16. nóvember 2012

Þjóðarbúskapurinn, peningastefnan, fjármagnshöftin, val á gjaldmiðilsstefnu og næstu skref

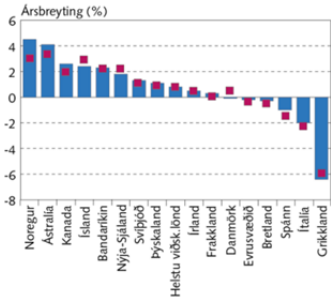
Már Guðmundsson, seðlabankastjóri.
Morgunverðarfundur Viðskiptaráðs 16. nóvember 2012.

Fundarstjóri, góðir fundargestir.

Það er áralöng hefð fyrir því að Viðskiptaráð Íslands standi fyrir fundi sem þessum um ástand og horfur í efnahagsmálum og stefnuna í peningamálum í framhaldi af því að Seðlabankinn birtir haustspá sína. En nú er meira undir, enda titill ræðu minnar óvenju langur. Það helgast að hluta til af því að í septembermánuði síðastliðnum gaf Seðlabankinn út viðamikla skýrslu um valkosti Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum og í framhaldi hefur mikil umræða átt sér stað í þjóðfélaginu. Hin ástæðan er sú að á undanförnum vikum hefur átt sér stað töluverð umræða um það hvernig úrlausn þrotabúa föllnu bankanna tengist áformum um losun fjármagnshafta. Það veitir ekki af vandaðri umræðu um öll þessi tengdu efni og því vil ég eins og áður þakka Viðskiptaráði fyrir það frumkvæði að skipuleggja þennan fund.

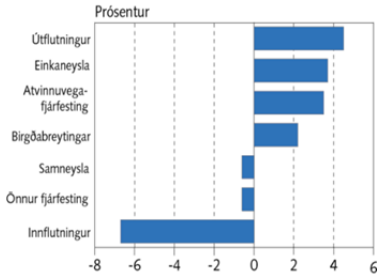
En eins og í fyrra langar mig að byrja á því að líta eitt ár aftur í tímann og skoða hvernig ég mat þá ástand og horfur í þjóðarbúskapnum. Mér fannst stóra myndin vera sú að efnahagsbatinn sem reiknað hafði verið með hefði gengið eftir en stöðugleikinn hefði ekki reynst eins traustur. Þá var reiknað með 3% hagvexti 2011 og um 2½% næstu þrjú ár þar á eftir. Nú er talið að hagvöxturinn verði um 2½% í ár og á næsta ári. Þetta er nokkuð góður hagvöxtur í alþjóðlegu samhengi eins og sjá má á glæru 1 en þar sést líka að efnahagsbatinn hefur átt sér breiðar undirstöður í vexti útflutnings, einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingu.

Hagvöxtur á fyrri hluta árs 2012 og horfur fyrir 2012



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Eurostat, Hagstofa Íslands, OECD.

Framlag undirliða landsframleiðslu til efnahagsbata[1]

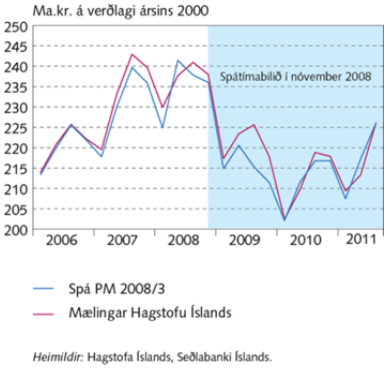


1. Frá fyrri helmingi 2010 til fyrri helmings 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vandamálið í fyrra var hins vegar talið vera verðbólgan sem hafði vaxið ásmegin eftir því sem leið á árið 2011 og átti æ stærri rætur að rekja til innlendra þátta, ekki síst vegna launahækkana í framhaldi af kjarasamningum. Verðbólgan hafði þá náð tímabundu hámarki í september 2011 í 5,7%. Það var talið að hún myndi haldast á því róli fram á fyrstu mánuði ársins 2012 en síðan myndi hún hjaðna og reyndar verða komin nokkuð nærri verðbólgumarkmiði undir lok ársins en nást að fullu á árinu 2013. Þetta gekk hins vegar ekki eftir. Verðbólgan náði hámarki í 6½% á fyrstu mánuðum þessa árs og fór ekki að hjaðna fyrr en um vorið og var enn í október 4,2%. Að þessu sinni var það fremur veikt gengi en launaþróun sem skýrir frávikið enda hefur launaskrið verið minna en sumir töldu að gæti orðið og endurspeglar það að einhverju leyti veikari bata á vinnumarkaði en vonast hafði verið til.

Þetta er eitt dæmið af mörgum um það að Seðlabankanum hefur yfirleitt gengið betur að spá hagvexti en verðbólgu, eins og ítarlega er fjallað um í nýútkomnum Peningamálum. Ein veigamikil ástæða þess eru miklar sveiflur í gengi krónunnar sem stundum eru í veikum tengslum við undirliggjandi efnahagsaðstæður. Gengi krónunnar slær í okkar litla hagkerfi sterkt út í verðbólgu en áhrifin á hagvöxt eru miklu dempaðri, meðal annars þar sem áhrif gengisbreytinga á þjóðarútgjöld annars vegar og viðskiptajöfnuð hins vegar eru í gagnstæða átt.

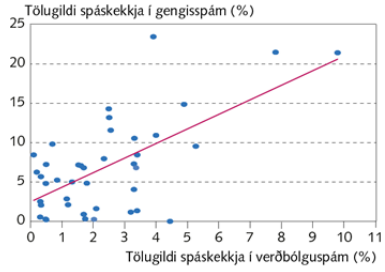
Verg landsframleiðsla - samanburður við spá PM 2008/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

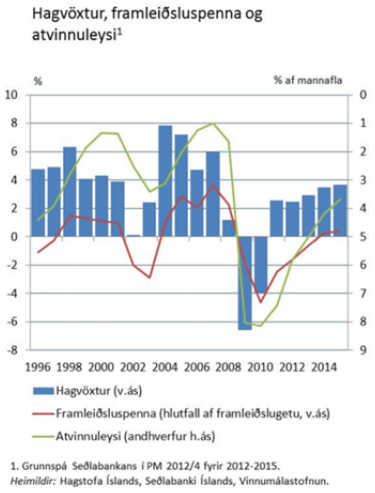
Spáskekkjur í verðbólguspám Seðlabankans og frávik meðalgengis frá eins árs spáðu gengi 2001-2011

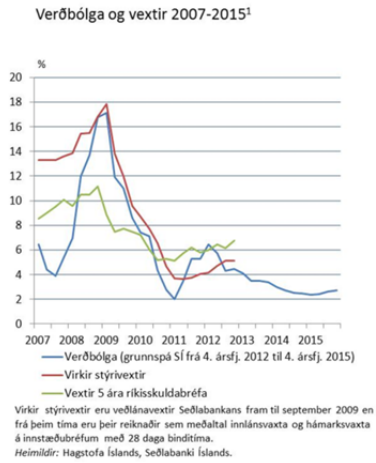
Spár eitt ár fram í tímann



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þessi glæra sýnir þetta glöggt. Hún sýnir vinstra megin samanburð á spá Seðlabankans um verga landsframleiðslu sem gerð var í nóvember 2008, þ.e.a.s. rétt eftir fjármálahrunið, og hins vegar núverandi mælingar Hagstofunnar. Fylgnin er nánast ótrúleg, bæði varðandi dýpt samdráttarins, tímasetningu viðsnúnings og styrk uppsveiflunnar. Og munum það að það er alltaf erfitt að spá en alveg sérstaklega eftir að mjög stór högg hafa lent á þjóðarbúinu. Ég veit að þessi mynd hefur vakið athygli meðal ýmissa hagfræðinga utan landssteinanna og er mér óhætt að veita hrósið þar sem ég kom þarna hvergi nærri. Hægra megin sést hins vegar hversu spáskekkjur um verðbólgu eru nátengdar frávikum raunverulegrar gengisþróunar við það sem reiknað var með í spám hvers tíma. Þetta er í raun bara ein hlið á því hvernig umframsveiflur á gengi gera framkvæmd peningastefnunnar erfiðari en um það er töluvert fjallað um í gjaldmiðlaskýrslunni sem ég kem nánar að hér á eftir.



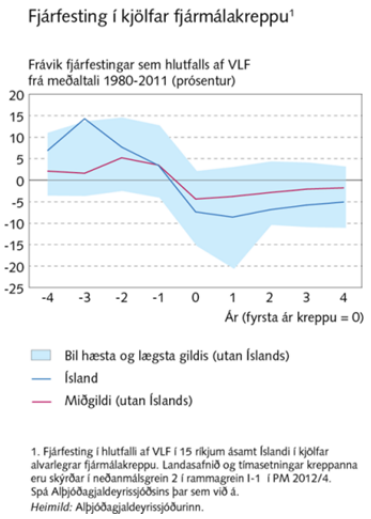


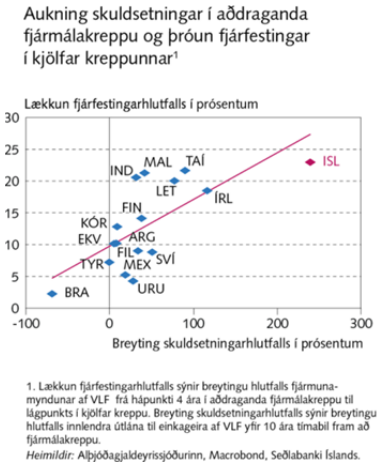
Snúum okkur þá að núverandi mati Seðlabankans á ástandi og horfum í efnahagsmálum. Þessi glæra sýnir megindrættina í þeirri spá sem Seðlabankinn birti á miðvikudaginn. Hagvöxturinn verður eins og áður sagði um 2½% í ár en síðan gefur hann í á árunum 2013 til 2015 og fer í nær 3% á næsta ári og stefnir í yfir 3½% á árinu 2015. Þar að baki liggur aukin atvinnuvegafjárfesting á árinu 2014, m.a. í orkufrekri stóriðju, og aukinn útflutningur á árinu 2015. Samfara þessari þróun dregur úr atvinnuleysi, sem verður rétt rúmlega 4% á árinu 2014 og fer niður fyrir það á árinu 2015. Samtímis minnkar framleiðsluslaki og verður horfinn á árinu 2014.

Verðbólgan mun samkvæmt spánni ná hámarki á þessum ársfjórðungi í 4,4% en fer síðan lækkandi á næsta ári, eins og hægri hluti glærunnar sýnir, og verður komin í markmið um mitt ár 2014. Þetta gerist þrátt fyrir töluverða veikingu krónunnar á haustmánuðum en á móti því vegur að slakinn í þjóðarbúskapnum er um þessar mundir talinn meiri en áður var reiknað með og síðan var verðbólgan á þriðja ársfjórðungi lægri en reiknað var með í spá bankans frá því í ágúst. Spáin byggir á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt á því stigi sem það var á þegar henni var lokið, sem var um 162 krónur í evru. Þá er reiknað með að aukning launakostnaðar umfram framleiðniaukningu sé í samræmi við hjöðnun verðbólgu að markmiði á

árunum 2013 og 2014 eða um 2½% hvort ár. Báðar þessar forsendur eru auðvitað óvissar.

Ég hef í ræðum hér á þessum vettvangi á undanförnum árum lýst áhyggjum yfir tiltölulega litlum vexti útflutnings þrátt fyrir sögulega mjög lágt raungengi. Það er því ástæða til að staldra við það að í nýbirtri spá Seðlabankans er aðeins reiknað með um 1½% vexti útflutnings hvort árið 2013 og 2014. Að vísu virðist Ísland halda í grófum dráttum aukinni markaðshlutdeild gagnvart helstu viðskiptalöndum sem það ávann sér í hinum alþjóðlega efnahagssamdrætti en það er vegna veiks vaxtar í þessum löndum. Útflutningsvöxtur Íslands, ef þetta gengur eftir, verður því mun minni en heimsverslunar. Margoft hefur komið fram að lítill vöxtur útflutnings þrátt fyrir lágt raungengi er að hluta vegna þess að stór hluti vöruútflutnings Íslands er háður framleiðslutakmörkunum sem eru annað hvort háðar náttúruaðstæðum eða krefjast umtalsverðar fjárfestingar til að yfirvinna. En þarna stendur einmitt hnífurinn í kúnni. Fjárfesting hefur verið tiltölulega lítil eftir að fjármálakreppan skall á og þó hún fari nú vaxandi þá er hún sögulega lítil í hlutfalli við landsframleiðslu, en reyndar á þessu og næsta ári svipuð og í Bandaríkjunum og Bretlandi. Þetta lága fjárfestingastig er reyndar ekki í ósamræmi við reynslu annarra landa sem lent hafa í djúpri fjármálakreppu og á sér auk þess að hluta eðlilegar skýringar í mikilli skuldsetningu og miklum fjárfestingum fyrir kreppuna, sbr. glæru 3. Það breytir því ekki að það sem myndi hjálpa Íslandi bæði til þess að skapa traustar forsendur fyrir hagvöxt og til að losa fjármagnshöftin, væri einmitt bein erlend fjárfesting í útflutningsstarfsemi.





Ég sný mér þá að peningastefnunni um þessar mundir. Peningastefnunefnd ákvað í vikunni að hækka vexti Seðlabankans um 0,25 prósentur með tilvísan til þrálátrar verðbólgu yfir markmiði, hárra verðbólguvæntinga og þess að efnahagsbatinn virðist standa af sér mótvind alþjóðlegrar þróunar og yrði ekki ógnað af vaxtahækkuninni. Jafnframt lýsti nefndin því yfir að miðað við grunnspá Seðlabankans mætti reikna með að nafnvextir bankans eftir breyting-

una myndu nægja til að verðbólgumarkmiðið náist á spátímanum. Með öðrum orðum að vaxtahækkunarferli bankans sem hófst í ágúst 2011 væri lokið í bili. Sá fyrirvari var þó gerður í yfirlýsingu nefndarinnar að endurskoðun kjarasamninga á nýju ári samrýmist hjöðnun verðbólgu að markmiði. Og auðvitað er þetta, eins og alltaf, háð fyrirvörum um að aðrar forsendur breytist ekki verulega, þ.m.t. varðandi gengi krónunnar, og að utanaðkomandi áföll eða búhnykkir breyti ekki stöðu þjóðarbúsins í stórum mæli. En slíkar breytingar geta kallað á breytingar á aðhaldsstigi peningastefnunnar hvort sem er til hækkunar eða lækkunar eftir því hvert eðli þeirra er. En hvað um það, vaxtahækkunarferlið stóð í rúmt ár og fól í sér hækkun nafnvaxta um 1,75 prósentur í sex skrefum. Það er athyglisvert í ljósi þess að haustið 2011 töldu sumir vaxtahækkunina í ágúst byggjast á einhvers konar misskilningi og að líkindum yrði þetta stysta vaxtahækkunarferli í sögunni. En sagan varð önnur.

Við vaxtahækkunina urðu veðlánavextir bankans 6% en það voru áður virkir stýrivextir bankans en nú eru þeir að okkar mati nær því að vera meðaltal viðskiptareikningsvaxta og innstæðubréfavaxta, eða 5,4%. Þetta felur í sér nærri 1% raunvexti og hafa þeir því hækkað um nær 2% síðan snemma árs. Það er líka athyglisvert að þeir eru líka nákvæmlega í samræmi við reiknaða Taylor- vexti fyrir fjórða ársfjórðung miðað við 1% jafnvægisraunvexti. Það segir þó takmarkaða sögu því eins og ég ræddi um hér í fyrra byggist góð peningastefna á meiru en einföldum reiknireglum eins og Taylor-reglan er.

Ég sný mér nú að umræðunni um skuldir þjóðarbúsins, úrlausn þrotabúa föllnu bankanna og losun fjármagnshafta. Ég verð þó tímans vegna óhjákvæmilega að vera stuttorður en fleiri tækifæri munu væntanlega gefast á næstunni til að að útskýra þessi mál. Umræðan að undanförnu hefur að sumu leyti verið gagnleg þar sem hún hefur stuðlað að mun meiri skilningi á greiðslujafnaðarvandamáli Íslands og því verkefni sem Seðlabankinn stendur frammi fyrir varðandi framkvæmd haftanna með tilliti til þrotabúa föllnu bankanna. En hún hefur um leið verið á köflum ruglingsleg og líklega gefið í skyn mun meiri vá en í raun vofir yfir

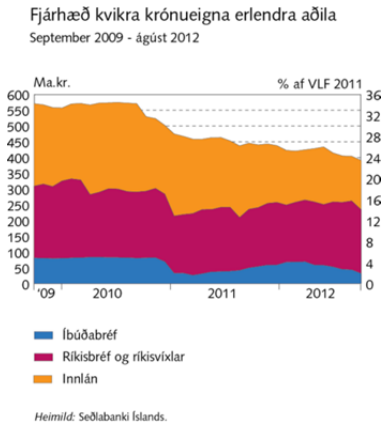
Í stuttu máli er staðan sú að íslenska ríkið ræður vel við skuldir sínar og á ekki við skuldakreppu að stríða. Hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins verður viðráðanleg eftir að þrotabúin hafa verið gerð upp og ef horft er framhjá Actavis sem skekkir myndina varðandi undirliggjandi skuldastöðu þjóðarbúsins. Það er áætlunarverk að reikna út hver þessi staða er og Seðlabankinn mun halda áfram á komandi tíð að bæta mat sitt á því. Í maí var hún metin í kringum hálf landsframleiðsla. Það hafa komið fram ábendingar um að þetta sé vanmat en við nánari skoðun virðist aðeins ein þeirra standast, þ.e. sú að væntanlega er hlutdeild innlendra aðila í greiðslum úr þrotabúunum eitthvað minni en reiknað hefur verið með. En jafnvel þótt leiðrétt sé fyrir því breytir það ekki skuldastöðunni í stórum mæli. Seðlabankinn hefur þegar hafið mjög umfangsmikla vinnu til að fínpússa matið á skuldastöðunni. Niðurstaðan gæti orðið eitthvað hærri en hálf landsframleiðsla en ekkert bendir til þess nú að myndin breytist í grundvallaratriðum. Ef jafnvel svo ólíklega vildi til að hrein skuldastaða væri metin nærri ein landsframleiðsla væri það alls ekki

óviðráðanlegt og reyndar langt í frá. Spár Seðlabankans benda til þess að undirliggjandi viðskiptaafgangur næstu ára sé á bilinu 2-3% af landsframleiðslu og hafið þá í huga að með í viðskiptajöfnuði er búið að telja allar vaxtagreiðslur og arðgreiðslur til erlendra aðila vegna skulda Íslendinga erlendis og eigna útlendinga hér á landi. Viðskiptaafgangur af þessari stærðargráðu og hagvöxtur í kringum 3% nær að lækka hreinar skuldir í hlutfalli við landsframleiðslu nokkuð hratt og örugglega.

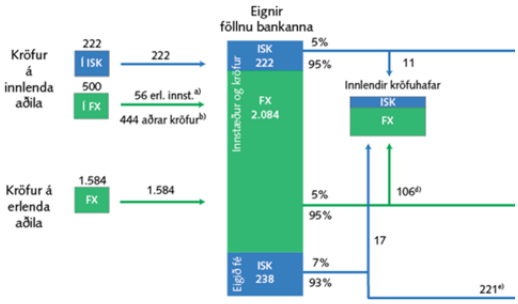
Nei, vandamál Íslands er annað. Það felst í því að innlendir aðilar, aðrir en ríkissjóður og örfáir aðrir eins og t.d. Landsvirkjun, hafa ekki aðgang að erlendu lánsfjármagni til framkvæmda og endurfjármögnunar. Það felst í því að sumir aðilar þurfa því að greiða niður sínar erlendu skuldir miklu hraðar en æskilegt er sem setur þrýsting á íslensku krónuna. Það felst í því að erlendir aðilar eiga miklar lausar krónueignir sem myndu setja mikinn þrýsting á íslensku krónuna ef það flæddi allt út í einu. Ísland á því við greiðslujafnaðarvandamál að stríða. Það er einmitt vandamálið sem fjármagnshöftunum er ætlað að taka á. Ég ætla nú að sýna ykkur nokkrar glærur sem lýsa því hvernig greiðslur úr þrotabúum föllnu bankanna gætu haft áhrif á þetta vandamál, sem eru reyndar tvö vandamál og mætti annars vegar kalla aflandskrónuvandann og hins vegar endurfjármögnunarvandann.

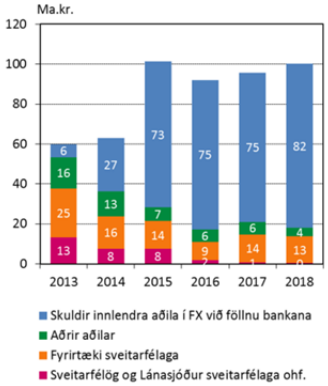
	Aðgerð	Ma.kr.
2010	Avens	120
2011	Útboð	28
	Bein viðsk.	20
2012	Útboð	30
Samtals		**199**

	Staða ma.kr.
30.9.2009	571
30.9.2012	402
Lækkun	**169**



Eignir skilanefndanna, kröfur þeirra á innlenda og erlenda aðila og
þrotabúanna. Metið í október 2012 í kjölfar árshlutauppgjöra, bygg





a) Innstæður í erlendum gjaldmiðlum.
b) Hlutfall af þessum kröfum er á aðila sem hafa að hluta tekjur í FX en ekki allt, einhver þrýstingur á gengi
c) Nýjar aflandskrónur, þrýstingur á gengi.
d) Óvíst hvort kröfuhafar skipti í ISK.
e) Mögulegur þrýstingur á gengi, fer eftir því í hvaða gjaldmiðli er greitt fyrir eignarhlutina.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Það sem nú liggur fyrir er að finna leiðir til að úrlausn þrotabúanna hafi ekki neikvæð áhrif og helst jákvæð áhrif á greiðslujafnaðarvandann og fjármálastöðugleika á Íslandi. Þær eru til og ég hef gefið að einhverju leyti í skyn hverjar þær gætu verið en það bíður betri tíma að útlista þær af meiri nákvæmni.

Ég hafði gjaldmiðlamálin í titlinum og verð að segja nokkur orð um þau þó svo að það sé farið að sneyðast um tímann. Í sem stystu máli virðist mér að niðurstaða þeirrar umræðu á þessum punkti sé sú að við höfum tvo kosti sem ekki eru enn skýrir vegna þess að þeir eru í mótun, þ.e. annars vegar betri rammi um krónuna og hins vegar betri rammi um evruna. Við getum lítið gert til að búa til betri ramma um evruna og þar getum við því lítið annað gert en að fylgjast með. Við getum hins vegar reynt að búa til betri ramma um krónuna og eigum að freista þess því það mun líka nýtast okkur ef þjóðin velur það að feta síðar meir evrubrautina.

Hver eru þá næstu skref? Jú, ég held að á næstunni eigum við að gefa forgang þeirri vinnu sem snýr að því að leysa greiðslujafnaðarkreppu Íslands. Þar með teljast aðgerðir til að auka fjárfestingu og útflutning, tryggja afgang á ríkissjóði á næstu árum, endursemja um erlendar skuldir sem eru of stuttar, vinna að því að opna aðgang að erlendri lánsfjármögnun, setja varúðarreglur fyrir fjármálakerfið sem duga við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga og vinna að losun fjármagnshafta. Það síðastnefnda mun að mínu mati fela í sér einhverja endurskoðun á fyrirliggjandi áætlun á komandi mánuðum.