



Seðlabanki Íslands

Lítið, opið hagkerfi í öldusjó alþjóðafjármála

Fyrirlestur hjá ACI Ísland (Samtök fagfólks á fjármagnsmarkaði)

14. október 2016

Pórarinn G. Pétursson

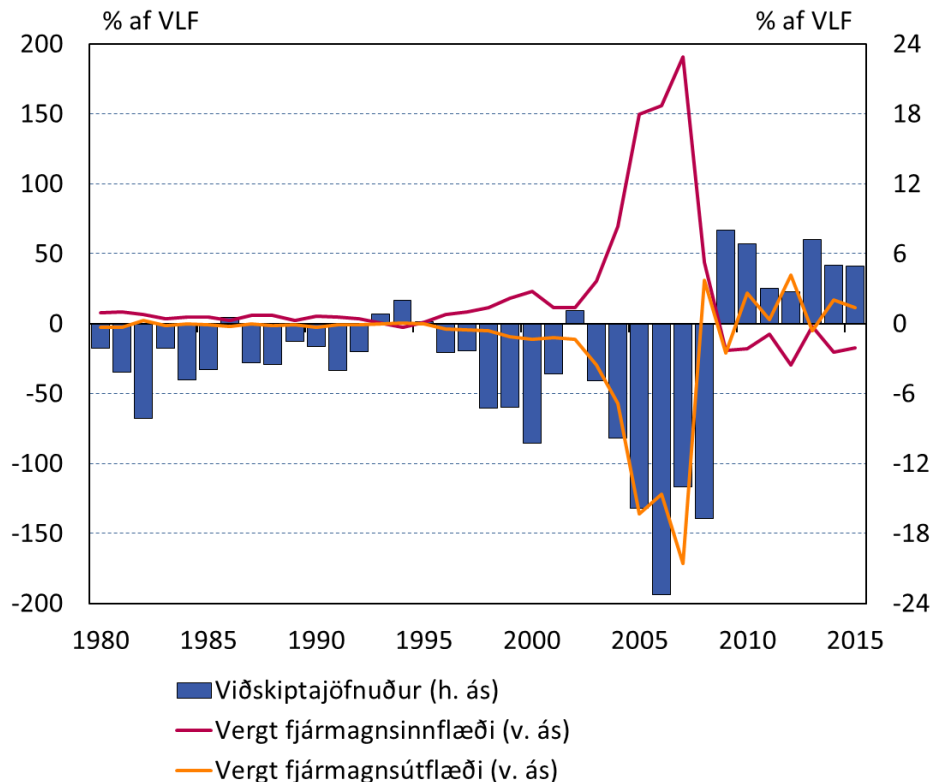
Aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands

Fjármagnsflæði milli landa ávallt leikið stórt hlutverk ...

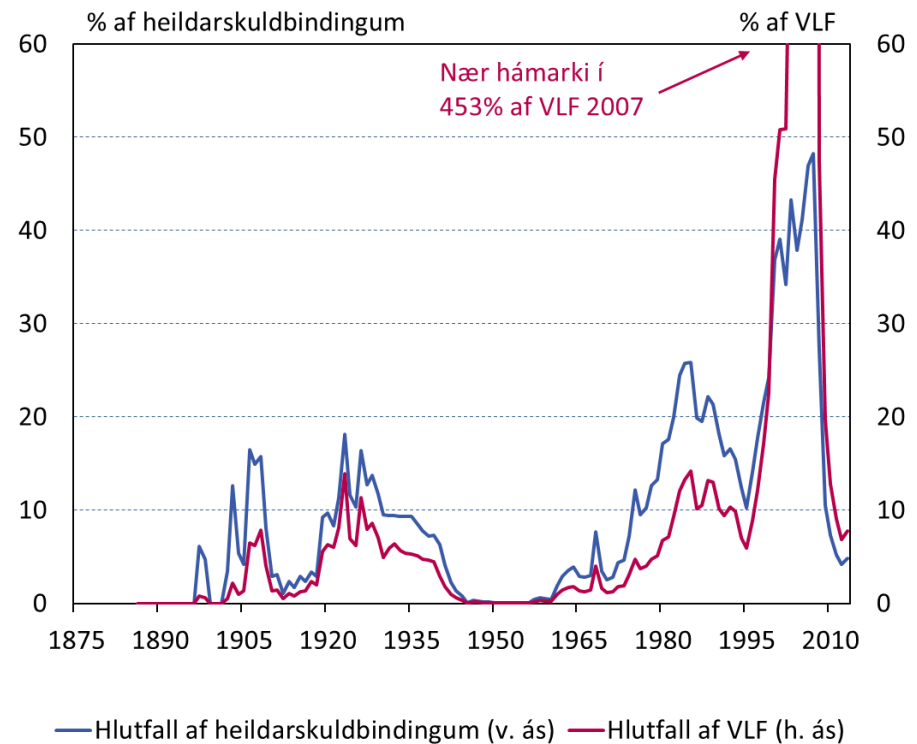


- Alþjóðlegir fjármálamarkaðir hafa ávallt verið mikilvæg uppspretta fjármögnunar íslenskra fyrirtækja – sérstaklega bankakerfisins sem síðan hefur miðlað fjármagninu áfram út í þjóðarbúskapinn
- Stöðug aukning varð á fjármagnsflæði til og frá landinu í kjölfar afléttingar fjármagnshafta um miðjan 10. áratug síðustu aldar – sem síðan jókst gríðarlega í kjölfar einkavæðingar fjármálakerfisins snemma á nýrri öld og þar til fjármálakreppan reið yfir

Vergar fjármagnshreyfingar og viðskiptajöfnuður 1980-2015¹



Erlend heildsölufjármögnun bankakerfisins



1. Vergt fjármagnsinnflæði erlendra aðila er mælt sem hrein kaup þeirra á innlendum eignum en vergt fjármagnsútfæði innlendra aðila (sýnt sem neikvæðar tölur) er mælt sem hrein kaup þeirra á erlendum eignum. Viðskiptajöfnuður fyrir árin 2008-2015 byggist á mat á undirliggjandi viðskiptajöfnuði.

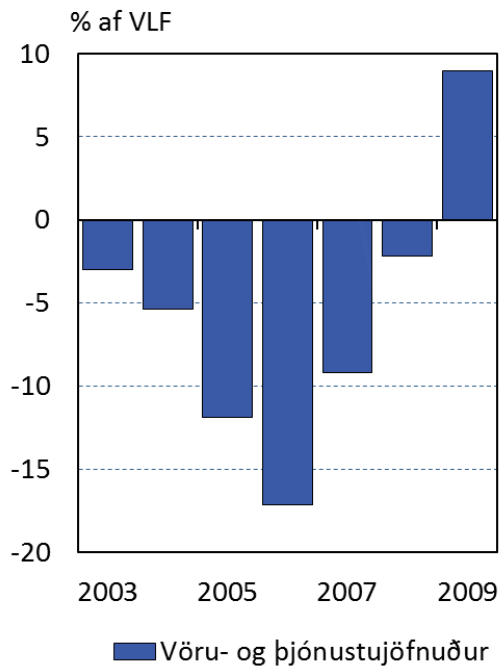
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, B. G. Einarsson, K. Gunnlaugsson, Þ. T. Ólafsson, & Þ. G. Pétursson (2016), "Small open economies in the vast ocean of global high finance", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 73.

... ekki síst í fjármálakreppunni 2008

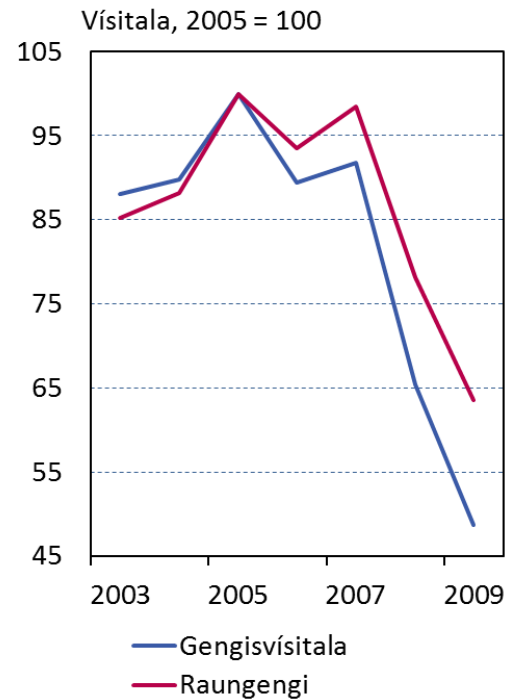
- Hið mikla innra og ytra ójafnvægi sem byggðist upp í aðdraganda fjármálakreppunnar 2008 ... og síðan fjármálahrunið í kjölfarið, virðist nátengt rúmri alþjóðlegri lausafjárstöðu í aðdraganda kreppunnar og snörpum viðsnúningi þess í kjölfar falls bandaríska fjárfestingarbankans Lehman-bræðra
- Er til staðar innlend fjármálasveifla sem er að miklu leyti drifin áfram af sveiflum í alþjóðlegum fjármálaskilyrðum?

Fjármálasveiflan 2003-2009

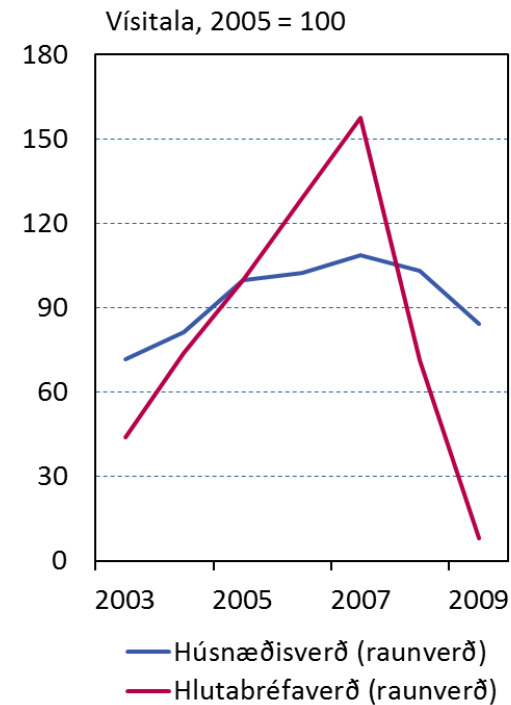
Vöru- og þjónustujöfnuður



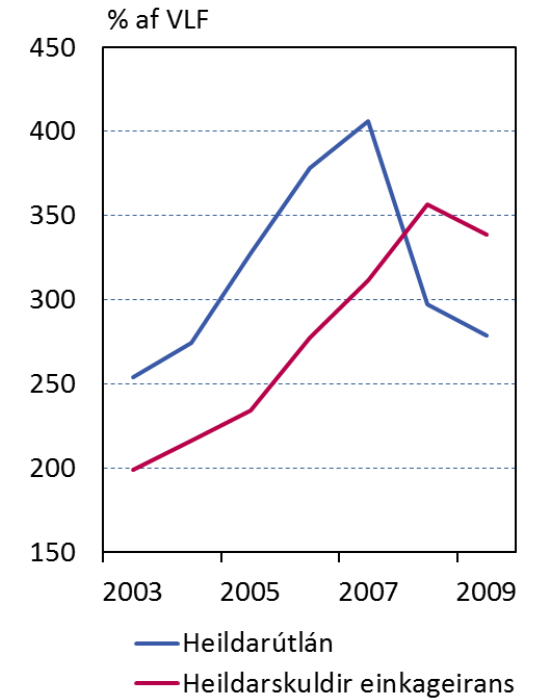
Gengi krónunnar



Eignaverð



Útlán og skuldir



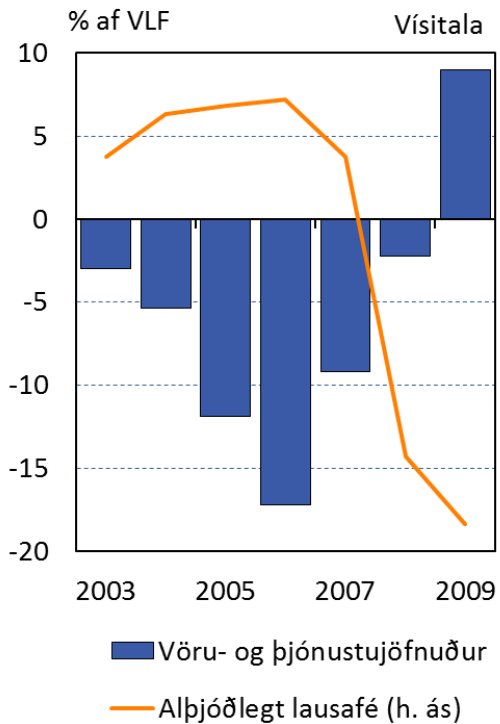
... ekki síst í fjármálakreppunni 2008



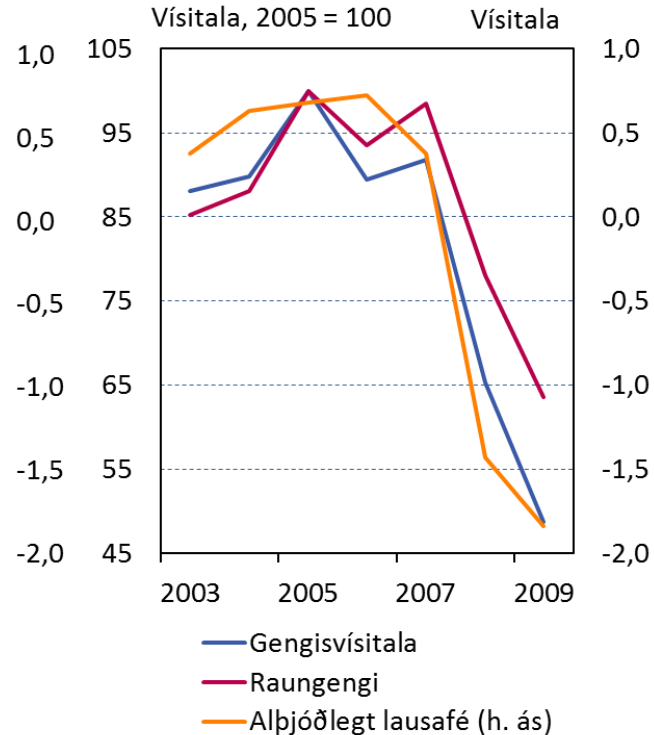
- Hið mikla innra og ytra ójafnvægi sem byggðist upp í aðdraganda fjármálakreppunnar 2008 ... og síðan fjármálahrunið í kjölfarið, virðist nátengt rúmri alþjóðlegri lausafjárstöðu í aðdraganda kreppunnar og snörpum viðsnúningi þess í kjölfar falls bandaríska fjárfestingarbankans Lehman-bræðra
- Er til staðar innlend fjármálasveifla sem er að miklu leyti drifin áfram af sveiflum í alþjóðlegum fjármálaskilyrðum?

Fjármálasveiflan 2003-2009

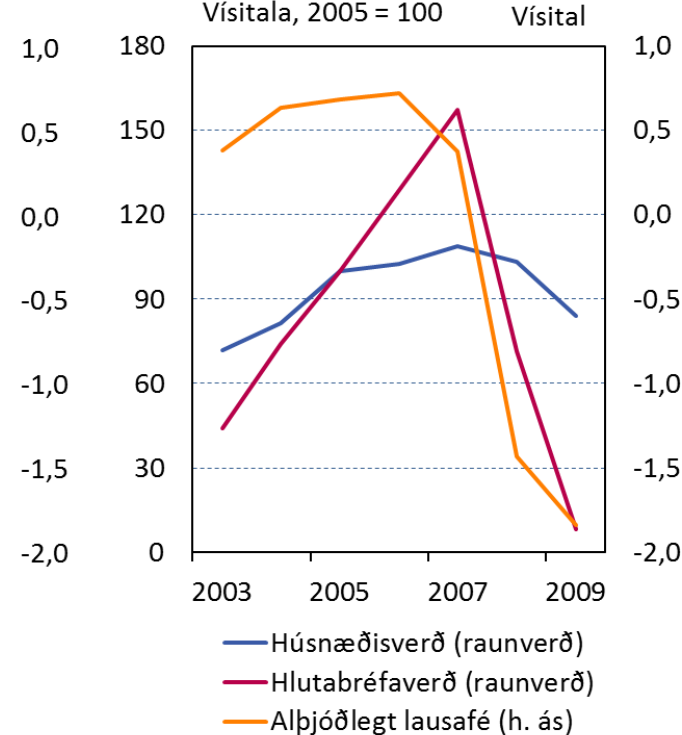
Vöru- og þjónustujöfnuður



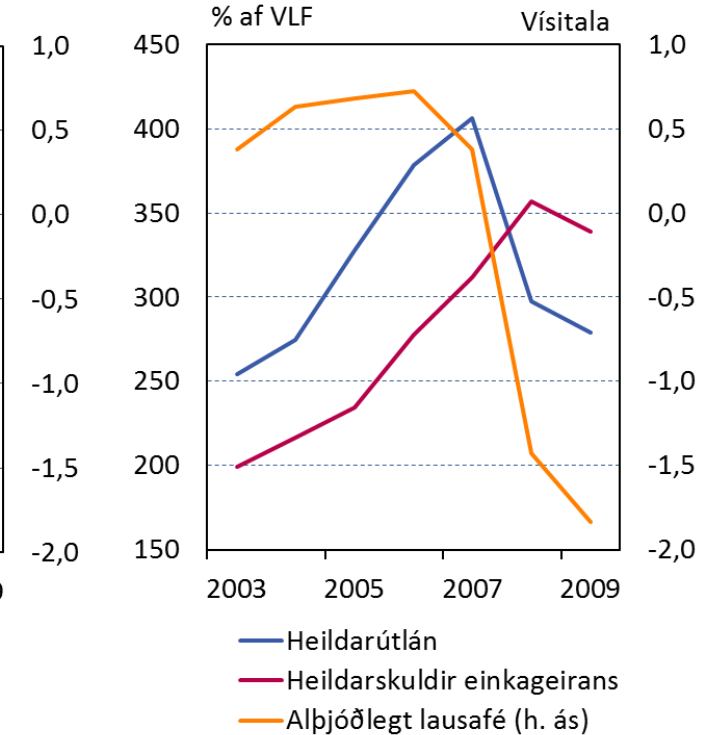
Gengi krónunnar



Eignaverð



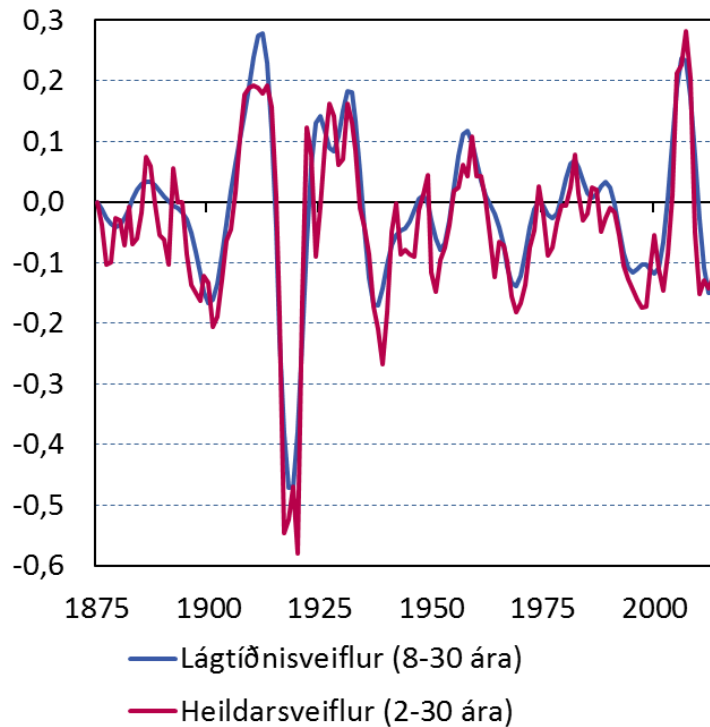
Útlán og skuldir



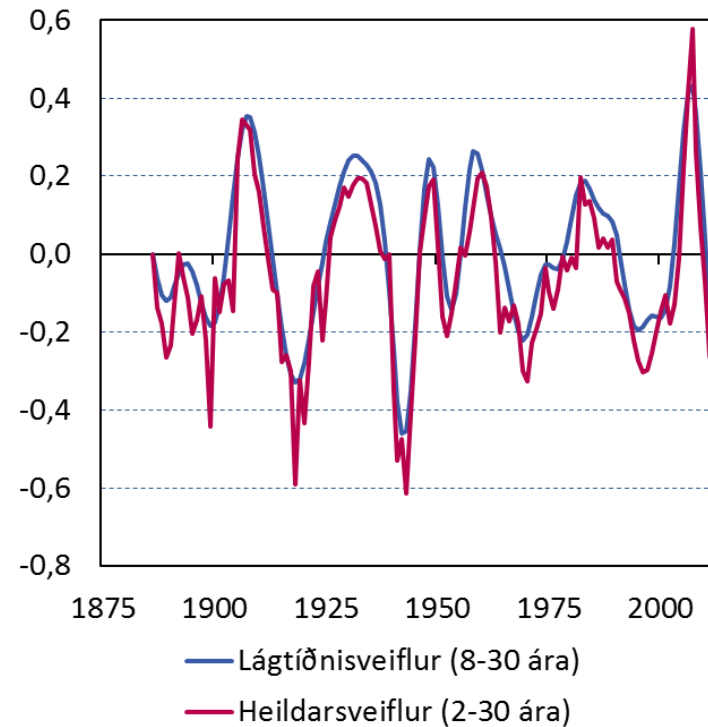
Fjármálastærðir drifnar áfram af lágtíðnisveiflum ...

- Til að kanna það nánar byggðum við gagnasafn fyrir tímabilið 1875-2013 sem nær yfir 10 fjármálastærðir (húsnæðisverð, útlán, peningamagn, auk gagna um stærð bankakerfisins, girun þess og fjármögnun)
- Notum tíðnisú til að meta lágtíðnisveiflur (8-30 ára sveiflur) fyrir hverja röð og svo virðist sem þessar sveiflur ráði meira um þróun þessara fjármálastærða en sveiflur á hefðbundinni hagsveiflutíðni (2-8 ára sveiflur)

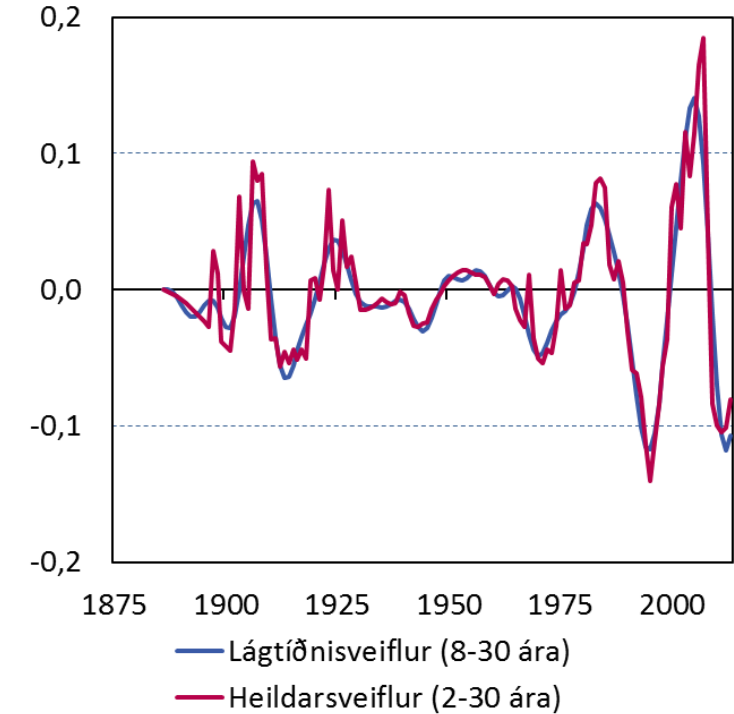
Sveiflur í raunverði húsnæðis¹



Sveiflur í útlánnum á föstu verði^{1,2}



Sveiflur í heildsölufjármögnun banka^{1,3}



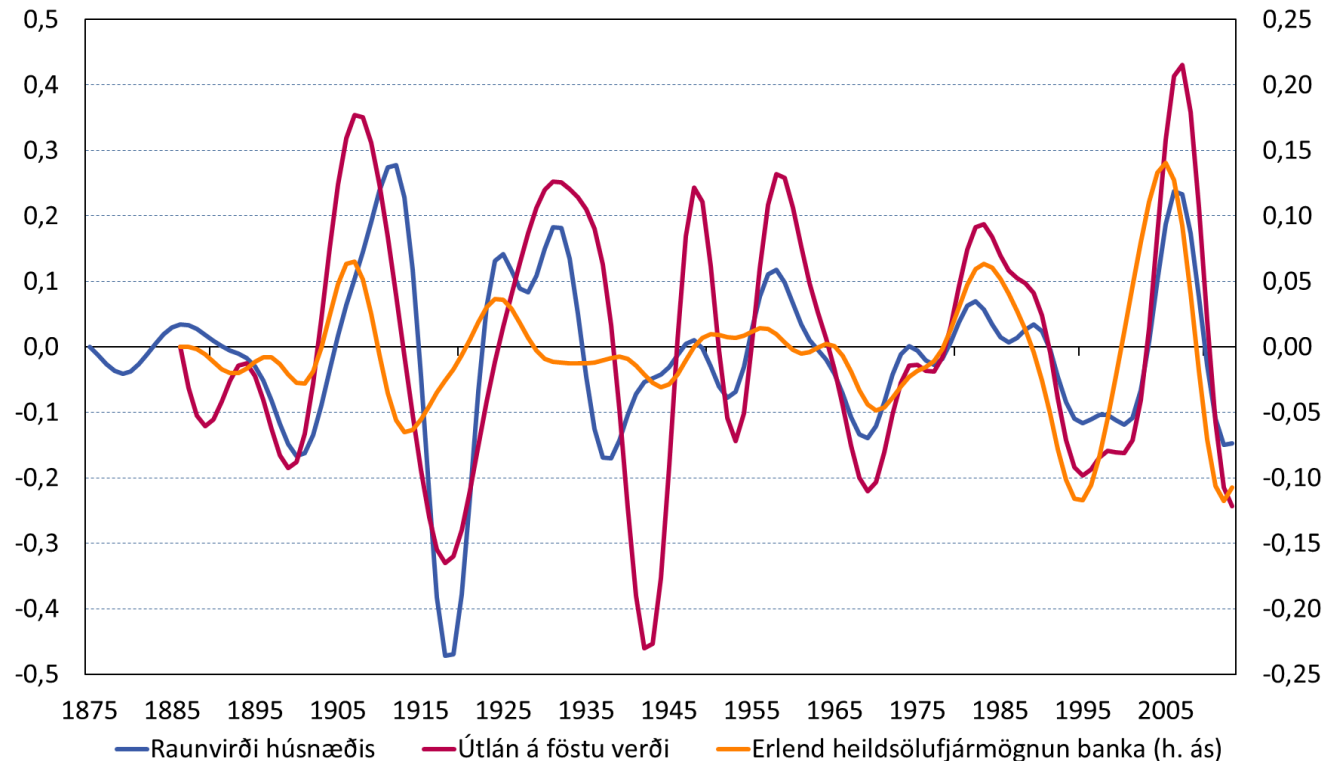
1. Lágtíðnisveiflur (8-30 ára) og heildarsveiflur (2-30 ára) metnar með tíðnisú Christiano-Fitzgerald. 2. Útlán eru mæld með heildarútlánnum og skuldabréfaeign lánakerfisins. 3. Erlend heildsölufjármögnun bankakerfisins er mæld í hlutfalli við heildarskuldur bankakerfisins.

Heimild: B. G. Einarsson, K. Gunnlaugsson, Þ. T. Ólafsson, & Þ. G. Pétursson (2016), "Small open economies in the vast ocean of global high finance", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 73.

... sem virðast fylgjast að yfir tíma ...

- Þessar lágtíðnisveiflur virðast fylgjast að yfir tíma og virðist samfylgnin aukast er líður á tímabilið
- Undantekningarnar eru peningamagn og gírun bankakerfisins – en fyrir hinar sjö fjármálastærðirnar er fylgnin 0,59 fyrir allt tímabilið en eykst í 0,70 fyrir tímabilið frá 1945
- Bendir til tilvistar vel skilgreindrar samsveiflu ólíkra fjármálastærða ... „fjármálasveiflan“

Lágtíðnisveiflur í húsnæðisverði, útlánum og erlendri heildsölufjármögnun banka¹

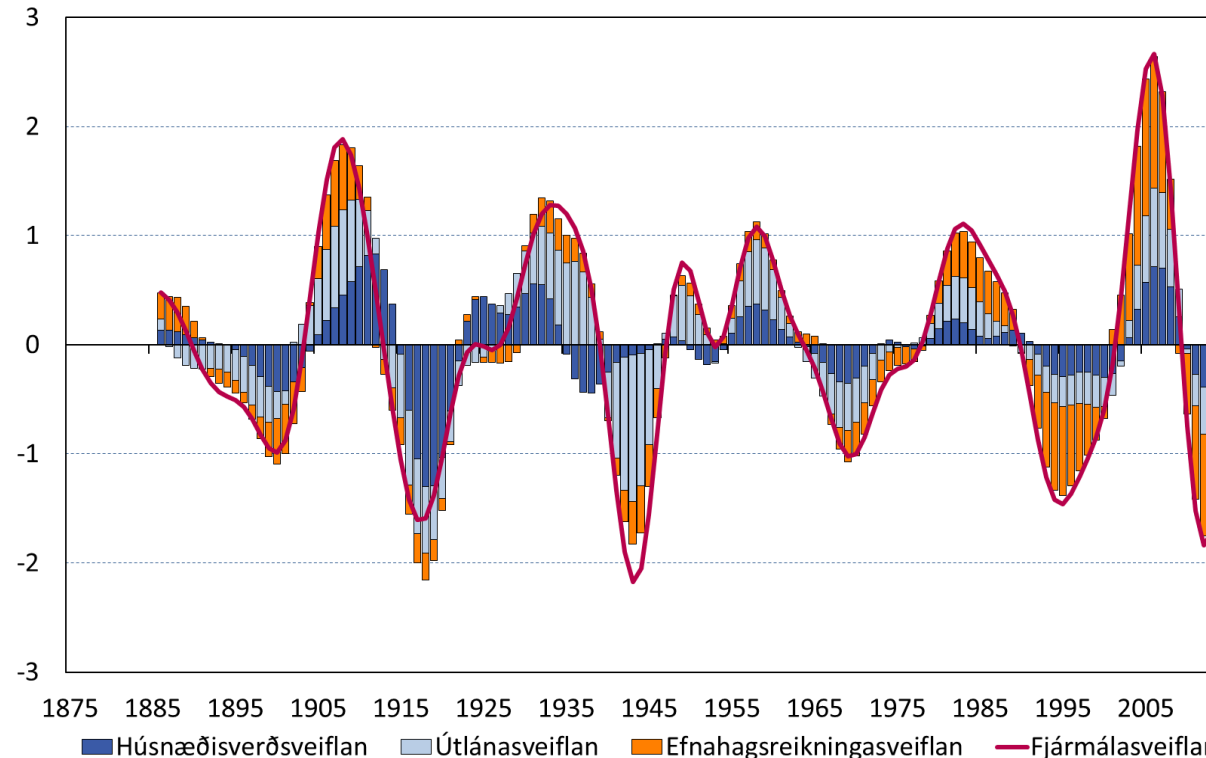


1. Lágtíðnisveiflur (8-30 ára) metnar með tíðnisíu Christiano-Fitzgerald. Útlán eru mæld með heildarútlánum og skuldabréfaeign lánakerfisins. Erlend heildsölufjármögnun bankakerfisins er mæld í hlutfalli við heildarskuldur bankakerfisins.
 Heimild: B. G. Einarsson, K. Gunnlaugsson, Þ. T. Ólafsson, & Þ. G. Pétursson (2016), "Small open economies in the vast ocean of global high finance", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 73.

... og benda til sameiginlegrar fjármálasveiflu ...

- Til að meta fjármálasveifluna notum við frumbáttgreiningu og er fyrsti frumbátturinn skilgreindur sem fjármálasveiflan: skýrir 65% af lágtíðnisveiflum í fjármálastærðunum (75% á tímabilinu eftir 1945)
- Fæst sveifla með meðallengd upp á 16 ár og alls eru með 7 hátoppar á öllu tímabilinu þar sem sveiflur í húsnæðisverði, útlánunum og efnahagsreikningum leika misstórt hlutverk

Fjármálasveiflan og framlag undirliggjandi sveiflna¹



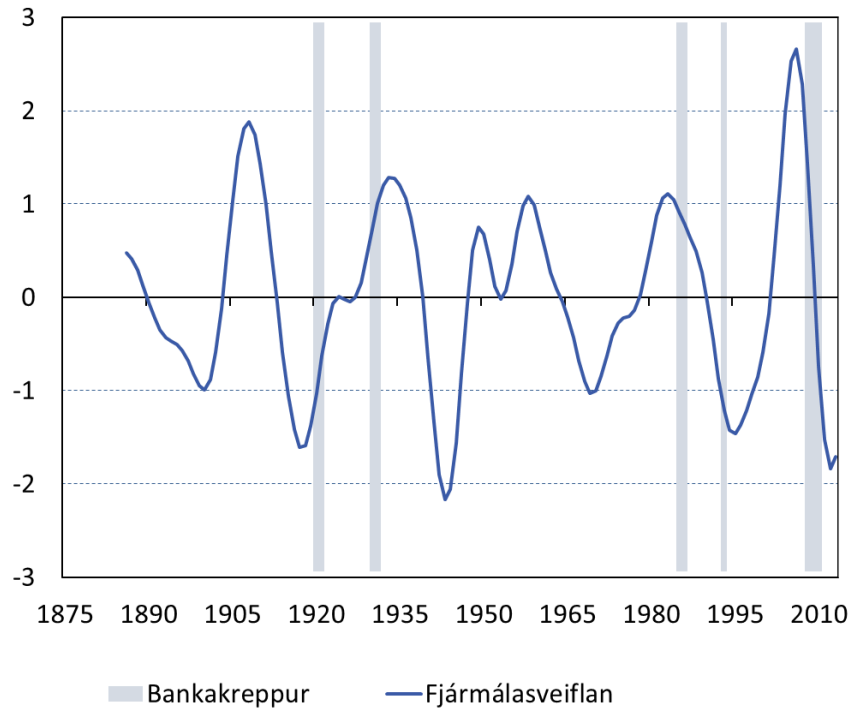
1. Fjármálasveiflan og framlag einstaka sveiflupáttanna, veginna með hlutdeild þeirra í fyrsta frumbætti. Húsnæðisveiflan er framlag lágtíðnisveiflu raunhúsnæðisverðs til heildarsveiflunnar. Útlánasveiflan er vegið framlag lágtíðnisveifla í útlánunum á föstu verði, hlutfalli útlána af VLF og hlutfalli útlána af M3 til heildarsveiflunnar. Efnahagsreikningasveiflan er vegið framlag lágtíðnisveifla í hlutfalli heildareigna bankakerfisins af VLF og í hlutfalli heildsölu fjármögnunar (heildar og erlendar) af heildarskuldum bankakerfisins til heildarsveiflunnar. Hver þáttur er endurskalaður þannig að samtala þeirra hafi sama meðaltal og staðalfrávik og heildarsveiflan.

Heimild: B. G. Einarsson, K. Gunnlaugsson, Þ. T. Ólafsson, & Þ. G. Pétursson (2016), "Small open economies in the vast ocean of global high finance", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 73.

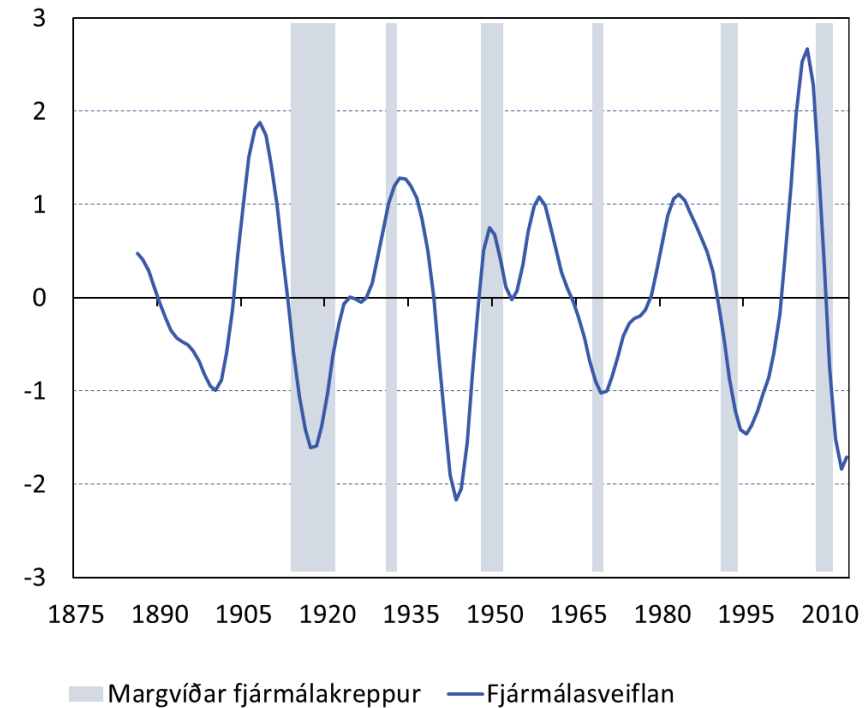
... sem hefur veruleg áhrif á þjóðarbúskapinn ...

- Hagvöxtur er að jafnaði næstum þrefalt meiri í uppsveiflufasa fjármálasveiflunnar en í niðursveiflufasa hennar .. og efnahagssamdráttur varir að jafnaði tvöfalt lengur ef hann fer saman við niðursveiflufasa fjármálasveiflunnar
- Fjármálakreppur virðast einnig oft skella á nálægt hátoppum fjármálasveiflunnar: miðað við 3 ára glugga fara um 80% hátoppa sveiflunnar saman við fjármálakreppur

Fjármálasveiflan og bankakreppur



Fjármálasveiflan og margvíðar fjármálakreppur¹



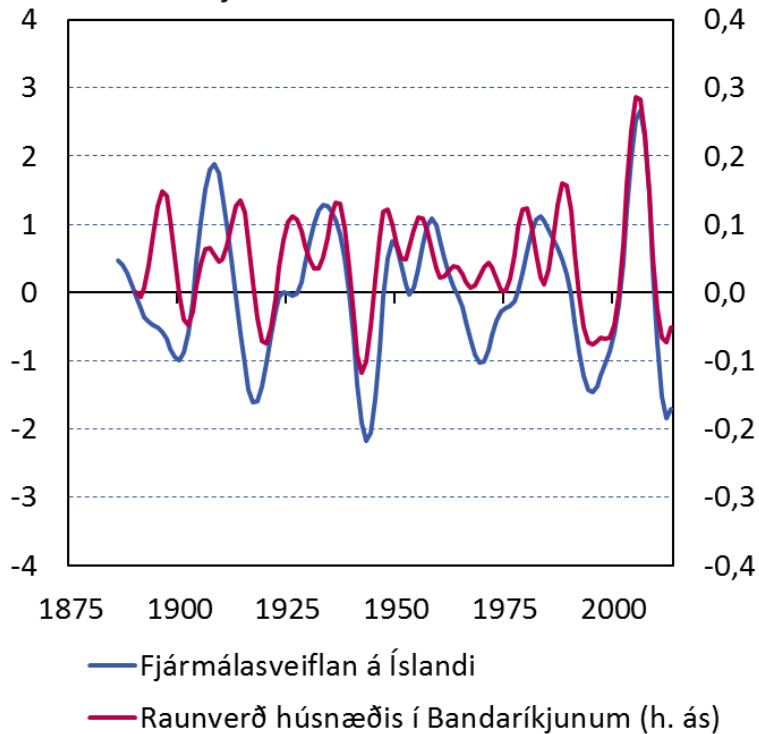
1. „Margvíðar“ fjármálakreppur eru metnar með útfærslu á samsveiflu-algrími Harding-Pagan og er ætlað að ná utan um samþjöppunareiginleika mismunandi tegunda fjármálakreppa (gjalddeyris-, verðbólgu- og bankakreppa).
 Heimild: B. G. Einarsson, K. Gunnlaugsson, Þ. T. Ólafsson, & Þ. G. Pétursson (2016), “Small open economies in the vast ocean of global high finance”, Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 73.

... og ræðst að miklu leyti af alþjóðlegum fjármálaskilyrðum

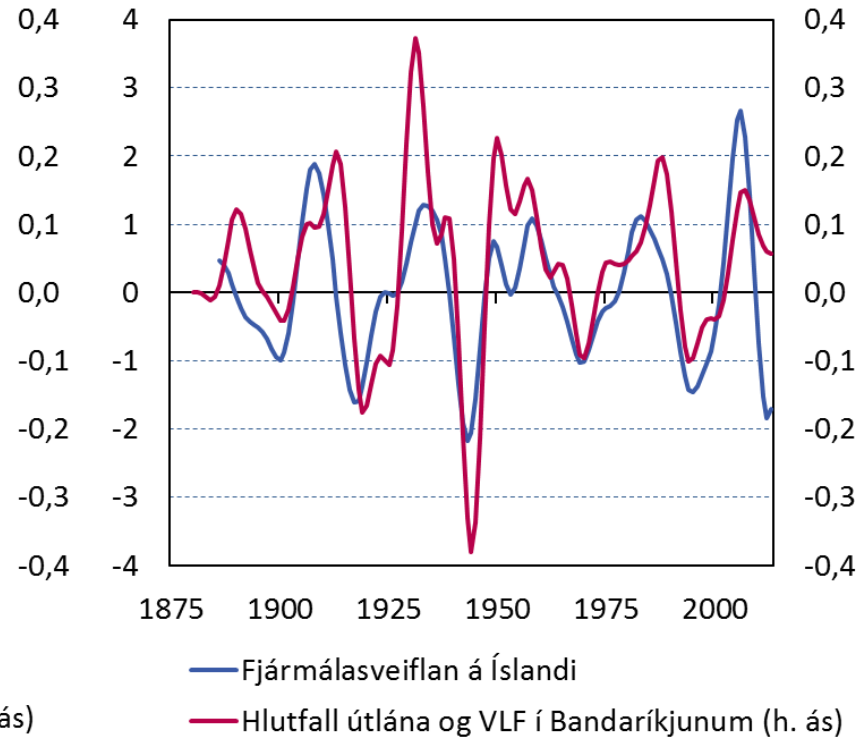


- Mjög sterk tengsl fjármálasveiflunnar við lágtíðnisveiflur í bandarískum fjármálastærðum – og einfaldan mælikvarða á alþjóðlegu fjármálasveiflunni: fylgnin milli fjármálasveiflanna er 0,78 fyrir allt tímabilið og 0,86 frá 1945
- 6 af 7 hátoppum innlendu fjármálasveiflunnar eiga sér samsvarandi hátopp í alþjóðlegu fjármálasveiflunni (annað hvort á sama ári eða 1-2 árum á eftir alþjóðlegu sveiflunni)

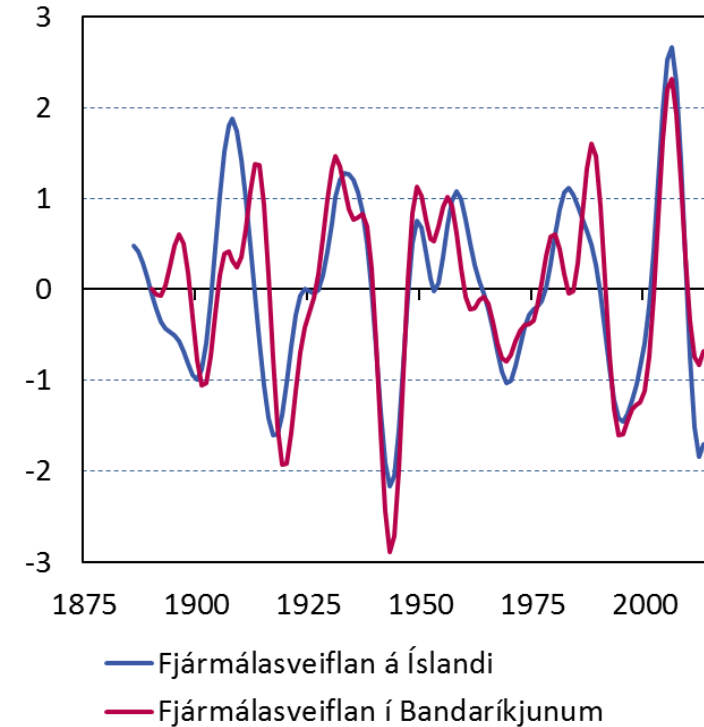
Fjármálasveiflan á Íslandi og húsnaðisverðsveiflan í Bandaríkjunum¹



Fjármálasveiflan á Íslandi og útlánsveiflan í Bandaríkjunum¹



Fjármálasveiflan á Íslandi og í Bandaríkjunum²



1. Lágtíðnisveiflur í raunhúsnaðisverði og hlutfalli útlána af VLF í Bandaríkjunum. 2. Fjármálasveiflan fyrir Bandaríkin er metin sem fyrsti frumþáttur lágtíðnisveifla í þessum tveimur stærðum.
Heimild: B. G. Einarsson, K. Gunnlaugsson, Þ. T. Ólafsson, & Þ. G. Pétursson (2016), "Small open economies in the vast ocean of global high finance", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 73.

Vísendingar um sterka samsveiflu innan fjármálakerfisins ...

- Sveiflur í fjölda fjármálastærða virðast að miklu leyti skýrast af sameiginlegri lágtíðnisveiflu ...
- ... „Fjármálasveiflunni“

... og alþjóðleg smitun sem hefur mikil þjóðhagsleg áhrif

- Fjármálasveiflan ...
 - ... virðist hafa gegnt veigamiklu hlutverki í þróun efnahagsmála hér á landi yfir langt tímabil ... og hátoppar hennar fara oft saman við fjármálaáföll
 - ... virðist að miklu leyti drifin áfram af sveiflum í alþjóðlegum fjármálaskilyrðum ...
 - ... og virðast smitunaráhrifin óháð fyrirkomulagi gengis- og peningamála og því hvort fjármagnshöft séu til staðar eða ekki