

VIÐSKIPTI/ATHAFNALÍF

Greenspan var guð

Seðlabankar heimsins eru í brennidepli fjármálakreppunnar í heiminum. Þeir eru taldir gegna lykilhlutverki í að vinda ofan af ástandinu sem nú ríkir. Þorvarður Tjörvi Ólafsson, hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands, segir óskhyggju að halda að slíkt gerist ekki aftur en viðbrögð stjórnvalda skipti máli.

Eftir Björgvin Guðmundsson
bjorgvin@mbl.is

„Í TÆPA tvo áratugi hefur sannkallað blómaskeið verið til staðar meðal seðlabanka í þróuðum ríkjum,“ segir Þorvarður Tjörvi Ólafsson hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands.

„Verstöðugleiki virtist tryggur eftir harða baráttu á niunda áratugnum, sveiflur í hagvexti og atvinnu fóru minnkandi og þrátt fyrir mikinn hagvöxt og litíð atvinnuleysi hélst verðbólga lítil. Fjármálakreppur í þróuðum ríkjum voru sjaldgæfar. Norðurlöndin og Japan voru undantekningar sem menn töldu skýrast af hagstjórnarmistökum í þessum löndum og híd sama gilti um tíðar kreppur í þróunar- og nýmarkaðsríkjum. Viðbrögð seðlabanka við áföllum, sérstaklega lækkuð hluta-brefaverðs 1987 og 2001 og gjaldþrotum, voru talin hafa gengið mjög vel og seðlabankar nutu mikilla vinstælda. Greenspan var guð. Áhættusækni fjárfesta sótti því í sig veðrið. Allt virtist þetta vera of gott til að vera satt. Fjármálakreppun nuna sýnir að svo var raunin,“ segir Þorvarður Tjörvi. Allt bendi til þess að afleiðingarnar muni leggjast æ þyngra á þjóðarþúskap landa um allan heim næstu misserin, atvinnuleysi aukast og hagvöxtur dragast saman.

Þorvarður Tjörvi segir að fjármálakreppan nú sé að sumu leyti hefðbundin. Hins vegar sé þetta fyrsta kreppan eftir að fjármálafyrirtæki fóru í miklum mæli að þakka lánum inn í ýmsa fjármálagjörminga og selja. Bankar héldu að þeir hefðu dreift áhættunni af auknum útlánum með þessum hætti. „Það reyndist talsýn,“ segir Þorvarður Tjörvi.

Geta lært margt af kreppunni

„Seðlabankar geta nú þegjur lært margt af fjármálakreppunni og munu örugglega læra enn meira þegar henni lýkur. Ég tel að flokka megi lærdómanna í þrennt. Í fyrsta lagi þá sem lúta að áhrifum hnattvæðingar á verðbólgu og fjármálastöðuleika, í öðru lagi lærdóma er varða starfsemi fjármálafyrirtækja og virkni markaða sem seðlabankar gerðu sér ekki grein fyrir og í þriðja lagi lærdóma er varða tengsl markmiða seðlabanka um verstöðugleika og fjármálastöðuleika og hvernig er nauðsynlegt að tvítna þetta betur saman í starfsemi seðlabanka.“

Þorvarður Tjörvi segir vanmat á áhrifum örrar þróunar aukinnar hnattvæðingar fjármálamarkaða skýrast af því að sýn seðlabanka og fjármálaeftirlits á starfsemi fjármálafyrirtækja og virkni markaða hafi verið of þröng.

„Í fyrsta lagi þá er ljóst að fjár-



Morgunblaðið/Valdis Thor

málaeftirlit hefur brugðist að því leyti að hin hefðbundna nálgun, kend við Basel, sem byggist m.a. á mikilvægi eiginfjárlutfalla út frá áhættumati á eignum fjármálafyrirtækja, hefur reynt gagnslaus til að skilja hvers vegna fjármálafyrirtæki með gott lánshæfismat, eiginfjárlutfall yfir skilgreindum mörkum og aðgengi að lausafjárstuðningi seðlabanka komast í þrot. Samspil grunar [eignir/eigið fé], skammtímafjármógnunar og lausfjárfrenginga hefur reynt lyklatríði.“

Eftirlitið útvlkkað

Þorvarður Tjörvi telur að einn helsti lærdómur kreppunnar út frá eftirlitshlutverki seðlabanka og fjármálastöðuleika sé að eðlileg viðbrögð hvers staks fjármálafyrirtækis geti haft alvarlegar afleiðingar í för með sér fyrir kerfið í heild sinni.

„Annar lærdómur kreppunnar er samt einmitt að það var ekki nóg fyrir seðlabanka að fylgjast með viðskiptabönkunum, hinum kerfislega mikilvægum stofnumum eins og þær voru kallaðar. Safn fjármálafyrirtækja sem seðlabankar þurfa að fylgjast með er stærra. Seðlabankar vanmátu mikilvægi fjárfestingarbanka í ákvörðun framboðs lánsfjár á mörkuðum og afleiðingar þess þegar fjárfestingarbankar auka eða draga úr girun sinni í takt við eignaverðs- og skammtímafaxtaþróun. Mikilvægi þeirra jókst verulega eftir því sem verðbréf (e. securitization) óx ásmegin og of slök peningastefna var rekin í heiminum. Þeir mögnuðu uppsveifluna og eru að ýkja niðursveifluna sömuleiðis. Þess vegna verður fjármálaeftirlit að ná til þessara aðila sömuleiðis og spurning hvort rétt sé að setja sérstök mörk á girun einstakra fjármálafyrirtækja.“

Breytt deildaskipting

Að þessu söguð segist Þorvarður Tjörvi Ólafsson vera kominn að lokatriðinu sem tengist lærdómum

kreppunnar um tengsl markmiða seðlabanka um verstöðugleika og fjármálastöðuleika.

„Fyrir kreppuna var litíð á þetta sem aðgreind hlutverk og deildaskipting seðlabanka víðast hvar endurspeglar það viðhorf. Almennt viðhorf seðlabankanna hefur verið að peningastefnan, þ.e. ákvörðun og miðun upplýsinga um framvindu stýrsvaxta, eigi að einblína á að tryggja verstöðugleika og að öðrum tækjum ætti að beita til að tryggja fjármálastöðuleika. Kerfislega mikilvægum stofnum ætti að veita lausafjárþjónustu gegn hæf- um veðum og vaxtaálagi. Framlag peningastefunnar til fjármálastöðuleika væri beinlínis fölgandi í að tryggja verstöðugleika því þá væru minni líkur á östöðugleika í fjármálakerfinu.“

Hann segir ljóst að ágreiningur ríki nú meðal seðlabankanna um æskileg tengsl fjármálastöðuleika og verstöðugleika. Það sjáist í framkvæmd peningastefunnar báðum megin Atlantsháls og í fræðilegri umræðu innan hagfræðinnar. Þeirri umræðu sé ekki lokið en sú skoðun, að hægt sé að horfa á þessi markmið óháð hvort öðru, sé á hröðu undanhaldi.

Flairi fjármálakreppur

„Almennt séð eru því hlutverk seðlabanka óbreytt frá því fyrir kreppuna. Umhverfið er hins vegar allt annað og áskoranirnar meiri. Sjálfssmugleði sumra seðlabankanna hefur beðið skiptrot. Blómaskeiði síðustu ára er lokið og seðlabankar þurfa að taka á honum stóra sínum, læra af kreppunni sem nú skekur heimabúskapinn og treysta innviði fjármálakerfisins til að komast í gegnum þessa kreppu en um leið draga úr líkum á frekari kreppum í framtíðinni. Það er þó óskhyggja ein að halda að heimsbyggðin sleppi við fjármálakreppur í framtíðinni en áhrifin á hag almennings og fyrirtækja munu velta á viðbrögðum stjórnvalda,“ segir Þorvarður Tjörvi Ólafsson.

Of þröngt sjónarhorn seðlabanka

Þorvarður Tjörvi Ólafsson telur að sýn seðlabanka og fjármálaeftirlits á starfsemi fjármálafyrirtækja og virkni markaða hafi verið of þröng. Þessar stofnanir vanmátu áhrif örrar þróunar aukinnar hnattvæðingar fjármálamarkaða.

1) Hnattvæðing vöru, þjónustu og vinnuafis átti sinn þátt í að halda verðbólgu niðri í þróuðum ríkjum með því að auka flæði ódýrra vara frá nýmarkaðsríkjum. Nú hefur dregið úr þessum áhrifum, m.a. vegna hærri framleiðslukostnaðar í nýmarkaðsríkjum þar sem laun og hrávara hefur hækkað í verði. Seðlabankar þurfa því að endurmeta áhrif hnattvæðingar vöru og þjónustu á verðbólgu. Sú vinna var hafin áður en kreppan skall á.

2) Hnattvæðing peningastefnu: Of slök peningastefna á heimsvísu ýtti einnig undir eignaverðbólgu um allan heim. Lágir vextir í Bandaríkjunum í kjölfar þess að netbólán sprakk leiddu til slakari peningastefnu í fjölmörgum Asíu- og öflugum ríkjum sem binda gengi sinna gjaldmiðla við gengi Bandaríkjadals. Heimurinn glímur nú við afleiðingar þess að eignaverðbólán, sem varð til vegna þess að of slök peningastefna í Bandaríkjunum hafði áhrif á peningastefnu um allan heim, hefur sprungið og húsnaðisverð lækkar ört um nær allan heim.

3) Hnattvæðing fjármálamarkaða (e. financial globalisation) sem hefur verið gífurlega ör og seðlabankar hafa ekki náð að fylgja þeirri hröðu þróun eftir. Ör vöxtur alls kyns fjármálafyrirtækja og -sjóða, vaxandi vinsældir verðbréfnar (e. securitization) og aukin áhættusækni í kjölfar lágtendis í vaxtaumhverfi heimsins eru allt þættir sem hafa haft gífurleg áhrif á framvindu fjármálakreppunnar. Seðlabankar áttu mjög erfiitt með að meta áhrif þeirra áður en kreppan skall á, m.a. vegna þess að fjármálamarkaðir gegna takmörkuðu hlutverki í þjóðhagslíkðum seðlabanka. Flestir seðlabankar heims vinna nú ört að því að veita fjármálamörkuðum og -stofnum auknið vægi í líkðum sínum. Aðgreining fjármálaeftirlits og seðlabanka í ýmsum löndum var ekki heldur til þess fallin að skapa yfirsýn stjórnvalda yfir þessa markaði.

Viðtöl 1. og 3. október

ÞAÐ ER STUTT TIL KÍNA

Þétur Yang Li, viðskiptafultrúi sendiráðsins í Kína, mun hitta fulltrúa fyrirtækja sem vilja leita markaðsráðgjafar á udmæðisvæðum sendiráðsins.

Fundirnir verða haldnir á skrifstofu Útflutningsráðs Íslands, Borgartúni 35, og má boka þá í síma 511 4000 eða með tölvupósti, utflutningsrad@utflutningsrad.is.

Auk Kína eru udmæðislönd sendiráðsins: Ástralía, Mongólía, Norður-Kórea, Nýja-Sjáláland, Suður-Kórea, Kambódía, Laos og Víetnam.

Nánari upplýsingar veita:

Andri Marteinson, verkefnisstjóri, andri@utflutningsrad.is og Hermann Ottósson, forstöðumaður, hermann@utflutningsrad.is.



ÚTFLUTNINGSRÁÐ ÍSLANDS
www.utflutningsrad.is



UTANRÍKISRÁÐUNEYTIÐ
www.utn.stjr.is