnar til að ræða skilmála nauðasamningstillögu við íslensk stjórnvöld og til að fá nauðsynlegar undanþágur til þess að hún næði fram að ganga. Á fundinum voru fulltrúar um 70% kröfuhafa sem samþykktu téða ályktun, með 97,54% atkvæðavægi.

Slitastjórn Glitnis óskaði fyrst eftir undanþágu frá gjaldeyrislögum til þess að ljúka nauðasamningi þann 28. nóvember 2012. Formlegt svar við þeirri beiðni frá Seðlabankanum kom ekki fyrr en tæpu ári síðar, með bréfi dagsettu þann 23. september 2013.⁴⁵ Þar segir að slík undanþága verði aðeins veitt „að hún raski ekki stöðugleika í gengis- og peningamálum að mati bankans“. Hins vegar segir einnig að ekki liggi fyrir „nákvæm greining á eignum og endurheimtum þrotabús Glitnis hf. með tilliti til áhrifa útgreiðslu þeirra til kröfuhafa á greiðslujöfnuð Íslands“. Og „[a]f þeirri ástæðu er enn ekki hægt að taka afstöðu til undanþágubeiðinnar“.

⁴² Sjá frétt á vef RÚV þann 13. nóvember 2014 undir fyrirsögninni „Hugleiða útgönguskatt“, <http://www.ruv.is/frett/hugleida-utgonguskatt>

⁴³ Sjá „Greiði gjald fyrir forgang“, frétt í *Morgunblaðinu* á bls. 1, þriðjudaginn 18. nóvember 2014.

⁴⁴ Sjá grein eftir Jóhannes í *Morgunblaðinu*, 1. maí 2014. „Gjaldþrot leysir engan vanda“, <http://www.mbl.is/greinasafn/grein/1507424/>

⁴⁵ Sjá frétt á vef Seðlabankans þann 30. september 2013, <http://sedlabanki.is/utgefing-fni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2013/09/30/Svar-til-slitastjornar-Glitnis-hf/>

Slitastjórn Glitnis hefur síðan lagt fram nokkrar tillögur til Seðlabankans um hvernig útgreiðslum gæti verið háttað til þess að undanþága fengist en ekki fengið nein svör.⁴⁶ Sömu sögu er að segja af Kaupþingi. Slitastjórn þess banka sótti um undanþágu til Seðlabankans til þess að ljúka nauðasamningi þann 24. október 2012 en þeirri beiðni og síðari tillögum frá slitastjórninni hefur Seðlabankinn ekki svarað.⁴⁷

Engar af tillögum slitastjórnanna hafa verið gerðar opinberar. Það liggur þó í augum uppi að hvað Glitni og Kaupþing varðar skiptir sala á nýju bönkunum tveimur – Íslandsbanka og Arion banka – fyrir erlendan gjaldeyri mestu máli fyrir lausn slitakrónuvandans. Ef miðað er við bókfært verð í árslok 2014 er virði eignarhlutar Glitnis í Íslandsbanka 175 milljarðar og eignarhlutar Kaupþings í Arion banka 147 milljarðar. Ef þeim væri komið í verð myndi slitakrónuvandinn því minnka um 320 milljarða. Báðar slitastjórnirnar hafa leitað á um sölu á nýju bönkunum til erlendra eða íslenskra aðila gegn greiðslu í gjaldeyri. Ef marka má fréttaflutning virðist sala á Íslandsbanka vera langt á veg komin.

Hafa verður þó í huga að núverandi eiginfjárlutfall bankanna – Íslandsbanki 29,6% og Arion banki 26,3% í árslok 2014 – er mun hærra en getur talist nauðsynlegt. Þannig gæti nýr eigandi notað fyrsta tækifæri til þess að greiða sjálfum sér arð sem fellur utan hafta þar sem arðgreiðslur falla undir viðskiptajöfnuð en ekki fjármagnsjöfnuð. Ekki er opinbert hvaða eiginfjárkröfur Fjármálaeftirlitið gerir til bankanna en Arion banki gæti greitt út allt að 45 milljarða og Íslandsbanki um 65 milljarða án þess að eiginfjárlutfall þeirra færi undir 20%. Í því samhengi mætti telja það eðlilega þjóðhagsvarúð að nýju bankarnir greiði út arð sem gæti numið allt að 110 milljörðum króna áður en þeir yrðu seldir. Þannig muni slitakrónuvandinn ekki minnka um fullt bókfært virði eignarhluta slitabúanna í nýju bönkunum – þ.e. 320 milljarða – heldur um 210 milljarða króna. Önnur leið gegn þessum vanda væri að sú að hefta arðgreiðslur til nýrra eigenda bankanna til einhverrar framtíðar.

Ef litið er til hinna fimm skilyrða, sem fjallað var um hér að framan, liggur fyrir að nauðasamningur, sem er samþykktur af tilskildum meirihluta kröfuhafa og staðfestur af íslenskum dómstól, mun sjálfkrafa uppfylla 4. og 5. skilyrði þannig að engar eftirlegukindur verða til staðar í hópi kröfuhafa og ríkissjóður mun ekki bera lagalega ábyrgð. Hvað hin skilyrðin varðar – 1, 2 og 3 – þá velta þau á samningsvilja kröfuhafa og slitastjórna sem eiga að gæta hagsmuna þeirra.

Nauðasamningur, sem uppfyllir þessi skilyrði, hlýtur ávallt að fela í sér að almennir kröfuhafar afsali sér eignarrétti á hluta af innlendum eignum slitabúanna og/eða

⁴⁶ <http://www.glitnirbank.com/press-room/tilkynningar-a-islensku/547-tilkynning-fra-slidastjorn.html>

⁴⁷ <http://www.kaupthing.com/home/announcements/all-announcements/2014/05/19/Announcement-from-Kaupthings-Winding-up-Committee/>

samþykkja kvaðir á ráðstöfun þeirra. Þessi skilyrði mætti uppfylla með beinum skattgreiðslum til ríkissjóðs eða inngreiðslum til Seðlabanka Íslands með þjóðhagslegum ákvæðum. Eða þá með umbreytingu lausafjáreignar (innstæðna) slitabúanna í krónum í langtímaskuldabréf og þannig væri nýju bönkunum tryggð langtímafjármögnun samhliða því að peningarnir væru bundnir til lengri tíma í íslenska hagkerfinu. Auk þess gæti nauðasamningur kveðið á um að innlendir kröfuhafar fengju kröfur sínar greiddar í krónum að viðbættu aukaálagi. Hér koma margir möguleikar til greina, sem ekki er ástæða til að fjalla um í smáatriðum.

Hér ber að hafa í huga að þrátt fyrir að stjórnvöld séu ekki beinn aðili að nauðasamningi geta þau samt haft áhrif á niðurstöðu hans í krafti haftalaganna – enda getur Seðlabankinn veitt undanþágu fyrir útgreiðslum. Þannig hvílir sú skylda á þeim að gefa slitastjórnunum skýrt til kynna hvaða skilyrði þurfi að uppfylla með beinni vísan til greiðslujafnaðarvanda sem fjármagnshöftunum er ætlað að afstýra. Þegar þetta er ritað hafa engin slík skilyrði verið sett fram opinberlega.

2.7 Niðurstaða

Eins og rætt var um í fyrsta kafla er sá munur á færsluvanda Þýskalands eftir fyrri stríð og Íslands nú að vandi Þjóðverja stafaði af kröfum á þýska ríkið en hér eru það krónur í eigu einkaaðila sem vilja komast úr landi. Staðreyndin er sú að skuldasöfnun Íslands á árunum 2004–2008 var nær öll á ábyrgð einkaaðila. Það varð síðan meginmarkmið stjórnvalda í aðgerðum vegna hrunsins – svo sem neyðarlögunum – að koma í veg fyrir að íslenskur almenningur þyrfti að taka á sig skuldir einkaaðila. Það var einnig þetta grundvallaratriði sem tekist var á um í Icesave-málinu, sem var leitt til lykta með dómi EFTA-dómstólsins hinn 28. janúar 2013, þar sem ríkisábyrgðinni var hafnað. Þannig var skorið á þann síðasta þráð sem hefði getað dregið íslenskan almenning að sem ábyrgðaraðila fyrir skuldum bankanna þriggja. Það eina sem eftir stendur og snýr að almenningi er hinn margnefndi færsluvandi sem myndi, ef ekkert væri að gert, valda almenningi tjóni vegna gengisáhrifa. Núverandi staða, að kröfur á íslenska ríkið séu í raun ekki hluti af færsluvandanum, gerir hann mun auðveldari viðureignar. Að mati skýrsluhöfunda er lykilatriði að þeirri stöðu verði haldið.

Enginn skyldi því fara í grafgötur með að þrátt fyrir að kröfurnar á slitabúin séu ekki með ríkisábyrgð hafa íslenskyfirvöld lögmæta almannahagsmuni að verja í tengslum við útgreiðslur úr búunum. Ríkisstjórn Íslands mótaði þá stefnu með neyðarlögunum við upphaf hrunsins að íslenskir skattgreiðendur myndu ekki taka á sig byrðar vegna gjaldþrota íslenskra bankastofnana, og sú stefna hefur reynst mjög gott leiðarhnoð á síðustu 6–7 árum eins og fjallað er um í 5. kafla. Þessi stefnumörkun var síðan staðfest af Alþjóðagjaldeyrissjóðum við upphaf sameiginlegrar efnahagsáætlunar sjóðsins og Íslendinga í nóvember 2008. Hluti af þeirri stefnumörkun hlýtur að felast í því að koma í veg fyrir að útgreiðslur úr slitabúunum rýri lífskjör almennings, þvingi

fram sparnað og trufla utanríkisviðskipti landsins. Það er síðan skoðun skýrsluhöfunda að þau fimm skilyrði sem sett voru fram hér að framan myndi ramma til þess að fylgja þeim almannahagsmunum eftir – spurningin stendur aðeins um það með hvaða leiðum hægt er að nálgast þessi markmið.

Það gefur auga leið að sterk samningsstaða er einn af þeim lykilþáttum sem þarf til þess að Íslendingar geti náð öllum fimm skilyrðunum sem nefnd voru hér til þess að leysa færluvanda landsins án lagalegrar áhættu fyrir ríkissjóð með samþykkt nauðasamnings fyrir slitabúin.

Þegar höftunum var upphaflega komið á með lögum þann 28. nóvember 2008 voru greiðslur úr slitabúum til erlendra aðila undanþegnar þeim lögum – hvort sem greiðslurnar voru í krónum eða gjaldeyri. Þessi undanþága var felld úr gildi á næturfundum á Alþingi þann 12. mars 2012⁴⁸ – raunar á elleftu stundu áður en útgreiðslur úr búunum voru að hefjast. Fjármagnshöftin ná nú bæði yfir innlendar og erlendar eignir slitabúanna. Ef lítið er til slitabúanna tveggja, sem hafa nú þegar greitt út allar sínar forgangskröfur, eru 63% af eignum Glitnis erlendar og 72% af eignum Kaupþings. Þetta eru eignir sem eru allar utan Íslands og væri hægt að greiða út til almennra erlendra kröfuhafa, án áhrifa á íslenskan gjaldeyrismarkað eða fjármálakerfi. Stjórnvöld hafa hins vegar ekki veitt heimild til þess að slíkt verði gert og svo má segja að með afnámi undanþágunnar frá 2012 hafi þau skapað sér þá samningsstöðu, að slitabúin taki tillit til óska þeirra um ráðstöfun innlendra eigna áður en nokkuð verði greitt út. Þannig eru stjórnvöld í mun betri aðstöðu til þess að leysa þann færluvanda sem stafar af slitakrónum en til að mynda aflandskrónum í hinni svokölluðu snjóhengju en eigendur hennar hafa ekki sýnt á sér mikið fararsnið þrátt fyrir að útgönguleið hafi verið opnuð fyrir þá með sérstökum gjaldeyrissuppböðum.

Í þessu samhengi mátti það teljast stjórnvíska íslenskra stjórnvalda að hafa síðar haldið fram gjaldþrotaleiðinni sem tæki til þess að styrkja samningsstöðu enn frekar gagnvart kröfuhöfum, eins konar kjarnorkuleið (nuclear option) sem myndi tryggja betri útkomu. Ef svo er má þó undarlegt heita að stjórnvöld hafi þá ekki látið reyna á málið og knúið slitabúin til hagstæðra nauðasamninga þegar árið 2014, áður en dómur féll í Hæstarétti þann 10. nóvember. Ef til vill má því líta á hugmyndir um 35% útgönguskatt og síðar stöðugleikaskatt sem leið til þess að reyna að endurheimta samningsstöðuna eftir hæstaréttardóminn og knýja fram hagstæða nauðasamninga. Samkvæmt frétt í *DV* föstudaginn 17. apríl síðastliðinn, sem skrifuð er eftir „öruggum heimildum“, munu slitabúin fá 4–6 vikur til þess að gera nauðasamninga sem „samrýmast lögum um gjaldeyrismál og áformum um losun hafta, vilji þau forðast slíkan stöðugleikaskatt, eftir að haftaáætlun stjórnvalda mun líta dagsins ljós“.⁴⁹

⁴⁸ Sjá þingskjal 966, 140. löggjafarþing, 608. mál: gjaldeyrismál (hertar reglur um fjármagnsflutninga). Lög nr. 17 13. mars 2012. <http://www.althingi.is/altext/stjt/2012.017.html>

⁴⁹ Sjá frétt í *DV*, föstudaginn 17. apríl, bls. 10–11, „Fundað með kröfuhöfum í London“.

Ríkið á þó óhægt með bein inngríp í málið. Kröfuhafar föllnu bankanna eiga þrátt fyrir allt lögvarða kröfu á slitabúin sem eiga stjórnarskrárvarinn eignarrétt að eignum sínum. Ef illa tækist til með fjársóknir á hendur búunum, eða skattheimtu, gæti íslenska ríkið lent í ábyrgð fyrir fjárbótum sem gætu hæglega ónýtt sigurinn í Icesave-málinu. Þá ber einnig að líta til þess að dómsmál taka tíma og tíminn vinnur gegn íslensku atvinnulífi sem situr fast að baki hafta. Það þarf enginn að velkjast í vafa um að hvert ár til viðbótar innan hafta felur í sér töluverðan kostnað fyrir þjóðarbúið. Það er því mikilvægt að allar aðgerðir, sem beinast að slitabúunum, eigi sér beina stoð í raunverulegum færsluvanda landsins og að yfirvöld ætli sér ekki önnur markmið en eru römmuð inn í þeim fimm skilyrðum sem skýrsluhöfundar teiknuðu upp hér að framan.

Slitastjórnir hafa aftur á móti ítrekað kvartað undan því að þær hafi aldrei fengið að vita hver skilyrðin væru í raun og veru fyrir veitingu undanþágu til þess að ljúka nauðasamningi. Í bréfi Seðlabankans til slitastjórnar Glitnis frá 23. september 2013 koma ekki fram neinar beinar leiðbeiningar um *hvernig* að nauðasamningsbeiðnin ætti að líta út til þess að fást samþykkt, umfram mjög almennt orðalag. Og þá er einnig á huldu hvenær gagnaöflun Seðlabankans lyki sem bankinn sagði í bréfi sínu nauðsynlegt til að geta gefið svar við undanþágubeiðninni. Eftir það hafa engin viðbrögð borist. Í sama bréfi áréttar bankinn að vísu að „undanþága sé aðeins veitt að höfðu samráði við fjármála- og efnahagsráðherra, og að undangenginni kynningu hans á efnahagslegum áhrifum hennar fyrir efnahags- og viðskiptanefnd“. Það felur í sér að skilyrðin fyrir veitingu undanþágunnar eru í raun ákveðin á hinum pólitíska vettvangi. Slitastjórnunum finnst sem þær hafi í raun aldrei verið virtar viðlits af íslenskum stjórnvöldum og að þeim sé ætlað að stunda pílukast í myrkri við uppsetningu nauðasamnings.

Um leið hafa forsvarsmenn ríkisstjórnarinnar kvartað yfir því að slitastjórnirnar komi ekki með neitt sem stjórnvöldum líki. Þrátt fyrir það hafa hvorki stjórnvöld né þær nefndir sem þau hafa skipað birt niðurstöður eða álit opinberlega þó að þessi vinna hafi staðið yfir í tæp tvö ár. Forsætisráðherra hefur ítrekað lýst þeirri skoðun sinni að það þjónaði aðeins hagsmunum kröfuhafa í slitabú bankanna að gera þessa vinnu opinbera.⁵⁰ Í því sambandi hafa menn jafnvel óttast símahleranir kröfuhafa.⁵¹ Það hefur því verið yfirlýst stefna stjórnvalda að veita slitabúunum ekki upplýsingar um fyrirætlanir þeirra né heldur þau skilyrði sem nauðasamningur þarf að uppfylla. Þannig er þeim haldið í myrkri. Á móti má þó spyrja: Hvernig er hægt að bregðast við skilyrðum sem hafa aldrei verið sett fram?

Það liggur í augum uppi að ef Íslendingar vilja að útgreiðslurnar lúti ákveðnum þjóðhagslegum skilyrðum verður í fyrsta lagi að ríkja pólitísk samstaða um þau og í öðru

⁵⁰ <http://althingi.is/altext/raeda/143/rad20140220T104942.html>

⁵¹ Sjá til að mynda frétt í DV, <http://www.dv.is/frettir/2015/2/20/ottudust-simhleranir-erlendra-krofu-hafa/>

lagi verður að setja þau fram með skýrum hætti við slitastjórnir og almenna kröfuhafa svo að þessir aðilar geti brugðist við þeim. Hvorugt hefur hins vegar enn gerst. Ástæðan fyrir því getur aðeins verið sú að annaðhvort séu stjórnvöld ekki einhuga um skilyrðin eða þau hafa viljað seilast lengra en nauðasamningar gæfu færi til. *Gjaldþrotaleiðin* byggði augljóslega á því að ná gjaldeyri frá slitabúunum með því að ljúka slitameðferðinni með gjaldþroti en ekki nauðasamningum. Og ef það var sú leið sem stjórnvöld kausu í raun og veru að fara liggur í augum uppi að samþykki þeirra fyrir nauðasamningum lá aldrei á lausu – fram að 10. nóvember 2014 að minnsta kosti.

Það er einnig mjög athyglisvert að þrátt fyrir hina yfirlýstu leynd sem á að ríkja yfir haftavinnu stjórnvalda virðast fjölmiðlar samt alltaf hafa haft mjög góðan aðgang að upplýsingum um starf nefndanna. Þannig hafa reglulega birst mjög ítarlegar fréttir um gang mála við losun hafta sem annaðhvort bera vott um mjög ríkt ímyndunaraflið blaðamanna eða mikla nálægð við heimildirnar. Skýrsluhöfundar geta einnig vottað það að mjög margar ítarlegar flugufregnir hafa flogið um fjármálamarkaði á þeim tíma sem þessi lokaða nefndavinna hefur staðið yfir. Þessi háttur, að birta aldrei neitt nema sem óstaðfestar fregnir í dagblöðum, hefur líka orðið til þess að opinber umræða hefur vart getað átt sér stað um þessi mál þar sem um ekkert annað hefur verið að ræða en sögusagnir og gagnaleka í blöðum. Slík aðferðafræði – sem í raun og veru útlókar allt samráð og upplýsta umræðu – getur einnig orðið til þess að mjög erfitt gæti orðið að ná pólitískri samstöðu um nauðsynlegar aðgerðir, þegar þar að kemur.

Eftir því sem segir í almannavalsfræðum eiga stjórnmalamenn við ákveðinn skuldbindingarvanda að etja þegar kemur að stórum, áhættusömum ákvörðunum. Það er eins og kennt var í *Litlu gulu hænunni* að allir vilja éta kökuna en enginn hafa fyrir því að baka hana. Og enginn vill heldur taka ábyrgð á bakstri sem mistekst. Lykillinn að þverpólitískri samstöðu er ávallt sá að allir flokkar fái sinn skerf af ábatanum – samhliða því að taka ábyrgð á mögulegum mistökum. Þverpólitísk samstaða skiptir einnig máli til þess að koma í veg fyrir að stjórnmalin breytist í uppboðsmarkað til kjósenda, þar sem hver frambjóðandi keppist við að bjóða hærra, velja samningsaðilum sínum sem hæðilegust orð, hóta þeim sem mestum hörkutökum og lofa sem mestu eignarnámi á fjármunum þeirra. Slíkt uppboð er mjög auðvelt í þessu tilviki þar sem samningsaðilarnir eru ekki aðeins erlendir heldur er einnig mjög auðvelt að fjandgera þá sem hrægama. Reynsla marga landa sýnir að slíkur leikur getur mjög hæglega snúist í höndum þátttakenda og endað illa.

Þófið í kringum lok slitameðferðar föllnu bankanna hefur nú staðið í 3–4 ár, bæði í tíð þessarar og síðustu ríkisstjórnar, og má að mestu rekja til ósamstöðu íslenskra stjórnmalamanna eftir hrun fremur en til nokkurs annars. Það er líka vert að hafa í huga að lausn á málum slitabúanna felur ekki í sjálfri sér losun hafta heldur ryður aðeins þeirri meginhindrun úr vegi sem staðið hefur fyrir losun þeirra. Sjálfst hátaafnámíð bíður úrlausnar, þegar uppgjöri búanna er lokið, og það er aðeins hægt að vinna með opinberri og tímasettri áætlun sem síðan er fylgt eftir með samstilltu átaki.

3. kafli

Um útgöngu- og stöðugleikaskatta

3.1 Vilt þú eignast hlut í Deutsche Bank AG?

Mánudagurinn 3. janúar 1994 markaði tímamót í hagsögu Íslands þar sem hann var fyrsti virki dagurinn á nýju ári eftir gildistöku EES-samningsins. Hann var líka fyrsti dagurinn þar sem frjáls gjaldeyrisviðskipti voru heimil, í rúm 62 ár. Þó virðist sem fáir hafi veitt því athygli – að minnsta kosti fagnaði enginn fengnu frelsi á opinberum vettvangi. Þegar dagblöð komu út daginn eftir – þriðjudaginn 4. janúar – var hvergi á þessi tímamót minnst, fyrir utan leiðara *Alþýðublaðsins* er nefndi frjáls fjármagns- viðskipti í framhjáhlaupi þegar fjallað var um gildistöku EES-samningsins. Eini fyrirboði nýrra tíma var auglýsing á bls. 5 í *Morgunblaðinu*, frá Fjárfestingarfélaginu Skandia, með yfirskriftinni „Vilt þú eignast hlut í Deutsche Bank AG?“

Þannig endaði hinn langi íslenski haftatími sem hófst árið 1931, við upphaf kreppunnar miklu, eftir fall Íslandsbanka ári fyrr. Hin rúmlega sextugu höft hurfu án þess að þjóðin veitti því eftirtekt. Kannski stafaði þetta af því að höftin hurfu ekki vegna innlends þrýstings, því að eftir áratuga haftatíma virðist sem andstaðan gegn þeim hafi gufað upp. Höftin voru losuð að kröfu ESB, samhliða því að Ísland fékk aðild að hinum sameiginlega evrópska markaði. Frelsinu fylgdu einnig ótal hættur – sem enginn ræddi heldur áður en 3. janúar 1994 rann upp. Hins vegar vildi svo til að ekkert var að óttast. Ísland fékk gríðarlegan meðvind á fjármagnsmörkuðum eftir inngöngu á evrópskt efnahagssvæði. Og svo – eiginlega af barnslegu öryggi – lagði íslenska þjóðarskútan á djúpið í mjög hraðskreiða siglingu sem átti eftir að endast 15 ár, eða allt fram að strandi haustið 2008. Svo virðist sem landsmenn hafi allt til síðasta dags – þar til skútan steytti á skeri – gert sér litla eða enga grein fyrir áhættunni sem fylgir frjálsum fjármagnsstraumum, hvað þá hættunni við að reyna að byggja upp alþjóðlega fjármálamiðstöð.¹ En hafi barnslegt öryggi verið ríkjandi á þessum fimmtán árum undir fullum seglum á hinum alþjóðlegu fjármagnsmörkuðum virðist strandið 2008 hafa snúið hugarþeli þjóðarinnar í barnslega hræðslu við úthafsiglingar, þar sem þrátt fyrir að höftin hafi nú varað í rúm sex ár hefur mjög lítið þokast við losun þeirra.

¹ Þetta andvaraleysi sést mjög vel á skýrslu forsætisráðherra, *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi*, frá 2006, sjá <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/Skyrsla.pdf>

Fjármagnshöftum var aftur komið á með formlegum hætti hérlandis þann 28. nóvember 2008, við upphaf efnahagsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og íslenskra stjórnvalda.² Sú ráðstöfun vakti mikla athygli á alþjóðavettvangi á sínum tíma. Ísland var fyrsta þróaða landið til þess að taka upp fjármagnshöft um áratuga skeið og það þóttu heldur en ekki tíðindi til næsta bæjar að AGS skyldi ekki aðeins samþykkja höftin heldur einnig sjá um að útfæra þau fyrir Íslendinga. Fram til þess hafði AGS haft þá yfirlýstu stefnu að lönd ættu að halda fjármagnsreikningi sínum opnum, hvað sem á dyndi. Til að mynda hafði sjóðurinn lagt hart að löndum í Suðaustur-Asíu í kreppunni 1998–1999 að setja ekki á fjármagnshöft en hækka fremur vexti og draga úr ríkisútgjöldum. Þátttaka AGS í efnahagsáætlun Íslands fól því í sér verulega stefnubreytingu af hálfu sjóðsins.³

Þrátt fyrir að Íslendingar hafi verið fyrstir þróaðra ríkja til þess að víkja frá viðteknum viðmiðum um markaðsfrelsi og setja á fjármagnshöft er ekki lítið á þá sem trúvillinga fyrir þá sök. Raunar virðast margir telja – líkt og hinn þekkti hagfræðiprófessor Paul Krugman – að reynsla Íslands sýni einmitt fram á gagnsemi hafta þar sem þau hafi skapað forsendur fyrir efnahagsbata.⁴ Hægt er að gera margar athugasemdir við þessa greiningu Krugmans og skoðanasystkina hans.⁵ Það er þó ekki aðalatriðið. Þegar höftin voru fyrst sett héldu fulltrúar AGS og Seðlabanka Íslands því fram að þetta væri aðeins tímabundin ráðstöfun og að nauðsyn bæri til að setja mjög strangar hömlur í upphafi þannig að allar aðgerðir eftirleiðis fælust í slökun. Höftin yrðu síðan losuð innan tveggja ára.⁶ Þetta hefur þó ekki gengið eftir, sem kunnugt er. Þetta vekur upp spurningar um hvers eðlis höftin á Íslandi eru.

Skipta má löndum með fjármagnshöft í þrjá flokka:

- A) Lönd þar sem markaðsfrelsi er ekki til staðar og/eða eignarréttur er ekki virtur. Í slíkum löndum er fjármagnsreikningurinn lokaður til þess að tryggja að öll hin höftin og valdboðin – innan hagkerfisins – haldi, þar sem fjármagn myndi ella streyma út í frelsið. Ísland var í þessum hópi lengst af á árunum

² Seðlabankinn setti reglur um „tímabundna temprun útflæðis gjaldeyris“ þann 10. október 2008 sem giltu allt til formlegrar haftasetningar þann 28. nóvember 2008. Seðlabanki Íslands, *Nýjar reglur um gjaldeyrismál*, fréttatilkynning, 28. nóvember 2008, <http://www.sedlabanki.is/utgefing-efni/frettir-og-tilky>

³ Hin nýja stefna AGS í þessum efnum var sett fram formlega í skjali er ber heitið *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View* og var birt þann 14. nóvember 2012. Þar segir á bls. 25: „In crisis situations, or when a crisis may be imminent, there could be a temporary role for the introduction of CFMs [Capital Flow Management Measures] on outflows.“

⁴ Sjá til að mynda grein Krugmans í *New York Times* þann 30. júní 2010, „The Icelandic Post-crisis Miracle“, http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/06/30/the-icelandic-post-crisis-miracle/?_r=0.

⁵ Sjá til að mynda 1. kafla í *Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga á Íslandi*, 2012.

⁶ Sjá „Letter of Intent“ frá íslenskum stjórnvöldum til AGS sem var birt sem viðhengi við *IMF Staff Report* í nóvember 2008.

1931–1994 þar sem höftin komu í veg fyrir almennan fjármagnsflóttu vegna ófrelsis á fjármagnsmarkaði, neikvæðra raunvaxta og svo framvegis. Þennan hóp fylla nú mjög mörg vanþróuð lönd. Þá eru einnig mörg lönd í hraðri efnahagsþróun, sem eru smátt og smátt að fíkra sig fram í frelsið með losun hafta í skrefum.

- B) Lönd þar sem væg höft eru hluti af þjóðhagsvarúð þar sem ýmsar skorður eru settar við flæði kvikasilfurs (hot money), inn í fjármálakerfið og út úr því, til þess að skapa stöðugleika. Í þessum hópi eru lönd eins og Síle, Brasilía og Suður-Kórea, þar sem oftast er verið að reyna að hefta innflæði fjármagns og gengishækkun heimagjaldmiðils með ráðum líkt og skattlagningu, biðtíma á reikningum og svo framvegis. Þessi tegund hafta hefur verið að öðlast viðurkenningu á síðari árum og mjög líklega mun Ísland fylla þennan flokk í framtíðinni.
- C) Lönd sem beita tímabundnum höftum til þess að bregðast við fjármálakrísu. Markmiðið hér er að nota höftin til þess að vinna tíma til þess að lagfæra fjármálakerfið, bræða snjóhengjur og ná aftur jafnvægi í hagkerfinu áður en frelsinu er aftur hleypt á. Hér eru höftin ekki varanlegt skjól heldur eiga aðeins að veita andrými. Í þessum hópi voru lönd líkt og Malasía á árunum 1999–2001, Kýpur 2013–2015 og væntanlega Ísland frá árinu 2008.

Ávallt hefur verið gengið út frá því að haftasetningin á Íslandi félli í þriðja flokk og væri tímabundin krísuráðstöfun. En hve langan tíma getur hugtakið „tímabundin“ þakið? Höftin á Kýpur voru losuð að fullu þann 6. apríl síðastliðinn, tveimur árum eftir að þeim var komið á, og höftin í Malasíu stóðu einnig yfir í tvö ár. Eftir rúmlega sex ára haftatíma hérlandis bólar ekki enn á aðgerðum til þess að losa höftin. Þess ber að minnast að þegar fjármagnshöftum var komið á árið 1931 var það að beiðni Landsbankans – sem þá var seðlabanki landsins – og átti aðeins að vera tímabundin krísuráðstöfun. En síðan reyndist aldrei rétt stund til þess losa þau. Loks má segja að landsmenn hafi hætt að veita þeim athygli og þau hurfu svo að boði ESB í upphafi ársins 1994, án þess að það þætti fréttæfni eins og sagt var frá hér að framan. Það er því fullt tilefni til þess að spyrja hvort sagan ætli að endurtaka sig og hvort haftasetningin 2008 muni enda með sama hætti og 1931 sem upphaf að mjög langvinnri innilokun.

Fjármagnshöftin eru vitaskuld í andstöðu við þær reglur Evrópska efnahagssvæðisins um fjórfrelsi er varða frjálst flæði fjármagns en EES-samningurinn veitir þó tímabundna heimild til haftasetningar.⁷ Svo brá einnig við að önnur lönd á Evrópska efnahagssvæðinu urðu að grípa til svipaðra aðgerða. Þann 27. mars 2013 voru sett

⁷ Með dómi 14. desember 2011 komst EFTA-dómstólinn að þeirri niðurstöðu að gjaldeyrishöftin samrýmdust EES-samningnum, enda geti hvort tveggja aðildarríki ESB og EFTA-ríki gripið til verndaráðstafana ef þau eiga í örðugleikum með greiðslujöfnuð. EFTA Court Case E-3/11.

fjármagnshöft á Kypur með samþykki AGS sem meðal annars bönnuðu Kypverjum að taka meira út af greiðslukortum sínum utan eyjunnar en sem nam 5.000 evrum á mánuði eða taka meira út af bankareikningum sínum en 300 evrir á dag. Kypur er bæði innan ESB og evrusvæðisins, en var – líkt og Ísland 2008 – með bankakerfi sem var mörgum númerum of stórt fyrir landið. Kypverska bankakerfið var með eignir er námu sjöfaldri landsframleiðslu eyjanna en hið íslenska var tífalt að stærð miðað við hérlanda landsframleiðslu. Líkt og á Íslandi breyttust bankarnir snögglega frá því að vera of-stórir-til-þess-að-falla í það að vera of-stórir-til-þess-að-bjarga. Áhlaup hófst á þá sem varð aðeins stöðvað með því að loka fyrir fjármagnsflæði úr þeim. Á Íslandi gerðist það með því að loka fyrir útkomuleið um gjaldeyrismarkaðinn en á Kypur voru settar takmarkanir á úttektir úr bönkunum sjálfum. Staðreyndin er sú að í litlum opnum hagkerfum eru gjaldeyriskreppur og bankakreppur ein og sama krísan – merki um fjármagnsflóttu, sem betur er fjallað um í 4. kafla. Það sem skilur á milli Kypur og Íslands er að það tók Kypverja tvö ár að losa sín höft en Íslendingar sitja enn uppi með sín.

Eftir því sem Bjarni Benediktsson fjármálaráðherra segir eru íslensk stjórnvöld að vinna eftir áætlun um losun fjármagnshafta sem var virkjuð haustið 2013.⁸ Hins vegar virðist það kappsmál að halda þessari áætlun leynilegri. Sigmundur Davíð Gunnlaugsson forsætisráðherra lét svo um mælt á Alþingi þann 20. febrúar 2014 að það þjónaði „... hagsmunum vogunarsjóða og annarra kröfuhafa til dæmis í slitabú bankanna. Svo það er ekki við því að búast að stjórnvöld muni útlista nákvæmlega hvernig þau sjá fyrir sér og hvenær að höftin verði afnumin“.⁹ Við þetta hefur setið fram til þessa dags.

Losun hafta byggir, líkt og aðrar peningamálaaðgerðir, á stjórnun væntinga og afnámsáætlun getur samkvæmt skilgreiningu aldrei farið leynilega heldur skiptir gagnsæi og trúverðugleiki öllu máli um árangurinn. Að áliti skýrsluhöfunda er slík aðgerð einnig svo áhættusöm að aðeins sé hægt að vinna hana í þverpólitísku samstarfi þannig að allir ábyrgir flokkar taki sameiginlega ábyrgð á málinu. Þá liggur einnig fyrir að ef úrlausn slitabúa föllnu bankanna stendur í vegi fyrir losun hafta verður að gera kröfuhöfum grein fyrir því hvaða skilyrði þeir verða að uppfylla svo hægt sé að vinna að lausn málsins, eins og fjallað er um í 2. kafla.

Vegna leyndarinnar, sem umlykur allt ferlið, liggur lítið fyrir opinberlega um hvað felist í fyrrnefndri áætlun stjórnvalda frá haustinu 2013. Af blaðaumfjöllun og einstaka ummælum ráðherra og nefndarmanna þeirra nefnda sem hafa starfað að undirbúningi að losun hafta má þó ráða að einhvers konar útgönguskattur eða

⁸ Þetta kom fram í ræðu Bjarna Benediktssonar á flokksfundi Sjálfstæðisflokksins í Valhöll þann 25. febrúar 2014.

⁹ *Vísir*, „Áætlun um afnám gjaldeyrishafta verður ekki birt“, 20. febrúar 2014, <http://www.visir.is/aaetlun-um-afnam-gjaldeyrishafta-verdur-ekki-birt/article/2014140229935>.

stöðugleikaskattur komi sterklega til álita sem hluti af aðgerðum við losun hafta. Útgönguskattur var einnig hluti af áætlun Seðlabankans um losun gjaldeyrishafta¹⁰ frá því í mars 2011 en lokaskrefið í fyrri áfanga áætlunarinnar átti að felast í álagningu sérstaks útgöngugjalds á gjaldeyrisviðskipti aflandskrónueigenda.¹¹ Í apríl 2015 kom svo fram í ræðu forsætisráðherra á flokksþingi framsóknarmanna að til stæði að leggja á svokallaðan stöðugleikaskatt sem skila myndi ríkissjóði hundruðum milljarða í tekjur. Það er því ekki úr vegi að skoða hvort og þá hvernig útgöngu- eða stöðugleikaskatti hefur verið beitt við losun hafta og með hvaða hætti slíkir skattar gætu átt við núverandi íslenskar aðstæður.

3.2 Útgönguskattur

Meginhugsunin að baki útgönguskatts (exit tax) er að umbreyta boðum og bönnum á gjaldeyrismarkaði í beina skattlagningu. Útgönguskattar eru því aðeins annað form fjármagnshafta.¹² Almennt eru markaðsinngrip (market based measures) talin hagkvæmari leið en skrifræði og bönn (administrative measures) fyrir hið opinbera til að ná markmiðum sínum. Með því að nýta markaðinn sem tæki til inngripa er alls kyns kostnaðarsömu vafstri – biðtíma, undanþágum og ýmsum ógagnsæjum ferlum – breytt í skattlagningu sem skilar ávinningi, bæði fyrir ríkið og markaðsaðila. Ríkið fær tekjur og losnar við þann beiska kaleik að gera upp á milli aðila með undanþágum. Markaðsaðilar njóta fyrirsjáanleika, jafnræðis og geta tekið ákvarðanir strax í stað þess að þurfa að bíða upp á von og óvon eftir því hvort beiðnir eða undanþágur verði samþykktar.

¹⁰ Seðlabanki Íslands, *Áætlun um losun gjaldeyrishafta*. Skýrsla Seðlabanka Íslands til efnahags- og viðskiptaráðherra 25. mars 2011.

¹¹ Í áætluninni var reyndar aðeins rætt um útgöngugjaldið í samhengi við aflandskrónur en ekki slitakrónur en í áætluninni var lítið sem ekkert fjallað um eignir slitabúanna og áhrif þeirra á áætlunina. Eina umfjöllunin um slitabúin er sú að „... búast má við að forðinn [(gjaldeyrisforði Seðlabankans)] dragist saman þegar slitastjórnir gömlu bankanna hefja greiðslur til kröfuhafa.“ Þetta getur verið til marks um það hversu lítill gaumur var gefinn að áhrifum slitabúanna á losun fjármagnshafta framan af, en útgreiðslur búanna til kröfuhafa voru lítt takmarkaðar þangað til víðtækar undanþágur slitabúanna frá gjaldeyrislögum voru afnumdar hinn 13. mars 2012, með lögum nr. 17/2012.

¹² Mikilvægt er að rugla ekki saman útgönguskatti annars vegar og færslusköttum á gjaldeyrismarkaði hins vegar sem gjarnan eru kenndir við hagfræðinginn og nóbelsverðlaunahafann James Tobin (1918–2002). Tobin-sköttum er ætlað að koma í veg fyrir skammtíma-högnun á gjaldeyrismarkaði, að spákaupmenn séu að millifæra stórar fjárhæðir fram og til baka í gegnum markaðinn og þannig skapa óstöðugleika. Slíkir skattar hafa lengi verið umtalaðir og vakið hrifningu marga frá því að Tobin setti fyrst fram þessa hugmynd árið 1972 í tengslum við fall Bretton-Woods-fastgengiskerfisins. Þessari skattlagningu hefur þó aldrei verið hrint í framkvæmd enda er það líklega ómögulegt nema öll lönd heimsins myndu bindast samtökum um að skattleggja gjaldeyrisviðskipti. Sjá nánar Tobin, J. „A proposal for international monetary reform“. *Eastern Economic Journal*, 1978, 4(3/4), bls. 153–159. Eichengreen, B., Tobin, J., & Wyplosz, C. „Two cases for sand in the wheels of international finance“. *The Economic Journal*, 1995, 105 (Jan.), bls. 162–172.

Hvað gjaldeyrismarkaðinn varðar getur umbreyting beinna hafta í útgönguskatta liðkað mjög fyrir afnámsferlinu þar sem skatta er hægt að lækka í skrefum án þess að taka kollsteypur. Valdboðsaðferðir eru í eðli sínu *annað-hvort-eða*-aðgerðir sem hafa sjaldnast fyrirsjáanlegar afleiðingar. Að vísu er hægt að slaka á höftum með því að fjölga undanþágum, rýmka reglur og svo framvegis, en það er oftlega mjög skörðótt aðferðafræði. Aftur á móti getur umbreyting hafta í skatta markað upphaf að mjög trúverðugu afnámsferli líkt og dæmi er um frá Malasíu sem fjallað er rækilega um í boxi 3.1 hér aftar. Höftunum þar var upphaflega komið á þann 1. september 1998 ásamt yfirlýsingu um að þau ættu aðeins að standa í 12 mánuði. Aðferðafræði stjórnvalda þar syðra við skattlagningu vegna losunar hafta var í meginatriðum eftirfarandi:

- A) Hinn 15. febrúar 1999 var tilkynnt um að afnám hafta væri hafið samtímis því að höftum var umbreytt í útgönguskatt. Skatturinn var 30% og lagðist bæði á höfuðstól og gengishagnað (capital gains) aflandseigna.
- B) Útgönguskatturinn lækkaði eftir því sem fjárfestar voru tilbúnir að bíða lengur. Með 12 mánaða bið féll skattur á höfuðstól niður og skattur á gengishagnað lækkaði í 10%.
- C) Hinn 1. febrúar 2001 féllu útgönguskattarnir niður að fullu og fjármagnsflæði varð frjálst.

Markmið útgönguskattsins var því að hægja á hugsanlegu útlæði fjármagns samhliða afnáminu þannig að fjárfestar væru verðlaunaðir fyrir þolinmæði. Jafnframt var komið í veg fyrir að nýir aðilar, skammtíma-spákaupmenn, drægjust inn í málið og hleyptu haftaafnáminu upp með því að skapa klaufatroðning (stampede) á gjaldeyrismarkaðnum. Skattinum var þannig ekki ætlað að vera tekjulind fyrir ríkissjóð, heldur að hafa áhrif á hegðun fjárfesta.

Allt þetta gekk upp í Malasíu þó að ýmsar skoðanir séu á því hversu miklu máli útgönguskatturinn einn og sér skipti í þessu ferli. Stjórnvöld þar eystra voru frá upphafi staðráðin í því að höftin yrðu ekki til langframa og voru strax farin að setja fram áætlanir um losun þeirra þremur til fjórum mánuðum eftir að þau voru sett. Útgönguskatturinn var aðeins einn þáttur í mjög víðtækri efnahagsáætlun sem ætlað að var að vinna aftur traust umheimsins. Flestum ber þó saman um að álagning skattsins, með skýrum og vel skilgreindum reglum um tengsl tíma og skattlagningar, hafi skipt miklu fyrir trúverðugleika áætlunarinnar í heild sinni.

Box 3.1 Malasía – fjármagnshöft og útgönguskattar¹³

Malasía var ein af „Asíu-tígrunum“ er lentu í verulegum greiðslujafnaðarvanda veturinn 1997–1998, þegar fjármagn streymdi úr landi og gjaldmiðlar þessara landa í Suðaustur-Asíu lentu í frjálsu falli. Asíulöndin brugðust við með miklum vaxtahækkunum sem juku enn á efnahagssamdráttinn og þar kom að flest þessara landa urðu að leita á náðir Alþjóðagjald-eyrissjóðsins. Stjórnvöld í Malasíu reyndu hvað þau gátu að verja þjóðargjaldmiðilinn – svo-nefnt *ringgit* – með vaxtahækkunum. Eftir að gjaldmiðillinn hafði fallið um 50% og alvarlegur samdráttur hafði gert vart við sig í hagkerfinu brugðu malasísk stjórnvöld hins vegar á það ráð í september 1998 að hafna aðstoð frá AGS en leggja þess í stað á fjármagnshöft og festa gengið við Bandaríkjadal. Þá strax í kjölfarið voru stýrivextir seðlabankans lækkaðir niður í 3% og ríkisútgjöld aukin til þess að örva hagkerfið.

Fjármagnshöftin, sem lögð voru á 1. september 1998, fólu í sér beint bann við því að færa úr landi fjármagn sem hafði ekki verið þar lengur en 12 mánuði. Einnig voru nánast öll aflandsviðskipti með ringgit bönnuð og þeim fáu bönkum úti í heimi sem höfðu leyfi yfirvalda í Malasíu til þess að sýsla með ringgit settar miklar skorður. Höftunum var síðan umbreytt í útgönguskatta þann 15. febrúar 1999. Var þetta gert til þess að friða alþjóðlega fjármálamarkaði en var einnig hugsað sem fyrsta skrefið í átt að losun haftanna. Skatturinn lagðist á allt útflæði fjármagns sem borist hafði inn í hagkerfið áður en skatturinn tók gildi, en skatthlutfallið lækkaði eftir því sem fjármagnið hafði dvalið lengur innan landsteinanna. Hins vegar var aðeins gengishagnaður skattlagður af því fjármagni sem kom inn í landið eftir gildistöku skattsins – þann 15. febrúar. Var þetta hugsað til þess að auka líkurnar á því að sá hagnaður sem erlendar fjárfestingar innanlands sköpuðu myndi nýtast til uppbyggingar innan Malasíu. Tilkoma útgönguskattsins jók traust alþjóðlegra fjármagnsmarkaða á Malasíu en hins vegar fólst töluverð fyrirhöfn í því að innheimta skattinn og hafa eftirlit með skattskyldum færslum.

Útfærsla útgönguskattsins var eftirfarandi fyrir fjármagn sem hafði komið inn í landið fyrir 15. febrúar 1999, þegar skatturinn var settur á:

- Greiða þurfti 30% skatt af fjármagni sem hafði verið í skemur í landi en 7 mánuði.
- Greiða þurfti 20% skatt af fjármagni sem hafði verið í landi í 7 til 9 mánuði.
- Greiða þurfti 10% skatt af fjármagni sem hafði verið í landi í 9 til 12 mánuði.
- Fjármagn, sem hafði verið lengur í landi en 12 mánuði og hafði komið inn landið áður en höftin voru sett á þann 1. september, var skattfrjálst.

¹³ Umfjöllunin hér er byggð á eftirfarandi heimildum:

Abdelal, R., & Alfaro, L. (2003). „Capital and control: lessons from Malaysia“. *Challenge*, 46(4), 36–53.
 Doraisami, A. (2004). „From crisis to recovery: the motivations for and effects of Malaysian capital controls“. *Journal of International Development*, 16(2), 241–254.
 Foong, K. K. (2008). *Managing capital flows: the case of Malaysia* (No. 93). ADB Institute Discussion Papers.
 Kawai, M., & Takagi, S. (2003). „Rethinking capital controls: the Malaysian experience“. *Macroeconomics Working Papers*, 473.
 Kochhar, K. (ed.). (1999). *Malaysia, selected issues* (No. 98–114). International Monetary Fund.

Box 3.1

Hvað varðar fjármagn, sem borist hafði inn í hagkerfið eftir 15. febrúar 1999, var lagður 30% skattur á gengishagnað ef fjármagnið hafði verið skemur en ár innan hagkerfisins en annars 10% skattur.

Þann 21. september 1999 var síðan reglunum breytt þar sem skattur á gengishagnað þótti vera helst til of hár. Var því þrepakerfið afnumið þannig að í stað þess að skatturinn lækkaði með tímanum var einfaldlega 10% flatur skattur á allan gengishagnað. Einnig var bætt við ákvæði sem gerði það að verkum að fjármagn, sem komið hafði inn í hagkerfið milli 1. september 1998 og 15. febrúar 1999, var undanþegið útgönguskattinum líkt og það sem komið hafði inn í hagkerfið fyrir 1. september 1998. Þann 1. febrúar 2001 var útgönguskattur á gengishagnað af fjármagni, sem verið hafði meira en ár innan hagkerfisins, afnuminn og þann 2. maí þetta sama ár var útgönguskatturinn alfarið felldur niður og síðustu leifar gjaldeyrishaftanna hurfu.

Útgönguskatturinn í Malasíu var aðeins einn liður í margþættri áætlun stjórnvalda til að vinna aftur traust erlendra fjármálamarkaða. Áhrifin fólust fyrst og fremst í því að við umbreytingu haftanna í skatt kom fram tímasett áætlun um losun þeirra þar sem sköttunum var ætlað að fjara sjálfkrafa út á einu ári. Flestum ber saman um að útgönguskatturinn hafi heppnast ágætlega að því leyti að með honum tókst að koma í veg fyrir sveiflur á gjaldeyrismarkaði en útlæði fjármagns hélt þó áfram næstu ár á eftir. Hinir erlendu fjárfestar, sem voru lokaðir inni í landinu með fjármagnshöftum þann 1. september 1998, reyndust líka á endanum hagnast ágætlega á höftunum þar sem eignaverð í Malasíu hækkaði verulega þann tíma sem höftin vörðu, og til að mynda þrefaldaðist verð á hlutabréfamörkuðum.

Vel væri hægt að hugsa sér að útgönguskattur gæti einnig komið að gagni við losun hafta á Íslandi, að ákveðnum skilyrðum uppfylltum og sem hluti af stærri aðgerðaáætlun í efnahagsmálum. Það gæti til að mynda gerst með því að stjórnvöld umbreyttu höftunum í tiltölulega háan útgönguskatt en myndu jafnframt setja fram áætlun um að lækka hann í þrepum á ákveðnu tímabili til þess að verðlauna fjárfesta fyrir þolinmæði. Hins vegar er eitt mikilvægt atriði er skilur á milli Íslands og Malasíu, sem er að aflandseignir þar eystra voru fremur smáar að vöxtum. Höftin þar voru ekki sett fyrr en næstum ári eftir að gjaldeyriskreppa hófst og gengi heimgjaldmiðilsins – sem nefndur er ringgit – var hrunið. Á þeim tíma hafði mikið af lausbeisluðu erlendu fjármagni flúið land á mjög lágu gengi. Þegar útgönguskatturinn var síðan settur á, námu erlendar aflands-ringgit-eignir jafnvirði sjö milljarða Bandaríkjadala en gjaldeyrisforði seðlabankans var hins vegar um 30 milljarðar Bandaríkjadala.

Útgönguskatturinn í Malasíu var aukinheldur settur á til þess að verðlauna þolinmóða fjárfesta og halda fjármagni inni á meðan á haftaafnáminu stóð fremur en að stýfa aflandseignir eða skapa tekjur fyrir ríkissjóð. Stjórnvöldum þarlendis

var kappsmál að aflands-ringgit yrðu að varanlegri erlendri fjárfestingu. Nálgun Íslendinga hefur hingað til verið sú að bráðnun snjóhengjunnar sé forsenda fyrir afnámi hafta, þar sem aflandskrónueignir séu einfaldlega of miklar fyrir stöðugleika á gjaldeyrismarkaði. Af þeim sökum hefur verið reynt að vinna á eftirstöðvum vaxtamunarviðskiptanna með gjaldeyrisuppböðum og talað um sérstakar lausnir á krónum í eigu slitabúanna, eins og áður hefur verið rætt um. Það er því erfitt að sjá að útgönguskattur gæti hentað fyrir Ísland þar til þessum markmiðum hefur verið náð og gjaldeyrismarkaðnum stafar ekki lengur hættu af snjóhengjunni.

3.3 Stöðugleikaskattur

Í ræðu forsætisráðherra á flokksþingi framsóknarmanna föstudaginn 10. apríl sl. skaut orðið *stöðugleikaskattur* upp kollinum í fyrsta skipti í tengslum við losun hafta. Þó nafngiftin sé ný er ekki víst að um stefnubreytingu sé að ræða í áætlun um losun hafta. Víða hafa verið lagðir á skattar sem nefndir hafa verið stöðugleikaskattar (þ.e. stability tax eða stability levy). Flestir eiga þeir það sameiginlegt að aðalmarkmið þeirra hefur ekki verið tekjuöflun ríkisins, eins og almennt á við um skattlagningu, heldur það að verja, viðhalda eða undirbyggja einhvers konar stöðugleika. Nafngiftin vísar þannig ekki til sérstaks skattstofns heldur til markmiðsins með skattlagningunni. Það er öfugt við nafngiftir flestra annarra skatta sem yfirleitt vísa beint til þess stofns sem þeir leggjast á: Tekjuskattur vísar til skatts á tekjur, bensíngjald til skatts á bensín og svo framvegis. Ástæðan er sú að skattstofn stöðugleikaskatta hefur verið mjög breytilegur og þessi skattheimta á því fátt sameiginlegt á milli landa nema nafnið og tilganginn. Hin nýja nafngift íslenska skattsins er því líklega aðeins til að undirstrika að markmiðið með skattlagningunni er ekki tekjuöflun ríkissjóðs heldur að skapa skilyrði fyrir losun hafta án þess að það raski stöðugleika.

Að beiðni leiðtoga G-20-ríkjanna skrifaði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn árið 2010 skýrslu um færar leiðir til að láta fjármálageirann bera hluta af þeim kostnaði sem fellur á ríkissjóði landanna við björgun banka. Skýrslan var lögð fyrir fund leiðtoga G-20-ríkjanna í júní 2010. Í skýrslunni lagði sjóðurinn til tvenns konar skattlagningu á bankakerfið, annars vegar það sem hann kallaði *framlag til fjármálastöðugleika* (Financial Stability Contribution, FSC) og hins vegar *fjársýsluskatt* (Financial Activities Tax, FAT).¹⁴ Fyrri skatturinn er flatur skattur á skuldir banka. Hann hefur víða verið lagður á og er í daglegu tali kallaður bankaskattur (bank levy) en alls lögðu 14 lönd á slíka skatta á árunum 2009–2011, þar á meðal Ísland.¹⁵ Við upptöku skattsins, eða afbrigða af honum, hafa sum lönd kallað hann stöðugleikaskatt (stability levy), þar á meðal Suður-Kórea árið 2011 og Ástralía árið 2013.

¹⁴ International Monetary Fund. *A fair and substantial contribution by the financial sector*. Final report for the G-20. Júní 2010.

¹⁵ Sjá kafla S.1, *Classification of bank levies, financial stability fees and deposit insurance* í OECD: Revenue Statistics 1965–2012. OECD: 2013.

Stjórnvöld í Suður-Kóreu lögðu árið 2011 á skatt, sem þau kölluðu þjóðhagsvarúðar-stöðugleikaskatt (macro prudential stability levy), í þeim tilgangi að draga úr flæði skammtímafjármagns inn og út úr landinu.¹⁶ Skatturinn er lagður á allar lántökur fjármálastofnana í erlendri mynt nema innlán og nemur hann 0,2% af lántökum til skemmri tíma en árs en fer stíglækkandi eftir tímalengd lántökunnar.¹⁷ Skatturinn er greiddur í Bandaríkjadöllum og tekjur af honum eru ekki ætlaðar til ríkisútgjalda heldur renna þær í sérstakan fjármálastöðugleikasjóð sem ætlað er að veita lausafjár-fyrirgreiðslu í erlendri mynt til fjármálastofnana í vanda. Þessi kóreski stöðugleika-skattur er því afbrigði af bankaskatti sem nær aðeins til erlendar lántöku bankanna. Í raun má einnig líta á hann sem fjármagnshöft í 2. flokki eins og þau voru flokkuð í upphafi kaflans, til að setja skorður við innflæði erlends skammtímalánsfjár, enda er það eitt af yfirlýstum markmiðum álagningarinnar.

Eins og fyrr segir, og einnig er fjallað ítarlegar um í 5. kafla, hafa íslensk stjórnvöld þegar lagt á bankaskatt eins og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn lagði til árið 2010. Íslenski skatturinn er bæði víðtækari en sá kóreski, þar sem hann leggst á allar skuldir banka, og er hærri en hann nemur 0,376% af skuldum banka, að því marki sem þær eru umfram 50 milljarða króna og er því nánast tvöfalt hærri en hæsta þrep þess kóreska.

Stjórnvöld í Ástralíu tilkynntu á seinni hluta árs 2013 að þau hygðust leggja á stöðugleikaskatt frá og með árinu 2016. Skattlagningin felst í 0,05% skatti á innlán banka undir 250.000 Ástralíudöllum. Tekjur af skattinum renna í sérstakan fjármálastöðugleikasjóð sem ætlað er að standa undir hugsanlegum útgjöldum ríkissjóðs vegna falls banka. Í Ástralíu njóta innstæður forgangs yfir aðrar kröfur á banka en enginn formlegur tryggingasjóður innstæðueigenda er hins vegar starfandi í landinu. Frá því í október 2008 hefur ríkið ábyrgst endurgreiðslu innstæðna að tilteknu hámarki, sem var ein milljón Ástralíudala í upphafi en var lækkað í 250 þúsund dali árið 2012. Ekkert gjald hefur hins vegar verið tekið fyrir þessa ábyrgð.¹⁸ Þar sem þessi fyrirhugaði skattur leggst eingöngu á innlán banka upp að tilteknu hámarki og tekjur af honum renna í sérstakan sjóð er hann á margan hátt sambærilegur iðgjaldi íslenskra banka til Tryggingasjóðs innstæðueigenda, en árlegt iðgjald til hans nemur í dag að lágmarki 0,225% af trygðum innstæðum. Íslenska gjaldið er því 4,5 sinnum herra en hinn fyrirhugaði ástralski skattur.

Áður en komið var á fjármagnshöftum á Kýpur, í lok mars árið 2013, hugðust þar-lend stjórnvöld bregðast við slæmri stöðu bankakerfisins og yfirvofandi fjármagns-flótta með álagningu skatts sem nefndur var stöðugleikaskattur. Tilkynnt var um

¹⁶ Sameiginleg fréttatilkynning Financial Services Commission og Financial Supervisory Service Suður-Kóreu, „Macro-Prudential Stability Levy“, 20. desember 2010.

¹⁷ Valentina Bruno og Huyn Song Shin, „Assessing Macroprudential Policies: Case of South Korea“, *Scandinavian Journal of Economics*, 116(1), 128–157, 2014.

¹⁸ Grant Turner, „Depositor Protection in Australia“, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, desember 2011.

fyrirhugaða álagningu skattsins laugardaginn 16. mars.¹⁹ Skatturinn átti að vera flatur 6,75% skattur á allar innstæður, innlendar sem erlendar, undir 100.000 evrum og 9,9% á innstæður umfram þau mörk og átti að afla ríkissjóði 5,8 milljarða evra í tekjur til að bjarga bankakerfinu. Þegar frumvarp um skattinn var lagt fyrir kypverska þjóðþingið þriðjudaginn 19. mars var að auki gert ráð fyrir að innstæður undir 20.000 evrum yrðu að fullu undanþegnar skattinum. Frumvarpið var hins vegar felld í kypverska þinginu þann dag og því varð aldrei af þessari skattheimtu.²⁰ Viku síðar voru sett á fjármagnshöft á Kýpur eins rakið var hér að framan. Á endanum þurftu innstæðueigendur kypverskra banka þó að taka á sig tap vegna slæmrar stöðu banka-anna en í lok júlí var 47,5% af öllum innstæðum yfir 100.000 evrum í Bank of Cyprus breytt í hlutafé í bankanum.

Slíkur stöðugleikaskattur á íslenskar innstæður myndi vissulega taka á einum anga vandans, sem er hið mikla peningamagn í umferð eins og greint er frá í 4. kafla, en engar hugmyndir í þessa veru hafa komið upp í umræðunni hér á landi og í umræðu um skattlagningu í tengslum við losun hafta hefur verið sjálfgefið að skattlagningin beindist fyrst og fremst að eignum slitabúa og erlendra aðila.

Á fundi efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis hinn 13. apríl 2015 líkti seðlabanka-stjóri fyrirhuguðum stöðugleikaskatti við „mengunarskatt“, þar sem krónustöður erlendra aðila sem eru fastar hér væru eins konar mengun í efnahagsreikningi landsins.²¹ Sem hagfræðilegt hugtak er mengun dæmi um ytri áhrif (externality) þar sem gerðir eins aðila hafa efnahagsleg áhrif á aðra ótengda aðila. Hér hlýtur því að vera átt við mengun í peningahagfræðilegum skilningi – að innlendar eignir búanna geti haft verulega neikvæð áhrif á lífskjör í landinu þegar almennir kröfuhafar reyna að skipta þeim í gjaldeyri og títtnefndur færsluvandi skapast sem fjallað var um í 1. og 2. kafla.

Í þessum skilningi eru það þó aðeins innlendar eignir búanna sem menga. Ekki er hægt að líta á erlendar eignir í eigu slitabúanna sem mengun í efnahagsreikningi landsins, þær eru utan landsteinanna og útgreiðsla þeirra til erlendra aðila hefur ekki áhrif á greiðslujöfnuð landsins. Í annan stað er ljóst að innlendar krónueignir slitabúanna eru ekki farnar að smita frá sér þar sem þær sitja nú sem eigið fé og innistæður í nýju bönkunum. Það gæti þó alveg gerst þegar litið er til framtíðar þar sem þær eru hluti af peningamagni í umferð hérlandis og geta í því samhengi valdið verulegum þensluáhrifum í innlendu fjármálakerfi, eins og verður fjallað nánar um í 4. kafla.

¹⁹ Eurogroup Statement on Cyprus, 16. mars 2013.

²⁰ Campbell, Andrew, og Paula Moffat. *Protecting Bank Depositors after Cyprus*. 2013.

²¹ Á fundinum sagði Már Guðmundsson seðlabankastjóri: „Það má eiginlega líkja að einhverju leyti þessum krónustöðum, sem eru hér fastar, þetta er eins og mengun í okkar efnahagsreikningi, efnahagsreikningi þjóðarþúsins og þá mætti kannski líta á stöðugleikaskatt, þegar hann kemur til, sem einhvers konar mengunarskatt.“

Almenna reglan varðandi mengunarskatta er sú að sá sem mengar borgar (the polluter pays principle) og innbyrðir (internalizes) þannig sjálfur ytri áhrifin af breytni sinni. Ef fyrirhugaður stöðugleikaskattur er einhvers konar mengunarskattur liggur því beinast við að krónur séu skattlagðar þegar þær leita inn á gjaldeyrismarkað og að hinn íslenski stöðugleikaskattur sé því færsluskattur á gjaldeyrismarkaði, að sá sem selur krónur fyrir gjaldeyri greiði skatt af þeirri færslu og sé því útgönguskattur eins og hann er skilgreindur í erlendri efnahagsumræðu.

Það er þó erfitt að sjá að álagning útgönguskatts að malasískri fyrirmynd sé heppileg leið til þess að leysa það færsluvandamál sem skapast vegna útgreiðslna úr slitabúunum og fjallað er um í 2. kafla hér að framan. Um leið og slitabúin greiða út krónurnar til kröfuhafa munu þær bætast við snjóhengjuna sem þegar er til staðar og gera útgönguskatt nánast ófæra leið við haftaafnám. Segja má að þrjár ástæður mæli gegn notkun útgönguskatts sem leið til þess að leysa aflandskrónuvandann á Íslandi.

- A) Snjóhengjan er einfaldlega of stór og gjaldeyrisforði Seðlabankans of lítill, og jafnvel þó að útgönguskattur myndi stýfa krónuflæðið á leið úr landi eru samt forsendur til staðar fyrir gjaldeyriskreppu og greiðslujafnaðarvanda.
- B) Ef skattprósentan er sett mjög há í upphafi munu erlendir aðilar einfaldlega bíða þess að hún lækki eftir því sem haftaafnáminu vindur fram. Tímasett skattalækkunarferli, líkt og var gert í Malasíu, væri ekki til þess fallið byggja upp trúverðugleika en þess í stað kynnu menn að líta á slíka áætlun sem forleik að nýrri gjaldeyriskrísu sem hæfist um leið og skatturinn lækkaði niður fyrir sársaukamörk.
- C) Vegna jafnræðis aðila á fjármálamarkaði yrði útgönguskattur hugsanlega að leggjast á færslur allra aðila, innlendra sem erlendra. Ef kröfuhafarnir verða álíka þolinmóðir og hinir fyrrum vaxtamunarfjárfestar hafa reynst í útboðum Seðlabankans, sem fjallað var um í 1. kafla, er líklegt að afnámsferlið verði mun lengra en hjá Malasíu. Og þá jafnframt að íslensk fyrirtæki og fjárfestar þyrftu að búa við heftandi áhrif skattsins um töluverðan tíma meðan reynt væri að vinda aflandskrónurnar út úr fjármálakerfinu.

Eina aðferðin til þess að útgönguskattur á krónueignir gæti gengið upp sem leið að losun hafta væri því að aflandskrónueigendur og kröfuhafar skuldbyndu sig til þess að greiða mjög háan útgönguskatt og fara út með krónueignir sínar um leið og útgreiðslur hæfust úr slitabúunum. Í ljósi þess hve Seðlabankinn á lítinn forða þyrfti útgönguskatturinn að vera gríðarlega hár og geta varað í langan tíma til þess að koma í veg fyrir að aflandskrónueigendur reyndu einfaldlega að bíða hann af sér.

3.4 Hvernig skattur?

Eins og fjallað var um í 2. kafla virðast ráðgjafarnefndir stjórnvalda framan af einkum hafa haft hina svokölluðu gjaldþrotaleið í huga til þess að leysa færsluvandamálið er fylgir útgreiðslum úr slitabúunum. Sú leið fól í sér að við gjaldþrot búanna yrðu þau að afhenda Seðlabankanum allar gjaldeyriseignir sínar fyrir krónur á opinberu (álands-) gengi og greiða kröfuhöfum krónurnar út. Síðan áttu kröfuhafarnir að skipta krónunum til baka í erlendar gjaldeyri til eignar með því að taka þátt í útboðum ásamt aflandskrónueigendum. Hæstiréttur tók þessa leið út af borðinu með dómi þann 10. nóvember 2014 þar sem áréttað var að þar sem krónan væri lögeyrir landsins ætti að reikna allar kröfur upp í krónum en skiptastjórum bæri engin skylda til þess að greiða kröfuhöfum í íslenskum krónum. Viku síðar, eða þann 18. nóvember, birti *Morgunblaðið* frétt undir fyrirsögninni: „Greiði hundruð milljarða í skatt“ en „samkvæmt heimildum Morgunblaðsins“ gerðu stjórnvöld ráð fyrir því að leggja á 35% (eða hærri) „útgönguskatt“ sem myndi leggjast bæði á innlendar og erlendar eignir slitabúanna. Þessari uppljóstrun blaðsins var aldrei neitað af stjórnvöldum sem bendir til þess að þær hafi í raun og veru verið til skoðunar.

Eins og áður hefur verið bent á eru flestir kröfuhafar slitabúanna erlendir og rúm 60% eigna búanna erlendar eignir. Útgreiðslur erlendra eigna til erlendra aðila renna ekki í gegnum íslenskan gjaldeyrismarkað og skapa því ekki færsluvanda fyrir íslenskt efnahagslíf. Skattlagning þeirra fellur því ekki undir hugtakið „útgönguskatt“ sem þýðingu á „exit tax“ eins og það er þekkt á alþjóðavettvangi. Ef hins vegar er litið til þess hvaða áhrif slík skattlagning hefði á eignir slitabúanna kemur í ljós að 35% skattur á allar eignir samsvarar að meðaltali um 86% skatti á innlendar eignir, eins og sjá má af töflu 1.

	Innlendar	Erlendar	Alls	Skattur	Skattur sem % af innlendum eignum
Glitnir	353	610	963	337	95%
Kaupþing	222	578	800	280	126%
LBI	325	126	451	158	49%
Samtals	900	1.314	2.214	775	86%

Tafla 3.1 Eignir slitabúanna í lok árs 2014 í milljörðum og áhrif 35% skatts.

Skatthlutfallið er þó mismunandi á milli búanna þriggja. Glitnir myndi þurfa að greiða 95% af innlendum eignum sínum, Kaupþing myndi þurfa að greiða allar innlendar eignir sínar í skatt og þyrfti einnig að selja um 58 milljarða af erlendum eignum og LBI myndi þurfa að greiða 49% af innlendum eignum sínum vegna slíks skatts. Niðurstaðan yrði því sú að slitabúin myndu láta af hendi nær allar innlendar eignir til að greiða slíkan skatt – þar með talið eignarhlut sinn í nýju bönkunum.

Ekki liggur fyrir hversu breiður skattstofn þessa skatts verður eða hvernig hann verður útfærður og að sögn fjármálaráðherra verður það ekki rætt fyrr en frumvarp um skattinn verður lagt fram.²² Að minnsta kosti tvær leiðir eru færar til þess að leggja skattinn á, annars vegar sem beinan eignarskatt á slitabúin áður en útgreiðslur eiga sér stað og hins vegar sem færslugjöld þegar eignir slitabúanna eru greiddar út til almennra kröfuhafa. Skýrsluhöfundar hafa hvorki sérþekkingu á lögum né skattarétti og verða því að láta öðrum hæfari það eftir að dæma um lögmæti slíkrar skattheimtu ef henni yrði beitt á slitabú bankanna.

Ef litið er til eignarskattsleiðarinnar er helstu erlenda samsvörun að finna í skatti sem hefur verið nefndur *fjármagnsskattur* (capital levy). Fjármagnsskattur er eignarskattur sem er lagður á í eitt skipti í þeim tilgangi að greiða niður skuldir ríkissjóðs. Fjölmörg ríki hafa lagt á slíkan skatt, mjög oft í þeim tilgangi að greiða niður stríðsskuldir, en með misjöfnum árangri. Nokkur dæmi eru þó um álagningu slíks skatts sem þykja hafa tekist vel, til dæmis á Ítalíu og í Tékkóslóvakíu eftir fyrri heimsstyrjöldina og í Japan eftir seinni heimsstyrjöldina.²³ Samsvörunin felst í því að um er að ræða skatt sem leggst á höfuðstól eigna en ekki tekjur eða hagnað af þeim, að hann er lagður á í eitt skipti og að hann er lagður á við sérstakar aðstæður þar sem skuldir ríkissjóðs hafa aukist mikið. Fyrirhugaður skattur er þó frábrugðinn almennum fjármagnsskatti að því leyti að honum virðist einkum beint að slitabúum fjármálafyrirtækja eða kröfuhöfum þeirra. Mögulega gæti hér verið um að ræða skattheimtu sem væri hægt að hnitamiða (target) eingöngu að slitabúunum með vísan til þess sérstaka tilefnis að útgreiðslur til kröfuhafa muni koma gjaldeyrismarkaðnum í upp-nám og valda miklum efnahagslegum óstöðugleika.

Ef litið er til færsluskattheimtu er erlenda samsvörun helst að finna í *fardagaskatti* (expatriation tax) sem er skattur er sum lönd leggja á þegna sína er flytja heimilisfesti sína eða afsala sér ríkisborgararétti sínum. Slíkur skattur er óháður því hvort breytt heimilisfesti kalli á gjaldeyrisfærslur eður ei. Hann getur verið hluti af framfylgd fjármagnshafta sem leið til þess að stöðva fjármagnsútfærði, líkt og þekkt með svokallað *Exit charge* í Suður-Afríku sem tekið var upp á tímum apartheid-stefnunnar þar syðra.²⁴ Þá getur slíkur skatti einnig verið ætlað að afla tekna fyrir ríkissjóð frá völdum hópi fólks eða fyrirtækja, þar sem þekktasta dæmið er hinn svokallaði

²² Sjá frétt *Morgunblaðsins* 15. apríl 2015, „Aflandskrónum breytt í skuldabréf í erlendri mynt“.

²³ Barry Eichengreen. *The Capital Levy in Theory and Practice*. NBER Working Paper Series, no. 3096, september 1989.

²⁴ Þetta útgöngugjald (Exit charge) var í upphafi lagt á árið 1961, í kjölfar fjöldamorðanna í Sharpeville 1960, til þess að reyna að hindra fjármagnsflóttu. Gjaldið var hluti af mjög víðtækum fjármagnshöftum í S-Afríku og var þannig einn liðurinn í framfylgd apartheid-stefnunnar. Gjaldið var lækkað í skrefum og afnumið 2010. Þrátt fyrir að útgöngugjaldið sé aflagt liggur nú dómismál fyrir hæstarétti þar sem því er haldið fram að skatturinn brjóti gegn stjórnarskrá. Sjá nánar umfjöllun í suðurafrika blaðinu *Business Day* þann 4. mars 2015, eða <http://www.bdlive.co.za/business/2015/03/04/exit-charges-on-taking-money-out-of-sa-not-a-tax>.

Reich flight tax í Þýskalandi nasismans sem var einkum ætlaður gyðingum og fyrir-tækjum þeirra.²⁵ Í þessum tveimur tilvikum var lagður flatur skattur á þá sem voru yfir ákveðnum eigna- eða tekjumörkum og fluttu úr landi.

Nú á tímum er fardagaskattur yfirleitt ákveðið form á fjármagnstekjuskatti (capital gains tax) þar sem ríki vilja tryggja að þegnar þeirra greiði skatta af gengishagnaði, sem hefur ekki enn verið innleystur (realized), áður en þeir yfirgefa landið. Það er oftast gert með því að skattstofur viðkomandi landa meta markaðsverð eigna þeirra sem vilja flytja á brott og leggja á fjármagnstekjuskatta á óinnleystan hagnað eftir því mati. Þetta á til að mynda við um Bandaríkin,²⁶ Spán og Kanada.²⁷

Þannig færsluskattur gæti þó tæplega beinst að slitabúunum einum heldur hlyti að þurfa að leggjast á öll samsvarandi fardagaskipti fjármagns hérlandis, hvort sem um ræðir erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða eða annarra íslenskra aðila. Einnig er ljóst að ef skatturinn er lagður á útgreiðslur úr búunum tekur hann ekki gildi fyrr en útgreiðslur eiga sér stað. Þannig að ef kröfuhafar vilja láta reyna á lögmæti skattsins fyrir dómstólum munu engar útgreiðslur eiga sér stað en innlendir aðilar sitja uppi með skattinn.

3.5 Niðurstaða

Útgönguskattar hafa verið notaðir sem hluti af áætlun um losun fjármagnshafta með góðum árangri og reynsla Malasíu á árunum 1998–2001 er eitt skýrasta dæmið. Flestir eru sammála um að þar hafi útgönguskatturinn verið mikilvægur liður í stærri áætlun um losun hafta. Hefðbundinn útgönguskattur gæti einnig verið gagnlegur sem hluti af svipaðri áætlun á Íslandi en einn og sér dugar hann skammt vegna umfangs aflandskrónuvandans. Vegna smæðar gjaldeyrisforða Seðlabankans þyrfti

²⁵ Hinn svokallaði *Reich flight tax* var lagður á árið 1931, þegar Weimar-lýðveldið var enn við lýði, til þess að stemma stigu við fjármagnsflóttu og nam um 25% af eignum þeirra eru voru ofan ákveðins viðmiðs og ætlunin var að flytja úr landi. Eftir valdatöku nasista var gjaldinu breytt árið 1934 í leið til þess að ná eignum af gyðingum er vildu flýja land sem skilaði stjórninni gríðarmiklum tekjum. Sjá nánar í bókinni *Networks of Nazi Persecution: Bureaucracy, Business and the Organization of the Holocaust* eftir þá Gerald D. Feldman og Wolfgang Seibel sem gefin var út í desember 2004, bls. 153–155.

²⁶ Fardagaskatturinn (*expatriation tax*) í Bandaríkjunum leggst á þá sem afsala sér ríkisborgararétti sínum ef þeir hinir sömu eiga hreinar eignir yfir 2 milljónum dala, eða hafa haft meðaltekjur á ári yfir 139 þúsund dólum á síðustu 5 árum eða hafa ekki fyllt út eyðublaðið IRS Form 8854 um að þeir hafi fylgt öllum bandarískum skattalögum af kostgæfni síðustu 5 árin. Lífeyriseignir eru taldar með heildareignum. Skatturinn jafngildir um 15% fjármagnstekjuskatti er miðast við markaðsvirði allra eigna þeirra sem afsala sér ríkisborgararétti sínum. Sjá nánar á heimasíðu bandarísku skattstofunnar <http://www.irs.gov/Individuals/International-Taxpayers/Expatriation-Tax>.

²⁷ Sjá nánar ágæta umfjöllun um *departure tax* í Kanada í *Emigration from Canada* frá Manulife í nóvember 2014, https://resourcepublic.manulife.com/wps/wcm/connect/5cb1c800433c4450b901ff319e0f5575/ins_tepg_taxtopicemigrtn.pdf?MOD=AJPERES.

skatturinn að vera mjög hár, en að sama skapi er hins vegar lítill hvati fyrir erlenda fjárfesta að fara út með krónueignir sínar ef hann er of hár.

Hafa þarf í huga að það eru ávallt tvær leiðir fyrir erlenda fjárfesta til þess að skipta krónueignum í gjaldeyri: Önnur er sú að kaupa gjaldeyri á íslenskum gjaldeyrismarkaði en hin er að eiga bein viðskipti við annan erlendan fjárfesti og færa þannig eignarhaldið án viðkomu á íslenska gjaldeyrismarkaðnum. Eins og fjallað var um í 1. kafla má líta á aflandskrónur innan hafta sem eilífðarbréf (perpetuity) sem greiðir aðeins vexti en höfuðstóllinn er aldrei á gjalddaga – það er ef viðskiptajöfnuðurinn er opinn svo að hægt sé að flytja vaxtagreiðslur úr landi á álandsgengi. Af þeim sökum er hætt við að skatturinn hefði lítill áhrif í þá átt að bræða snjóhengjuna án þess að aflandskrónueigendur og kröfuhafar skuldbyndu sig með einhverjum hætti til þess að fara strax út með krónueignir.

Útgönguskattur kemur því vart til greina sem tæki til þess að losa fjármagnshöftin fyrir en aflandskrónuvandinn hefur verið leystur og útgreiðslum úr slitabúunum lokið. Álagning slíks skatts er þó aðeins annað form hafta þar sem færslugjöld leysa bein bönn af hólmi, en skattheimta er samt sem áður mun skilvirkara og sveigjanlegra tæki til þess að beita við losun hafta, þar sem til dæmis er hægt að fella hann niður í tímasettum þrepum líkt og gert var í Malasíu.

Sú tegund skattlagningar sem kynnt var til sögunnar „eftir öruggum heimildum“ í *Morgunblaðinu* þann 18. nóvember, eftir að gjaldþrotaleiðin var slegin út af borðinu, og byggir á 35% skatti á allar eignir slitabúanna, á hins vegar lítið sameiginlegt með því sem nefnt er útgönguskattur í alþjóðlegri efnahagsumræðu. Skatturinn hefði sömu áhrif og 86% skattur á allar innlendar eignir slitabúanna. Það er því nokkuð ótvírætt að sá skattur myndi leysa þann færsluvanda sem stafar af útgreiðslum til kröfuhafa þeirra – nær allar innlendar eignir þeirra yrðu skattlagðar burt og þannig komið í veg fyrir mengun af völdum þeirra, hvort sem mengunarstaðurinn væri íslenskur gjaldeyrismarkaður eða fjármálakerfi. Skatturinn gæti annaðhvort verið sértækur eignarskattur (capital levy) eða sérstakur skattur á útgreiðslur, eða fjármagnsfærslur þegar eignir flytjast á milli eigenda með mismunandi ríkisfang (expatriation tax).

Það er löng hefð fyrir því innan hagfræðinnar að beita sköttum til þess að bregðast við mengun og öðrum ytri áhrifum, allt frá því að breski hagfræðingurinn Arthur C. Pigou setti fyrst fram slíkar hugmyndir árið 1920.²⁸ Bera slíkir skatt nafn hans og eru kallaðir Pigou-skattar (pigovian taxes). Í hagfræðilegum skilningi fellur færsluvandinn hérlandis – sem útgreiðsla úr slitabúunum skapar – undir slík ytri áhrif. Og jafnframt hlýtur skattlagning – hvort sem hún er kölluð stöðugleikaskattur eða eitthvað annað – að vera eitt af þeim tækjum sem hægt er að nota til þess að bregðast við

²⁸ Sjá: Pigou, A. C. (1920). *The Economics of Welfare*. London: Macmillan.

slíkum ytri áhrifum. Um það er enginn efi. Hins vegar er það annað mál og flóknara hvernig slík skattheimta yrði framkvæmd í raun. Eins og áður segir eru skýrsluhöfundar ekki löglærðir og treysta sér ekki til þess að dæma um lögmæti slíks skatts á slitabúin, eða þá lagalegu áhættu sem hann myndi hafa í för með sér fyrir ríkissjóð. Það sem gæti orkað tvímælis við slíka skattheimtu er þó einkum þrennt:

1. Hvort unnt sé að beita skattlagningu með svo sértækum hætti. Reglan er sú að skattlagning er almenn aðgerð og færa þarf mjög góð rök til þess að skapa tilefni til þess að beita henni sem sértæku tæki, líkt og að skattleggja eignir slitabúanna.
2. Ef slíkt sértækt tilefni er fyrir hendi, að þá verði að varast að seilast lengra í eignaupptöku í krafti skattheimtu en það tilefni nákvæmlega leyfir.
3. Slík skattlagning hlýtur alltaf að vera þrautaráð sem gripið er til þegar aðrar minna íþyngjandi leiðir hafa áður verið reyndar til hins ítrasta, svo sem gerð nauðasamnings er uppfyllir þau fimm færsluvandaviðmið sem áður eru talin.

Þó að tilefni væri viðurkennt sem réttmætt bæði frá hagfræðilegu og lögfræðilegu sjónarmiði, hlýtur alltaf að vera álitamál hvort með slíkum skatti væri seilst lengra en tilefnið nær til. Skýrsluhöfundar setja fram fimm viðmið í 2. kafla um hvaða skilyrði lausn á títtnefndum færsluvanda þyrfti að uppfylla, sem þeir telja einnig að setji ramma um álagningu stöðugleikaskatts. Það þarf til að mynda að vera ljóst að slíkum skatti sé ekki ætlað að vera tekjulind fyrir ríkissjóð og fjármagna ný ríkisútgjöld.

Þeim spurningum hlýtur þó alltaf að verða velt upp hve mikil eignaupptaka sé nauðsynleg til þess að ná þessum fimm markmiðum – og hvort nauðsynlegt sé að Glitnir gefi eftir 337 milljarða og 96% af innlendum eignum, Kaupbing 280 milljarða eða 126% af innlendum eignum og Landsbankinn 158 milljarða eða 50% af innlendum eignum, eins og hugmyndir um 35% skatt á slitabúin, sem flogið hafa um í fjölmiðlum, myndu þýða. Alls myndi slík skattlagning skila ríkissjóði 775 milljörðum króna og fela í sér að bæði Arion banki og Íslandsbanki væru teknir eignarnámi – óháð því hvort sala á þeim fyrir gjaldeyri sé möguleg – eða hvort slitabúunum sé gefið færi á því að selja bankana fyrir gjaldeyri.

Eins og fjallað er um í 2. kafla hafa íslensk stjórnvöld ekki enn svarað þeim tillögum að nauðasamningum sem slitabúin hafa sett fram og eiga að taka tillit til greiðslu-jafnaðarvanda landsins. Né heldur hafa stjórnvöld gefið út viðmið eða sett skilyrði sem gætu leiðbeint slitastjórnnum eða kröfuhöfum um hvernig slíkur samningur gæti litið út. Þannig má segja að almennum kröfuhöfum hafi ekki verið gefið færi á því að bregðast sjálfviljugir við þeim ytri áhrifum sem útgreiðslur til þeirra gætu valdið. Hér ber að minna á meðalhófsreglu sem kemur fram 12. grein íslenskra stjórnsýslulaga um að íþyngjandi ákvarðanir hins opinbera megi ekki ganga lengra en nauðsyn

krefur til að ná lögmætu markmiði.²⁹ Hér verður þó einnig að geta þess að stjórnvöld gætu hugsað slíkan skatt til þess að styrkja samningsstöðuna gagnvart kröfuhöfum, til að knýja þá til hagstæðra nauðasamninga, eins farið var yfir hér að framan.

Hvað sem því líður er það þó óumdeilanlegt að með stöðugleikaskatti er farið inn á ókannaðar lendur í skattlagningu og að slík ferðalög á áður óþekkta staði hljóta ávallt að fela í sér áhættu eða að minnsta kosti tafir á að fá skattinn greiddan. Loks gæti téður skattur einnig haft verulega íþyngjandi áhrif á innlenda aðila og jafnvel tafið fyrir losun hafta. Við allt þetta þarf þó að setja þann fyrirvara að varðandi fyrirhugaða skattlagningu er hér nánast eingöngu byggt á „öruggum heimildum“ blaðamanna og viðtalsbrotum við forsvarsmenn ríkisstjórnarinnar en ekki opinberum upplýsingum.

²⁹ Í 12. grein stjórnsýslulaga segir: „Stjórnvald skal því aðeins taka íþyngjandi ákvörðun þegar lögmætu markmiði, sem að er stefnt, verður ekki náð með öðru og vægara móti. Skal þess þá gætt að ekki sé farið strangar í sakirnar en nauðsyn ber til.“ Sjá lög nr. 37/1993 eða <http://www.althingi.is/lagas/nuna/1993037.html>

4. kafli

Peningamagn í umferð

4.1 Fjóröldun á fjórum árum

Þann 28. febrúar 2003 sendi Seðlabanki Íslands¹ frá sér tilkynningu þess efnis að bindiskylda íslenskra lánastofnana skyldi lækkuð á því ári, í tveimur áföngum, úr 4% í 2% af innlánum. Ástæðan, sem gefin var fyrir lækkuninni, var sú að búa „íslenskum lánastofnunum starfsumhverfi sem er sambærilegt því sem tíðkast í flestum Evrópu-ríkjum“, þar sem bindiskyldan var 2%.² Í tímaritinu *Peningamálum* sem gefin voru út aðeins fyrr þennan febrúarmánuð, var áhrifanna aðeins getið með einni setningu: „Fyrirhugaðar breytingar á bindiskyldu munu einnig fela í sér nokkra slökun á aðhaldi peningamála.“³

Sú var tíðin að bindiskylda innlána var helsta stýritæki Seðlabankans enda voru vextir lengi vel festir niður af fulltrúum stjórnmalaflokkanna í bankaráði Seðlabankans. Það ágæta ráð sá sjaldan eða aldrei tilefni til þess að hækka vexti, sama hvernig verðbólgan veltist, sem meðal annars leiddi til þess að raunvextir af innlánum urðu verulega neikvæðir. Jóhannes Nordal seðlabankastjóri sá þó að einhverju leyti við þessum skorðum á hagstjórnartækjum bankans með því að beita bindiskyldu til þess að taka peninga úr umferð. Hún fólst í því að bankarnir urðu að afhenda 20–30% af innlánum sínum til Seðlabankans. Með því að beita bindiskyldunni gat Seðlabankinn haft stjórn á útlánum í bankakerfinu og haldið greiðslujöfnuði í jafnvægi.⁴ Það gekk þó aðeins í ákveðinn tíma, á viðreisnarár-unum 1960–1971. Eftir það var Seðlabankinn neyddur til þess lána aftur út það fjármagn sem hann hafði tekið til hliðar frá bönkunum. Bankinn var meðal annars látinn fjármagna ríkissjóð og veita „undirstöðuatvinnuvegunum“ afurðalán

¹ Hér á eftir í þessari umfjöllun verður stór upphafsstafur notaður til þess að tákna Seðlabanka Íslands en lítill upphafsstafur ef átt er við seðlabanka almennt.

² Breytingin var gerð í tveimur áföngum. Í þeim fyrri, 28. febrúar 2003, var bindiskylduhlutfallið lækkað niður í 3% og í þeim seinni, 2. desember 2003, niður í 2%. Sjá nánar í fréttatilkynningu frá Seðlabankanum þann 28. febrúar 2003.

³ Sjá *Peningamál*, 2003/1, bls. 2.

⁴ Sjá meðal annars Ásgeir Jónsson, „Aftur til fortíðar? Er stýring peningamagns með bindiskyldu framtíðin?“ erindi flutt á ráðstefnu til heiðurs Jóhannesi Nordal þann 9. maí 2014. <http://sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2014/05/28/Erindi-fra-radstefnu-til-heidurs-Johannesi-Nordal/>

á lágum vöxtum. Með þessu varð bindiskyldan marklaus og breyttist í það sem gárungarnir kölluðu „flæðiskyldu“ þar sem Seðlabankinn tók peningamagn úr umferð frá bönkunum en endurdreifði því svo aftur inn í hagkerfið á pólitískum forsendum.⁵ Þannig snerist bindiskyldan frá því að vera tæki til stöðugleika til þess að vera þensluvaldur og farvegur fyrir ríkisvaldið til þess að koma peningum í umferð í mjög stórum stíl og átti án efa mjög stóran þátt í óðaverðbólgunni á áttunda og níunda áratugnum.⁶

Árið 2003 hafði hins vegar mikið vatn runnið til sjávar. Vextir höfðu verið gefnir frjálsir á árunum 1984–1985 og árið 1998 var millibankamarkaði komið í nútímalegt horf þannig að Seðlabanki Íslands gæti beitt opnum markaðsaðgerðum til þess að ákvarða stýrivexti og þannig haft stjórn á hagkerfinu. Varanleg lækkun bindiskyldunnar þennan febrúar var því án efa álitin af mörgum vera síðasta kveðjan til gamalla tíma, þegar stýring á verði peninga – vöxtum – tók við af stýringu peningamagns. Með þessu var Seðlabankinn einnig að taka upp erlenda, nútímalega vinnuhætti líkt og tíðkaðist í seðlabönkum ytra.⁷ Hvað sem því líður er samt ljóst að við þessa breytingu losnaði um 20 milljarða í bankakerfinu sem mátti ef til vill nýta til útlána. Í annan stað tvöfaldaðist peningamargfaldarinn, sem samkvæmt klassískum hagfræðikenningum hefði átt að tvöfalda peningamagn. Og það kom á daginn. Á þremur árum eftir að bindiskyldan var lækkuð nær tvöfaldaðist peningamagn í umferð (M3).

Lækkun bindiskyldunnar árið 2003 var vitaskuld samræmingaraðgerð og einn þáttur í því að gera íslenska banka samkeppnishæfa í útlánum. En tímasetningin var sérstaklega óheppileg. Það er mat skýrsluhöfunda að þessi aðgerð hafi verið einn af lykilþáttunum í því að íslenskir bankar gátu boðið verðtryggt húsnæðislán aðeins ári seinna – haustið 2004 – í samkeppni við Íbúðalánasjóð og síðan aukið útlán sín verulega í krónum talið.⁸ Ástæðan er einkum sú að peningamagn í umferð er að langmestu leyti innlán bankakerfis. Tvöföldun peningamagns í

⁵ Sjá nánari umfjöllun um beitingu bindiskyldunnar í grein eftir Eirík Guðnason, fyrrverandi seðlabankastjóra, „Bindiskylda“, í *Fjármálatíðindum* 1989, <http://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=9199>

⁶ Flæðiskyldunni – þ.e. að ríkið taki til sín innlán bankanna í krafti bindiskyldu og endurdreifi fjármagninu um hagkerfið – svipar um margt til svokallaðs „þjóðpeningakerfis“ (sovereign money system) sem Frosti Sigurjónsson, alþingismaður og formaður efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis, hefur lagt til. Samkvæmt því nýja kerfi myndi Seðlabankinn að vísu taka til sín allar innstæður viðskiptabankanna sér til handargagns og endurdreifingar út um hagkerfið, en ekki bara 20–30% líkt tíðkaðist með flæðiskyldunni. En í grundvallaratriðum er aðferðafræðin hin sama. Sjá nánar: „Monetary reform. A better monetary system for Iceland“, <http://www.forsaetisraduneyti.is/frettir/afhenti-skyrslu-um-endurbætur-a-peningakerfinu>

⁷ Eftir hrun hefur orðið mikil breyting á viðhorfi Seðlabankans í þessu efni sem má sjá í sérriti bankans nr. 4 frá desember 2010 er ber heitið *Peningastefnan eftir höft*. Þar er lagt upp með „Verðbólguþætti“ og ræddar útfærslur á öðrum stýritækjum en stýrivöxtum, þar með talið bindiskyldu.

⁸ Sjá umfjöllun í bókinni *Nauðsyn eða val. Verðtrygging, vextir og verðbólga á Íslandi*. bls. 122–126.

umferð var því í raun tvöföldun innlána. Það var því ekki aðeins að bankarnir fengju fleiri krónur til þess að lána út heldur komu hinar nýju krónur á mjög hagstæðum kjörum. Ástæðan er einföld: Kostnaður innlánsstofnana af innlánnum er að mestu leyti fastur kostnaður í útibúaneti, greiðslukerfum og svo framvegis. Aftur á móti eru vextir innlána lágir. Þannig að ef lausafjármassi bankastofnana vex vegna kerfisbreytinga, líkt og margföldunaráhrifa vegna lægri bindiskyldu, lækkar meðalkostnaður fjármögnunar hjá innlánastofnunum þar sem nýtt fjármagn sópast inn á mjög lágum jaðarkostnaði og vaxtamunurinn miðað við útlán tryggir bönkunum viðbótartekjur.

Þannig varð lækkan bindiskyldunnar og tvöföldun peningamagns einn af þeim þáttum sem urðu til þess að blása út bankabólu hérlandis á árunum 2003–2007 – en að vísu aðeins einn þáttur af mörgum. Næsta tvöföldun átti sér hins vegar stað í þann mund er bólan var að springa. Ef sögunni er vikið fram í tímann – til vetrarins 2007–2008 – höfðu orðið mikil veðrabrigði á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Bankar víðs vegar um heiminn áttu orðið í lausafjávandræðum. Seðlabankar heimsins brugðust þá við með því að prenta peninga og koma þeim í umferð með veðlávaviðskiptum við banka sem hérlandis hafa lengi kallast *endurhverf viðskipti*.

Aðgerðirnar fólust bæði í *magnbundinni íhlutun* (quantitative easing), þegar efnahagsreikningur seðlabanka stækkar í kjölfar þess að hann tekur við eignum frá bönkum sem handveði og afhendir þeim lausafé í staðinn, en einnig í *gæðabundinni íhlutun* (qualitative easing), þegar seðlabanki slakar á veðkröfum í endurhverfum viðskiptum sínum við bankastofnanir og leyfir þeim að setja fleiri eignaflokka að veði fyrir lausafjárfyrirgreiðslu. Slíkar ráðstafanir hljóta að fela í sér að eignagæði á efnahagsreikningi seðlabanka versna. Hjálparaðgerðir seðlabankanna ytra fólust í báðum tegundum peningalegrar slökunar, og á síðustu 6–7 árum hefur verið prentað meira af peningum en fordæmi eru fyrir áður.

Í upphafi ársins 2008 ákvað Seðlabanki Íslands að feta í sömu fótspor. Það ár voru reglur Seðlabankans um lán gegn veði rýmkaðar þrisvar sinnum; þann 21. janúar, 25. mars og síðan þann 22. ágúst. Í kjölfarið hækkuðu lán gegn veði til bankastofnana frá því vera 209 milljarðar í janúar og til þess að vera 493 milljarðar við lok september þetta ár, eða um 284 milljarða. Bankarnir þrír voru allir með alþjóðlega láns-hæfiseinkunn og því gat hver þeirra gefið út skuldabréf sem uppfylltu veðkröfur Seðlabankans. Að vísu mátti hver banki ekki nota eigin bréf sem veð. Þeir sáu hins vegar við því með því að nota minni fjármálafyrirtæki – líkt og Sparisjóðabankann (Icebank), VBS eða Saga Capital – sem milliliði í veðlávaviðskiptum. Það var gert með því að bankarnir gáfu út skuldabréf og afhentu þau litlu fyrirtækjunum sem síðan skutluðu þeim inn í Seðlabankann. Það má meðal annars sjá af því að Sparisjóðabankinn – stofnun með um 10 milljarða í eigið fé – var með 120 milljarða lán frá Seðlabankanum með veði í bankabréfum við hrun. Heildarstaðan við Seðlabankann

Í október 2008 var um 345 milljarðar með veði í skuldabréfum bankanna, sem nú eru best þekkt undir nafngiftinni „ástarbréf“.⁹

Þess ber að geta að íslensku bankarnir þrír léku sama leik við Evrópska seðlabankann í Lúxemborg – það er að gefa sérstaklega út skuldabréf, lána hver öðrum og síðan setja þau sem veð fyrir evruláni. Þetta gekk svo þar til Jean-Claude Trichet, bankastjóri Evrópska seðlabankans, hringdi í Seðlabankann þann 25. apríl klukkan 14, mikið „niðri fyrir“, og sagði að bankarnir væru með fjóra milljarða evra útistandandi með veðum sem væru „abnormal, artificial“.¹⁰ Var í kjölfar þess samið um að íslensku bankarnir mættu aðeins leggja bankabréf sem 40% af heildarveðum sínum hjá bankanum. Hófu bankarnir þá að huga að sértryggðum, eða eignavörðum, skuldabréfum til þess að nota í viðskiptum við Evrópska seðlabankann, en það er önnur saga.¹¹

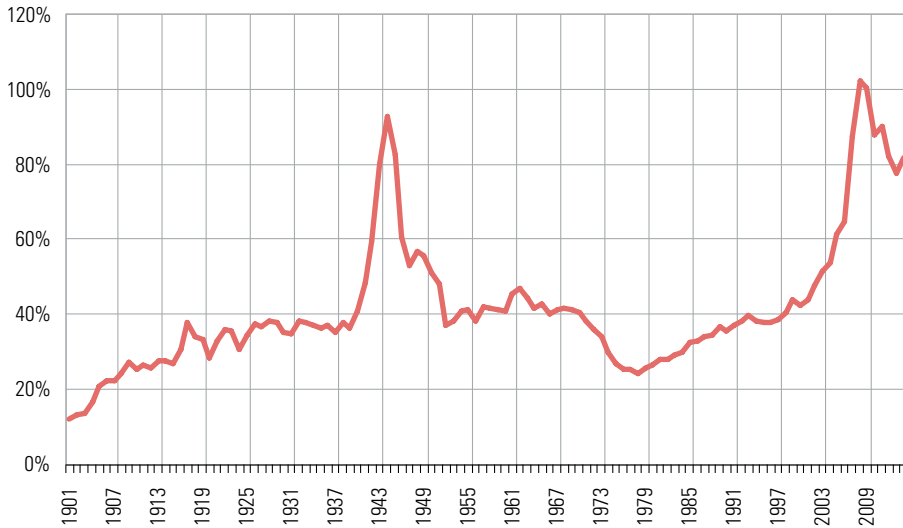
Lánveitingar seðlabanka til viðskiptabanka auka peningamagn (lausafé) í umferð og eru ígildi peningaprentunar eins og brátt verður vikið nánar að. Mikil aukning í slíkri lausafjárfyrirgreiðslu til bankanna er ein helsta ástæðan fyrir því að peningamagn í umferð – M3 – tvöfaldaðist aftur á árum 2007–2008, hækkaði frá því vera 785 milljarðar við ársbyrjun 2007 í það að vera 1.670 milljarðar við árslok 2008.

Þetta tvennt: Lækkun bindiskyldu og aukning í endurhverfum viðskiptum varð því til þess að peningamagn í umferð tæplega fjórfaldaðist á fjórum árum – frá 2004 til 2008. Ef lítið er til peningamagns sem hlutfalls af landsframleiðslu jókst M3 frá því að vera um 40–50% af landsframleiðslu árið 2003 í upphafi bankabólunnar og til þess að vera rúmlega 100% við lok hennar eins og sést á mynd 4.1.

⁹ Þessa nafngift má rekja til Davíðs Oddssonar, þáverandi seðlabankastjóra. Sjá Rannsóknarskýrslu Alþingis: *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir*, kafla 19, bls. 282.

¹⁰ Þessi skuldabréf, sem bankarnir, gáfu út voru gjarnan með vaxtaálagi sem var langt fyrir neðan skuldatryggingarálag (CDS-spread) þeirra á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

¹¹ Sjá Rannsóknarskýrslu Alþingis: *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir*, 7. kafli, bls. 45–48.



Mynd 4.1 Peningamagn (M3) sem hlutfall af landsframleiðslu frá 1900 til vorra daga.

Á myndinni sést að fyrir árið 2003 var peningamagn í umferð yfirleitt í kringum 40% af landsframleiðslu eftir að nútímainnlánaviðskipti komust á fót hérlandis á fyrstu áratugum tuttugustu aldar. Tvö tímabil stinga þó í stúf. Hið fyrra er stríðsárin. Á þeim árum var lítið um innflutning til landsins og gjaldeyrisinnstæður í eigu íslenskra banka söfnuðust erlendis er hlend skip seldu fisk í Bretlandi. Á sama tíma söfnuðust innstæður upp hérlandis vegna þess að fólk gat lítið keypt fyrir launin sín. Þá hafði það mikil áhrif að tugþúsundir erlendra hermanna hérlandis fengu málann greiddan í krónum að kröfu íslenskra stjórnvalda. Allt þetta þrennt varð til þess að hlutfall peningamagns í umferð hækkaði upp í 80–90% af landsframleiðslu en aðeins í skamman tíma. Um leið og stríðinu lauk og utanríkisviðskipti opnuðust aftur varð þetta mikla peningamagn fóður fyrir þenslu og verðbólgu er síðan leiddi til ógnvænlegs viðskiptahalla og herðingar hafta. Seinna skeiðið er óðaverðbólguárin á áttunda áratugnum þegar áraröð 20% neikvæðra raunvaxta át niður innlán bankanna og lækkaði hlutfall peningamagns af landsframleiðslu niður fyrir 30%. Þessi þróun snerist við með Ólafslögum 1979 þegar verðtrygging var lögleidd hérlandis.¹²

Það er vel þekkt að hlutfall peningamagns af landsframleiðslu er mælikvarði á fjármáladýpi (financial depth) og sýnir fram á þróunarstig fjármálakerfisins.¹³ Þannig ætti það ekki að koma á óvart þó að ofangreint hlutfall – sem var 40% nær alla tuttugustu öld – hafi hækkað varanlega á 21stu öld í kjölfar mjög hraðskreiðra breytinga á íslenska fjármálakerfinu. Hins vegar verða færð hér rök fyrir því að svo mikil hækkun

¹² Sjá umfjöllun í bókinni *Nauðsyn eða val. Verðtrygging, vextir og verðbólga á Íslandi*. 1. kafli.

¹³ Sjá til að mynda Levine, R. (1997): „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda“, *Journal of Economic Literature*, XXXV, 688–726.

á svo skömmum tíma, einkum í kjölfar ástarbréfalánveitinga Seðlabankans, hafi leitt til þess að þetta hlutfall sé hærra en fá staðist. Það þýðir að meginhættan við losun hafta sé að þetta fjármagn streymi úr landi og kaffæri gjaldeyrismarkaðinn, en jafnvel þó að höftin væru áfram til staðar sé þessi ofgnótt af lausafé ógn við bæði fjármálastöðugleika og verðstöðugleika í landinu. Hér verður farið yfir þetta mál bæði frá fræðilegu og síðan praktísku sjónarmiði fyrir íslenska bankakerfið.

Tillögur að lausn hljóta því að vera tvíþættar: Annars vegar að draga úr peningamagni úr umferð samfara nauðasamningum er uppfylla hin fimm stöðugleikaskilyrði fyrir greiðslujöfnuðinum sem áður eru upp talin, eða með beinni skattlagningu með sömu markmiðum. Það er þó líklega ekki að öllu leyti nóg þar sem nauðsyn ber einnig til þess að umbreyta innlánum og umfram eigin fé nýju bankanna í löng skuldabréf sem síðan yrðu seld á markaði. Raunar má einnig segja að þetta sé eiginlega eina færa leiðin til þess að framkvæma svo stóra millifærslu til ríkisins, eins og bæði nauðasamningur og bein skattheimta gæti falið í sér án þess að trufla rekstur bankanna.

Box 4.1 Um peninga og peningaprentun

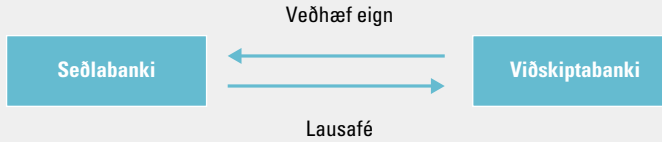
Venja er til að tákna peningamagn með bókstafnum *M* sem stendur fyrir *Money* á engilsaxneskri tungu. Þá er einnig vani að flokka peningamagnið í flokka eftir seljanleika og marka með tölustöfum þannig að seljanleiki minnki með hærri tölu. Þannig stendur *M0* fyrir grunnfé Seðlabankans, útgefnir peningar. *M1* stendur fyrir seðla og mynt í umferð auk veltiinnlána (óbundinna innstæðna eða tékkareikninga) í bankakerfinu, þ.e. innistæður sem eru ávallt lausar til útborgunar. *M2* er *M1* að viðbættum eignum sem hægt er að breyta í lausafé með stuttum fyrirvara en eru ekki sjálfar notaðar í viðskiptum líkt og s.s. bundin innlán og óbundnir eignarhlutir í verðbréfasjóðum. *M3* stendur hins vegar fyrir seðla og mynt í umferð að viðbættum öllum innlánum í bankakerfinu með skemmri bindingu en 2 ár. Yfirleitt er miðað við *M3* þegar peningar eru skoðaðir í þjóðhagslegu samhengi.

Svokölluð peningaprentun getur farið fram eftir nokkrum leiðum.

A) Lán gegn veði/ endurhverf viðskipti

Seðlabankinn býr til *M0* með því að taka við eignum af efnahagsreikningi bankastofnana og láta lausafé í staðinn. Seðlabanki býr þannig til seljanleika með því að styttar tímaróf eigna á efnahagsreikningi bankakerfisins. Í sjálfu sér breytist hrein eignastaða fjármálakerfisins ekki við þessi viðskipti heldur aðeins tímalengd efnahagsreikningsins. Efnahagsreikningur Seðlabankans stækkar hins vegar þar sem lánað lausafé verður eign bankans en veðið að skuld. Í dag er um hefðbundna lánveitingu Seðlabankans gegn veði að ræða en áður fyrr var algengt að lausafjárfyrirgreiðsla Seðlabanka væri útfærð með endurhverfum viðskiptum (repurchase agreement eða REPO), þar sem bankar seldu Seðlabankanum eignir og skuldbundu sig til að kaupa þær til baka skömmu síðar. Af þessum sökum eru lánveitingar Seðlabanka enn í dag oft kölluð repó-viðskipti.

Box 4.1

**B) Gjaldeyrisinngrip**

Öll eignakaup Seðlabankans leiða til þess að nýir peningar fara í umferð og þar með talið kaup á gjaldeyri. Gjaldeyrismarkaðir eru í eðli sínu millibankamarkaðir og gjaldeyriskaup Seðlabankans fela þannig í sér að bönkum eru afhentar krónur. Með því er bankinn að auka *MO*. Til þess að koma í veg fyrir þau áhrif er venjan að stýfa (sterilize) gjaldeyrisinngripin með því að selja ríkisskuldabréf eða með öfugum endurhverfum viðskiptum, s.s. með því að selja innstæðubréf, og þannig hala aftur inn lausaféð sem fór í umferð.

D) Þyrlukast

Þegar fólk borgar skatta eða kaupir skuldabréf af ríkinu fara peningar úr umferð. Heildaráhrifin velta á því hvort ríkisvaldið komi peningunum aftur í umferð með því að kaupa vöru eða þjónustu fyrir þessa fjárhæð. Ef ríkið er rekið með halla er í raun verið að koma peningum í umferð. Ef hallinn er fjármagnaður með skuldabréfaútgáfu er peningamagnið í raun tekið til baka og hrein áhrif eru engin. Ef hins vegar hallinn er fjármagnaður með yfirdrætti í Seðlabankanum eða kaupum hans á skuldabréfum ríkisins er verið að auka *MO* í umferð og hinir nýju peningar hækka hreina eignastöðu í hagkerfisins. Þetta er það sem Milton Friedman kallaði þyrlukast. Þar sem peningar nútímans eru valdboðsgjaldmiðlar (fiat money) og eru því *ávísanir á verðmæti* í almennum viðskiptum í hagkerfinu en hafa annars ekki tryggt virði er þyrlukast jafngilt því að gefa út fleiri ávísanir á sömu verðmæti.

E) Margföldunarferli innlána og útlána

Eins og farið er yfir hér að ofan stjórnar Seðlabanki og ríkisstjórn magni *MO* í umferð. Heildaráhrifin á *M3* velta hins vegar á innlánum og útlánum í bankakerfinu, í ferli sem gjarnan hefur verið kallað margföldun. Það gengur svo fyrir sig að bankar taka við innlánum, leggja til hliðar fyrir bindiskyldu og lána síðan aftur út sem hluta af sinni venjubundnu starfsemi. Útlán til eins viðskiptavins breytast í innlán hjá öðrum og þannig hefst margföldunarferli sem skapar peningamagn *M3*. Bankar endurlána þannig sömu krónur mörgum sinnum en ferlið deyr út þar sem bindiskyldan minnkar getuna til endurlána í hverri umferð. Peningamargfaldarinn táknar það peningamagn sem viðskiptabankar ná að skapa með innlána- og útlánastarfsemi sinni með hverri krónu sem Seðlabankinn lætur þeim í té.



Box 4.1

Vaninn er að skrifa þetta ferli sem $M3 = \mu \cdot M0$. Þar sem μ er peningamargfaldari sem ræðst af bindiskylduhlutfallinu k , nánar tiltekið $\mu = 1/k$. Það felur í sér að ef bankar hafa 4% bindiskyldu getur peningamargfaldarinn hæstur orðið 25 en ef bindiskyldan lækkar í 2% getur margfaldarinn hæstur orðið 50. Margfaldaraferlið er vitaskuld aðeins einföld nálgun á flókinni atburðarás og það er ekki með öllu fyrirsjáanlegt hvernig $M3$ bregst við bæði aukningu í $M0$ eða bindiskyldu. Það veltur á þáttum líkt og eiginfjárstöðu banka, almennu efnahagsumhverfi og mörgum öðru.

4.2 Þyrlukast

Peningar nútímans eru það sem kallast á ensku *fiat money* eða valdboðsgjaldmiðlar þar sem ríkisvaldið hefur fyrirskipað þá sem verðeiningu og stjórnar framboði þeirra en tryggir ekki virði þeirra að öðru leyti. Stundum er það kallað fótalaust fé enda án tryggingar. Þetta fyrirkomulag skapar ákveðin hvatavandamál fyrir stjórnvöld að prenta peninga til þess að fjármagna ríkisútgjöld. Slík peningaprentun er það sem Milton Friedman kallaði árið 1969 *þyrlukast* (helicopter drop) sem væri ígildi þess að seðlabankastjórinn myndi fljúga yfir landið með þyrlu og henda út peningum til fólks. Þetta væri hins vegar hefndargjöf því enda þótt fólk hefði nú fleiri peningaseðla í höndunum væri framleiðslan sú hin sama. Það eina sem myndi gerast er að verðlag myndi hækka er fleiri peningar færu að eltast við sama fjölda af vörum og gæðum.¹⁴

Og satt er það. Mýmörg dæmi eru til um hvernig ríkissjóðir hafa komið af stað óðaverðbólgu með því láta prenta peninga til þess að fjármagna fjárlagahalla. Eitt þekktasta dæmið er líklega Þýskaland á þriðja áratug tuttugustu aldar þegar þarlendur ríkissjóður reyndi í örvæntingu að prenta peninga til þess að borga stríðsskaðabætur, eins og drepíð er á í fyrsta kafla. Það flækir þó málið að áhrif þyrlukastsins taka tíma í að koma fram í hækkun verðlags. Fyrstu áhrifin eru þau að almenningur gleðst yfir nýjum auðæfum og álítur að hann sé ríkari en áður þar sem fleiri seðlar eru í hendi. Af þeim sökum getur óvænt peningaprentun aukið hamingju fólks í skamman tíma og örvað hagkerfið með aukinni eftirspurn á þeim tíma sem tekur

¹⁴ Hugtakið þyrluafhending (helicopter drop) kom fyrst fram hjá Milton Friedman í bók hans *The Optimum Quantity of Money*, frá árinu 1969. Þar segir á bls. 4: „Let us suppose, then, that one day a helicopter flies over our hypothetical long- stationary community and drops additional money from the sky equal to the amount already in circulation. ... The money will, of course, be hastily collected by members of the community. ... If everyone simply decided to hold on to the extra cash, nothing more would happen. ... But people do not behave in that way. ... It is easy to see what the final position will be. People's attempts to spend more than they receive will be frustrated, but in the process these attempts will bid up the nominal value of goods and services. The additional pieces of paper do not alter the basic conditions of the community. They make no additional productive capacity available. ... Hence, the final equilibrium will be a nominal income [that has doubled] ... with precisely the same flow of real goods and services as before.“

fyrir prentunina að koma fram í verðlagi. Það er því ekki að undra að í gegnum söguna hafa ríkisstjórnir oft látið glepjast til að prenta peninga til þess að fjármagna kosningalofoð eða örva hagkerfið rétt fyrir kosningar. Af þessum sökum hefur þótt sérstök ástæða til þess að hleypa ekki stjórnámálamönnum að prentvélunum nema undir ströngu eftirliti.

Tvær leiðir hafa staðið til boða til þess að koma í veg fyrir misnotkun peningaprentunar:

Hin fyrri er að nota góðmálma í viðskiptum eða tryggja verðmæti gjaldmiðilsins með beinum hætti. Ef gjaldmiðilinn sjálfur er sleginn góðmálmur hafa þyrloköst verið framkvæmd með því að þynna út myntsláttur og bæta ódýrari málum við bráðina. Bein trygging peninga með ápreifanlegum verðmætum, líkt og gulli, þekktist með hinum alþjóðlega gullfæti (gold standard) frá miðri nítjándu öld og fram til kreppunnar miklu á þriðja áratug tuttugustu aldar. Slíkar beinar verðmætatryggingar hafa nú að mestu verið aflagðar af ástæðum sem ekki er rými til þess að fjalla nánar um hér. Hægt er að líta á myntráð (currency board) og jafnvel einhliða upptöku annarrar myntar sem afbrigði þessarar stefnu, en það er önnur saga.

Hin seinni er að aðskilja fjárhag ríkissjóðs og seðlabanka. Jafnvel var gengið svo langt í upphafi, til þess að tryggja þennan aðskilnað, að láta einkaaðila reka seðlabankann líkt og var með Englandsbanka fram til ársins 1946. Og sama átti við um Íslandsbanka hérlandis frá stofnun 1904 fram til þess er Landsbankanum var afhent seðlaprentunarvaldið árið 1927. Á seinni hluta tuttugustu aldar hefur yfirleitt verið farin sú leið tryggja rekstrarlegt sjálfstæði seðlabanka gagnvart kjörnum stjórnvöldum og þannig koma í veg fyrir þau hvatavandamál sem fylgja peningaprentun og kosningum. Á Íslandi var þessum aðskilnaði ekki komið á fyrr en 1993 en fram til þess hafði fjármálaráðherra landsins heimildir til þess að gefa út ávísanir af hlaupareikningi ríkisins í Seðlabankanum og gat þannig prentað peninga fyrir ríkisútgjöldum. Þessi fjárhagslegi aðskilnaður Seðlabankans og ríkissjóðs Íslands er án efa ein af höfuðástæðunum fyrir því að verðbólga gekk niður á tíunda áratugnum.

Hinum sjálfstæða seðlabanka var hins vegar fengið það hlutverk að þjóna sem lánveitandi til þrautavara (lender of last resort) og beita peningaprentun aðeins til þess að bregðast við lausafjárvandræðum banka þegar öll önnur sund væru lokuð. Og sú peningaprentun átti aðeins að vera tímabundin og afturkræf þar sem peningarnir væru lánaðir bönkunum gegn góðum veðum. Það er líka svo að með lánum gegn veði er seðlabankinn ekki að hækka hreina eignastöðu fjármálakerfisins heldur aðeins breyta eignasamsetningu bankanna. Í raun má segja að seðlabankar séu eins konar tímastillar fyrir efnahagsreikninga viðskiptabanka – það er gefa bönkunum möguleika á að stytta tímalengd (maturity) á eignahlið með því að leggja inn langar eignir (ríkisskuldabréf) til seðlabankans og fá lausafé í staðinn. Síðan, þegar tíðin batnaði og viðskiptabankarnir hefðu aftur aðgang að

annarri fjármögnun, var þeim ætlað að skila peningum aftur til seðlabankans og fá veðin afhent.

Þessi lánastarfsemi seðlabanka er mjög mikilvæg fyrir viðskiptabanka þar sem þeir fjármagna sig með innlánunum, sem eru að mestu leyti laus til útborgunar hvenær sem er, og lána þau út sem langtímaútlán. Þetta er gert með þeirri vissu að innlagnir og úttektir innlána jafni hvort annað 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 þannig að sér að tryggja lausafjárstöðu einstaklinga með svipuðum hætti og tryggingafélög tryggja fólk fyrir óhöppum. 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. Jafnframt reka viðskiptabankar greiðslukerfi hagkerfisins sem gerir almenningi og fyrirtækjum kleift að reka viðskipti heima eða erlendis með einföldum færslum á milli bankareikninga. Fyrir þessa þjónustu er almenningur tilbúinn að leggja peninga inn í viðskiptabanka á lágum og jafnvel engum vöxtum en með því skilyrði að innstæðan sé ávallt laus til útborgunar. Bankarnir bjóða fólki þessa seljanleikatryggingu á grundvelli lögmáls stórra talna (law of large numbers) á þeirri forsendu að lausafjárþörf hvers einstaklings sé óháð stærð. Þá mun aukinn fjöldi sparifjäreigenda leiða til þess að einstaklingsbundin áhætta (idiosyncratic) hverfur og aðrir áhættuþættir verða viðráðanlegir nema sérstakar aðstæður skapist.

Þverstæðan, er liggur að baki lausafjártryggingunni, er þó ávallt sú að bankinn hefur gefið viðskiptavinum sínum loforð um að innstæður þeirra séu ávallt lausar til útgreiðslu þrátt fyrir að þær séu raunverulega bundnar í langtímaeignum sem er ekki hægt að selja nema e.t.v. með miklum afföllum. Þannig eru viðskiptabankar ávallt veikir fyrir bankaáhlaupi ef þeir missa traust viðskiptavina sinna. Fyrstur kemur, fyrstur fær, gildir þegar kemur að því að taka út og enginn vill verða síðastur til úttektar, og þannig geta jafnvel traustir bankar með gott eignasafn fallið í slíku áhlaupi ef nógu margir innstæðueigendur heimta peningana sína á sama tíma.

Þegar fjallað er um hvernig seðlabankar eigi að beita sér sem lánveitendur til þrautavara er iðulega vísað til bókarinnar *Lombard Street* eftir Walter Bagehot er kom út árið 1873.¹⁵ Bagehot starfaði bæði sem bankamaður og ritstjóri vikublaðsins *The Economist* og var einn áhrifamesti hugsuður (intellectual) viktórutímans. Í bók hans kemur fyrir þessi fræga setning, sem kölluð hefur verið kennisetning Bagehots (Bagehot's Dictum), um hvernig seðlabankar eigi að rækja hlutverk sitt sem lánveitendur til þrautavara:

¹⁵ Nú er þó almennt álitíð að þessi kenning, sem nú er kennd við Bagehot um lánveitingar til þrautavara, hafi verið fyrst sett fram árið 1797 af Francis Baring í bók er ber nafnið *Observations on the Establishment of the Bank of England*.

„Lend freely to temporary illiquid but nonetheless solvent banks at a penalty rate and on good collateral.“

Kennisetning Bagehots er því tvíþætt:

- A) Seðlabankar eiga alltaf að lána án takmarkana til viðskiptabanka í lausafjár- vandræðum, svo lengi sem bankarnir geta boðið góð veð og eru rekstrarhæfir.
- B) Lánin eiga aðeins að vera tímabundin og með álagi á markaðsvexti svo að tryggt sé að bankarnir leiti ekki til seðlabankans fyrr en að síðasta kosti.

Þegar þetta er lesið verður að hafa í huga að sá seðlabanki sem Bagehot miðaði við – Englandsbanki – var í einkaeigu. Þá hafði hvorki innstæðutrygging eða önnur ríkisábyrgð verið gefin út til bankastofnana. Á tuttugustu öld urðu þær djúpstæðu breytingar á starfsemi seðlabanka að endurhverf lán til viðskiptabanka urðu daglegt brauð, og jafnframt fóru vextir í þessum lánaviðskiptum að verða stýritæki seðla- bankans til þess að ná ýmsum þjóðhagslegum markmiðum um atvinnu, hagvöxt og verðbólgu sem flestir þekkja í dag. Hin raunverulegu þrautavaralán til banka í vandræðum urðu hins vegar að lánum án góðra veða, undir markaðsvöxtum, og yfirleitt í samkrulli við ríkisvaldið. Það stafar meðal annars af því að ríkisvaldið er orðið alltumlykjandi í starfsemi banka samhliða beinni ríkistryggingu innstæðna og óbeinni ríkistryggingu kerfislega mikilvægra banka (too-big-to-fail), sem nánar verður vikið að í 5. kafla þar sem fjallað er um prentvald og skattvald í tengslum við björgunaraðgerðir fyrir banka.

Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008 eru lánveitingar Seðlabanka Íslands í aðdraganda hrunsins með veði í ástarbréfum lagðar út með eftirfarandi hætti: „Vilji Seðlabankans til þess að taka veð í skuldabréfum og víxlum bankanna fól í sér framsal á heimild til peningaprentunar yfir til bankakerfisins.“¹⁶ Það er í sjálfu sér rétt, en sama dóm má eflaust fella yfir flestum seðlabönkum á Vesturlöndum sem hafa í yfirstandandi fjármálakrísu gengið lengra en fordæmi hafa áður verið fyrir í því að fjármagna bankastofnanir með peningaprentun. Þær jafngilda ekki aðeins því að afhenda bönkunum lyklana að peningaprentsmiðjunni heldur einnig að seðlabankamenn hafi verið að vinna yfirvinnu við að prenta peninga eftir óskum bankanna með því lækka kröfur um gæði veða, lengja lánssamninga og þar fram eftir götunum. Evrópski seðlabankinn veitir til að mynda evrópskum bönkum langtímafjármögnun með lánnum gegn veði með hinu svokallaða LTRO-prógrammi (long-term refinancing operation) þar sem lánað er allt til þriggja ára.¹⁷ Með því hefur heppnast að koma í veg fyrir gjaldþrot

¹⁶ Sjá skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis: *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir*, 4. kafla, bls. 166.

¹⁷ Sjá yfirlit yfir veðlán Evrópska seðlabankans á heimasíðu bankans: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

hinna stærri bankastofnana sem sjálfkrafa hefði leitt til útlánataps hjá viðkomandi seðlabanka. Hins vegar fór svo illa hérlandis að kerfislægt bankagjaldþrot varð með miklu útlánatapi fyrir Seðlabankann.

Um leið og Seðlabankinn verður fyrir útlánatapi breytist eðli peningaprentunar hans í grundvallaratriðum. Ástæðan er sú að veðlánaviðskipti hans við viðskiptabanka eiga að vera endurhverf, eða afturkræf. Seðlabankinn getur þá skilað veðinu og heimtað peningana til baka. Fari hins vegar svo að veðið ónýtist rofnar lánaleggurinn og afturkræfnin hverfur. Seðlabankinn situr uppi með kröfu á þrotabú en peningarnir liggja eftir úti í fjármálakerfinu. Þegar slíkt gerist hafa lán til þrautavara breyst í þyrlukast. Jafnframt verður Seðlabankinn fyrir útlánatapi sem, líkt og hjá öðrum lánastofnunum, leiðir til þess að eigið fé rýrnar. Tapið lendir á reikningi ríkissjóðs sem eiganda bankans og bitnar á almenningi með sköttum. Í framhaldi af því mun almenningur einnig þurfa að bera kostnað af þessum lánveitingum með aukinni verðbólgu og lægra verðgildi krónunnar sem brátt verður vikið að. Seðlabanki Íslands var endurfjármagnaður af ríkissjóði sem tók á sig tapið og jafnaði viðskiptin út með útgáfu skuldabréfs en með afborgunum af því er ríkissjóður að skila umframingamagninu aftur inn í ríkissjóð, eins og lýst er í boxi 4.2. Það er þó ekki svo þyrluköst séu án fordæma frá öðrum löndum.

Í frægri ræðu sem hagfræðingurinn Ben Bernanke hélt 21. nóvember árið 2002 í Þjóðarklúbbi hagfræðinga í Bandaríkjunum (National Economist Club) lagði hann fram drög að því að hvað Seðlabanki Bandaríkjanna gæti gert til þess að koma í veg fyrir verðhjöðnun, ef svo ólíklega vildi til að stýrivextir bankans færu að núlli. Á þeim tíma höfðu menn þar vestra áhyggjur af því að sú efnahagslægd sem hófst í kjölfar þess að dot-com bólan-sprakk og hryðjuverkaárásanna þann 11. september 2001 myndi dýpka niður í alvarlega kreppu. Í ræðunni hélt Bernanke því fram að svo lengi sem þjóðir notuðu valdboðsgjaldmiðla væri alltaf hægt að koma í veg fyrir verðhjöðnun með því að stunda þyrluköst og láta seðlabankann fjármagna ný ríkisútgjöld eða skattalækkanir.¹⁸ Eftir þessa ræðu var Bernanke kallaður „þyrlu-Benni“ (helicopter-Ben) af gárungum þar vestra. Hláturinn er þó löngu hljóðnaður. Þau viðmið sem sett voru fram í ræðunni eru nú kölluð *Bernanke-kenningin* (Bernanke doctrine) um hvernig peningaprentun getur lækkað langtímavexti og hækkað eignaverð og þannig hrundið af stað efnahagsbata. Að þessu er vikið nánar í undirkafla 4.3. Bernanke var í bankaráði Seðlabanka Bandaríkjanna þegar ræðan var haldin en var skipaður

¹⁸ Orðrétt sagði Bernanke í ræðunni: „A broad-based tax cut, for example, accommodated by a program of open-market purchases to alleviate any tendency for interest rates to increase, would almost certainly be an effective stimulant to consumption and hence to prices. Even if households decided not to increase consumption but instead re-balanced their portfolios by using their extra cash to acquire real and financial assets, the resulting increase in asset values would lower the cost of capital and improve the balance sheet positions of potential borrowers. A money-financed tax cut is essentially equivalent to Milton Friedman's famous „helicopter drop“ of money.“ Sjá: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2002/20021121/>

seðlabankastjóri í febrúar 2006. Og brátt kom að því að hann þurfti að láta bókvitið í askana og hrinda eigin kenningum í framkvæmd eftir að fjármálakrísan hófst sumarið 2007.

Bernanke-kenningin hefur verið leiðarljós seðlabanka beggja vegna Atlantshafsins á síðustu árum, þrátt fyrir að Þjóðverjar hafi mjög lagst gegn því að Evrópski seðlabankinn færi að stunda þyrluköst. Þeir eru mjög minnugir reynslunnar af óhóflegri peningaprentun á millistríðsárunum, sem áður er frá sagt, en svo bregðast krosstré sem önnur tré. Evrópski seðlabankinn hóf fyrstu þyrluköstin í mars á þessu ári er hann hóf að kaupa skuldabréf evruríkjanna á opnum markaði. Það virðist einnig almennt viðhorf meðal hagfræðinga að Bernanke-kenningin hafi fram að þessu dugað til að koma í veg fyrir verðhjöðnun en langtímaáhrif svo umfangsmikillar peningaprentunar eru þó mjög á huldu.

Eins og sagði hér að framan var það skoðun Miltons Friedmans að þyrlusending myndi auka verðbólgu þar sem fleiri peningar myndu elta sama magn af vörum og gæðum. Innifalið í þeirri greiningu er að gengi viðkomandi gjaldmiðils myndi einnig lækka í kjölfar þyrlukasts er myndi auka framboð hans umfram framboð annarra gjaldmiðla. Þetta á þó ekki að öllu leyti við hin stærri myntsvæði og sérstaklega ekki þær myntir er þjóna sem forðagjaldmiðlar – líkt og dalir, pund, evrur og svissneskir frankar. Þeir gjaldmiðlar hafa verðmæti um allan heim. Prentun þeirra leiðir til þess að seðlarnir leita ekki aðeins uppi verðmæti innan viðkomandi myntsvæðis heldur um heimsbyggðina alla. Það er því erfitt að þynna út forðagjaldmiðla, jafnvel þótt býsn séu prentuð af þeim, þar sem aðrar þjóðir taka fegins hendi við peningunum í skiptum fyrir bæði vörur og eignir og þeir skapa sjálfkrafa sína eigin eftirspurn sem verðmætageymar (store of value) meðal annarra þjóða.

Staðreyndin er því sú að stór myntsvæði geta prentað peninga nokkurn veginn óhik að án þess að menn þurfi að hafa áhyggjur af því að skapa greiðslujafnaðarvanda. Gengisáhrifin eru þó til staðar. Beiting Bernanke-kenningarinnar í Bandaríkjunum leiddi til að mynda til veikingar Bandaríkjadals á fyrstu árum kreppunnar og áform Evrópska seðlabankans í sömu veru hafa einnig leitt til veikingar evrunnar nú á síðustu misserum. Þessi tvö myntsvæði tóku gengislækkuninni fagnandi þar sem hún jók samkeppnishæfni útflutningsfyrirtækja og örvaði hagkerfið. En gengislækkun og gjaldeyriskreppa eru ekki sami hluturinn.

Ísland býr hins vegar ekki við þessi forréttindi. Íslenskar krónur hafa aðeins virði á Íslandi og prentun umfram þörf hér innanlands hlýtur að leiða til gengisfalls er hinar nýprentuðu krónur leita út á gjaldeyrismarkaðinn. Gríðarleg peningaprentun á árunum 2004–2008, og hátt í fjórföldun peningamagns á þessum fjórum árum, eins og rætt er um hér að framan, hlaut því að leiða til gríðarlegs útstreymis á gjaldeyrismarkaði sem síðan varð tilefni til fjármagnshafta.

Box 4.2 Seðlabankabréfið¹⁹

Í árslok 2008 nam höfuðstóll veðlána Seðlabankans með veði í ástarbréfum 345 milljörðum. Afskriftarþörf vegna veðlánanna var metin 250 milljarðar og því voru verðmæti þeirra metin 95 milljarðar í ljósi endurheimta í þrotabúum hinna föllnu banka. Seðlabankinn færði hins vegar einungis 75 milljarða afskrift vegna þeirra og seldi þau í lok árs 2008 til ríkissjóðs fyrir 270 milljarða króna. Tilgangur þessa var að koma í veg fyrir að eigið fé Seðlabankans yrði neikvætt. Strax eftir kaupin færði ríkissjóður kröfurnar niður um þá 175 milljarða sem munaði á kaupverði og matsverði þeirra.

Eigið fé Seðlabanka hefur ekki alveg sömu merkingu og eigið fé hefðbundinna fyrirtækja eða annarra banka og tæknilega séð er ekki nauðsynlegt að það sé jákvætt; Seðlabanki gæti í raun starfað um ókomna framtíð með neikvætt eigið fé. Fyrir trúverðugleika gjaldmiðilsins sem Seðlabankinn gefur út er hins vegar mikilvægt að eigið fé hans sé jákvætt; í því felast meðal annars skilaboð um að verðmæti gjaldmiðilsins verði ekki rýrt með óhóflegri eða inni-stæðulausri aukningu peningamagns.

Ríkissjóður greiddi fyrir kaupin á veðlánum Seðlabankans með útgáfu skuldabréfs að fjárhæð 270 milljarða króna. Skuldabréfið var verðtryggt, bar 2,5% vexti og var á gjalddaga 1. janúar 2014. Áður en til gjalddaga þess kom var það framlengt um eitt ár, til 1. janúar 2015, og skilmálum þess breytt þannig að verðtrygging var felld niður og vextir miðuðust við innlánsvexti á viðskiptareikningum lánastofnana hjá Seðlabankanum. Í frumvarpi að fjárlögum ársins 2014 var gert ráð fyrir að skuldabréfið yrði framlengt til 20 ára og það yrði án vaxta en því var breytt í meðförum þingsins. Í lok árs 2014 var skuldabréfið aftur framlengt, nú til 29 ára, en jafnframt skyldi það greiðast niður á þeim tíma með jöfnum árlegum afborgunum.

Í febrúar 2010 voru kröfurnar vegna veðlánanna aftur seldar Seðlabankanum miðað við stöðuna í árslok 2009. Þá voru þær metnar á 93 milljarða króna. Á sama tíma seldi ríkissjóður Seðlabankanum einnig aðrar veðlánakröfur, sem hann hafði eignast í kjölfar hrunsins, fyrir 41 milljarð. Söluandvirðið nam því alls 134 milljörðum króna og var það notað til að greiða inn á Seðlabankabréfið. Áfallnar verðbætur á skuldabréfið í árslok 2009 námu 23 milljörðum króna svo að eftir sölna var höfuðstóll bréfsins með verðbótum 159 milljarðar. Síðan hefur þrisvar verið greitt inn á höfuðstól skuldabréfsins, 7,4 milljarðar árið 2012, 4,8 milljarðar árið 2013 og 26 milljarðar í lok árs 2014. Síðasta greiðslan fór fram með lækkun stofnfjár Seðlabankans um sömu fjárhæð. Í lok árs 2014 námu eftirstöðvar skuldabréfsins 145 milljörðum króna.

¹⁹ Tölulegar upplýsingar, sem þessi umfjöllun byggir á eru fengnar úr ársskýrslum Seðlabankans 2012–2014, skýrslu Ríkisendurskoðunar um fyrirgreiðslu ríkisins við fjármálafyrirtæki og stofnanir í kjölfar bankahrunsins frá júní 2012, svari fjármála- og efnahagsráðherra við fyrirspurn frá Elsu Láru Arnardóttur um vaxtagjöld ríkisins vegna lána til bjargar fjármálakerfinu (144. löggjafarþing, þingskjal 646–362. mál.) og markaðsupplýsingum Lánamála ríkisins í janúar 2015.

Box 4.2

Seðlabankabréfið endurspeglar þá innistæðulausu peningaprentun – þyrlukastið – sem fólst í veðlánnum með veði í ástarbréfum. Þegar bréfið hefur verið að fullu uppgreitt og Seðlabankinn endurheimt þann hluta veðlánanna sem fæst við útgreiðslur úr slitabúnum má segja að þeirri peningaprentun hafi verið að mestu snúið við. Það liggur því beint við að þær krónur sem ríkissjóði áskotnast við uppgjör slitabúanna, hvort sem það er gegnum skattheimtu eða eftir öðrum óbeinni leiðum, verði fyrst nýttar til að greiða upp seðlabankabréfið og þannig dregið úr peningamagni í umferð.

4.3 Áhrif peningamagns á gengi gjaldmiðla

Eins og áður er á minnst ætti þyrlusending peninga að hafa mjög fyrirsjáanleg áhrif, bæði á verðlag og gengi viðkomandi gjaldmiðils gagnvart öðrum gjaldmiðlum, samkvæmt Milton Friedman, sem er samhljóða hinum gömlu klassísku viðmiðum um áhrif peningaprentunar. Orsakasamhengið er einfalt: Ef peningamagn er aukið um 50% ætti verðlag að hækka um 50% (ef litið er fram hjá breytingu í landsframleiðslu og veltuhraða peninga í hagkerfinu).²⁰ Að sama skapi ætti 50% aukning í peningamagni að leiða til 50% lækkunar á gengi viðkomandi gjaldmiðils gagnvart öðrum myntum (ef gengið er út frá því að seðlaprentun annarra landa sé óbreytt). Þessi einfalda sýn á heiminn er með mjög harðan sannleikskjarna en áhrif þyrlukasts eru þó eilítið torræðari en þetta.

Viðhorf hagfræðingastéttarinnar til peningaprentunar eru nú að mestu mótuð af bók Johns Maynards Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, sem var gefin út árið 1936, í miðri kreppunni miklu. Keynes lagði áherslu á hlutverk peninga á fjármálamarkaði fremur en á vörumarkaði sem hafði verið aðalviðmið hinnar klassísku hagfræði. Peningar væru sérstök fjármálaeign sem hefði sérstöku hlutverki að gegna. Þörfin fyrir peninga skapaðist af *lausafjárþörf* (liquidity demand) og af þeim sökum væru peningar ákveðið hlutfall í eignasöfnum fólks. Ef seðlabankinn prentaði peninga sem væri umfram þessa lausafjárþörf – svo sem með þyrlukasti – myndi fólk reyna færa hina nýju peninga yfir í aðra eignaflokka. Þannig myndi peningaprentun hækka eignaverð er fólk keypti aðrar fjármálaeignir – þar með talið skuldabréf. En um leið og skuldabréfaverð hækkar, þá lækkar ávöxtunarkrafa bréfanna. Það þýðir að Seðlabankinn getur lækkað nafnvaxtastig með peningaprentun. Þetta var það sem Keynes kallaði lausafjáráhrif (liquidity effect) – hvernig prentun

²⁰ Hin klassísku viðmið um áhrif peningamagns eru yfirleitt sett fram sem hin svokallaða Quantity-jafna eða $M \cdot V = P \cdot Y$ þar sem M er peningamagn, V er veltuhraði peninga, eða hve oft hver peningaseðill skiptir um hendur á einu ári að meðaltali, P er verðlag og Y er landsframleiðsla. Hægt er að endurskrifa jöfnuna sem $\%P$ (verðbólga) = $\%M$ (peningaprentun) – $\%Y$ (hagvöxtur) + $\%V$ (breyting í veltuhraða). Með öðrum orðum mun öll peningaprentun umfram hagvöxt – að því gefnu að veltuhraði sé fasti – leiða til verðbólgu.

peninga lækkar vexti. Þetta var einmitt kjarninn í hinni nafnfrægu Bernanke-kenningu, að vinna á móti efnahagssamdrætti og verðhjöðnun með því að hækka eignaverð og lækka langtímavexti með þylusendingum á peningum.

Greining Keynes nam þó ekki staðar við þetta. Að áliti hans réðist lausafjárþörfin af þremur þáttum: Í fyrsta lagi þörf til þess að eiga viðskipti (transaction demand) en til þess að kaupa og selja vörur eða eignir þurfa fjármagnsfærslur að eiga sér stað. Í öðru lagi af öryggissjónarmiðum (precautionary demand), þar sem lausafé væri örugg eign og alltaf handbær til notkunar ef nauðsyn kallaði. Og í þriðja lagi væru einnig spákaupmennskusjónarmið (speculative demand) til staðar, þar sem helsti kostur peninga sem eignaflokks er sá að ekki þarf að óttast afföll vegna markaðshreyfinga, öfugt við hlutabréf eða skuldabréf sem geta hækkað eða lækkað í verði. Hin tvö síðasttöldu sjónarmið gera það að verkum að eftirspurn eftir lausafé eykst yfirleitt við kreppur og óstöðugleika á fjármálamarkaði, sem veldur því meðal annars að peningaprentun á viðsjárverðum tímum hefur ekki þau verðbólguáhrif sem klassísk hagfræði spáir.²¹

Kenningar Keynes lávarðar eru dagóður vegvísir til þess að rekja atburðarásina sem hófst með ástarbréfalanveitingum Seðlabankans til dagsins í dag, og síðan framhaldið. Hér er ferlinu skipt niður í fimm þætti til hægðarauka:

1. þáttur: Fjármálabóla og ástarbréf

Á árabílinu 2003 til 2007 margfaldaðist hlutabréfaverð í Kauphöllinni og þannig skapaðist gríðarlega mikill auður í höndum fólks úr nær engu líkt og gerist ávallt í fjármálabólum. Þegar hæst stóð í stönginni í júlí 2007 var markaðsvirði skráðra hlutabréfa í Kauphöllinni um 3.000 milljarðar króna sem var nálægt tvöföld landsframleiðsla Íslands á þeim tíma. Hins vegar hallaði mjög hratt undan fæti um leið og fjármálakrisan hófst í ágúst það sama ár. Við áramótin 2007–2008 hafði markaðsvirði hlutabréfamarkaðarins helmingast og var nálægt 1.500 milljörðum. Þessi lækkunarhrina og sífelldar slæmar fréttir að utan leiddu til þess að lausafjárefitirspurn fór vaxandi þar sem fólk sóttist eftir að selja áhættumiklar eignir líkt og hlutabréf og leggja andvirðið inn í bankana sem innlán. Það var meðal annars vegna þessarar miklu lausafjárefitirspurnar sem viðskiptabankarnir báðu Seðlabankann um rýmkun veðheimilda í lánaviðskiptum er síðan var veitt í janúar 2008, eins og áður er frá sagt. Í Rannsóknarskýrslu Alþingis er síðan skýrt frá því hvernig bankarnir nýttu þessa lánaþyrngreiðslu Seðlabankans til þess að lána ýmsum eignarhaldsfélögum til þess að kaupa hlutabréf þeirra og þannig mæta þeim mikla sölubrýstingi sem var til staðar.

²¹ Aukning lausafjárefitirspurnar kemur fram sem lækkun veltuhraða (V) í hinni klassísku peningajöfnu $MV=PY$ sem veldur því að lausafjárstaða hagkerfisins hækkar og aukning M kemur ekki fram sem lækkun á P. Keynes gerði síðan einnig ráð fyrir því að vextir væru fórnarkostnaður peningaeignar og lækkun vaxta myndi því leiða til lækkunar á veltuhraða þar sem það væri kostnaðarminna fyrir fólk að eiga lausafé.

2. þáttur: Kreppa og höft

Íslenskir fjárfestar fengu fádæma gengishagnað í hlutabréfabólunni og þegar síðan sló í bakseglin vildu margir þeirra innleysa gengishagnaðinn og fara í öruggt skjól. Og með samspili ástabréfaviðskipta og útlána bankanna til eignarhaldsfélaga með veði í eigin bréfum var opnuð útgönguleið fyrir þá til þess að innleysa loftbólughagnaðinn og breyta í innlán, eða flytja úr landi. *Hægt er því að líta á mikið peningamagn í umferð sem eftirstöðvar fjármálabólunnar.* Þannig hefur einnig sú staða skapast að gríðarlega mikið misvægi ríkir í innlendum eignasöfnum – líkt og fjallað var um í 1. kafla – þar sem vægi erlendra eigna er of lítið. Ef þessum fjárfestum væri gefið færi á því að leiðrétta þetta misvægi með því að kaupa erlendar eignir myndi það leiða mikils fjárflæðis úr landi. Sú staða ásamt eftirstöðvum vaxtamunarviðskiptanna – hinum 650 milljarða aflandskrónustabba – varð síðan ástæða til setningar fjármagnshafta.

3. þáttur: Bernanke-kenningin á Íslandi

Þegar krísan hjaðnaði hérlandis minnkaði lausafjárþörfin aftur meðal íslenskra fjárfesta. Þar sem erlendar fjárfestingar voru bannaðar gátu þeir aðeins komið peningum í lóg með því að kaupa innlendar eignir. Það leiddi fyrst til mikillar hækkunar á skuldabréfaverði og lækkunar á langtímavöxtum hérlandis, en síðar til hækkunar á hlutabréfaverði, og enn síðar fasteignaverði. Og þannig má segja að Bernanke-kenningin hafi verkað hérlandis í skjóli hafta og mikið peningamagn í umferð hefur leitt til efnahagsbata samfara lækkun langtímavaxta og hækkun eignaverðs.

4. þáttur: Slitabúin

Við hrunið urðu til nýir aðilar á íslenskum fjármálamarkaði með gríðarlega mikla lausafjárefitirspurn, en það voru slitabú hinna föllnu banka. Eðli málsins samkvæmt hafa slitabú það markmið að breyta eignum sínum í laust fé sem þau vilja síðan greiða út til kröfuhafa. Í framhaldi af því voru innlendar eignir búanna og dótturfélaga þeirra – nýju bankanna – seldar til innlendra fjárfesta fyrir lausafé sem nú situr í nýju bönkunum sem innlán og umfram eigið fé. Þetta er í reynd ekki annað en færsla á peningamagni í efnahagslífinu til slitabúanna en ekki ný sköpun peninga.

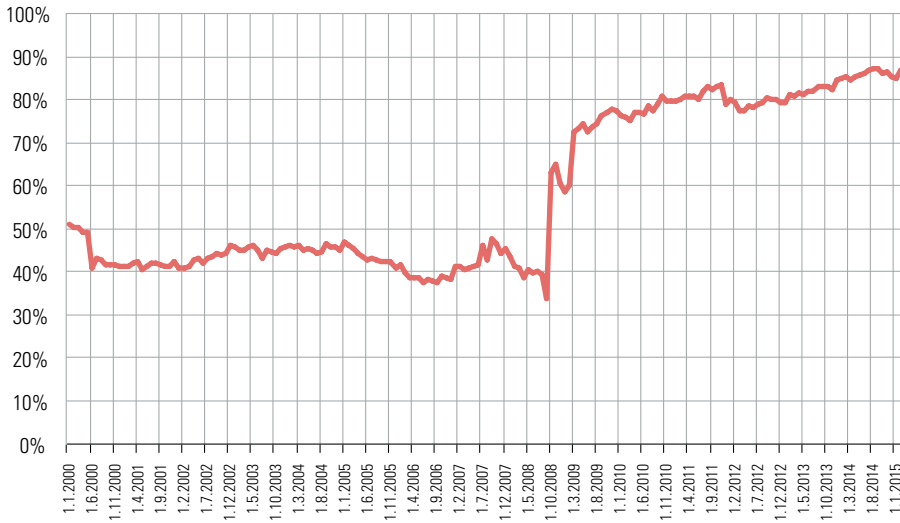
5. þáttur: Útgreiðslur og fjármagnshöft

Það liggur fyrir að almennir kröfuhafar eru að mestum hluta erlendir og útgreiðsla þess lausafjár sem hefur safnast fyrir í slitabúunum myndi setja íslenskan gjaldeyrismarkað í verulegan vanda, eins og fjallað var um í 1. og 2. kafla hér að framan. En málið á sér fleiri hliðar. Um leið og slitabúin eru úr sögunni mun eftirspurn eftir lausafé í krónum í hagkerfinu minnka verulega. Krónurnar þeirra fara á hreyfingu og hljóta að komast í hendur nýrra eigenda sem hafa ekki endilega hugsað sér að láta þær sitja óhreyfðar á innlánsreikningum heldur vilja nota þær til fjárfestinga eða kaupa á vöru og þjónustu.

Ef ofangreind saga er dregin saman í eina niðurstöðu þá er hún þessi: Í litlu myntkerfi, líkt og hinu íslenska, hljóta gengisáhrif af þyrlukasti ávallt að vera mjög sterk þar sem innlendir fjárfestar hljóta ávallt að vilja hafa þungt vægi erlendra eigna í eignasöfnunum sínum. Það gefur því auga leið að fjórföld aukning peningamagns og hækkun *M3* sem hlutfall af landsframleiðslu, frá því að vera um 60% árið 2003 og til þess að vera 113% árið 2008, hlýtur að koma fram með miklu útfærði á fjármagnsjöfnuði. Þessi aukning peningamagns var bein afleiðing af hlutabréfabólu, á sama tíma og eignasöfn íslenskra fjárfesta belgdust út í miklum hækkunum á hlutabréfaverði útrásarfyrirtækja. Þegar síðan tók að halla undan fæti eftir mitt ár 2007 jókst eftirspurn eftir lausafé er þessir sömu fjárfestar vildu losa hlutabréfastöður sínar og færa sig yfir í innlán. Eða eins og Keynes lávarður hefði orðað það: Mikil spákaupmennsku-eftirspurn (speculative demand) skapaðist eftir lausum krónum. Ástarbrélagjörningarnir svöruðu þessari eftirspurn með peningaprentun. Og þessar krónur sitja enn eftir í fjármálakerfinu, og hafa raunar skipt aftur um hendur og eru einhverju leyti komnar í eigu slitabúanna. Þær eru því „mengunarvaldurinn“ sem áður hefur verið minnst á í 3. kafla. Hins vegar er vandamálið eilítið dýpra en þetta og snýst einnig um fjármögnun nýju bankanna og hugsanleg áhrif þeirra á greiðslujöfnuðinn.

4.4 Fjármögnun bankanna og greiðslujöfnuður

Það veldur stundum ruglingi eða misskilningi að líta má á peningamagn bæði sem lausafjáreign fólks, líkt og gert er hér að ofan, og sem innlán á skuldahlið bankastofnana. Fólk geymir nú einu sinni lausafjáreign sína iðulega í formi innlána í bönkum. Hagfræðingar eru gjarnir til þess að líta aðeins á peningamagn frá fyrrgreindu sjónarmiði en fjármála- og bankafólk frá hinu seinna. Oft er sem þessir tveir hópar tali gerólíkt tungumál þegar þó sama hugtakið er til umfjöllunar. En sé litið er á peningamagn sem innlán og fjármögnun bankastofnana liggur fyrir að skipting gömlu íslensku bankanna í tvennt á grundvelli neyðarlaganna leiddi til gerbreytingar á fjármögnun þeirra eins og sést á mynd 4.2 hér að neðan. Hjá gömlu bönkunum höfðu innlán og eigið fé staðið undir um 40% af fjármögnun ef miðað er við eignahlið þeirra. Sama hlutfall er hins vegar tæp 80-90% hjá nýju bönkunum.



Mynd 4.2 Innlán og eigið fé sem hlutfall af eignum innlánastofnana 2007–2013.

Hinn viðurkenndi vísdomur meðal bankafólks hefur löngum verið sá að eigið fé og innlán séu besta fjármögnun sem bankar eiga völ á. Það er rétt en þó aðeins upp að ákveðnu marki. Innlán eru í eðli sínu mjög stutt fjármögnun þar sem þau eru ávallt laus til útborgunar strax eða með stuttum fyrirvara. Mikil innlána fjármögnun skapar alltaf hættu á bankaáhlaupi. Þannig getur mikil innlána fjármögnun verið mjög varasöm fyrir banka sem eru viðkvæmir fyrir trúverðugleikabresti, hvort sem brestinn má rekja til bankans sjálfs, þess fjármálakerfis sem hann er hluti af eða myntsvæðinu þar sem hann starfar. Hvað sem því líður: Um leið og trúverðugleikinn brestur munu innlánin fara að renna út úr bankanum og stefna honum í hættu. Það er meðal annars af þessum ástæðum sem stjórnvöld víðast hvar hafa farið þá leið að ríkistryggja innlánin sem opnar dyr seðlabanka fyrir lausafjárþyrngreiðslu til bankanna. Þegar talað er um að innlán séu örugg fjármögnun virðist sem ríkisábyrgðin sé alltaf gefin forsenda sem og að viðkomandi seðlabanki geti þjónað sem lánveitandi til þrautavara. Vandinn er hins vegar sá að ekkert ríki hefur í raun bolmagn til þess að standa undir innlánnum viðskiptabanka ef verulegur misbrestur verður á eignagæðum útlána. Og svigrúm seðlabanka til þrautalána getur verið mjög mismunandi, eftir stærð og styrk þess myntsvæðis sem um er að ræða.

Það liggur fyrir, eins og fjallað er betur um í 5. kafla, að íslenska ríkið hafði í raun ekki burði til þess að tryggja innlán íslensku bankanna árið 2008. Það varð aðeins gert með því að breyta kröfuröðinni með neyðarlögum og taka þannig eignir almennra kröfuhafa eignarnámi til að tryggja innstæður að fullu. Eins og fjármögnun nýju bankanna er nú hátt að er ljóst að ekki er hægt að beita sama bragði aftur þar sem heildsölufjármögnun þeirra er fremur lítilvæg og eigið fé veitir takmarkað svigrúm. Miðað við fulla ríkisábyrgð á innstæðum liggur fyrir að veruleg útlánatöp hjá

bönkunum þremur gætu mjög hæglega komið niður á ríkissjóði. Í þessu sambandi ber að hafa í huga að hinni ótakmörkuðu ríkisábyrgð á innstæðum var komið á með yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands þann 6. október 2008 en hún hefur aldrei verið formlega lögfest.²² Þá hefur núverandi ríkisstjórn ekki gefið út slíka yfirlýsingu. Í þessu ljósi má velta fyrir sér hve örugg fjármögnun innlán séu í raun og veru fyrir íslenska banka – einkum og sér í lagi ef útgönguleiðir innlánseigenda til annarra banka í öðrum löndum yrðu opnaðar við afnám hafta.

Eins staðan er nú veitir mjög há eiginfjárstaða einhvern trúverðugleika fyrir öryggi innstæðna. Eiginfjárlutfall nýju bankanna er nú á bilinu 26–30% sem í erlendu samhengi er gríðarleg ofrausn og leiðir til þess að mjög erfitt verður að ná viðunandi arðsemi fyrir þetta mikla eigið fé. Í raun réttir eru bankarnir ofhlaðnir af eigin fé og að því hlýtur að koma að það verði tekið út sem arður. Ef litið er til Arion banka þá var bókfært eigið fé bankans 162 milljarðar í árslok 2014 og eiginfjárlutfall 26,3% og þannig gætu eigendur bankans greitt út 45 milljarða án þess að hlutfallið færi niður fyrir 20%. Íslandsbanki var á sama tíma með 185 milljarða í bókfærðu eigin fé og getur greitt út 67 milljarða án þess að eiginfjárlutfallið fari niður fyrir 20%. Landsbankinn gæti aftur á móti greitt út um 65 milljarða til viðbótar við þá 24 milljarða sem greiddir eru á árinu 2015. Það er því erfitt að líta á allt þetta eigið fé bankanna sem varanlega eiginfjármögnun heldur er stór hluti þess aðeins tímabundin fjármögnun þar til bankarnir skipta um eignarhald.²³

Í annan stað skapar mikil innlánafjármögnun banka ákveðna hættu fyrir greiðslu-jöfnuð lítilla opinna hagkerfa. Í 1. kafla var farið yfir hið tvöfalda eðli frjáls gjaldeyrismarkaðar, að vera bæði farvegur fyrir utanríkisviðskipti og fjármagnsflutninga. Þegar litið er til utanríkisviðskipta (viðskiptajafnaðar) þá er gengi gjaldmiðla þjóðhagsstærð sem endurvarpar innlendri framleiðni og hlutfallsyfirburðum viðkomandi lands á heimsmarkaðinn. Í eðli sínu er *fjármagnsjöfnuðurinn* aðeins farvegur á milli fjármálakerfis viðkomandi lands og útlanda. Við alla enda farvegarins eru lausafjárdýpi – peningakerfi einstakra myntsvæða – sem eru tengd saman með fjármagnsstraumum sem velkja genginu til. Raunar þarf fremur lítið rask til að þessir straumar snúist, vaxi með leysingum eða þorni upp með tilheyrandi óstöðugleika í virði gjaldmiðilsins. Í samhengi fjármagnsviðskipta er gengið aðeins flotholt í straumum á milli myntsvæða er geta verið mjög stríðir og lúta sínum eigin lögmálum.

²² Yfirlýsingin hljóðar svo: „Ríkisstjórn Íslands áréttar að innstæður í innlendum viðskiptabönkum og sparisjóðum og útibúum þeirra hér á landi verða tryggðar að fullu. Með innstæðum er átt við allar innstæður almennra sparifjáreigenda og fyrirtækja sem trygging innstæðudeildar Tryggingasjóðs innstæðueigenda tekur til. Reykjavík 6. október 2008“, sjá <http://www.forsaetisraduneyti.is/frettir/nr/3032>

²³ Við síðustu árslok gat Íslandsbanki greitt út 67 milljarða, Arion banki 45 milljarða og Landsbanki 80 milljarða án þess að hlutfallið færi niður fyrir 20%. Bankarnir greiddu allir arð á árinu 2015: Íslandsbanki 9 milljarða, Arion banki 13 milljarða og Landsbanki 24 milljarða.

Bankar eru 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. Gjaldeyrismarkaðir eru því í eðli sínu milli-bankamarkaðir í þeim skilningi að viðskiptin eru ávallt á milli bankastofnana.

Það er því ekki að undra að í litlum, opnum hagkerfum með eigin mynt birtast vandamál í greiðslujöfnuði samtímis á gjaldeyrismarkaði og fjármagnsmarkaði. Ástæðan er einföld: Þegar hreint útstreymi er til staðar renna peningar af reikningum innlendra fjármálastofnana og streyma út um gjaldeyrismarkaðinn til erlendra fjármálastofnana. Það er því ekki að undra að í opnum hagkerfum fara gjaldeyris-kreppur og bankakreppur yfirleitt saman og eru kallaðar tvíburakreppur.²⁴

Þessi tvíburatengsl gera seðlabönkum á litlum myntsvæðum erfitt um vik að þjóna sem lánveitendur til þrautavara þar sem mikil peningaprentun er ávísun á gengisfall þegar hinir nýprentuðu peningar leita á gjaldeyrismarkaðinn og leita útgöngu. Ef lönd eru hluti af stærra myntsvæði þarf ekki að óttast gjaldeyriskreppu, en greiðslujöfnuður hefur samt áfram þýðingu þar sem halli á greiðslujöfnuði – hvort sem um er að ræða viðskiptahalla eða fjármagnsflóttu – veldur lausafjártæmingu fjármálakerfisins í stað gengisfalls.

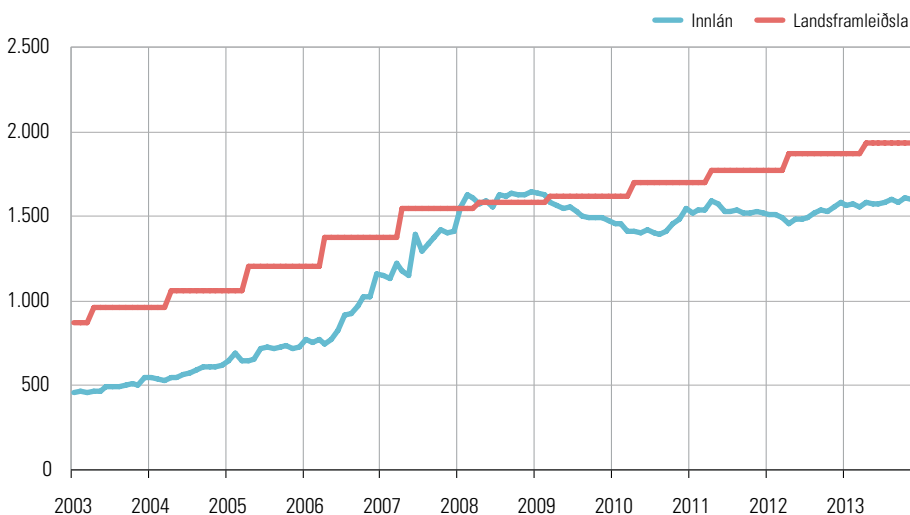
Hægt er að taka dæmi af evru-krisunni þar sem jaðarlönd myntsvæðisins – sérstaklega hin svokölluðu PIIGS-lönd – hafa verið með fossandi halla á greiðslujöfnuði vegna þess að fjármagn hefur flúið frá þeim inn til hinnar öruggu miðju, í Þýskalandi. Evrópski seðlabankinn hefur brugðist við þessum fjármagnsflóttu með umfangsmiklum lánveitingum til bankastofnana og líka með því að kaupa ríkisskuldabréf þeirra landa sem hafa átt í endurfjármögnunarbanda. Þannig hefur bankinn með inngripum á fjármagnsmarkaði reynt að halda greiðslujöfnuði viðkomandi landa í jafnvægi til þess að koma í veg fyrir að útlæðið frá þeim dragi þau niður í bankakreppu og efnahagssamdrátt.

Seðlabankar stórra myntsvæða með alþjóðlegt greiðsluhæfi eru í mun betri stöðu til þess að bregðast við greiðslujafnaðarvanda heldur en seðlabankar smærri, torældari mynta. Hिनir stærri seðlabankar geta einfaldlega prentað peninga til þess að endurfjármagna ríki og fjármálastofnanir og fylla upp í göt í greiðslujöfnuðinum án mikilla áhrifa á gjaldeyrismarkaðinn. Hिनir smærri eru mjög vanbúnir til þess að styðja við sitt bankakerfi, þar sem lausafjárýrigreiðsla er til þess fallin að auka útlæðið á greiðslujöfnuði og setja heimagjaldmiðilinn í enn meiri vanda. Gjald-eýrisforðinn getur runnið mjög fljótt til þurrðar í varnarbaráttu fyrir gjaldmiðil og

²⁴ Sjá nánar um tvíburakreppur hjá Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart (1999). „The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems.“ *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, 473–500.

bankakerfi, auk þess sem inngrip eru oft talin merki um veikleika og geta hæglega aukið á fjármagnslóttann eða dregið að spákaupmenn.

Hér að framan var einnig fjallað um hvernig peningamagn í umferð hefði vaxið á árunum fyrir hrun og hlutfall $M3$ af landsframleiðslu væri hærra en staðist gæti til framtíðar. Í því samhengi ber að minnast þess að $M3$ er að mestu innlán. Eins og sést á mynd 4.3 er líka hægt setja þessa þróun upp sem vexti innlána samhliða vexti landsframleiðslu. Þá hlýtur sama ályktun um peningamagn í umferð að speglast einnig yfir á innlána fjármögnun bankanna, að hún fái ekki staðist til lengdar.



Mynd 4.3 Innlán og landsframleiðsla á verðlagi hvers árs 2003–2014 í milljörðum króna.

Almennt séð ræðst magn lausafjár í fjármálakerfinu af fjármögnun bankanna, eða nánar tiltekið tímalengd skuldahliðar þeirra, sem oftast er talað um sem peningamagn í umferð en er að mestum hluta innlán á bankareikningum. Af þessu leiðir að ef peningamagn í umferð er meira en fæst staðist til framtíðar stendur fjármögnun bankanna að einhverju leyti veik fyrir ef þessi lausafjármassi færi á hreyfingu og streymdi úr landi ef höftin verða losuð. Hér er þó vert að geta þess að allir bankarnir eru vel birgir af lausafé og með mjög lágt girunarhlutfall (eignir á móti eigin fé) – þeir hafa því borð fyrir báru.

4.5 Niðurstaða

Þann 28. maí 2004 gaf greiningardeild KB banka út sérefni er hét: *Peningar, bankar og verðbólga, um afleiðingar aukins peningamagns*. Greiningin fjallaði um væntanleg áhrif nýlegrar lækkunar á bindiskyldu Seðlabankans á íslenskt efnahagslíf. Niðurstaðan var eftirfarandi:

„Hættan við svo mikið lausafé í umferð er þrípætt: Í fyrsta lagi getur lausafjármassinn áfram stutt við hækkun eignaverðs og þannig skapað hættu á eignabólu. Í öðru lagi getur lausaféð beinst inn á vörumarkaðina og valdið almennri verðbólgu. Í þriðja lagi getur lausafjárefitirspurnin leiðst úr landi bæði með fjármagnsflæði vegna erlendra verðbréfakaupa eða viðskiptahalla vegna aukins innflutnings, sem gæti veikt gengi krónunnar. Raunar gæti allt þrennt gerst á sama tíma og vegið að fjármálastöðugleika í landinu.“²⁵

Þessi ályktun varð því miður að áhrínsorðum. Lækkun bindiskyldunnar 2003 er án efa einn höfuðþátturinn sem varð til þess að blása upp eigna- og lánabólu hérlendis í kjölfar þess að peningamagn í umferð jókst um 70–80% frá 2003 til 2006. Þetta var þó aðeins einn þáttur af nokkrum. Íslenska bankabólan var líklega fyrst og fremst erlend lánabóla – blásin upp af mjög ódýru og nær ótakmörkuðu erlendu lánsfé. Það sem skiptir höfuðmáli nú er ekki peningaprentunin sem fódraði bóluna heldur prentunin sem var ætlað að forða bólunni frá því að springa – þegar íslensku bankarnir fengu lausafé að láni frá Seðlabankanum með veði í ástarbréfum og peningamagn í umferð tvöfaldaðist á tveimur árum, 2007–2008. Það peningamagn sem fór þá í umferð situr enn í fjármálakerfinu. Og því miður er það svo að greiningin frá 2004 á enn við rúmum áratug síðar. Gríðarmikið lausafé í umferð getur mjög hæglega vegið að fjármálastöðugleika í landinu á næstu árum – og raunar er það skoðun skýrslu-höfunda að fjármagnshöft og mjög sérstakar aðstæður í bankarekstri séu ein helsta ástæðan fyrir því að slíkt hafi ekki þegar gerst.

Besta leiðin til þess að skilja áhrif peningaprentunar á efnahagslífið er að miða við kenningar Keynes um lausafjáráhrif *þyrlukasts*. Ben Bernanke kynnti þær að nýju fyrir fjármálaheiminum árið 2002 og þær urðu síðan þungamiðjan í aðgerðum seðlabankanna beggja vegna Atlantshafs gegn fjármálakrísunni er hófst árið 2007. Voru þar hæg heimatökin fyrir Bernanke – eða „Þyrlu-Benna“ – að koma þeim hugmyndum í framkvæmd þar sem hann var seðlabankastjóri Bandaríkjanna á þessum miklu umbrotatímum. Eftir því sem Keynes segir hafði fólk ákveðna lausafjárþörf og ef seðlabankinn prentaði peninga í magni sem væri umfram þessa lausafjárþörf myndi fólk reyna að færa hina nýju peninga yfir í aðra eignaflokka – kaupa skulda-bréf og hlutabréf en einnig kaupa erlendar eignir. Þannig mun peningaprentun – að öðru óbreyttu – ýta undir hækkun innlends eignaverðs sem og veikja gengið vegna útlæðis á fjármagnsjöfnuði þegar innlendir fjárfestar sækja í erlendar eignir.

Þegar hin alþjóðlega fjármálakrísa hófst um mitt ár 2007 jókst lausafjárþörfin verulega, þegar fólk sóttist eftir því að innleysa margfalda hækkun á eignaverði árin á undan og koma andvirðinu fyrir sem innstæðum. Bankarnir gátu svarað þessari lausafjárefitirspurn með ástarbréfalánum úr Seðlabankanum. Þau lán voru meðal

²⁵ Sjá *Peningar, bankar og verðbólga, um afleiðingar aukins peningamagns*. Greiningardeild KB banka. Höfundar: Ásgeir Jónsson, Snorri Jakobsson og Steingrímur Arnar Finnsson.

annars nýtt til þess að fjármagna hlutabréfakaup ýmissa eignarhaldsfélaga á eigin bréfum bankanna – sem fól í raun í sér að almennum fjárfestum var afhent lausafé í stað hlutabréfa. Þannig var loftbóluhagnaði á hlutabréfamarkaði umbreytt í innstæður sem síðan varð borgið með ríkisábyrgð og neyðarlögum. Það gefur því auga leið að fjórföld aukning peningamagns og hækkun *M3* sem hlutfall af landsframleiðslu, frá því að vera um 45% árið 2003 til þess að vera rúmlega 100% árið 2008 hlaut að koma fram með miklu útlæði á fjármagnsjöfnuði. Og þá sérstaklega þegar íslenskir eignamarkaðir hættu að skila undur-arðsemi er bólan leið undir lok. En þá var útgönguleiðinni lokað með höftum.

Á árunum frá hruni hafa slitabú föllnu bankanna eignast mikið af þessum krónum enda er það hlutverk þeirra að breyta eignum í lausafé. Krónur slitabúanna liggja nú sem eigið fé og innstæður í nýju bönkunum – þar sem þær hafa legið í hálfgerðu dái og beðið þess að vera greiddar út. Vitaskuld gætu þessi innlán einnig örvað hagkerfið ef bankarnir lánuðu féð – líkt og gerðist á árunum 2003–2006. Af ýmsum ástæðum hafa nýju bankarnir ekki getað komið nema hluta þessa lausafjár í vinnu með útlánum inn í hagkerfið. Hér mætti nefna til sögunnar ýmsar kvaðir af hálfu Seðlabanka og Fjármálaeftirlits um eigið fé og lausafé sem eru einmitt settar svo að bankarnir verði ekki óundirbúnir hugsanlegu auknu útlæði ef höftin yrðu losuð. Þannig má segja að þessar þröngu skorður sem bankarnir hafa búið við frá hruni hafi komið í veg fyrir að hið mikla peningamagn hefði áhrif á hagkerfið í gegnum hina svokölluðu lánamiðlunarleið (credit channel) og þannig viðhaldið fjármálastöðugleika innan hafta. Þá hefur lánaeftirspurn verið dræm vegna lítillar fjárfestingar og veikrar eiginfjárstöðu íslenskra fyrirtækja eftir fjármálahrunið. Þetta gæti þó breyst á næstu misserum og bankarnir farið í auknum mæli að lána þetta fjármagn út – þeir hafa nú bæði nægt eigið fé og lausafé til þess að blása til verulegrar útlánagleði ef viljinn stæði til þess.

Í litlu myntkerfi líkt og hinu íslenska hljóta gengisáhrif af þyrlukasti ávallt að vera mjög sterk þar sem innlendir fjárfestar þurfa á þungu vægi erlendra eigna í eignasöfnum sínum að halda. Það bætir heldur ekki úr skák að bæði hrun og höft hafa hækkað viðmið um æskilegt hlutfall erlendra eigna. Aukinheldur hefur trúverðugleiki bæði krónunnar og fjármálakerfisins í heild ekki aðeins beðið hnekki vegna hrunsins heldur einnig af setningu fjármagnshafta er hafa skert eignarrétt fjárfesta á innlendum eignum. Samkvæmt höftunum er ólöglegt að selja íslenskar krónur fyrir gjaldeyri og þar með *losa* eignir hérlendis og flytja úr landi. Það geta vart talist annað en mjög íþyngjandi og verðyrandi kvaðir! Þannig hlýtur bæði lausafjáreftirspurn eftir krónum að hafa minnkað eftir hrun sem og aðdráttarafl innlendra eigna fyrir innlenda fjárfesta.

Þessar umframkrónur sem fylltu fjármálakerfið á árunum fyrir hrun eru því mengunarvaldurinn sem minnst var á í 3. kafla þar sem þær geta meðal annars valdið færsluvanda eins og rætt var um í 1. kafla. Ef miðað er við ástarbréfalánin ein og

sér námu þau 350 milljörðum króna við hrun. Ástarbréfin eru nú almennar kröfur í slitabú föllnu bankanna og munu skila endurheimtum er nema um 100 milljörðum króna. Eftir standa því um 250 milljarðar sem hreint þyrlukast af peningum sem sitja eftir í íslenska fjármálakerfinu. Að mati skýrsluhöfunda ættu stjórnvöld að setja sér það markmið að ná þessari peningaprentun til baka, hvort sem það gerist með nauðasamningum eða beinni skattheimtu.

Þessi peningar yrðu síðan að fara aftur inn í geymslur Seðlabankans, með uppgreiðslu á skuldabréfi ríkissjóðs við bankann er varð til vegna tapsins af ástarbréfalánunum, eða með öðrum hætti. Það er hins vegar mikilvægt að krónurnar fari síðan ekki aftur á kreik úr kjallaranum, og verði til að mynda nýttar til þess að fjármagna ríkisútgjöld. Með því væri verið að endurtaka mistökin frá áttunda áratugnum er Seðlabankinn tók krónur úr umferð með bindiskyldu til þess að halda jafnvægi í hagkerfinu en var síðan neyddur til þess að koma þeim aftur í umferð með því að fjármagna ríkisútgjöld eða lána þær aftur út með beinum hætti. Slíkt umbreyting á bindiskyldu yfir í „flæðiskyldu“ leiddi til óðaverðbólgu.

Í umræðu um færsluvandann er gjarnan lögð áhersla á erlent eignarhald. Það er og rétt að skammtímastöður erlendra aðila skapa hættu fyrir gjaldeyrismarkaðinn þar sem þeir reyna gjarnan að hlaupa heim til sín – allir í senn – með peningana ef einhver ókyrrð kemur upp. Hins vegar geta innlendir fjárfestar alveg hlaupið jafn hratt ef sá gállinn er á þeim. Þegar um skammtímafjármagn er að ræða skiptir merkimiðinn erlent/innlent eignarhald eða erlend/innlend myntsamsetning ekki höfuðmáli. Það sem skiptir máli er hve mikið skammtímafjármagn er til staðar í viðkomandi fjármálakerfi sem getur komist á hreyfingu ef eitthvað bjátar á. Að mati skýrsluhöfunda gæti skuldahlið nýju íslensku bankanna verið viðkvæm fyrir afnámi hafta og frjálsum gjaldeyrisviðskiptum í ljósi þess hve bankarnir eru háðir stuttri innlánafjármögnun.

Ein lausn til þess að bregðast við þessu gæti verið sú að Seðlabankinn drægi til sín hluta af lausafjáreignum slitabúanna, eins og áður er á minnst. En það er hins vegar ekki nóg. Að mati skýrsluhöfunda er einnig nauðsynlegt að dregið verði úr skuldbindingum með því að fjármögnun bankakerfisins standi stutt yfir. 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. Bein fjármálaleg milliganga (direct financial intermediation) byggir á því að handhafar sparnaðar eigi bein viðskipti við útgefendur fjármálaeigna án viðkomu á efnahagsreikningi banka. Það leiðir til þess að lausafjarmassinn á innlánsreikningum minnkar sjálfkrafa og fjárfestingarbankastarfsemi fái aukið vægi.

Sú þriðja er að bankakerfið verði smækkað þannig að hluti eigna þess færist á efnahagsreikninga annarra aðila sem eru með langa tímalengd skuldahliðar, s.s. lífeyris- eða fjárfestingarsjóða.

Hin fjórða er sú að krónueignum slitabúanna, sem nú standa undir fjármögnun nýju bankanna, verði umbreytt í löng skuldabréf sem hluta af nauðasamningi slitabúanna og/eða sölu bankanna til nýrra eigenda.

Hin fimmta er sú að þessum ofangreindu markmiðum verði náð með álagningu stöðugleikaskatts þar sem hluta af andvirði skattsins yrði breytt í langtímakröfu ríkisins – þ.e. skuldabréf – á bankana sem síðan yrði seld á markaði innan ákveðins tíma. Það má reyndar segja að þetta sé eiginlega eina færa leiðin til þess að framkvæma svo stóra millifærslu til ríkisins sem álagning stöðugleikaskatts gæti falið í sér og fjallað er um í 3. kafla hér að framan.

Að mati skýrsluhöfunda er erfitt að sjá fyrir sér að höftin megi losa að fullu nema slík endurskipulagning skuldahliðar bankanna hafi farið fram og hættan á snöggu útstreymi á greiðslujöfnuði verið minnkuð. Annars snýst málið einnig um trúverðugleika íslenska myntsvæðisins, íslensku innstæðutryggingarinnar og hve vel krónur duga sem verðmætageymsla (store of value), en lítil tiltrú mun valda stöðugum fjármagnsflóttu af landinu. Ljóst er að haftasetningin sjálf haustið 2008 hefur rýrt traustið á krónunni verulega 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 traust á ný og það mun aðeins gerast með ábyrgri efnahagsstjórn um langan tíma.

5. kafli

Kostnaður ríkissjóðs vegna hrunsins

Ríkisstjórnin hefur lýst því yfir að hún muni gera það sem í hennar valdi stendur til að styðja við bankakerfið. Í þeirri viðleitni hafa margir mikilvægir áfangar náðst á síðustu vikum og mánuðum. En í því ógnarástandi sem nú ríkir á fjármálamörkuðum heimsins þá felst mikil áhætta í því fyrir íslensku þjóðina alla að tryggja bönkunum örugga líflínu. Þetta verða menn að hafa í huga þegar talað er um erlenda lántöku ríkissjóðs upp á þúsundir milljarða til að verja bankana í þeim ólgusjó sem þeir eru nú staddir í. Sú hætta er raunveruleg, góðir landsmenn, að íslenska þjóðarbúið myndi, ef allt færi á versta veg, sogast með bönkunum inn í brimrótið og afleiðingin yrði þjóðargjaldþrot. Engin ábyrg ríkisstjórn teflir framtíð þjóðar sinnar í slíka tvísýnu, jafnvel þótt sjálft bankakerfi þjóðarinnar sé í húfi. Til slíks höfum við, ráðamenn þjóðarinnar, ekki leyfi. Íslenska þjóðin og framtíð hennar gengur framar öllum öðrum hagsmunum.

Ávarp Geirs Haarde forsætisráðherra til íslensku þjóðarinnar þann 6. október 2008.¹

5.1 Hinir svörtu miðvikudagar

Mánudagsmorguninn 15. september 2008 lýsti bandaríski fjárfestingarbankinn Lehman Brothers sig gjaldþrota og öll heimsbyggðin fylgdist með grátandi starfsmönnum yfirgefa bankann með eigur sínar í pappakössum. Eftir stóðu skrifborðin tóm. Lehman féll eftir mjög ákafar samningaviðræður alla helgina þar á undan. Bandaríski seðlabankinn hafði kallað saman þrjátíu helstu bankamenn á Wall Street til höfuðstöðva sinna á Manhattan föstudaginn 12. september klukkan sex síðdegis. Þar hittu þeir fyrir fjármálaráðherra Bandaríkjanna, Henry Paulson, sem tilkynnti þeim að Lehman væri við dauðans dyr en jafnframt að ríkið myndi ekki bjarga bankanum. Ekki myndi heldur koma til greina að fara sömu leið og þegar Seðlabanki Bandaríkjanna fjármagnaði yfirtöku JP Morgan á fjárfestingarbankanum Bear Sterns í mars sama ár. Bankarnir yrðu einfaldlega að leysa sín mál sjálfir. Eftir þessa úrslitakosti frá fjármálaráðherranum hófst það sem kallað hefur verið „stærsta pókerspil heims“.²

¹ Ávarp forsætisráðherra vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði, 6. október 2008. <http://www.forsaetisraduneyti.is/radhera/raedurGHH/nr/3034>

² Sjá umfjöllun í *Wall Street Journal* þann 15. september 2008, „Ultimatum by Paulson Sparked Frantic End“, <http://www.wsj.com/articles/SB122143670579134187>

Þessir þrjátíu bankamenn dvöldu alla helgina í seðlabankanum þar sem lögð voru drög að ótal hrossakaupum. Helst var talið að Bank of America eða Barclays myndu taka yfir Lehman að hluta eða öllu leyti. Hins vegar voru á einnig á staðnum stjórnendur annars fjárfestingarbanka – Merrill Lynch – sem óttuðust mjög um hag síns banka og að hann yrði næstur í röðinni eftir fall Lehmans.³ Þeir hlupu því inn í tilboðin sem ætluð voru Lehman. Öllum að óvörum settust þeir niður ásamt stjórnendum Bank of America og börðu saman samruna í einhverju bakherberginu. Fækkaði nú kostum Lehmans. Á sunnudagskvöldinu dró Barclays sig til baka. Morguninn eftir varð Lehman gjaldþrota.

Bandaríkjastjórn hafði metið það svo að þar sem Lehman var fjárfestingarbanki – og án innlána – væri hann alls ekki *of stór til að falla* (too-big-to-fail). Þetta reyndist sem kunnugt er stórkostlegt vanmat. Þrátt fyrir að Lehman tæki ekki við innlánunum var hann samt sem áður með lykilstöðu sem milliliður í greiðslukerfi heimsins. Það fól í sér að gríðarlegur fjöldi af bönkum, fyrirtækjum og einstaklingum átti innstæður á reikningum Lehmans þegar bankinn féll – og það jafnvel án þess að vita af því. Þessir aðilar höfðu aðeins ætlað sér að millifæra peninga sem greiðslu í viðskiptum en vissu ekki af því að á meðan millifærslunni stóð – sem gat verið allt að því vikutími – höfðu peningarnir viðkomu hjá Lehman. Þannig varð gjaldþrotið til þess að frysta greiðslur víðs vegar um heiminn og koma þannig greiðslukerfinu í uppnám. Lehman var einfaldlega *of samþættur til að falla* (too-interconnected-to-fail). Í annan stað var tapið vegna slæmra útlána – s.s. vegna hinna svokölluðu undirmálslána – ekki aðeins meira en bandaríska bankakerfið sjálft réð við heldur vissi enginn nákvæmlega hvar tapið lá og hvaða bankar voru gjaldþrota og hverjir heilbrigðir. Það leiddi til þess að öllum bönkum var vantreyst.

Án trausts getur enginn banki starfað og eftir gjaldþrot Lehmans magnaðist lausafjárkrísan upp með hverjum degi þegar millibankamarkaðir⁴ þornuðu upp og bankar lentu í lausafjárvandræðum alls staðar um hinn vestræna heim. Þriðja deginum eftir gjaldþrot Lehmans hefur síðan verið lýst sem „Svörtum miðvikudegi“ á lánsfjármörkuðum sem á slangri fjármálamarkaða vísaði til miðvikudagsins 16. september 1992 er spákaupmaðurinn George Soros neyddi Bretlandsstjórn til þess að fella gengi pundsins og yfirgefa ERM-fastgengiskerfið sem frægt er orðið. Á þessum svarta miðvikudegi í september 1992 var Bretlandsstjórn neydd til þess að breyta peningamálastjórnun og láta pundið fljóta. Á hinum síðari svarta miðvikudegi, 17. september 2008, neyddist Bandaríkjastjórn einnig til þess að falla frá þeirri stefnu sinni að bankarnir ættu sjálfir bera tapið af eigin gjörðum. Þess í stað venti stjórnin sínu kvæði

³ Í upphafi árs 2008 voru fimm stórir fjárfestingarbankar á Wall Street; Bear Sterns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch og Morgan Stanley. Aðeins Goldman Sachs og Morgan Stanley stóðu krísuna af sér.

⁴ Millibankamarkaðir eru eins konar lausafjármarkaðir þar sem bankastofnanir lána hver annarri til skamms tíma án veða og byggja því á lánstrausti. Ef traustið hverfur þverra lánin og fjöldi bankastofnana lendir í lausafjárvandræðum og verður að leita til seðlabankans um fyrirgreiðslu.

í kross og lögð voru á ráðin um stórkostlega yfirtöku ríkisins á slæmum eignum úr bankakerfinu fyrir allt að því 700 milljarða Bandaríkjadala. Þessi aðgerð hlaut nafnið *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*. „Ef þetta fer ekki í gegnum þingið,“ var þá haft eftir Henry Paulson, fjármálaráðherra Bandaríkjanna, „þá verða himnarnir að hjálpa okkur öllum.“⁵

Þegar Bandaríkjastjórn tilkynnti fyrirætlanir sínar föstudaginn 19. september, hækkaði hlutabréfaverð um 3% þar vestra og markaðir víðs vegar um heiminn sýndu batamerki, þar með talið á Íslandi. Þennan dag birti Dow Jones-fréttaveitan frétt undir fyrirsögninni „US Plan Lifts Iceland“ þar sem hagfræðingar bæði Danske Bank og Nordea lýstu þeirri skoðun sinni að lítil skuldsett hagkerfi myndu hagnast mest á sinnaskiptum Bandaríkjastjórnar. Næstu daga fylgdist heimurinn með umræðu um frumvarpið á bandaríska þinginu. Margur andaði léttar þegar öldungadeild þingsins samþykkti frumvarpið á hádegi sunnudaginn 28. september. Þennan sama dag ákváðu íslensk stjórnvöld að feta svipaðan veg og kaupa meirihluta hlutafjár í Glitni. Hins vegar brá svo við að fulltrúadeild þingsins felldi frumvarpið daginn eftir og þá varð björninn⁶ aftur laus. Þann mánudag féll Dow-Jones-hlutabréfavisitalan um 777 stig sem er mesta fall frá upphafi vísitölunnar og allir markaðir komust aftur í uppnám. Atkvæðagreiðslan var síðan endurtekin föstudaginn 3. október og lyktaði með samþykkt laganna þar vestra. En þessi vika – á milli atkvæðagreiðslanna tveggja í fulltrúaþinginu – reyndist mjög afdrifarík fyrir íslensku bankana.⁷ Á þessum tíma magnaðist upp bankaáhlaup í netheimum gegn þeim er erlendir viðskiptavinir þeirra færðu fjármuni sína af innlánsreikningum. Í lok föstudags bættust við veðköll frá Seðlabanka Evrópu til Landsbankans og Glitnis að fjárhæð 3,3 milljarðar evra og í lok vikunnar var íslenska bankakerfið því í raun að fótum komið. *Svartur miðvikudagur* var runninn upp á Íslandi og stjórnvöld hérlandis voru neydd til þess að kúvenda stefnu sinni.⁸

Til þess að bjarga bönkum þurfa ríki að hafa tvenns konar vald. Annars vegar prentvald, að seðlabankinn geti þjónað sem lánveitandi til þrautavara og brugðist við lausafjárvandráðum banka með því að prenta peninga. Hins vegar skattvald, að fjármálaráðuneytið í umboði skattgreiðenda geti endurfjármagnað banka með því að leggja til nýtt eigið fé. Það liggur fyrir að bandaríska ríkið hafði vald á hvoru

⁵ Sjá forsiðufrétt *Wall Street Journal* 20. september 2008. „Shock Forced Paulson's Hand. A Black Wednesday on Credit Markets; 'Heaven Help Us All'“.

⁶ Í slangri fjármálamarkaða vestanhafs er talað um birni og bola eftir því hvort markaðir eru á leið niður eða upp.

⁷ Víða hefur verið fjallað um ástandið á alþjóðafjármálamörkuðum dagana frá falli Lehman Brothers og fram að setningu neyðarlaganna hér á landi, sjá t.d. bls. 6–7 í svokallaðri Liikanen-skýrslu (Erkki Liikanen. *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, Final Report, október 2012), bls. 436–37 í bók Henrys Poulsons, *On the Brink*, og frétt *Financial Times* hinn 4. október 2008, „Shockwaves that took Europe by surprise“.

⁸ Sjá nánar í Ásgeir Jónsson (2009). *Why Iceland*. McGraw-Hill.

tveggja: Seðlabankinn þar vestra gat prentað peninga með alþjóðlegt greiðsluhæfi og bankakerfið var aðeins um 115% af landsframleiðslu. Þarlendur ríkissjóður hafði því klárlega bolmagn til þess að taka ábyrgð á tapi bankakerfisins – þótt mörgum þætti súrt í broti.

Það kom líka að ljós að peningaprentun Bandaríkjamanna – sem hófst eftir hinn svarta miðvikudag eftir fall Lehmans – var ekki ætluð Íslendingum. Þann 24. september tilkynnti Seðlabanki Bandaríkjanna um gjaldmiðlaskiptasamninga við Ástralíu, Danmörku, Svíþjóð og Noreg – en neitaði Íslendingum. Án utanaðkomandi stuðnings lá skýrt fyrir að Ísland skorti afl – hvort sem varðaði peningaprentun eða skattlagningu – til þess að bjarga bankakerfinu á þeim tíma. Íslenska krónan hefur ekki alþjóðlegt greiðsluhæfi og bankarnir þrír voru alþjóðlegir og höfðu lausafjárþörf í erlendum myntum sem engin leið var að bæta úr með því að prenta íslenskar krónur. Bankakerfið var einnig tröllaukið, eða með eignir sem námu meira en tífaldri landsframleiðslu. Stór hluti eigna bankanna var í eigu erlendra dótturfyrirtækja, eða um 41% í árslok 2007,⁹ en íslenskir skattgreiðendur gátu þó með engum hætti endurfjármagnað eða tekið ábyrgð á slíku ógnarstóru kerfi. Ef það hefði verið reynt hefði það að öllum líkindum endað með þjóðargjaldþroti eins og ástandið var á fjármálamörkuðum haustið 2008. Þannig hlaut íslenska ríkið að taka öfuga beygju við Bandaríkin í kjölfar gjaldþrots Lehmans og reyna að losa um ábyrgð ríkisins á bönkunum með öllum ráðum – og leyfa þeim að falla.

Það var einmitt sá boðskapur sem Geir Haarde forsætisráðherra birti Íslendingum með svokölluðu Guð-blessi-Ísland-ávarpi sínu þann 6. október 2008. Þann sama dag tóku gildi neyðarlög¹⁰ er veittu Fjármálaeftirlitinu viðtækar heimildir til að grípa inn í starfsemi banka, taka við stjórn þeirra og ráðstafa eignum þeirra og skuldum. Þá var íslenska ríkinu veitt heimild til að reiða fram fjármagn til að stofna nýja viðskiptabanka eða yfirtaka fjármálafyrirtæki eða þrotabú þess í heild eða hluta. Einnig voru innstæður gerðar að forgangskröfum við slit fjármálafyrirtækis. Á grundvelli þessara heimilda var íslenska bankakerfinu skipt í tvennt; íslenskan hluta sem var ráðstafað til nýrra banka í eigu ríkissjóðs og erlendan hluta sem fór í slitameðferð.

Hinir nýju íslensku bankar er voru stofnaðir í kjölfar neyðarlaganna voru ekki aðeins mun minni – eða um 15% af stærð gömlu bankanna¹¹ – heldur voru þeir nánast alfaríð fjármagnaðir í krónum. Þannig féllu þeir innan þess prentvalds og skattvalds sem íslenskum stjórnvöldum var unnt að beita. Það er síðan opin spurning hvort Seðlabanki Íslands hafi raunverulegt prentvald við opinn og frjálstan gjaldeyrismarkað

⁹ Seðlabanki Íslands, *Fjármálastöðugleiki*, maí 2008, bls. 38.

¹⁰ Lög nr. 125/2008.

¹¹ Heildareignir nýju bankanna skv. stofnefnahagsreikningum sem, birtir voru í lok árs 2009 og byrjun árs 2010, voru um 2.100 milljarðar samanborðið við um 14.400 milljarða eignir gömlu bankanna á samstæðugrunni um mitt ár 2008.

– jafnvel þótt bankarnir séu alfarið fjármagnaðir í innlendri mynt. Meinið er það að ef bankakerfið er undir raunverulegu álagi – s.s. vegna mikilla úttekta viðskiptavina – munu nýprentaðar krónur, sem færðar eru bönkunum, aðeins skapa gjald-eyriskreppu þegar þær streyma úr landi. Af þeim sökum má færa rök fyrir því að raunverulegt prentvald Seðlabanka Íslands sé í raun háð því að fjármagnshöft séu til staðar, en það er önnur saga.

Neyðarlögin gáfu stjórnvöldum tæki til þess að hafa áhrif á ástandið með afdráttarlausum hætti og lágmarka hættuna á því að tap íslenskra fjármálafyrirtækja lenti á almenningi heldur kæmi það niður á hluthöfum og lánardrottnum þeirra. Um leið gáfu stjórnvöld einnig út yfirlýsingu¹² um að allar innlendar innstæður væru tryggðar, en þær töldu þá um 1.600 milljarða króna eða rúma landsframleiðslu Íslands. Þessi almenna og ótakmarkaða innstæðutrygging hefði getað reynst ríkissjóði mjög dýr ef ekki hefði verið fyrir þá sök að neyðarlögin fjármögnuðu hana með því að gera innstæður að forgangskröfum þannig að tap bankanna lenti á almennum kröfuhöfum. Í þeim hópi voru innlendir aðilar líkt og lífeyrissjóðirnir, sem voru stórtækir eigendur skuldabréfa bankanna, en að langstærstum hluta voru það erlendir stofnanafjár-
festar sem urðu að bera tapið. Þegar allt er talið fólu neyðarlögin í sér millifærslu frá almennum kröfuhöfum bankanna þriggja til innlendra innstæðueigenda upp á 700 milljarða króna og um svipaða fjárhæð til erlendra innstæðueigenda.¹³

Síðar var sömu aðferðafræði beitt við minni fjármálastofnanir, líkt og sparisjóðina. Þannig slapp ríkissjóður frá stærsta kostnaðarliðnum við endurreisnina – ótakmarkaðri innstæðutryggingu – í öllum tilvikum nema í tilfelli Sparisjóðsins í Keflavík. Sú trygging kostnaði skattgreiðendur rúmlega 21 milljarð króna og mátti þar að hluta til um kenna handvömm stjórnvalda er leyfðu sjóðnum að starfa áfram eftir hrun og allt til ársins 2012 þrátt fyrir neikvæða eiginfjárstöðu. Á þessum þremur starfsárum rýrnuðu eignir sjóðsins og hann safnaði 18 milljörðum í ríkistryggðum innlánnum er voru meðal annars notuð til þess að greiða upp heildsölufjármögnun sjóðsins og fjármagna viðvarandi taprekstur. Sjá nánar í boxi 5.1.

Þessi aðferðafræði – að gera innstæður að forgangskröfum – hitti að vísu ríkissjóð sjálfan fyrir þar sem íslenskar lánastofnanir höfðu lagt fram skuldabréf útgefin af bönkunum sem veð í veðlánaviðskiptum við Seðlabankann og lánamál ríkisins. Virði þessara veða minnkaði verulega þegar bankarnir féllu og enn frekar þegar innlán voru færð fram fyrir skuldabréf í kröfuröðinni. Tap Seðlabankans og ríkissjóðs vegna veðlánastarfsemi nam tæpum 200 milljörðum króna eða 13% af landsframleiðslu að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og er stærsti einstaki kostnaðarliður

¹² Þessi yfirlýsing var að vísu aldrei sett í lög.

¹³ Innlendar innstæður námu 1.438 milljörðum og meðalheimtur í bú föllnu bankanna eru um 51%. Almennir kröfuhafar bættu því innlendum innstæðueigendum um 49% af heildarinnstæðum. Erlend innlán móðurfélaga bankanna námu að jafnvirði um 1.421 milljörðum króna.

ríkissjóðs vegna hrunsins. Til álita kom í október 2008 að auk innlána myndu skuldir vegna verðbréfa, sem sett voru að veði fyrir lánveitingum Seðlabankans, einnig færast yfir til nýju bankanna. Sú aðgerð hefði gert Seðlabankann jafnsettan innlendum innstæðueigendum og komið í veg fyrir tjón hans vegna lánveitinganna á kostnað almennra kröfuhafa bankanna. Fallið var frá þessum áformum til að tryggja gagnsæi og að kröfuhöfum yrði ekki mismunað.¹⁴

Sumar af aðgerðum stjórnvalda voru þó í mótsögn við þá aðferðafræði neyðarlaganna að aflétta ábyrgðum ríkissjóðs af bankakerfinu. Svo átti til að mynda við um þá ákvörðun að lána Kaupþingi 500 milljónir evra þann sama dag og neyðarlögin voru sett. Hvað sem um lífslíkur Kaupþings mátti segja við lok markaða föstudaginn 3. október 2008, lá fyrir að setning neyðarlaganna þremur dögum síðar hafði gert út um bankann. Lánið var veitt með veði í hlutafé í FIH-bankanum í Kaupmannahöfn og innheimtist aðeins að hluta. Þegar upp var staðið tapaði ríkissjóður 38,6 milljörðum á þessari lánveitingu eða sem nemur um 2,6% af VLF.

Þó að bankarnir hefðu minnkað verulega með neyðarlögunum og væru þrír saman um 135% af landsframleiðslu ef miðað er við árið 2009, þá fólst verulegur kostnaður fyrir ríkissjóð í að endurfjármagna þá. Sú leið sem farin var við endurreisn nýju bankanna hefur verið kölluð samningaleiðin þar sem hún fólst í samningum milli ríkissjóðs, nýju bankanna og gömlu bankanna um stofnfjárframlag og eignarhald á nýju bönkunum. Niðurstaða samninganna var að ríkissjóður lagði nýju bönkunum til rúma 193 milljarða stofnfé, þar af 138 milljarða í hlutafé og 54 milljarða í formi víkjandi lána. Það var talsvert lægri fjárhæð en upphaflegar áætlanir gerðu ráð fyrir.

Samkvæmt mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) frá 2012 nam hreinn kostnaður ríkissjóðs vegna hrunsins og endurreisnarinnar um 19,2% af vergri landsframleiðslu (VLF) á árunum 2008–2011 og var sá næst mesti allra landa innan OECD. Þegar AGS framkvæmdi mat sitt var enn mikil óvissa um endanlegan kostnað ríkissjóðs og meiri kostnaður átti eftir að falla til. Hér verður farið í saumana á þessu mati í ljósi nýrra upplýsinga sem hafa komið fram á síðustu árum og er það mat skýrsluhöfunda að kostnaðurinn sé umtalsvert lægri eða um 13,4% af VLF, sem stafar einkum af því að endurreisn viðskiptabankanna hefur skilað ríkissjóði hreinum ábata sem nemur um 4,6% af VLF á árunum 2008–2014. Þetta mat er þó nokkuð háð því hvernig til tekst að selja viðskiptabankana og gæti því hækkað eða lækkað í kjölfar þess.

Þá hefur ríkissjóður einnig haft talsverðar skatttekjur af bæði nýju bönkunum og slitabúunum. Tekjur ríkissjóðs af beinni skattlagningu nýju bankanna og slitabúanna nema alls 9,3% af VLF og þar af eru 5,2% vegna nýrra skatta sem lagðir hafa verið á frá árinu 2010. Af hreinum kostnaði ríkissjóðs af hruninu sem nam um 13,4% af VLF situr því eftir kostnaður er nemur 4,1–8,2% af landsframleiðslu. Þessar

¹⁴ Seðlabanki Íslands, *Veðlán Seðlabanka Íslands*, 21. október 2008.

kostnaðartölur eiga líklega eftir að breytast í kjölfar loka slitameðferðar föllnu bankanna og sölu nýju bankanna. Hins vegar, miðað við stöðuna nú, virðist sem það markmið neyðarlaganna hafi náðst að miklu leyti að kostnaður vegna bankahrunsins myndi ekki lenda á skattgreiðendum. Þess í stað hefur kostnaðurinn að miklu leyti lent á almennum kröfuhöfum bankanna, bæði með því að gera innstæður að forgangskröfum og einnig með því skattleggja eignir þeirra hérlandis.

5.2 Hvað kostaði hrunið ríkissjóð? Mat AGS frá 2012

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (AGS) lagði árið 2012 mat á kostnað ríkissjóðs af hruninu og endurreisn bankakerfisins á árunum 2008–2011.¹⁵ Annars vegar lagði sjóðurinn mat á heildarskuldsetningu ríkissjóðs sem rekja má til hrunsins og endurreisnarinnar og hins vegar hreinan fjárhagslegan kostnað ríkissjóðs þar sem tekið er tillit til verðmætis eigna sem ríkissjóður eignaðist á móti skuldunum. Niðurstaða matsins var að heildarskuldsetning ríkissjóðs á árunum 2008–2011 vegna hrunsins og endurreisnarinnar hafi numið 43,1% af vergri landsframleiðslu (VLF) og að hreinn fjárhagslegur kostnaður ríkissjóðs, að teknu tilliti til yfirtekinna eigna, hafi numið 19,2% af VLF.¹⁶

Í þessari sömu skýrslu birtir AGS einnig samantekt OECD á beinum kostnaði ríkissjóða landa innan OECD vegna hinnar alþjóðlegu bankakrísu á árunum 2007–2009. Samkvæmt matinu var beinn kostnaður ríkissjóðs Íslands sá næsthæsti á eftir ríkissjóði Írlands þar sem kostnaðurinn nam tæpum 50% af VLF. Næst á eftir Íslandi kom Holland með kostnað um 13% af VLF.

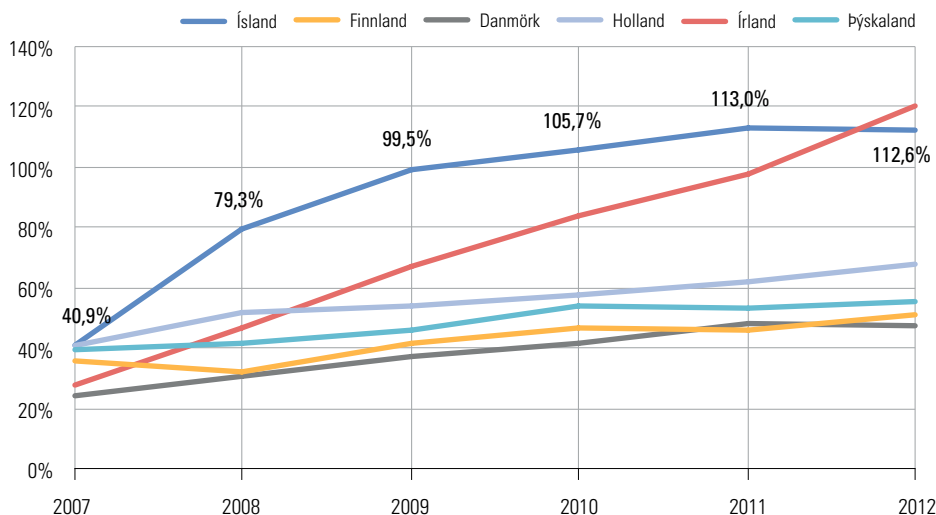
Heildarskuldsetning ríkissjóðs jókst hins vegar um 72% af VLF á árunum 2007–2012, úr 41% árið 2007 í 113% af VLF árið 2012, eins og sýnt er á mynd 5.1.¹⁷ Til samanburðar er einnig sýnd skuldsetning ríkissjóðs nokkurra annarra landa. Aðeins á Írlandi jókst skuldsetning ríkissjóðs meira á tímabilinu eða um 93% af VLF. Þessa viðbótarskuldsetningu ríkissjóðs Íslands má að miklu leyti rekja til þess að lítill agi var í ríkisfjármálum á árunum fyrir hrun og ríkisútgjöld aukin langt umfram það sem gat staðist til lengri tíma. Hafa ber í huga að tekjur ríkissjóðs eru að mjög miklu leyti til komnar vegna óbeinna skatta og veltutengdra gjalda sem vaxa í takt við innlenda eftirspurn – til að mynda fær ríkissjóður drjúgan skerf af söluverði nýrra bifreiða. Þá hafði ríkissjóður verulegar skatttekjur af hagnaði bankanna og launum starfsmanna þeirra. Sama átti við um byggingariðnaðinn er réð fjölda erlendra ríkisborgara til vinnu sem juku skatttekjur ríkisins verulega. Þá er engum blöðum um

¹⁵ International Monetary Fund. *Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement*. Apríl 2012.

¹⁶ Sama heimild, bls. 4.

¹⁷ Alþjóðabankinn: World Development Indicators.

Það að fletta að fjárlög fyrir kosningarárið 2007 veiktu mjög fjárhagslegar undirstöður ríkissjóðs með skattalækkunum samhliða verulegum útgjaldahækkunum. Þegar dró að hruninu haustið 2008 var ríkissjóður Íslands skuldlítill en fjárhagsstoðir hans samt mjög veikar þar sem tekjur gátu með engu móti staðið undir gjöldum nema því aðeins að fjármálabólunni yrði viðhaldið. Hér verður þó ekki lagt sjálfstætt mat á það hve stóran hluta af skuldaaukningu ríkissjóðs mátti rekja til óráðsú á bóluár-unum og hvað má að skrifa á reikning bankahrunsins, og er því aðeins vísað í ofan-greint mat AGS.



Mynd 5.1 Heildarskuldir ríkissjóða nokkurra landa sem hlutfall af VLF á árunum 2007–2012.

Heimild: Alþjóðabankinn: World Development Indicators.

Upphaflegar áætlanir gerðu ráð fyrir að hreinn fjárhagslegur kostnaður ríkissjóðs gæti numið allt að 40% af VLF.¹⁸ Að mati AGS má einkum rekja þessa góðu niðurstöðu, að kostnaðurinn hafi aðeins numið um 19% af VLF, til tveggja þátta: Annars vegar að tekin hafi verið ákvörðun í upphafi um að ríkissvæða ekki skuldir og tap einkafyrirtækja og hins vegar að samið hafi verið við kröfuhafa um að bera hluta af kostnaði við endurreisnina en fá jafnframt hlutdeild í hugsanlegum hagnaði af henni. Þá reyndist kostnaður við endurfjármögnun Íbúðalánasjóðs og sparisjóðakerfisins minni en áætlað var.¹⁹ Aukinn kostnaður við endurreisn sparisjóðakerfisins átti þó eftir að koma fram eftir að mat AGS fór fram, sér í lagi vegna Sparisjóðsins í Keflavík.

¹⁸ International Monetary Fund. *Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement*. Apríl 2012. Bls. 19.

¹⁹ Sama heimild.

Mat AGS á kostnaði ríkissjóðs Íslands er birt hér að nýju í töflu 5.1. Að venju setur AGS mat sitt fram sem hlutfall af VLF²⁰ en til viðmiðunar er matið hér einnig sett fram í milljörðum á verðlagi hvers árs í töflu 5.2. Báðar töflurnar eru þannig upp settar að í efsta hlutanum er sundurliðun á skuldsetningu ríkissjóðs án þess að eignir hafi komið á móti (afskriftir) og í næsta hluta er sundurliðun á skuldsetningu þar sem ríkissjóður eignaðist eignir á móti (skuldsetning með yfirtöku eigna). Neðst í hvorri töflu er svo samantekið annars vegar heildarskuldsetning, sem er summan af afskriftum og skuldsetningu með yfirtöku eigna, og hins vegar beinn kostnaður ríkissjóðs, sem samanstendur eingöngu af afskriftum.

	2008	2009	2010	2011	Alls
Afskriftir	13,0	2,3	3,9	0,0	19,2
Verðbréfalán	6,2	0,0	0,0	0,0	6,2
Endurfjármögnun Seðlabanka Íslands	6,8	0,0	0,0	0,0	6,8
Endurfjármögnun viðskiptabankanna	0,0	2,3	0,0	0,0	2,3
Endurfjármögnun Íbúðalánasjóðs	0,0	0,0	2,1	0,0	2,1
Sparisjóðir	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Greiddar ábyrgðir Ríkisábyrgðarsjóðs	0,0	0,0	1,8	0,0	1,8
Skuldsetning með yfirtöku eigna	11,5	12,5	0,0	0,0	24,0
Endurfjármögnun Seðlabanka Íslands	11,5	0,0	0,0	0,0	11,5
Endurfjármögnun viðskiptabankanna	0,0	12,5	0,0	0,0	12,5
Heildarkostnaður ríkissjóðs	24,5	14,8	3,9	0,0	43,2
Hreinn kostnaður ríkissjóðs	13,0	2,3	3,9	0,0	19,2

Tafla 5.1 Mat Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á skuldsetningu ríkissjóðs á árunum 2008–2011, sem hlutfall af VLF, vegna stuðnings og endurskipulagningar bankakerfisins eftir hrun.

Heimild: International Monetary Fund (2012).

²⁰ Við framsetningu á kostnaðinum sem hlutfalli af VLF miðaði AGS við tölur Hagstofunnar um VLF árána 2008–2011 sem lágu fyrir í apríl 2012. Í september 2014 tók Hagstofan upp nýja staðla við útreikning á VLF, ESA 2010, og endurreiknaði VLF allt aftur til ársins 1995. Endurmetin VLF hækkaði við þetta um allt að 6%. Í þessum undirkafla er miðað við tölur AGS um VLF en þegar kostnaðurinn er endurmetinn í næsta undirkafla er miðað við uppfærðar tölur Hagstofunnar og mat AGS endurgert miðað við þær.

	2008	2009	2010	2011	Alls
Afskriftir	193	34	60	0	287
Verðbréfalán	92	0	0	0	92
Endurfjármögnun Seðlabanka Íslands	101	0	0	0	101
Endurfjármögnun viðskiptabankanna	0	34	0	0	34
Endurfjármögnun Íbúðalánasjóðs	0	0	32	0	32
Sparisjóðir	0	0	0	0	0
Greiddar ábyrgðir Ríkisábyrgðarsjóðs	0	0	28	0	28
Skuldsetning með yfirtöku eigna	170	187	0	0	357
Endurfjármögnun Seðlabanka Íslands	170	0	0	0	170
Endurfjármögnun viðskiptabankanna	0	187	0	0	187
Heildarkostnaður ríkissjóðs	363	221	60	0	644
Hreinn kostnaður ríkissjóðs	193	34	60	0	287

Tafla 5.2 Mat Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á skuldsetningu ríkissjóðs á árunum 2008–2011, í milljörðum króna á verðlagi hvers árs, vegna stuðnings og endurskipulagningar bankakerfisins eftir hrun.

Heimild: International Monetary Fund (2012) og eigin útreikningar.

Að mati AGS fólst langstærsti hluti kostnaðar ríkissjóðs af hruninu í endurfjármögnun Seðlabankans er kostaði 101 milljarð eða 6,8% af VLF ef litið er til hreins kostnaðar og 271 milljarð eða 18,3% af VLF ef litið er til heildarkostnaðar. Þessi endurfjármögnun var nauðsynleg vegna gríðarlegs taps Seðlabankans á svokölluðum ástarbréfalánveitingum. Endurfjármögnun Seðlabankans var þannig 35% af hreinum kostnaði ríkissjóðs af hruninu miðað við mat AGS. Næst þar á eftir kemur kostnaður vegna verðbréfalána, 92 milljarðar eða 6,2% af VLF. Uppruni þessa kostnaðar er sá sami og vegna endurfjármögnunar Seðlabankans eða svokölluð ástarbréfaviðskipti, þar sem lánastofnanir lögðu ótryggt skuldabréf viðskiptabankanna þriggja að veði fyrir annaðhvort peningalánnum frá Seðlabankanum eða verðbréfalánnum frá ríkissjóði, sjá nánar box 4.2 í 4. kafla. Í heildina nam skuldsetning ríkissjóðs vegna ástarbréfaviðskiptanna því 363 milljörðum króna eða 24,5% af VLF og þar af var hreinn kostnaður 193 milljarðar eða 13,1% af VLF samkvæmt mati AGS.

AGS tekur með í mati sínu kostnað ríkissjóðs af endurfjármögnun Íbúðalánasjóðs, sem var 32 milljarðar eða 2,1% af VLF árið 2010. Þó svo að þessi kostnaður hafi fallið á ríkissjóð árið 2010 er ekki raunhæft að telja hann allan afleiðingu af hruni bankakerfisins. Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl. kemur fram að stærstan hluta af vanda og tapi Íbúðalánasjóðs á undanförunum árum megi rekja allt til endurfjármögnunar sjóðsins árið 2004, þegar hann skipti út uppgreiðanlegum húsbréfum fyrir óuppgreiðanleg íbúðabréf.²¹ Frá þeim tíma hafa uppgreiðslur útlána

²¹ Sigurður Hallur Stefánsson, Kirstín Þ. Flygenring og Jón Þorvaldur Heiðarsson. *Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl.* 2013.

sjóðsins étið upp vaxtamun hans sem hefur minnkað stöðugt, ár frá ári, og engin breyting á því er fyrirsjáanleg. Ljóst mátti því vera að ríkissjóður myndi þurfa að leggja sjóðnum til viðbótarfjármagn, nánast sama hvernig sem þróun efnahagsmála hefði orðið. Frá árinu 2010 hefur ríkissjóður lagt Íbúðalánasjóði til 17,5 milljarða til viðbótar, 13 milljarða í upphafi árs 2013 og 4,5 milljarða í upphafi árs 2014, og því alls um 50 milljarða og ekki er ólíklegt að þörf verði á enn frekari framlögum á komandi árum. Vandi Íbúðalánasjóðs er því einkum til kominn vegna mistaka við endurfjármögnun sjóðsins frá árinu 2004 en ekki vegna gjaldþrots viðskiptabankanna þriggja.

Að mati AGS nam hreinn kostnaður ríkissjóðs á árunum 2008–2011 vegna endurreisnar viðskiptabankanna 34 milljörðum eða 2,3% af VLF og heildarkostnaður 221 milljörðum eða 14,8% af VLF. AGS metur þannig að verðmæti þeirra eigna sem ríkissjóður fékk í hendur við endurfjármögnun bankakerfisins, hlutabréf í bönkunum og víkjandi kröfur á þá, hafi numið 187 milljörðum króna en að vaxtagreiðslur, sem féllu til árið 2010, að fjárhæð 32 milljarðar króna, séu beinn kostnaður. Þá féllu um 28 milljarðar á ríkissjóð árið 2010, 1,8% af VLF, vegna ábyrgðar hans á skuldum Lánasjóðs landbúnaðarins, sem seldur var Landsbankanum árið 2005. Sérstaka athygli vekur hins vegar að heildarkostnaður ríkissjóðs vegna endurreisnar sparisjóðanna er að mati AGS hverfandi og innan við 0,1% af VLF.

Frá því AGS framkvæmdi mat sitt hefur Hagstofan breytt aðferðafræði við mat sitt á vergri landsframleiðslu og endurmetið hana allt aftur til ársins 1995.²² Endurmetin VLF á árunum 2008–2011 er um 5–6% hærri en AGS miðaði við. Hér í framhaldinu er miðað við uppfærðar tölur Hagstofunnar um VLF og að því leyti sem matið byggir á mati AGS er það endurgert miðað við uppfærðar tölur Hagstofunnar, eins og sýnt er í töflu 5.3.

	2008	2009	2010	2011	Alls
Afskriftir	12,4	2,2	3,7	0,0	18,3
Verðbréfalán	5,9	0,0	0,0	0,0	5,9
Endurfjármögnun Seðlabanka Íslands	6,5	0,0	0,0	0,0	6,5
Endurfjármögnun viðskiptabankanna	0,0	2,2	0,0	0,0	2,2
Endurfjármögnun Íbúðalánasjóðs	0,0	0,0	2,0	0,0	2,0
Sparisjóðir	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Greiddar ábyrgðir Ríkisábyrgðarsjóðs	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
Hreinn kostnaður ríkissjóðs	12,4	2,2	3,7	0,0	18,3

Tafla 5.3 Mat AGS á hreinum kostnaði ríkissjóðs vegna hrunsins og endurreisnarinnar, endurgert miðað við uppfærðar tölur Hagstofunnar um VLF árunum 2008–2011.

Heimild: International Monetary Fund (2012), Hagstofan og eigin útreikningar.

²² Ísland, ásamt öllum löndum innan EES, hóf að nota staðalinn ESA 2010 við gerð þjóðhagsreikninga í september 2014. Samhliða upptöku staðalsins voru gerðar aðrar endurbætur.

Miðað við uppfærðar tölur Hagstofunnar um VLF nam hreinn kostnaður ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni á árunum 2008–2011 að mati AGS því 18,3% af VLF og beinn kostnaður vegna endurfjármögnunar bankakerfisins 2,2% af VLF.

Frá þeim tíma sem AGS framkvæmdi mat sitt í apríl 2012 hefur einnig ýmislegt breyst, sumt til hins betra en annað til hins verra. Sem dæmi um kostnaðarliði sem hafa síðan bæst við má nefna fjárútlát ríkissjóðs vegna yfirtöku Landsbankans á SpKef, sem nam um 20 milljörðum króna. Þá er einnig ljóst að Seðlabankinn hefur tapað fjármunum á láni sínu til Kaupþings með veði í hlutabréfum í danska bankanum FIH þann 6. október 2008. Upphafleg lánveiting Seðlabankans nam 500 milljónum evra og af þeim endurheimtust aðeins 1,9 milljarðar danskra króna á árinu 2010 eða jafnvirði um 255 milljóna evra. Þetta tap var ekki tekið með útreikningum AGS þar sem lánið hafði ekki í för með sér beina skuldsetningu ríkissjóðs og tapið varð aukinheldur ekki ljóst fyrr en síðar. Hins vegar hefur einnig komið fram ábati vegna yfirtöku eigna í kjölfar hrunsins og ríkissjóður hefur einnig notið margvíslegra tekna af bæði nýju og gömlu bönkunum. Hér verður þess freistað að leggja heildarmat á hreinan kostnað ríkissjóðs af hruninu og endurreisn bankakerfisins á árunum 2008–2014.

5.3 Hvað kostaði hrunið ríkissjóð? Nýtt mat

Matið, sem hér er sett fram, byggir á mati AGS hvað varðar beinan fjárhagslegan kostnað ríkissjóðs fyrir árin 2008–2011, að því undanskildu að nýtt mat er lagt á kostnað vegna endurfjármögnunar viðskiptabankanna í heild sinni. Skýrsluhöfundar leggja síðan sitt eigið mat á árin 2012–2014. Fyrst er litið til láns Seðlabankans til Kaupþings, síðan er kostnaður vegna endurfjármögnunar bankanna á árunum 2008–2014 metinn, svo kostnaður vegna endurreisnar sparisjóðanna og að lokum er matið sett fram í heild sinni.

FIH lánið

Lán Seðlabankans til Kaupþings með veði í danska bankanum FIH hinn 6. október 2008 nam 500 milljónum evra, jafnvirði um 77,7 milljarða króna. Hluti lánsins fékkst endurgreiddur við sölu FIH hinn 19. september 2010. Söluandvirðið nam allt að 5 milljörðum danskra króna en af því fengust 1,9 milljarðar danskra króna greiddar við sölu. Seljendalán var veitt fyrir því sem eftir var af kaupverðinu eða allt að 3,1 milljarði danskra króna.²³ Hluti seljandalánsins átti að endurgreiðast hinn 1. janúar 2015 og hluti þess 1. janúar 2016 og voru endurgreiðslufjárhæðirnar háðar verðmæti tiltekinna eigna FIH í lok árs 2014 og 2015. Einu fréttir af endurgreiðslu seljandalánsins eru þær að í byrjun árs 2015 hafði ekkert verið greitt af því og að endurgreiðslan

²³ Seðlabanki Íslands. *Sala á danska bankanum FIH*. 19. september 2010.

verður ekki yfir 100 milljónum danskra króna. Hér er gert ráð fyrir að engar frekari greiðslur berist af láninu.

Í töflu 5.4 er sýnt greiðsluflæði Seðlabankans af lánveitingunni og tap Seðlabankans og þar með ríkissjóðs vegna hennar sem nam jafnvirði 38,6 milljarða króna eða 2,6% af VLF.

Ár	2008	2010	Alls
Fjárhæð í mynt	500 millj. EUR	1.900 millj. DKK	
Jafnvirði í milljörðum króna	-77,7	39,1	-38,6
Hlutfall af VLF	-5,0%	2,4%	-2,6%

Tafla 5.4 Afkoma Seðlabanka Íslands af lánveitingu til Kaupþings banka hf. með veði í FIH hinn 6. október 2008. Tap af lánveitingunni nam 2,6% af VLF á árunum 2008–2010.

Heimild: Seðlabanki Íslands, Sala á danska bankanum FIH, 19. september 2010, og Hagstofan.

Endurreisn viðskiptabankanna

Sú leið sem farin var við fjármögnun nýju bankanna hefur verið kölluð samninga-leiðin þar sem hún fólst í samningum milli nýju bankanna og ríkisins sem eiganda þeirra annars vegar og gömlu bankanna hins vegar um stofnfjárframlag og eignarhald á nýju bönkunum. Niðurstaða samninganna var að ríkissjóður lagði nýju bönkunum til 192 milljarða stofnfé, þar af 138 milljarða í hlutafé og 54 milljarða í formi víkjandi lána.²⁴ Ríkissjóður var einnig í þeirri einstöku aðstöðu – líkt og aðrir ríkissjóðir – að geta greitt hlutafjárframlag með skuldaviðurkenningu í stað reiðufjár. Þannig lögðu íslensk stjórnvöld fram stofnfé með skuldabréfinu RIKH 18 1009, sem sérstaklega var gefið út í þessu skyni.²⁵

Fyrir ofangreint hlutafjárframlag eignaðist ríkið Landsbankann nánast að fullu,²⁶ 13% hlut í Arion banka og 5% hlut í Íslandsbanka. Víkjandi lánin voru veitt Íslandsbanka og Arion banka í krónum (í formi skuldabréfsins RIKH 18) en skyldu endurgreiðast í evrum og eignaðist ríkissjóður með þeim hætti €138 milljóna kröfu á Íslandsbanka og €163 milljóna kröfu á Arion banka sem báru vexti. Þá fól samningur um kaup Kaupþings á hlut ríkissjóðs í Arion banka í sér að Arion banki greiddi ríkissjóði arð að fjárhæð 6,5 milljarða króna hinn 1. mars 2011 vegna áfallinna vaxta á upphaflegt

²⁴ Steingrímur J. Sigfússon. *Skýrsla fjármálaráðherra um endurreisn viðskiptabankanna*. Mars 2011.

²⁵ Skuldabréfin RIKH 18 1009 voru gefin út í september 2009 en báru vexti frá 9. október 2008. Skuldabréfin bera vexti sem eru jafnir vöxtum á viðskiptareikningum innlánsstofnana hjá Seðlabanka Íslands og eru greiddir fjórum sinnum á ári. Lokagjaldagi bréfsins er 9. október 2018 og greiðist þá höfuðstóllinn í einu lagi. Fyrsta vaxtagreiðslan var 9. október 2009 og voru þá greiddir vextir fyrir heilt ár, allt frá 9. október 2008.

²⁶ Eignarhlutur ríkissjóðs í Landsbankanum er 97,9%. LBI, gamli Landsbankinn, átti í upphafi 18,67% hlut í Landsbankanum en ríkið eignaðist þann hlut að mestu þegar skilyrt skuldabréf Landsbankans til LBI var gefið út.

stofnframlag ríkissjóðs.²⁷ Arðgreiðslan var ekki greidd í reiðufé heldur var andvirði hennar bætt við víkjandi lán bankans.²⁸

Frá stofnun nýju bankanna hefur framlag ríkissjóðs í reiðufé til þeirra eingöngu verið í formi stofnframlags árið 2008, að fjárhæð 2,3 milljarðar króna, og vaxtagreiðslna af skuldabréfinu RIKH 18 sem námu alls um 75,8 milljörðum frá stofnun bankanna og til loka árs 2014. Á móti þeim hefur ríkissjóður haft arðstekjur af eignarhlutum sínum og vaxtatekjur af víkjandi lánunum.

Heildararðgreiðslur bankanna á árunum 2008–2014 nema rúmum 51 milljarði króna og nemur hlutdeild ríkissjóðs í þeim tæpum 37,5 milljörðum króna. Að frádreginni 6,5 milljarða króna arðgreiðslu Arion banka á árinu 2011, sem var ekki greidd í reiðufé heldur bætt við víkjandi lán ríkissjóðs til bankans, nema arðstekjur ríkissjóðs af bönkunum tæpum 31 milljarði króna.

Vaxtagreiðslur Íslandsbanka og Arion banka til ríkissjóðs af víkjandi lánunum nema alls um 12,5 milljörðum króna, miðað við gengi gjaldmiðla lánanna gagnvart krónu á hverjum greiðsludegi. Alls hafa tekjur ríkissjóðs af stofnframlaginu því numið 43,5 milljörðum króna. Nettógreiðslur ríkissjóðs til bankanna nema því 32 milljörðum króna á árunum 2008–2014.

Í árslok 2014 skuldaði ríkissjóður enn 190 milljarða af skuldabréfinu RIKH 18 vegna stofnframlagsins en á móti þeirri skuld átti hann eignarhluti í bönkunum þremur og víkjandi kröfur á tvo þeirra. Uppgreiðsluvirði víkjandi lánanna nam í árslok 2014 alls 53 milljörðum króna,²⁹ sem er 8,5 milljörðum króna lægri fjárhæð en ríkið lánaði bönkunum. Aldrei hefur verið greitt inn á höfuðstól víkjandi lánanna en verðmæti þeirra í krónum hefur lækkað vegna styrkingar krónu gagnvart myntum lánanna frá því að þau voru veitt. Að þessu leyti hefur ríkissjóður tapað jafnvirði 8,5 milljarða króna á því að víkjandi lánin skyldu endurgreidd í erlendum myntum.

Verðmæti eignarhluta ríkissjóðs í bönkunum þremur er háð mun meiri óvissu; endanleg vissa um verðmæti þeirra fæst í raun ekki fyrr en eignarhlutirnir verða seldir. Bókfært eigið fé bankanna gefur þó einhverja vísbendingu um verðmæti hlutafjár þeirra; sé gert ráð fyrir að verðmæti hlutafjárins sé jafnt bókfærðu eigið fé nam verðmæti eignarhluta ríkissjóðs um 276 milljörðum króna í árslok 2014.³⁰ Nettóverðmæti eignarhluta og víkjandi krafna ríkissjóðs á bankana þrjá, að frádregnu uppgreiðsluverðmæti skuldabréfsins RIKH 18, nam því um 139 milljörðum króna í árslok 2014.

²⁷ Steingrímur J. Sigfússon. *Skýrsla fjármálaráðherra um endurreisn viðskiptabankanna*. Mars 2011.

²⁸ Viðbótin við víkjandi lánið vegna arðgreiðslunnar var í Bandaríkjadöllum og pundum, að fjárhæð 20 millj. USD annars vegar og 19,9 millj. GBP hins vegar sem var jafnvirði 6,5 milljarða króna hinn 1. mars 2011.

²⁹ Ársreikningar Arion banka hf. og Íslandsbanka hf. fyrir árið 2014.

³⁰ Ársreikningar Arion banka hf., Íslandsbanka hf. og Landsbankans hf. fyrir árið 2014.

Afkomu ríkissjóðs af endurreisn bankanna má því setja fram eins og gert er í töflu 5.5, annars vegar í milljörðum króna og hins vegar sem hlutfall af VLF hvers árs. Í hverri línu í töflunni eru settar fram árlegar tekjur eða gjöld ríkissjóðs vegna tiltekins þáttar í endurreisn bankanna og verðmæti þess í árslok 2014. Í fyrstu línunni, Arðstekjur / Hlutfé, eru arðstekjur ríkissjóðs af eignarhlut í bönkunum og verðmæti eignarhlutanna í árslok 2014. Í annarri línunni, Vaxtatekjur / Víkjandi lán, eru árlegar vaxtatekjur ríkissjóðs af víkjandi lánum til Arion banka og Íslandsbanka og verðmæti víkjandi lánanna í árslok 2014. Í þriðju línunni eru svo árleg vaxtagjöld ríkissjóðs af skuldabréfinu RIKH 18, sem var lagt fram sem stofnfé bankanna, og uppgreiðsluverðmæti þess í árslok 2014. Í þessari línu er einnig upphaflegt stofnframlag ríkissjóðs sem lagt var fram í reiðufé í lok árs 2008. Fjórdða línan er svo summan af fyrstu þremur og sýnir nettógreiðslur (-) eða tekjur (+) ríkissjóðs af endurreisn bankanna.

Ár	Tekjur (+) / gjöld (-)							Virði	Alls
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Árslok 2014	2009–2014
Arðstekjur / Hlutfé		0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	21,0	275,6	306,6
Vaxtatekjur / Víkjandi lán		0,0 ³¹	2,3	2,9	2,7	2,3	2,3	52,9	65,5
Vaxtagjöld / RIKH 18	-2,3	-28,6	-13,2	-6,6	-8,3	-9,6	-9,6	-190,0	-268,2
Nettó (milljarðar)	-2,3	-28,6	-10,9	-3,7	-5,5	2,7	13,4	138,6	103,9
Nettóhlutfall af VLF	-0,2%	-1,8%	-0,7%	-0,2%	-0,3%	0,1%	0,7%	7,0%	4,6%

Tafla 5.5 Afkoma ríkissjóðs af endurreisn viðskiptabankanna í milljörðum króna og sem hlutfall af VLF hvers árs.

Heimild: Ársreikningar viðskiptabankanna 2008–2014, Skýrsla fjármálaráðherra um endurreisn viðskiptabankanna, Útboðslýsing RIKH 18 1009 og eigin útreikningar.

Bókhaldsleg afkoma ríkissjóðs af endurreisn bankakerfisins, reiknuð sem summan af tekjum að fráðregnum gjöldum yfir tímabilið og eignum að fráðregnum skuldum í lok tímabilsins, allt á verðlagi hvers árs, nam því 103,9 milljörðum króna. Bókhaldsleg afkoma tekur hins vegar ekki tillit til tímavirðis peninga. Framlög ríkissjóðs til bankanna eru að mestu á fyrri hluta tímabilsins en tekjur hans af bönkunum á seinni hlutanum og því gefur bókhaldsleg afkoma ekki endilega bestu mynd af afkomu ríkissjóðs af endurreisninni.

Framsetning á afkomunni sem hlutfall af VLF hvers árs tekur tillit til tímavirðis peninga og jafnast í raun á við það að núvirða greiðslur með hagvexti hvers árs. Sem hlutfall af VLF hvers árs er afkoman jákvæð um 4,6% af VLF.

³¹ Misræmi er milli upplýsinga í ársreikningum Arion banka og Íslandsbanka annars vegar og skýrslu fjármálaráðherra um endurreisn viðskiptabankanna hins vegar hvað vaxtatekjur af víkjandi lánum bankanna árið 2009 varðar. Samkvæmt skýrslu fjármálaráðherra skyldu vextir af víkjandi lánunum greiddast fyrst í árslok 2009, alls um 700 milljónir króna. Samkvæmt ársreikningum bankanna voru hins vegar engir vextir greiddir af lánunum árið 2009 og er hér gert ráð fyrir því.

Aðferð innri vaxta er annar einfaldur og mikið notaður fjárhagslegur mælikvarði á afkomu sem tekur tillit til tímavirðis peninga. Innri vextir greiðsluflæðis ríkissjóðs vegna endurreisnarinnar nema rúmum 28% frá árinu 2008 til loka árs 2014. Það þýðir að ef eignarhlutir ríkissjóðs í bönkunum hefðu verið seldir í árslok 2014 fyrir bókfært eigið fé þeirra og skuld ríkissjóðs vegna endurreisnar bankanna greidd upp með söluandvirðinu væri árleg nafnávöxtun ríkissjóðs af því fé sem hann hefur lagt til bankanna rúm 28%.

Stærsti óvissuþátturinn í þessari greiningu er verðmæti eignarhluta ríkissjóðs í bönkunum í lok árs 2014. Sé gert ráð fyrir að verðmæti bankanna nemi 80% af bókfærðu eigin fé þeirra lækkar bókhaldsleg afkoma í 48,8 milljarða króna eða sem nemur 1,9% af VLF, sjá nánar töflu 5.6.

Virði bankanna sem hlutfall af eigin fé	60%	80%	100%	120%
Afkoma í milljörðum	-6,3	48,8	103,9	159,0
Afkoma sem hlutfall af VLF	-0,9%	1,9%	4,6%	7,4%
Innri vextir	-3,0%	16,4%	28,2%	36,9%

Tafla 5.6 Afkoma ríkissjóðs af endurreisn bankakerfisins, í milljörðum og sem hlutfall af VLF, og innri vextir, miðað við að eignarhlutur ríkissjóðs í viðskiptabönkunum þremur sé seldur á 60%, 80%, 100% eða 120% af bókfærðu virði eigin fjár í árslok 2014.

Heimild: Eigin útreikningar.

Heildarframlög ríkissjóðs til nýju bankanna námu alls rúmum 78 milljörðum króna á tímabilinu 2008–2014 og voru í formi stofnframlags árið 2008 og vaxtagreiðslna af skuldabréfinu RIKH 18. Á árunum 2013 og 2014 námu arðstekjur ríkissjóðs og vaxta-tekjur af víkjandi lánum hærri fjárhæðum en vaxtagjöld af skuldabréfinu og því var í raun aðeins um nettóframlög að ræða á árunum 2009 til 2012. Námu þau alls um 51 milljarði króna. Því má segja að ríkissjóður hafi endurreist bankakerfið með því að leggja því til 51 milljarð króna yfir fjögurra ára tímabil. Áhætta ríkissjóðs af endurreisninni var hins vegar talsvert meiri. Stofnframlag ríkissjóðs nam alls 192 milljörðum króna í formi hlutafjár og víkjandi lána. Við gjaldprot eins eða fleiri bankanna hefðu þær kröfur verið síðastar í forgangsrið krafna og því líklega að stærstum hluta eða að fullu glataðar.

Samningaleiðin þýddi að gömlu bankarnir fengu hlutdeild í hugsanlegum hagnaði nýju bankanna en báru jafnframt hluta af framlögum til endurreisnar þeirra. Þannig dró samningaleiðin bæði úr fjárhagslegri áhættu ríkissjóðs og skuldsetningu hans vegna endurreisnarinnar. AGS segir þessa aðferð við endurreisn bankakerfis hafa verið einn mikilvægasta lærdóm sjóðsins af aðstoð sinni við Ísland og að horft verði til hennar við aðstoð við önnur ríki í framtíðinni. Aðferðin hafi dregið úr hættu á ríkisvæðingu taps einkafyrirtækja og verið ein af ástæðum þess að kostnaður við endurreisnina varð minni en upphaflega var áætlað.³²

³² International Monetary Fund. *Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement*. Apríl 2012. Bls. 22.

Sparisjóðirnir

Í neyðarlögunum er kveðið á um að fjármálaráðherra sé heimilt fyrir hönd ríkissjóðs að leggja sparisjóði til allt að 20% af bókfærðu eigin fé hans. Fjármálaráðherra setti í lok árs 2008 reglur um skilyrði fyrir framlaginu.³³ Þar var meðal annars kveðið á um að eiginfjárlutfall sjóðsins, eftir framlag ríkissjóðs, væri ekki lægra en 12%. Fjölmarginir sparisjóðir sóttu um eiginfjárlag úr ríkissjóði en enginn þeirra reyndist uppfylla skilyrði regnanna og því hefur ríkissjóður aldrei lagt til stofnfé til sparisjóða á grundvelli þessarar heimildar.

Ríkissjóður eignaðist hins vegar hluta stofnfjár nokkurra sparisjóða vegna gjaldþrots Sparisjóðabankans og lagði fram frekara stofnfé við endurskipulagningu fjárhags þeirra. Heildarframlög ríkissjóðs til þeirra námu 2.049 milljónum króna á árinu 2010. Miðað við eiginfjárstöðu sparisjóðanna í árslok 2014 nemur hlutdeild ríkissjóðs í stofnfé þeirra um 762 milljónum króna³⁴ og hefur því framlag ríkissjóðs rýrnað um tæpar 1.300 milljónir króna. Mestu munar þar um fall Sparisjóðs Vestmannaeyja í upphafi árs 2015.

Fjármálaeftirlitið yfirtók Byr Sparisjóð hinn 22. apríl 2010, eftir að sjóðurinn hafði fengið um ársfrest til að uppfylla kröfur um lágmarkseiginfjárlutfall. Fjármálaeftirlitið ráðstafaði innlánnum og hluta af eignum Byrs til nýstofnaðs félags, Byrs hf., í eigu ríkissjóðs. Ríkissjóður lagði félaginu til 900 milljónir króna í hlutafé við stofnun og eignaðist við það 11,6% hlut í félaginu en Byr sparisjóður eignaðist 88,4% hlut vegna verðmæti yfirfærðra eigna umfram innlán. Byr hf. var svo selt til Íslandsbanka í lok árs 2011 fyrir 6,6 milljarða króna og fékk ríkissjóður því 765 milljónir króna í sinn hlut við söluna. Beinn kostnaður ríkissjóðs af aðkomu sinni að Byr Sparisjóði nam því 135 milljónum króna.³⁵

Sama dag yfirtók Fjármálaeftirlitið einnig Sparisjóðinn í Keflavík, sjá Box 5.1. Fjármálaeftirlitið ráðstafaði innlánnum og hluta eigna sparisjóðsins til SpKef sparisjóðs, nýstofnaðs sparisjóðs í eigu ríkissjóðs, sem ríkissjóður hafði lagt til 900 milljónir króna í stofnfé. Eins og farið er yfir í Boxi 5.1 endaði sú vegferð með því að SpKef var sameinaður Landsbankanum og þurfti ríkissjóður að greiða um 20,1 milljarð með sjóðnum.³⁶ Heildarframlög ríkissjóðs vegna Sparisjóðsins í Keflavík námu því 21 milljarði og fengust engar eignir eða greiðslur á móti því framlagi.

³³ Reglur um framlag til sparisjóða skv. 2. gr. laga nr. 125/2008 um heimild til fjárveitingar úr ríkissjóði vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði o.fl. 18. desember 2008.

³⁴ Ársreikningur Sparisjóðs Norðurlands fyrir árið 2014 lá ekki fyrir þegar þetta var ritað og því er miðað við stofnfé hans skv. sex mánaða árs hlutareikningum árið 2014.

³⁵ Hrannar Már S. Hafberg, Tinna Finnbogadóttir og Bjarni Frímánn Karlsson. *Aðdragandi og orsakir erfiðleika og falls sparisjóðanna*. Rannsóknarnefnd Alþingis 2014.

³⁶ Ársreikningur Landsbankans hf. fyrir árið 2012, skýring 5.

Ríkissjóður gekkst einnig í ábyrgð gagnvart Arion banka vegna yfirtöku hans á innlánum SPRON en ekki gert ráð fyrir að kostnaður falli á ríkissjóð vegna hennar.

Hreinn fjárhagslegur kostnaður ríkissjóðs af endurreisn sparisjóðanna er tekinn saman í töflu 5.7. Í heildina nam hann um 22,4 milljörðum króna eða 1,3% af VLF.

Ár	2010	2011	2012	2014	Alls
Byr Sparisjóður	-0,9	0,8	0,0	0,0	-0,1
Sparisjóðurinn í Keflavík	-0,9	0,0	-20,1	0,0	-21,0
Smærri sparisjóðir	-2,0	0,0	0,0	0,8	-1,3
Nettó (milljarðar)	-3,8	0,8	-20,1	0,8	-22,4
Nettóhlutfall af VLF	-0,2%	0,0%	-1,1%	0,0%	-1,3%

Tafla 5.7 Hreinn fjárhagslegur kostnaður ríkissjóðs vegna falls og endurreisnar sparisjóðanna.

Heimild: Ársreikningur Landsbankans 2012, Ársreikningar sparisjóðanna 2014, Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis um rannsókn á aðdraganda og orsökum erfiðleika og falls sparisjóðanna, og eigin útreikningar.

Box 5.1 Sparisjóðurinn í Keflavík

Eina verulega tjónið, sem ríkissjóður varð fyrir við endurreisn fjármálakerfisins, eftir hrúnið haustið 2008, var vegna Sparisjóðsins í Keflavík. Við stofnun SpKef sparisjóðs, sem tók yfir eignir og innlán Sparisjóðsins í Keflavík, þurfti ríkissjóður að leggja fram 900 milljónir í stofnfé og við sameiningu hans við Landsbankann þurfti ríkissjóður að leggja til um 20,1 milljarð króna til viðbótar.³⁷ Þetta tjón var ekki afleiðing af neyðarlögunum og því að innstæður væru forgangskröfur heldur af yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar um ábyrgð á öllum innlendum innstæðum. Fall Sparisjóðsins í Keflavík er eina tilvikið þar sem reynt hefur á þessa ábyrgðaryfirlýsingu og kostaði hún ríkissjóð því um 21 milljarð króna. Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis um sparisjóðina³⁸ er ferill málsins rakinn í smáatriðum og er umfjöllunin hér byggð á henni.

Í árslok 2007 virtist staða Sparisjóðsins í Keflavík nokkuð sterk. Hagnaður ársins nam um 2,2 milljörðum fyrir skatt og eiginfjárlutfall í árslok var 22,2%. Hagnaður sparisjóðsins var þó eingöngu til kominn vegna fjárfestingarstarfsemi og afkoma af kjarnarekstri var neikvæð um tæpar 750 milljónir króna. Þetta ár var ekkert einsdæmi því allt frá aldamótum hafði afkoma af kjarnarekstri verið neikvæð á hverju ári, að árinu 2002 undanskildu. Árið 2008 varð sjóðnum hins vegar verulega þungt, eins og flestum öðrum íslenskum lánastofnunum, og tap ársins var rúmir 19 milljarðar fyrir skatt og eiginfjárlutfall í árslok 7,1%, sem var undir 8% lögbundnu

³⁷ Sérstök úrskurðarnefnd var sett á laggirnar til að skera úr um endurgjald ríkissjóðs til Landsbankans vegna yfirtökunnar. Nefndin kvað upp úrskurð sinn 7. júní 2012 og komst að þeirri niðurstöðu að ríkissjóði bæri að greiða Landsbankanum 19.198 milljónir króna ásamt áföllnum vöxtum frá 7. mars 2011, alls 20.092 milljónir króna. Sjá úrskurð nefndarinnar, <http://stjornarrad.is/media/Skjol/urskurdur-v-yfirtoku.pdf>.

³⁸ Hrannar Már S. Hafberg, Tinna Finnbogadóttir og Bjarni Frímann Karlsson. *Aðdragandi og orsakir erfiðleika og falls sparisjóðanna*. Rannsóknarnefnd Alþingis 2014.

Box 5.1

lágmarki. Þegar þessi staða lá fyrir, hinn 10. mars 2009, sótti stjórn sjóðsins um 20% eiginfjárframlag úr ríkissjóði á grundvelli 2. gr. neyðarlaganna.

Strax í kjölfar hrunsins hóf sparisjóðurinn að safna innlánnum í skjóli yfirlýsingar ríkisstjórnarinnar um ríkisábyrgð á innstæðum. Sveitarfélög, lífeyrissjóðir og stöndug fyrirtæki á starfssvæði sjóðsins voru stórtæk í að leggja sjóðnum til innstæður. Í lok september árið 2008 námu innlán sparisjóðsins um 46 milljörðum króna en í október og nóvember jukust þau um 4,5 milljarða í hvorum mánuði og í desember um rúman milljarð og í lok árs námu innlánin því um 56 milljörðum króna. Innlánaasöfnunin hélt áfram á árinu 2009 og allt þar til sjóðurinn var tekinn yfir af FME hinn 22. apríl 2010. Við yfirtökuna námu innlán sjóðsins 64,3 milljörðum króna og höfðu því aukist um rúma 18 milljarða frá lokum september 2008. Hluti af innlánaaukningunni var til kominn vegna umbreytingar skuldabréfa sjóðsins í innlán en sjóðurinn keypti eigin skuldabréf af tveimur lífeyrissjóðum fyrir a.m.k. 500 milljónir króna og lagði söluandvirðið inn á innlánsreikninga lífeyrissjóðanna hjá sjóðnum.

Þrátt fyrir hina miklu innlánaasöfnun var sparisjóðurinn í stöðugum lausafjárvandræðum. Þau hófust hins vegar fyrir hrun. Í ágúst 2008 þurfti sjóðurinn að greiða upp 22,5 milljóna evra erlent lán og eina fjármögnunin sem stóð sjóðnum til boða voru innlán. Eftir það var lausafjárstaða sjóðsins mjög þröng. Í lok september var laust fé til eins mánaðar um 600 milljónir króna en þörfin var metin 5 milljarðar króna. Þrátt fyrir hina miklu innlánaasöfnun í október og nóvember var staðan í lok nóvember enn verri þegar sjóðurinn átti laust fé sem nam tæpum 80 milljónum króna. Til að afla innlána bauð sjóðurinn afar góða vexti á nýjum innlánnum, allt að 21%. Meðalvextir allra innlána sjóðsins voru 16,3% árið 2008 en meðalvextir útlána hins vegar 14,2%, eða 2,1% lægri en innlánsvextirnir. Staðan var jafnvel verri árið 2009 þegar meðalvextir innlána voru 12,2% en meðalvextir útlána 9,7%. Ársvextir af 56 milljarða innlánnum í lok árs 2008 námu því tæpum 7 milljörðum króna, svo innlánaaukningin frá árslokum 2008, þangað til sjóðurinn var yfirtekinn í apríl 2010, gæti að stórum hluta skýrst eingöngu af vöxtum af innlánnum; engir nýir fjármunir komu inn í sjóðinn vegna þeirrar aukningar.

Þá er sérstaklega athyglisvert að sparisjóðurinn fór í nokkurs konar ástarbréfavíðskipti við Seðlabanka Íslands og það eftir hrun! Reykjanesbær gaf í október 2008 út skuldabréf að fjárhæð 2 milljarðar króna sem sparisjóðurinn keypti og var söluandvirðið lagt inn á reikning Reykjanesbæjar hjá sjóðnum. Seðlabankinn samþykkti svo skuldabréfið sem veð gegn daglánnum og fékk sjóðurinn lánaðar 1.650 milljónir króna hjá Seðlabankanum út á veðið. Þannig bjuggu sveitarfélagið og sparisjóðurinn til 1.650 milljónir króna með viðskiptum svipuðum og viðskiptabankarnir og minni lánastofnanir höfðu átt við Seðlabankann fyrir hrun með skuldabréf bankanna.

Þegar hin slæma eiginfjárstaða sjóðsins lá fyrir, hinn 10. mars 2009, hófst langt ferli þar sem Fjármálaeftirlitið veitti stjórn sjóðsins ítrekað frest til að koma eiginfjárlutfallinu í lögbundið horf. Á þeim tíma skipaði Fjármálaeftirlitið sjóðnum tilsjónarmann og lét gera úttekt á efnahag

Box 5.1

og starfsemi sjóðsins. Í lok mars 2010 var lokafrestur veittur til 21. apríl. Stjórninni tókst ekki að bæta stöðu sjóðsins fyrir þann tíma og því tók FME yfir vald stofnfjárhafafundar, vék stjórninni frá og skipaði skilaneftir yfir sjóðnum. FME færði jafnframt stærstan hluta eigna sjóðsins yfir í nýstofnaðan sparisjóð í eigu ríkissjóðs, SpKef sparisjóð, ásamt öllum innlánnum, veðskuldum við Seðlabanka Íslands og öðrum veðskuldum. FME undanskildi reyndar sérstaklega innlán sem stofnast höfðu við kaup sjóðsins á eigin skuldabréfum.³⁹ Við yfirfærsluna reyndust yfirteknar skuldir rúnum 12 milljörðum hærri en verðmat yfirtekinna eigna og var mismunurinn færður sem krafa SpKef á ríkissjóð. Strax við yfirtökuna á Sparisjóðnum í Keflavík var því ljóst að kostnaður ríkissjóðs vegna falls sparisjóðsins gæti numið a.m.k. 13 milljörðum króna.

Rekstur hins nýja sparisjóðs var þungur og starfsemi hans einkenndist einkum af því að koma sjóðnum í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu. Starfstími sjóðsins reyndist eingöngu 10 mánuðir en í byrjun mars 2011 taldi Fjármálaeftirlitið vanda sjóðsins slíkan að hann gæti ekki staðið við skuldbindingar sínar og tók yfir vald stofnfjáreigendafundar. Í kjölfarið var sjóðurinn sameinaður Landsbankanum.

Hollusta innstæðueigenda við hinn nýja sparisjóð reyndist minni en við forvera hans og fljótlega eftir stofnun hans tóku innlán sjóðsins að minnka. Við stofnun voru innlánin 64,3 milljarðar en minnkuðu um 4,5 milljarða fram að áramótum og um tæpan milljarð til viðbótar til 4. mars 2011 þegar hinn nýi sparisjóður var einnig yfirtekinn af FME. Minnkun innlána var mætt að mestu með veðlánum hjá Seðlabanka Íslands.

Sömu aðferð var beitt við yfirtöku á Sparisjóðnum í Keflavík og beitt var á viðskiptabankana þrjá í október 2008; innlán sparisjóðsins og eignir til að mæta þeim voru færð yfir í nýjan sparisjóð. Munurinn var hins vegar sá að innlán viðskiptabankanna voru umtalsvert lægri en eignir þeirra og því var hægt að láta almenna kröfuhafa bankanna bera tjónið af falli þeirra en því var ekki að dreifa í tilvikum Sparisjóðsins í Keflavík. Innlán og veðlán sparisjóðsins voru umtalsvert meiri en eignir hans þegar Fjármálaeftirlitið greip loks til aðgerða í apríl 2010. Mismuninn, alls um 20,1 milljarð króna þegar upp var staðið, þurfti ríkissjóður að leggja til. Að viðbættu stofnframlaginu að fjárhæð 0,9 milljarðar kostaði fall sparisjóðsins því ríkissjóð um 21 milljarð króna.

Hin mikla innlánaaukning sparisjóðsins frá lokum september 2008 þangað til í apríl 2010, þegar hann var yfirtekinn af Fjármálaeftirlitinu, getur hafa aukið tjón ríkissjóðs. Stór hluti af aukningu innlána sjóðsins átti sér stað strax á síðustu þremur mánuðum ársins 2008, þá jukust innlánin um 10 milljarða. En aukningin hélt áfram allt þangað til sjóðurinn var yfirtekinn af FME og nam hún um sex milljörðum á því rúma ári sem leið frá því að slæm staða

³⁹ Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins um ráðstöfun eigna og skulda Sparisjóðsins í Keflavík til SpKef sparisjóðs. Apríl 2010.

Box 5.1

sjóðsins var ljós í mars 2009 þangað til hann var yfirtekinn í apríl 2010. Stóran hluta þessarar aukningar má rekja eingöngu til hárra vaxta af innlánum sjóðsins og því kom lítið ef nokkuð nýtt fé inn í sjóðinn vegna hennar. Frá árslokum 2008 til ársloka 2009 minnkuðu lántökur sjóðsins um 1.100 milljónir og aðrar skuldir um rúmar 500 milljónir, alls um 1.600 milljónir króna og því ljóst að innlánaðsför var notuð að einhverju marki til að greiða upp aðrar skuldir sjóðsins. Á sama tíma var einnig allur rekstur sjóðsins í raun á ábyrgð ríkissjóðs og allt tap sem varð af rekstrinum lenti á skattgreiðendum. Rekstrarkostnaður Sparisjóðsins í Keflavík nam 2,3 milljörðum árið 2009 og á 10 mánaða starfstíma SpKef nam rekstrarkostnaður hans um tveimur milljörðum svo alls nam rekstrarkostnaður á þessu tímabili a.m.k. 4,3 milljörðum króna. Afkoma sjóðanna á þessum tíma var enn verri m.a. vegna mikillar eignarýrnunar og tekjur hrukku afar skammt upp í rekstrarkostnað.

Erfitt er að fullyrða um hversu miklu meiri kostnaður ríkissjóðs varð vegna þess hve seint var gripið inn í rekstur Sparisjóðsins í Keflavík sem var kominn í mikil rekstrarvandæði áður bankarnir þrír féllu í október 2008. Fjármálaeftirlitið virðist hafa lært vel af þessari reynslu ef horft er til aðgerða þess vegna falls Sparisjóðs Vestmannaeyja í upphafi ársins 2015. Aðeins liðu 10 dagar frá því að stjórn sparisjóðsins tilkynnti FME um ófullnægjandi eiginfjárstöðu sjóðsins, hinn 19. mars 2015, þangað til eftirlitið tók yfir vald stofnfjáreigendafundar og ráðstafaði eignum og skuldum sjóðsins til Landsbankans, hinn 29. mars.⁴⁰

Endurmat á hreinum kostnaði ríkissjóðs

Samantekið er endurmat á hreinum kostnaði ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni sett fram í töflu 5.8.

	Mat AGS 2008–2011	Endurmat 2008–2014
Verðbréfalán ríkissjóðs	5,9	5,9
Endurfjármögnun Seðlabanka Íslands	6,5	6,5
Endurfjármögnun viðskiptabankanna	2,2	-4,6
Endurfjármögnun Íbúðalánasjóðs	2,0	0,0
Lánasjóður landbúnaðarins	1,7	1,7
Endurreisn sparisjóðanna	0,0	1,3
Lán Seðlabanka til Kaupþings	0,0	2,6
Nettó kostnaður ríkissjóðs	18,3	13,4

Tafla 5.8 Mat á hreinum kostnaði ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni sem hlutfall af VLF. Mat AGS frá 2012 vegna árána 2008–2011 annars vegar og endurmat vegna árána 2008–2014 hins vegar.

Heimild: AGS (2012) og eigið mat.

⁴⁰ Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins vegna Sparisjóðs Vestmannaeyja ses. 29. mars 2015.

Hreinn kostnaður ríkissjóðs hefur því numið 13,4% af VLF á árunum 2008–2014. Munurinn á mati AGS og endurmatinu sem hér er sett fram er í fyrsta lagi sá að kostnaður eða ábati vegna endurreisnar bankanna er endurmetinn með hliðsjón af tekjum og kostnaði ríkissjóðs af stofnframlagi til bankanna og verðmæti þess í árslok 2014. Í öðru lagi er endurfjármögnun Íbúðalánasjóðs hér ekki talinn vera kostnaður ríkissjóðs af hruninu eins og áður er rakið og í þriðja lagi er kostnaði vegna endurreisnar sparissjóðanna á árunum 2012–2014 og neyðarláns Seðlabankans til Kaupþings í október 2008 bætt við. Til upprifjunar er kostnaður vegna Lánasjóðs landbúnaðarins, 1,7% af VLF, vegna ábyrgðar ríkissjóðs á skuldum sjóðsins sem seldur var Landsbankanum árið 2005. Við fall Landsbankans var hluti þeirra skulda enn ógreiddur og því reyndi á ábyrgð ríkissjóðs.

Þá er rétt að árétta að þetta mat inniheldur ýmsan kostnað sem féll til þó svo að hann sé ekki tilgreindur sérstaklega. Sem dæmi varð Landsbankinn fyrir talsverðu tjóni af því að kaupa eignir af peningamarkaðssjóðum Landsbréfa, allt að 30 milljörðum króna.⁴¹ Það tjón hefur þegar komið til lækkunar á eignum og eigin fé Landsbankans og er því meðtalið í afkomu ríkissjóðs af endurfjármögnun viðskiptabankanna.

Með ábata af endurreisn viðskiptabankanna hefur ríkissjóður því náð til baka að einhverju leyti þeim kostnaði sem lenti á honum vegna gjaldþrots Seðlabankans, tapaðra verðbréfalána, ábyrgðar ríkissjóðs á skuldum Lánasjóðs landbúnaðarins, láns Seðlabankans til Kaupþings og endurreisn sparissjóðakerfisins.

Allur beinn kostnaður, sem féll á ríkissjóð vegna hrunsins, er annaðhvort afleiðing af aðgerðum fyrir hrun eða vegna tilraunar til að bjarga bankakerfinu. Með neyðarlögunum og aðgerðum í kjölfarið tóku stjórnvöld ákvörðun um að bjarga ekki bönkunum og að ríkisvæða ekki skuldir eða tap einkafyrirtækja. Einu verulegu undantekningarnar frá þeirri grunnreglu eru annars vegar lán Seðlabankans til Kaupþings í miðju hruninu, sem kostaði ríkissjóð um 2,6% af VLF, og aðgerðir vegna SpKef, sem kostuðu ríkissjóð um 1,1% af VLF. Að öðru leyti voru hluthafar og almennir kröfuhafar gömlu bankanna látnir bera tjónið af falli þeirra. Þróunin eftir hrun og endanleg endurskipulagning bankanna virðast hins vegar geta skilað ríkissjóði ábata sem nemur um 4,6% af VLF, að því gefnu að vel takist til við sölu bankanna. Það er því óhætt að taka undir það mat AGS að ákvörðun stjórnvalda í upphafi að takmarka ríkisvæðingu á skuldum og tapi einkafyrirtækja hafi verið lykilatriði í að takmarka tjón ríkissjóðs.⁴²

⁴¹ Fundargerð 3. fundar stýrinefndar um endurreisn íslensku bankanna.

⁴² International Monetary Fund. *Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement*. Apríl 2012. Bls. 19.

5.4 Skatttekjur ríkissjóðs af nýju bönkunum og slitabúunum

Frá stofnun nýju bankanna hafa íslensk stjórnvöld beitt skattvaldi sínu til að endurheimta kostnað af hruninu. Þau hafa breikkað skattstofna í bankakerfinu og lagt á fjármálafyrirtæki flesta þá skatta sem þekkjast í hinum vestræna heimi. Frá árinu 2010 hefur ríkissjóður lagt á sérstakan skatt á fjármálafyrirtæki – kallaður banka-skattur í daglegu tali – sem leggst á heildarskuldir lánastofnana, fjársýsluskatt sem leggst á skattskyld laun og þóknanir, og sérstakan fjársýsluskatt sem er viðbótartekjuskattur af hagnaði umfram 1.000 milljónir króna. Fjármálafyrirtæki í slitameðferð voru sérstaklega undanþegin bankaskattinum árin 2010–2012 en sú undanþága var afnumin árið 2013 þegar skatturinn var hækkaður verulega en skattleysismörk sett í 50 milljarða. Þá var einnig hefðbundinn tekjuskattur af hagnaði fyrirtækja hækkaður úr 18% í 20% árið 2010.⁴³

Skattur	Skattstofn	2011	2012	2013	2014
Tekjuskattur	Hagnaður	20%	20%	20%	20%
Fjársýsluskattur	Laun	-	5,45%	6,75%	5,50%
Sérstakur fjársýsluskattur	Hagnaður	-	6%	6%	6%
Bankaskattur	Heildarskuldir	0,041%	0,041%	0,376%	0,376%
Viðbót við bankaskatt	Heildarskuldir	0,0875%	0,0875%	-	-

Tafla 5.9 Beinir skattar á fjármálafyrirtæki á árunum 2011–2014, hlutfall af skattstofni á hverju ári.

Heimild: Ríkisskattstjóri, www.rsk.is, álagningarseðill og forsendur.

Hinir nýju skattar skiluðu ríkissjóði umtalsverðum tekjum, bæði frá nýju bönkunum sem og slitabúum þeirra gömlu á árunum 2010–2014. Tafla 5.10 sýnir beinar skattgreiðslur viðskiptabankanna þriggja á árunum 2008–2014 og tafla 5.11 skattgreiðslur slitabúa gömlu bankanna þriggja á árunum 2012–2014. Slitabúin hafa þó ekki greitt tekjuskatt vegna mikils yfirfæranlegs skattalegs taps sem myndaðist við hrunið. Sérstaki fjársýsluskatturinn er einnig tekjuskattur og nemur 6% af hagnaði hvers árs en ólíkt hefðbundnum tekjuskatti er við útreikning hans ekki tekið tillit til yfirfæranlegs taps eða samsköttunar með móður- eða dótturfélögum. Slitabúin hafa því greitt þann skatt að fullu.⁴⁴

⁴³ Lög nr. 164/2010.

⁴⁴ Það kann að virðast órökrétt að slitabúin geti skilað hagnaði. Slitabúin hafa ekki beinar rekstrartekjur en þau geta haft tekjur af eignum sínum. Eins og aðrir lögaðilar semja slitabúin ársreikning fyrir hvert ár og skila inn skattframtali. Ef tekjur af eignum slitabús eru meiri en rekstrarkostnaður og annar kostnaður búsins þá telst mismunurinn hagnaður. Hagnaður myndast einnig við lækun krafna á kröfuskra og frá upphafi slitameðferðar gömlu bankanna er slíkur hagnaður stærsti liðurinn í skattalegum hagnaði búanna. Við upphaf slitameðferðar bankanna var eignasafn þeirra metið. Í ljósi aðstæðna hefur matið líklega verið fremur varfærið og endurmat frá þeim tíma almennt verið til hækkunar. Af þeirri hækkun, að því marki sem hún er umfram kostnað búanna, greiða slitabúin sérstakan fjársýsluskatt sem nemur 6%.

Ár	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Alls
Fjársýsluskattur	-	-	-	0,5	1,6	1,9	1,7	5,7
Sérstakur fjársýsluskattur	-	-	-	-	1,6	4,7	3,9	10,2
Bankaskattur	-	-	0,9	2,5	3,1	8,5	8,1	23,1
Nýir skattar alls	-	-	0,9	3,0	6,3	15,1	13,7	39,0
Hlutfall af VLF	-	-	0,1%	0,2%	0,4%	0,8%	0,7%	2,1%
Hefðbundinn tekjuskattur	4,1	7,9	18,5	3,4	11,2	12,7	13,2	70,9
Skattar alls	4,1	7,9	19,4	6,4	17,6	27,8	26,8	109,8
Hlutfall af VLF	0,3%	0,5%	1,2%	0,4%	1,0%	1,5%	1,3%	6,1%

Tafla 5.10 Beinar skattgreiðslur viðskiptabankanna þriggja, Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka, á árunum 2008–2014, í milljörðum króna og sem hlutfall af VLF.

Heimild: Ársreikningar Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka 2008–2014.

Af töflu 5.10 sést að tekjur ríkissjóðs vegna beinna skatta á viðskiptabankana þrjá nema alls um 109,8 milljörðum króna á tímabilinu 2008–2014 eða sem nemur um 6,1% af VLF. Þar af eru 39 milljarðar eða 2,1% af VLF vegna nýrra skatta. Hluta af tekjuskatti bankanna má rekja til hagnaðar þeirra vegna endurmats útlána til hækkunar. Það að verðmat eigna gömlu bankanna við yfirfærsluna til nýju bankanna reyndist lágt hefur því skilað ríkissjóði auknum tekjum gegnum hærri tekjuskatt.⁴⁵

Ár	2012	2013	2014	Alls
Fjársýsluskattur	0,2	0,2	0,2	0,5
Sérstakur fjársýsluskattur	-	7,9	1,0	8,9
Bankaskattur	-	25,8	24,5	50,4
Nýir skattar alls	0,2	34,0	25,7	59,8
Hlutfall af VLF	0,0%	1,8%	1,3%	3,1%

Tafla 5.11 Beinar skattgreiðslur slitabúanna þriggja, Glitnis, Kaupþings og LBI, á árunum 2012–2014.

Heimild: Ársreikningar Glitnis og Kaupþings 2012–2014 og ársfjórðungslegar fjárhagsupplýsingar 2012–2014 fyrir LBI. Fjársýsluskattur LBI er áætlaður frá greiddum launum og bankaskattur LBI árið 2014 er áætlaður frá samþykktum kröfum.

Ríkissjóður fór ekki að hafa beinar skatttekjur af slitabúunum fyrr en á árinu 2012, við álagningu fjársýsluskattsins. Skatttekjurnar jukust svo á árunum 2013 og 2014 með álagningu sérstaks fjársýsluskatts og með afnámi undanþágu slitabúanna frá bankaskatti. Tekjur ríkissjóðs af slitabúunum vegna beinna skatta nema á tímabilinu

⁴⁵ Tvö hlutafélög geta óskað eftir að vera skattlögð saman ef annað félagið á a.m.k. 90% hlut í hinu, skv. 55. gr. laga nr. 90/2003 um tekjuskatt. Við slíka samsköttun er reiknaður tekjuskattur af sameiginlegum tekjuskattstofni félaganna. Glitnir og Íslandsbanki uppfylltu skilyrði samsköttunar frá byrjun árs 2010 en í lok árs 2010 var lögum um tekjuskatt breytt á þann veg að samsköttun „falli niður með félagi sé það tekið til gjaldþrotameðferðar eða sæti slitameðferð“ (Lög nr. 165/2010, 8. gr.). Ákvæðið nær eingöngu til Glitnis og Íslandsbanka og hefur slitastjórn Glitnis krafði ríkissjóð um endurgreiðslu á tekjuskattgreiðslum Íslandsbanka á árunum 2011–2013 (DV, „Glitnir vill fá 12 milljarða frá ríkinu“, 20. janúar 2015.)

2012–2014 alls 59,8 milljörðum króna eða um 3,1% af VLF. Allar skattgreiðslur slita-búanna eru vegna nýrra skatta.

Í heildina nema tekjur ríkissjóðs vegna beinna skatta viðskiptabankanna þriggja og slitabúanna því tæpum 170 milljörðum króna eða 9,3% af VLF. Þar af eru um 5,2% vegna nýrra skattstofna. Af kostnaði ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni, 13,4% af VLF, hefur ríkissjóður því náð til baka á bilinu 5,2–9,3% af VLF með beinni skattlagningu bankanna og slitabúanna.

Samningaleið stjórnvalda við stofnun nýju bankanna hafði að einhverju marki áhrif á nettótekjur ríkissjóðs af þessari auknu skattlagningu. Ef álagning þessara skatta hefur engin áhrif á kjör viðskiptavina bankanna er skatturinn í raun greiddur af hluthöfum bankanna í formi lægri hagnaðar. Ef ríkissjóður hefði átt alla nýju bankana að fullu hefði skattlagningin við þær aðstæður því engin áhrif haft á nettótekjur ríkissjóðs; skatttekjur hefðu aukist en hagnaður ríkissjóðs af bönkunum minnkað að sama marki. Líklega hefur þessari skattlagningu þó að einhverjum hluta verið velt yfir á viðskiptavinum bankanna og því hefði skattlagningin líklega skilað einhverjum viðbótartekjum í ríkissjóð, sem greiddar eru af viðskiptavinum bankanna.

5.5 Niðurstaða

AGS mat árið 2012 kostnað ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni á árunum 2008–2011 um 18,3% af VLF. Endurmat skýrsluhöfunda á kostnaði við hrun og endurreisn á árunum 2008–2014 leiðir í ljós að hreinn kostnaður er þó líklega allnokkuð lægri en mat AGS eða um 13,4% af VLF. Helsta ástæða þess að endurmatið er lægra en mat AGS frá 2012 er að endurreisn viðskiptabankanna hefur skilað ríkissjóði hreinum ábata sem nemur um 4,6% af VLF á árunum 2008–2014. Þetta mat er þó nokkuð háð því hvernig til tekst að selja viðskiptabankana, og gæti því hækkað eða lækkað í kjölfar þess.

Þá hefur ríkissjóður einnig haft talsverðar skatttekjur, bæði af nýju bönkunum og slitabúunum. Skatttekjur ríkissjóðs af beinum sköttum á bankana og slitabúin nema alls um 9,3% af VLF á árunum 2008–2014. Þar af eru um 5,2% af VLF vegna nýrra skatta sem teknir voru upp á árunum 2010–2013 og 4,1% vegna tekjuskatts. Það að eignir gömlu bankanna voru yfirteknar á tiltölulega lágu verði hefur leitt til aukins hagnaðar nýju bankanna og þar með hærri tekjuskatts. Af hreinum kostnaði ríkissjóðs af hruninu, sem nemur um 13,4% af VLF, hefur ríkissjóður því náð til baka á bilinu 5,2–9,3% af VLF með skattlagningu bankanna og slitabúanna. Eftir situr því kostnaður er nemur 4,1–8,2% af landsframleiðslu. Í töflu 5.12 eru teknar saman helstu niðurstöður um kostnað ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni og skatttekjur af nýju og gömlu bönkunum.

	Milljarðar	Hlutfall af VLF
Kostnaður:		
Verðbréfalán	91,9	5,9
Endurfjármögnun Seðlabanka Íslands	100,8	6,5
Lánasjóður landbúnaðarins	27,6	1,7
Endurreisn sparisjóðanna	22,4	1,3
Lán Seðlabanka til Kaupþings	38,6	2,6
<i>Kostnaður alls</i>	281,3	18,0
Endurfjármögnun viðskiptabankanna	-103,9	-4,6
Hreinn kostnaður ríkissjóðs	177,4	13,4
Skatttekjur:		
Nýir skattstofnar	98,8	5,2
Tekjuskattur	70,9	4,1
Skatttekjur alls	169,7	9,3

Tafla 5.12 Hreinn kostnaður ríkissjóðs af hruninu og endurreisninni og skatttekjur ríkissjóðs af viðskiptabönkunum þremur og slitabúunum á árunum 2008–2014, í milljörðum króna og sem hlutfall af VLF.

Af töflunni má sjá að hreinn kostnaður ríkissjóðs er aðeins tæpum 8 milljörðum hærri en þær beinu skatttekjur sem ríkissjóður hefur haft af viðskiptabönkunum og slitabúunum þremur. Hins vegar féll kostnaðurinn að mestu til á fyrri hluta tímabilsins en skatttekjurnar koma að mestu á seinni hluta tímabilsins og því nemur kostnaðurinn mun hærra hlutfalli af VLF en skatttekjurnar.

Þessar kostnaðartölur eiga líklega eftir að breytast í kjölfar loka slitameðferðar föllnu bankanna og sölu nýju bankanna. Hins vegar miðað við stöðuna nú virðist sem það markmið neyðarlaganna hafi náðst að mestu leyti að kostnaður vegna bankahrunsins myndi ekki lenda á skattgreiðendum. Þess í stað hefur kostnaðurinn að miklu leyti lent á almennum kröfuhöfum bankanna, bæði með því að gera innstæður að forgangskröfum og einnig með því skattleggja eignir þeirra hérlandis.

Athuga skal þó að hér aðeins um beinan kostnað ríkisins að ræða, en ekki þjóðhagslegan kostnað. Lykilatriðið í endurheimt kostnaðar hefur verið skattlagning á nýju og gömlu bankanna. Gera má ráð fyrir að nýju bankarnir reyni að velta þessum háu viðbótarsköttum áfram til viðskiptavina sinna – að minnsta kosti einhverju leyti – og þannig má segja að almenningur og fyrirtæki séu að bera kostnaðinn af þessari endurheimtu kostnaðar ríkissjóðs. Að sama skapi má færa rök fyrir því hins vegar að umtalsverður þjóðhagslegur kostnaður hafi hlotist af þeirri töf sem orðið hefur á lokum slitameðferðar bankanna og losun hafta.

Þann 6. október 2008 gripu íslensk stjórnvöld til neyðarréttar og tóku yfir rekstur þriggja stærstu banka landsins til að koma í veg fyrir þjóðargjaldþrot. Á grundvelli neyðarlaganna var bönkunum skipt upp í tvennt: Innlendan hluta sem var endurfjármagnaður og erlendan hluta sem fór í slitameðferð. Þessar aðgerðir brutu blað í bankasögu Evrópu en eru taldar hafa heppnast vel. Núna, rúmum sex árum síðar, er uppgjóri vegna aðgerðanna þó ekki lokið og fjármagnshöft eru enn við lýði.

Í þessari skýrslu, sem samin er að beiðni slitastjórnar Glitnis, er reynt að afmarka þann greiðslujafnaðarvanda sem Ísland á nú við að glíma og þær leiðir sem koma til greina til að leysa hann farsælega. Þá leggja skýrsluhöfundar einnig mat á þær björgunaraðgerðir sem gripið var til í tengslum við hrunið.

Ísland – líkt og önnur þjóðríki með eigin mynt – hefur bæði prentvald og skattvald til þess að bregðast við bankakrísum. Prentvaldið liggur hjá Seðlabanka sem þjónar sem lánveitandi til þrautavara. Skattvaldið er hjá ríkisstjórn og Alþingi í umboði skattgreiðenda þegar kemur að endurfjármögnun banka. Farið er yfir beitingu þessara tveggja valdheimilda og hvaða kostnað þær hafa haft í för með sér fyrir ríkissjóð Íslands.

Þessi skýrsla er því *Drög að uppgjóri eftir bankahrunið 2008.*
