



Efnahagshorfur, peningastefnan og láns hæfismat

Már Guðmundsson seðlabankastjóri. Peningamálafundur Viðskiptaráðs, Hilton Reykjavík Nordica, 6. nóvember 2014.

Fundarstjóri, góðir fundargestir,

Það er áralöng hefð fyrir því að Viðskiptaráð standi fyrir fundi sem þessum um ástand og horfur í efnahagsmálum og stefnuna í peningamálum í framhaldi af því að Seðlabankinn birti haustspá sína og á seinni árum vaxtaákvörðun peningastefnunnar. Oft hefur áhersla verið lögð á eitthvert sérefni og að þessu sinni hafa fundarskipuleggjendur áhuga á horfum um láns hæfismat og mun ég víkja að því undir lok máls míns sem að meginhluta mun þó, samkvæmt venju, fjalla um peningastefnuna og ástand og horfur í þjóðarbúskapnum.

Stóra myndin í efnahagsmálum er sú að sá efnahagsbati sem hófst á öðrum ársfjórðungi 2010 er nú það langt fram genginn að slakinn er við það að hverfa úr þjóðarbúskapnum. Þá hefur jafnvægið í íslenskum þjóðarbúskap sjaldan verið betra en nú. Það er innra jafnvægi sem birtist í því að verðbólga hefur verið við eða undir verðból gumarkmiði Seðlabankans í níu mánuði og efnahagssumsvif eru nálægt framleiðslugetu. Það er ytra jafnvægi sem birtist í því að það hefur verið umtalsverður viðskiptaafgangur sem nægir fyrir hreinu fjármagnsústreymi og reyndar gott betur þar sem Seðlabankinn hefur það sem af er þessu ári keypt gjaldeyri sem samsvarar um 95 ma.kr. eða 5% af VLF.

Samkvæmt spá Seðlabankans eru horfurnar næstu misserin góðar. Hagvöxtur verður rétt tæp 3% í ár en eykst síðan í um 3½% á næsta ári og lækkar síðan á ný í tæplega 3% á árinu 2016. Talið er að þessi vöxtur verði umfram vöxt framleiðslugetu og því gæti myndast framleiðsluspenna, einkum á næsta ári, sem að öðru óbreyttu stuðlar að meiri verðbólgu.

Hagvöxturinn á árunum 2014-2016 er drifinn áfram af innlendri eftirspurn, bæði einkaneyslu og fjárfestingu, en framlag utanríkisviðskipta til vaxtarins er neikvætt öll árin. Afleiðingin er sú að mikill viðskiptaafgangur síðustu misserin lækkar verulega á næsta ári og snýst í lítilsháttar halla á árinu 2016. Þetta er í sjálfu sér áhyggjuefni

og vonandi rætist þessi spá ekki þar sem Ísland þarf á viðskiptaafgangi að halda næstu árin meðan það er að koma erlendum skuldum á öruggara stig og byggja upp gjaldeyrisforða sem ekki er fjármagnaður af erlendum lánnum. Hagstjórn og efnahagslegir hvatar þyrftu því að taka einnig mið af því að bæta horfur um viðskiptajöfnuð.

Verðbólga hefur nú verið undir markmiði í níu mánuði samfleytt. Það er næstlengsta slíkt tímabil síðan verðból gumarkmið var tekið upp í mars 2001 en það lengsta var frá nóvember 2002 til október 2003, samtals tólf mánuðir. En það er ekki útilokað að það met verði slegið nú þar sem samkvæmt spá Seðlabankans sem birt var í gær er gert ráð fyrir að verðbólgan verði undir markmiðinu á fyrstu mánuðum næsta árs.

Það er ekkert fremur æskilegt að verðbólga sé fyrir neðan markmið heldur en fyrir ofan. Í þessu sambandi megum við ekki falla í þá gryfju að ætla að tæki peningastefnunnar séu það öflug og hraðvirk að verðbólga geti alltaf verið 2,5% þrátt fyrir þá margvíslegu hnykki sem þjóðarþúskaþurinn verður fyrir. Aðalatriðið er að verðbólgan sé að meðaltali yfir lengra tímabil nægilega nálægt markmiðinu til þess að það geti orðið viðmiðun verðbólguvæntinga og alls kyns ákvarðana sem krefjast mats á framtíðarverðbólgu.

En hvað er þá nægilega nálægt? Hin svokölluðu þolmörk verðból gumarkmiðsins, þ.e. 1% og 4%, eru of víð í þessu sambandi enda eru þau aðeins tilefni greinargerðar til ríkisstjórnar um hvernig markmiðinu skuli ná á ný. Verðból gumarkmiðið er því ekki 1-4%. Ég segi líka stundum til að undirstrika stýrivandann að það sé heldur ekki 2,5% heldur 2½%. Það þýðir að ef við hugsum í heilum og hálfum prósentum myndi frávik frá markmiðinu sem er hálf prósent eða minna teljast innan þeirra marka þar sem við myndum telja verðbólguna vera við markmiðið. Í þessari merkingu verður verðbólga, samkvæmt spá Seðlabankans, við verðból gumarkmiðið allt spátímabilið og til loka 2017 ef undan eru skildir tveir ársfjórðungar sinn hvorum megin við áramótin 2015/16. Að meðaltali yfir árin 2014-17 verður verðbólgan samkvæmt spánni 2,6% eða á 2½% markmiðinu. Gangi þetta eftir gæti það ekki talist annað en ásættanlegur árangur.

Það er auðvitað minna áhyggjuefni að verðbólga víki tímabundið frá markmiði ef verðbólguvæntingar gera það ekki einnig til sömu áttar. Framan af þessu ári voru verðbólguvæntingar fyrir ofan markmiðið jafnvel þó verðbólgan sjálf væri fyrir neðan það. Sú ánægjulega þróun hefur hins vegar átt sér stað að undanförunu að verðbólguvæntingar hafa hniðið að markmiðinu og eru á suma mælikvarða komnar nálægt því, sérstaklega þegar horft er til skemmri tíma. Þetta skiptir máli fyrir peningastefnuna eins og ég kem að síðar.

Ég hef nú fjallað um ástand og horfur í efnahagsmálum. En hvað með óvissu og þekkta áhættu?

Það stafar áhætta af alþjóðlegri efnahagsþróun sem mér virðist alltént á næstunni vera niður á við hvað viðkemur bæði hagvexti og verðbólgu. Þá er sú hætta fyrir hendi að okkur mistakist varðandi hagstjórn og kjarasamninga eins og við höfum gert oft áður í uppsveiflu. Þá verður hagvöxturinn eitthvað meiri í stuttan tíma en viðskiptajöfnuður versnar og verðbólga eykst sem að lokum leiðir til þess að hagvöxtur minnkar.

Það er óvissa varðandi gengisþróun í tengslum við uppgjör slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja og losun fjármagnshafta. Um þetta er ekki mikið hægt að segja hér og nú annað en að það er markmið þeirrar vinnu sem nú er í gangi af hálfu stjórnvalda að finna leiðir þar sem þessi áhætta er lágörkuð. Slíkar leiðir eru til en jafnframt er ljóst að þetta er áhættusamt ferli þar sem ýmislegt gæti farið úrskeiðis ef ekki er vandað til verka, og jafnvel samt.

Ég sný mér nú að peningastefnunni. Í gær var tilkynnt sú ákvörðun peningastefnunar að lækka vexti Seðlabankans um 0,25 prósentur. Það var gert með vísan til nýliðinnar þróunar og nærhorfa varðandi verðbólgu og þeirrar hjöðnunar verðbólguvæntinga sem ég ræddi hér áðan. Að óbreyttum nafnvöxtum Seðlabankans hefðu raunvextir bankans verið orðnir hærri en staða hagsveiflunnar og nærhorfur gefa tilefni til, sérstaklega þar sem útlit er fyrir að þeir geti hækkað frekar á næstu mánuðum.

Mat á raunvöxtum Seðlabankans er ekki alltaf einhlítt því mismunandi mælikvarðar á verðbólgu og verðbólguvæntingar gefa mismunandi niðurstöður. Áætlun raunvaxta sem byggir á meðaltali mismunandi mælikvarða á verðbólgu og -væntingum gaf þá niðurstöðu að þeir hefðu verið um 2½% fyrir vaxtalækkunina og hefðu hækkað um það bil eina prósentu síðan fyrir ári, sem er mikið þegar um er að ræða raunvexti. Færa má fyrir því rök að ef eitthvað er þá sé þetta frekar vanmat en ofmat á raunvöxtunum þar sem kerfisbundin jákvæð skekkja er í verðbólguvæntingum heimila og verðbólguálag á markaði felur í sér áhættuþóknun.

Hvaða taumhald gagnvart innlendri eftirspurn og verðbólgu er talið felast í þessum raunvöxtum, eða öðrum, veltur á því hverjir eru taldir vera jafnvægisraunvextir á hverjum tíma, þ.e. þeir raunvextir sem hvorki hvetja né letja hagkerfið. Þeir hafa væntanlega lækkað hér á landi eins og víðast í framhaldi af fjármálakreppunni en um stig þeirra ríkir töluverð óvissa og er eitt af hlutverkum peningastefnunar að leggja mat á það. Það er hins vegar eðlilegt að vextir Seðlabankans fari

upp fyrir jafnvægisvextina þegar framleiðsluspenna myndast og verðbólga er yfir markmiði en við erum ekki enn á þeim stað. Því var eðlilegt að draga úr hækkun raunvaxta með lækkun vaxta nú.

Þá spyrja ugglaust einhverjir: Hefði ekki mátt lækka vextina fyrr og hefur aðhaldsstig peningastefnunnar ekki einfaldlega verið of hátt að undanfögnu? Ég tel ekki tilefni til að skera úr um það með afgerandi hætti hér og nú enda lítur yfirleitt margt öðruvísi út þegar það er grandskoðað eftir á, eða eins og segir í Njálu: „Allt orkar tvímælis þá gjört er“. Ég held þó að til séu veigamikil rök á þá vogarskál sem merkt er nei hvað viðkemur báðum spurningum.

Hvað tímasetninguna varðar má nefna að það er ekki fyrr en mjög nýlega sem verðbólguvæntingar hafa hnigið að markmiði í þeim mæli sem nú er orðið. Hvað það seinna varðar má nefna að flestir þeir mælikvarðar sem venjulega er litið til varðandi taumhald peningastefnu hafa lengst af verið á eðlilegu róli og ekki eru mikil önnur ummerki um að peningastefnan hafi verið of aðhaldssöm nema þá kannski á allra síðustu mánuðum. Þannig er t.d. nafnvöxtur breiðs peningamagns um 6% þegar leiðrétt hefur verið fyrir þáttum sem ætla megi að standi í litlu sambandi við innlend efnahagssumsvif eins og innlán fallinna fjármálafyrirtækja í slitameðferð. Þetta er í ágætu samræmi við það sem ætti að vera í jafnvægi þegar verðbólga er við markmið og hagvöxtur er jafn vexti framleiðslugetu.

Skoðun á vexti landsframleiðslu á verðlagi hvers tíma gefur svipaða niðurstöðu. Hann verður, miðað við spár fyrir 2014, að meðaltali 5% hér á landi á árunum 2011-2014, samanborið við tæp 4% í Bandaríkjunum og Bretlandi, um 2½% í Svíþjóð sem er einungis rétt yfir verðbólgu markmiðinu og um 1½% á evrusvæðinu sem nær ekki einu sinni verðbólgu markmiðinu. Þetta hefur verið notað sem rökstuðningur fyrir því að peningastefnan hafi verið of aðhaldssöm á evrusvæðinu og einnig í Svíþjóð en sömu rök eiga ekki við hér eins og tölurnar sýna.

Síðast en ekki síst má nefna að hagvöxtur hefur verið nokkuð góður og slakinn verið að hverfa úr hagkerfinu á sama tíma og verðbólga hefur stefnt í markmið. Það myndu margir telja vitnisburð um að peningastefnan geti vart talist hafa verið augljóslega röng.

Það virtist vekja athygli í gær að vaxtabreytingar á komandi misserum væru háðar því sem gerðist á vinnumarkaði varðandi almenna launaþróun. En það er greinilega margvíslegur misskilningur í gangi varðandi það hvað í því felst. Til lengdar, en ekki endilega á hverjum tíma, ættu laun á vinnumarkaðnum í heild, en ekki endilega hjá sérhverjum hóp, að hækka sem nemur verðbólgu markmiðinu að

viðbættri framleiðniþróun. Hversu mikið það er ræðst þá af framleiðniaukningu. Hún virðist lítil um þessar mundir eða í kringum 1%. Það þýðir að svigrúm til launahækkana sem samrýmast verðbólgu markmiði er, því samsvarandi, 3,5%. Hvað það þýðir varðandi kjarasamninga fer eftir því hvað talið er fært í því að hemja launaskrið.

Einstakir hópar geta auðvitað hækkað meira en þá verða aðrir að setta sig við að hækka minna og stundum geta verið rök fyrir því. Svo lýtur þetta að langtímasambandi. Um einhverja hríð og jafnvel einhver ár geta laun hækkað meira án þess að ógna verðbólgu markmiði, t.d. ef hlutdeild launa í þjóðartekjum er óvenju lítil í framhaldi af kreppu og atvinnureksturinn er í færum til að taka hluta þeirra á sig. Það hefur að hluta til verið að gerast á síðustu árum. Þá geta aðrir þættir unnið á móti meiri launahækkunum eins og á þessu ári þar sem lækkandi innflutningsverð í erlendri mynt og styrkara gengi hafa stuðlað að lækkandi verðbólgu jafnvel þótt launahækkunar sé umtalsvert umfram samtölu verðbólgu markmiðs og framleiðniaukningar.

Ýmislegt bendir til þess að ekki verði hægt að reiða sig á þá þætti sem hér hafa verið nefndir sem mótvirkandi á næsta ári. Slakinn verður þá væntanlega horfinn úr þjóðarbúskapnum, hlutdeild launa í þjóðartekjum við eða yfir sögulegu meðaltali og forsendur frekari gengishækkunar ekki til staðar þar sem viðskiptaafgangur er að minnka og raungengi ekki lengur fyrir neðan það sem ætla má að sé jafnvægisgengi. Mismunandi hækkunar til mismunandi hópa geta eigi að síður átt sér stað standi aðstæður og vilji til þess.

Undir lok ræðu minnar vind ég mínu kvæði í kross og segi nokkur orð um lánshæfismat. Lánshæfismat á, þegar öllu er á botninn hvolft, að meta líkurnar á því að lántaki muni greiða af lánum sínum að fullu og á réttum tíma. Þessar líkur eru síðan háðar annars vegar greiðslugetunni og hins vegar greiðsluviljanum, sem er eins og sagan sýnir ekki endilega eitt og hið sama, sbr. annars vegar Finnland og hins vegar Argentínu.

Stundum virðist sem lánshæfismatsfyrirtækin fari út fyrir það að meta líkur á greiðslufalli og séu með einhvers konar allsherjar gæðastimpil á efnahagslíf og stjórnkerfi. Þannig mætti t.d. spyrja hverjar líkurnar séu á greiðslufalli íslenska ríkisins fyrst það varð ekki í fjármála-kreppunni.¹ En það þýðir lítið að deila við þau um þetta og reyndar virðist mér að úr ýmsu hafi verið bætt í framhaldi af reynslu í kreppunni. Þegar nánar er að gáð hefur mikið af því sem

¹ Sjá nánar: Innlegg seðlabankastjóra í pallborðsumræður á málstofu Alþjóðagreiðslubankans *A world without risk-free assets?*, Alþjóðagreiðslubankinn, Basel, 8.-9. janúar 2013. Sjá: [hér](#)

lánshæfismatsfyrirtækin líta til augljóst samhengi við þróun bæði greiðslugetu og greiðsluvilja. Þessir þættir eru skuldastaða og ábyrgðir, hagvaxtarmöguleikar, uppbygging og stærð hagkerfis og aðrir þættir sem hafa áhrif á viðkvæmni fyrir einstökum áföllum, gæði stofnana, stefnufesta og stjórnfesta og stjórnmalaleg áhætta. Þetta gefur auðvitað vísendingar um hvaða þættir gætu verið að halda aftur af lánshæfismati íslenska ríkisins um þessar mundir og hvernig mætti bæta úr.

Lánshæfismat íslenska ríkisins og bankanna í kjölfarið reis hátt á árunum fyrir hrun, kannski hærra en innstæða var fyrir og okkur var hollt. Þrátt fyrir mikla lækkun í kjölfarið tókst að halda lánshæfismatinu í neðstu tröppu fjárfestingarflokks fyrir utan tvö ár í áhættuflokki hjá Fitch Ratings í framhaldi af fyrstu þjóðaratkvæðagreiðslunni um Icesave.

Það að halda Íslandi í fjárfestingarflokki á þessum árum kostaði mikla vinnu og barning en önnur lönd sem á undanförunum árum þurftu að leita til AGS misstu öll einkunn sína niður fyrir fjárfestingarflokk hjá Moody's og S&P. Sum þeirra hafa þó síðan náð að rísa hraðar upp einkunnastigann en Ísland.

Þegar skýrslur matsfyrirtækjanna eru skoðaðar má sjá hvað mun skipta miklu varðandi það að lyfta lánshæfismatinu hjá ríkinu og ryðja þannig brautina fyrir bankana í kjölfarið. Þar má nefna áframhaldandi lækkun skulda hins opinbera og staðfestu í hagstjórn sem varðveitir stöðugleika í gegnum áframhaldandi uppsveiflu. Það verkefni að losa fjármagnshöftin gnæfir líka hátt en það getur virkað í báðar áttir. Árangursrík skref til losunar raska ekki stöðugleika munu hafa jákvæð áhrif en röskun efnahagslegs og fjármálalegs stöðugleika neikvæð.

Mitt mat af þessu og reyndar af samtölum við lánshæfismatsfyrirtækin er að það sé líklega ekki raunhæft að reikna með bættu lánshæfismati alveg í bráð. En ef okkur tekst að varðveita stöðugleika og hagvöxt á nýju ári á sama tíma og það sést að árangursrík skref til losunar fjármagnshafta sem samrýmast stöðugleika og trausti eru a.m.k. hafin, ættu forsendur fyrir hærra lánshæfismati að batna umtalsvert.

Takk fyrir.