



24. september 2010
Ræða á aðalfundi SF

Már Guðmundsson:
Upp úr öldudalnum?

Ágætu fundargestir,

Ég nefni ræðu mína hér í dag „upp úr öldudalnum?“. Það má leggja margvíslega merkingu í þessa spurningu bæði hvað varðar greiningu á ástandi og horfum og hvað varðar þá efnahagsstefnu sem gæti gert vegferðina fljótari og/eða öruggari. Hvað það fyrra varðar eru spurningarnar þær hvort botninum sé náð, hverjar séu horfur um væntanlega uppsveiflu og hvað við eigum langt í land þar til að við náum bæði ytra og innra jafnvægi í þjóðarbúið þannig að viðskiptajöfnuður sé sjálfbær, að verðbólga sé við markmið og að nýting vinnuafls og annarra framleiðsluþátta sé eins mikil og samrýmst getur lítilli og stöðugri verðbólgu. Hvað það seinna varðar lýtur spurningin að því hvert eigi að vera framlag mismunandi þátta í stefnu stjórnvalda til þess að við náum jafnri og góðri siglingu á þeim lygnari sjó sem bíður handan öldudalsins.

Ég mun fara yfir sum þessara atriða í ræðu minni. Ég mun leggja mat á ástand og horfur í efnahagsmálum. Þá mun ég ræða um það hvernig við gætum komist út úr gjaldeyrishöftunum og brotið Íslandi aftur leið inn á alþjóðlega fjármálamarkaði en það er mikilvæg forsenda þess að fjárfesting og hagvöxtur nái sér aftur á

strik. Í lokin segi ég kannski nokkur orð um hagvaxtarhorfur þegar lítið er lengra fram á veg.

Áður en ég sný mér að Íslandi nú og í næstu framtíð vil ég staðsetja okkur í víðara alþjóðlegu og sögulegu samhengi. Ísland er að sönnu lítið land og einstakir búhnykkir eða áföll geta stuðlað að hagþróun sem víkur um hríð verulega frá því sem almennt gerist á alþjóðlegum vettvangi. Möguleikarnir markast hins vegar alltaf af þeirri þróun sem á sér stað í umheiminum.

Heimsbúskapurinn hefur síðan á seinni hluta árs 2009 verið að vaxa á ný eftir þann efnahagssamdrátt sem varð eftir hástíggj fjármálakreppunnar haustið 2008, en það eru margar spurningar um framhaldið. Hagvextinum er mjög misskipt þar sem ýmis nýmarkaðsríki þeytast áfram á sama tíma og hagur margra þeirra þróuðu ríkja þar sem fjármálakreppan varð hvað skæðust vex ekki nægilega hratt til að draga úr atvinnuleysi og áhyggjur eru uppi varðandi þróunina á næstu misserum. Að einhverju leyti er hér á ferðinni sú langtímatilhneiging að bilið á milli nýmarkaðslandanna og þróuðu landanna fer minnkandi. Þessi þróun fer ekki endilega eftir línulegu ferli, heldur á sér stað í rykkjum.

Að mínu mati hangir þó meira á þessari spýtu. Ég átti þess kost í síðasta mánuði að sækja ráðstefnu sem haldin er á hverju ári í Jackson Hole í Wyoming í Bandaríkjunum á vegum svæðisbanka Seðlabanka Bandaríkjanna í Kansas City.¹ Þar kynntu prófessorarnir Carmen og Vincent Reinhart niðurstöður

¹ Sjá <http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/archive.cfm>

viðamikillar rannsóknar á hagvexti og fleiri hagstærðum í tíu ár fyrir og eftir fjármálakreppur (40-70 lönd í tengslum við meiri háttar heimskreppur og 16 sérstakar landakreppur).² Niðurstaðan er mjög skýr: efnahagsstarfsemin hefur tilhneigingu til að vera mun veikari áratuginn eftir fjármálakreppur en áratuginn fyrir þær. Á þessu eru hugsanlega margvíslegar skýringar:

- Hagvöxtur er oft óeðlilega mikill og að hluta ósjálfbær í aðdraganda fjármálakreppu.
- Skuldasöfnun á sér stað í aðdraganda kreppunnar en eftir hana tekur við langt ferli skuldahjöðnunar.
- Vilji til áhættutöku minnkar eftir kreppuna og það sem Keynes kallaði „dýrseðlið“ bælist yfir lengra tímabil.
- Framleiðslugeta eyðileggst í kreppunni.
- Síðast en kannski ekki síst verður hagstjórn flóknari og meiri hætta er á mistökum.

Auðvitað er ekkert óhjákvæmilegt í þessum efnum og margt veltur á því hvernig haldið er á spilunum. Þannig er ljóst að margvísleg mistök áttu verulegan þátt í því hversu illa fór í efnahagsmálum heimsins í framhaldi af fjármálakreppunni 1929. Ég held þó að við verðum að búa okkur undir það að hagvöxtur verði á næstu árum minni en væntingar stóðu til fyrir kreppuna. Sama má segja um arðsemi í atvinnurekstri almennt, að ekki sé talað um fjármálastarfsemi en þar var arðsemi eigin fjár keyrð upp með skuldsetningu sem fól í sér óásættanlega áhættu. Í þessu sambandi þarf líka að hafa í huga að það hefur slæmar afleiðingar

² Sjá Reinhart, Carmen M., og Vincent R. Reinhart (2010): After the Fall, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2010/reinhart-paper.pdf>

ef hagstjórn er miðuð við vöxt framleiðslugetu sem er umfram það sem raunhæft er á hverjum tíma.

Hverfum þá aftur til Íslands á líðandi stund. Það hefur margt þróast til réttar áttar í íslensku efnahagslífi á undanförunum mánuðum. Tekist hefur að slá gólfi undir gengið og það sem af er ári hefur viðskiptavegið gengi styrkst um rúm 12% en gagnvart evru er styrkingin tæp 17%, og það án nokkurra stuðningsinngripa Seðlabankans á tímabilinu. Ytra ójafnvægi þjóðarbúsins er horfið og undirliggjandi viðskiptajöfnuður er nú með afgang. Verðbólga hefur lækkað úr um 18% í upphafi síðasta árs í um 4½% um þessar mundir, stefnir hraðbyri á verðbólguþröng Seðlabankans (2½%) og verður við það snemma á næsta ári ef áhrif skattahækkana á verðlag eru frátalin. Áhyggjur um að íslenska ríkið muni ekki ráða við miklar erlendar afborganir á árunum 2011 og 2012 hafa horfið með vaxandi gjaldeyrisforða, eins og ég kem að hér á eftir. Þrátt fyrir miklar áhyggjur markaða af skuldamálum ýmissa minni Evrópuríkja, hækkandi skuldatryggingarálag á þau sömu ríki og tilhneigingu markaða til hjarðhegðunar og smitáhrifa hefur skuldatryggingarálag Íslands heldur lækkað og er nú komið töluvert niður fyrir álagið fyrir þau lönd Evrópu sem mest hafa verið í sviðsljósinu vegna skuldavanda að undanförunu.

En hagvöxturinn hefur látið á sér standa og er Ísland í því efni langt á eftir flestum öðrum löndum þar sem hagvöxtur hóf að vaxa á seinni hluta síðasta árs. Það er að vísu mjög erfitt að lesa í laufin um þessar mundir þar sem þau þeytast til og frá í

sviptivindum eftirkreppunnar. Þannig eru ársfjórðungslegar landsframleiðslutölur og ýmsar aðrar hagtölur mjög sveiflukenndar og breytast verulega frá einni endurskoðun til annarrar og er þetta alþjóðlegt vandamál um þessar mundir.

Seðlabankinn tók því þess vegna með fyrirvara þegar tölur Hagstofunnar sýndu að hagvöxtur hefði hafist á síðasta ársfjórðungi síðasta árs. Nýjustu tölur sem sýna samdrátt eru nær lagi þó að ég yrði ekki hissa á að hann muni mælast eitthvað minni í endanlegum tölum. Flest bendir til þess að botninum hafi verið náð og að hagvöxtur hefjist nú á seinni hluta ársins, en ég á ekki von á að hann verði sterkur.

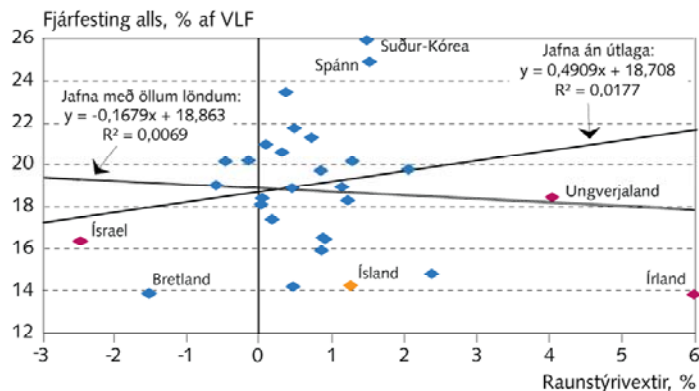
Til að hagvöxturinn taki virkilega við sér þarf fjárfesting að hefjast úr þeim sögulegu lægðum sem hún er nú í, en hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu verður á þessu ári rétt rúm 14% sem er lægsta fjárfestingarhlutfall frá lokum seinna stríðs. Það er mitt mat að þó að lækkun raunvaxta muni að öðru óbreyttu örva fjárfestingu skipta aðrir þættir mun meira máli svo sem áhættufælni í framhaldi af fjármálakreppu, laskaðir efnahagsreikningar fyrirtækja, óvissa um eftirspurn og rekstrarumhverfi framtíðarinnar og verulega skertur aðgangur að erlendu lánsfé.

Ég tel að meðfylgjandi mynd styðji þetta sjónarmið en hún sýnir að lítið samband er á milli raunstýrivaxta og fjárfestingarhlutfalls í aðildarlöndum OECD á síðasta ári. Ekkert marktækt samband er til staðar og ef þremur „útlögum“ er sleppt (Ísrael, Ungverjalandi og Írlandi) snýst sambandið við. Fjárfestingarhlutfallið var svipað í Bretlandi og á Íslandi jafnvel þótt raunstýrivextirnir hafi verið

neikvæðir þar en jákvæðir hér. Auðvitað ber að taka einfaldri þversniðsfylgni af þessu tagi með miklum fyrirvara þar sem uppbygging landa er mismunandi og aðra mikilvæga áhrifaþætti vantar. Þá er fylgni ekki það sama og orsakasamband. Raunstyrivextir eru þannig víða sögulega lágir vegna þess að fjárfesting er veik. Hins vegar ætti sambandið að vera sterkara en hér kemur fram ef það væru raunvextirnir sem um þessar mundir skiptu mestu fyrir fjárfestingarhlutfallið.

(Sjá myndir í betri upplausn í meðfylgjandi PowerPoint-skjali)

Raunstyrivextir og hlutfall fjárfestingar af VLF OECD landa 2009



Heimildir: Global Insight, OECD.

Það er mikilvægt fyrir hagvöxt í framtíðinni að Ísland komist á ný í eðlilegt viðskiptasamband við umheiminn, þ.m.t. að höftum á fjármagnshreyfingar verði aflétt og að aðgangur opnist að erlendum lánsfjármörkuðum á viðunandi kjörum. Við höfum sagt að forsendur fyrir því að afnema höftin séu þjóðhagslegur stöðugleiki, nægur gjaldeyrisforði og fjármálakerfi sem standist

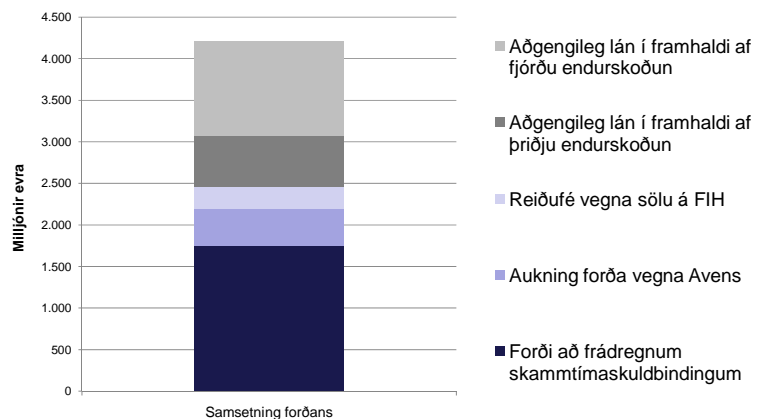
án hafta. Fyrsta skilyrðið er uppfyllt og það næsta verður uppfyllt að lokinni þriðju endurskoðun áætlunarinnar með AGS. Horfur um að þriðja skilyrðið verði uppfyllt á næstu mánuðum hafa nú batnað með góðu árshlutauppgjöri tveggja af stóru viðskiptabönkunum og nýlegum dómi Hæstaréttar varðandi þá vexti sem gilda á lánum með óskuldbindandi (ólöglega) gengistryggingu. Það er þó misskilningur ef einhver heldur að tíminn í þessu sambandi sé talinn í vikum fremur en mánuðum. Það þarf að fá gjaldeyrinn í hús eftir þriðju endurskoðunina og líklegast er að ekki verði hægt að kveða upp úr um heilsufar bankanna gagnvart afnámi hafta fyrr en undir lok nóvember. Þá er rétt að hafa í huga að eins og nýlegur óróleiki á skuldabréfamarkaði sýnir felast ýmsar skammtíma hættur í afnámi haftanna og því mikilvægt að skrefin verði vel undirbúin. Komi ekkert óvænt upp á færist tíminn þó nær og undirbúningur er í gangi innan Seðlabankans.

Við munum auðvitað ekki komast langt með afnám hafta eða opnun erlendra lánsfjármarkaða fyrir ríkið og íslensk fyrirtæki ef taldar eru líkur á því að íslenska ríkið muni ekki geta staðið við erlendar lánaskuldbindingar sínar. Sem betur fer verður staðan sú eftir næstu endurskoðun hjá AGS að á því mun ekki leika neinn vafi. Forði nú er 1,7 milljarðar evra að frádregnum skammtíma-skuldbindingum. Á næstu mánuðum munu bætast við 453 milljónir evra vegna viðskipta sem tengjast krónueignum Avens, 255 milljónir evra vegna sölunnar á FIH-bankanum í Danmörku og 620 milljónir evra í framhaldi af þriðju endurskoðun samstarfsáætlunarinnar með AGS. Samtals verður forðinn þá rúmir 3 milljarðar evra. Til samanburðar var endurgreiðsla vaxta

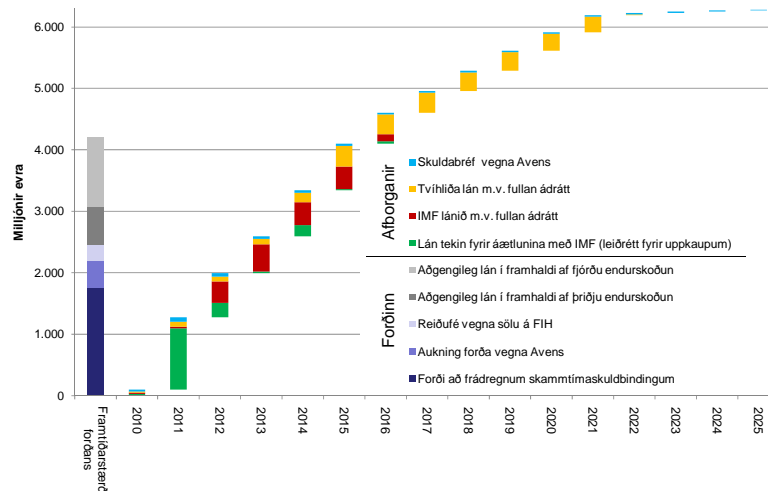
og afborgana tveggja skuldabréfaflokka ríkissjóðs á næstu tveimur árum 1,5 milljarðar evra og þar af hafa um 400 milljónir evra þegar verið keyptar til baka á niðursettu verði.

Hversu mikið hin erlenda lausafjárstaða mun batna á næstunni sést vel á meðfylgjandi tveimur myndum. Þar sést að framtíðarstærð gjaldeyrisforðans stefnir í rúma 4 milljarða evra ef dregið er að fullu á lán sem aðgangur fæst að í gegnum samstarfsáætlunina með AGS og að hann mun þá duga fyrir vöxtum og afborgunum ríkissjóðs út árið 2015. Auðvitað fæst aðgangur að erlendum lánsfjármörkuðum löngu fyrir þann tíma og hluti skuldanna verður því endurfjármagnaður á markaði.

Framtíðarstærð forðans



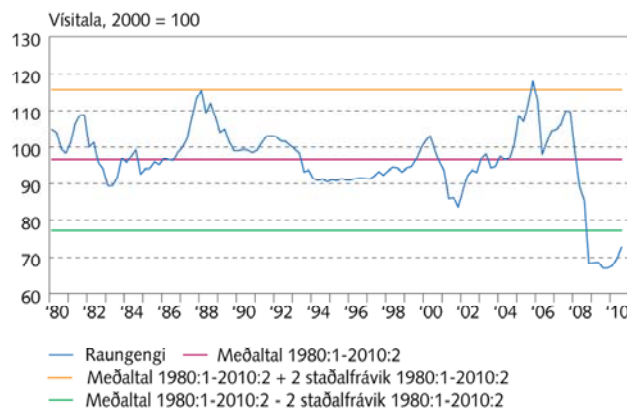
Forðinn og afborganir



Ég veit að sá hópur sem hér er saman kominn hefur mikinn áhuga á hver þróun gengis krónunnar gæti orðið þegar íslenskt efnahagslíf réttir vonandi úr kútnum á næstu misserum. Meðfylgjandi mynd sýnir raungengi krónunnar. Það er um þessar mundir 20% undir sögulegu meðaltali en fór lægst í kreppunni 33% undir meðaltalið. Það er að mínu mati óralangt í að það nái aftur fyrra sögulegu meðaltali og styðst ég þar m.a. við reynslu af fjármálakreppum í öðrum löndum. Í því sambandi má nefna að eftir Asíukreppuna hækkaði raungengi á ný frá lægstu stöðu en var enn mörgum árum eftir kreppuna yfirleitt 15-30% (misjafnt eftir löndum) undir því sem það var 7 árum fyrir kreppuna. Jafnvægisraungengið er nú lægra en áður og það verður mun lægra allra næstu árin en það verður síðar. Það er þó mat okkar í Seðlabankanum að raungengið sé eitthvað fyrir neðan jafnvægisgengið en mikil óvissa er um hversu mikið og til

viðbótar er mikil óvissa um hvernig jafnvægisgengið muni hækka á komandi árum.

Raungengi 1980-2010



Ársfjórðungslegar tölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þessi óvissa gerir framkvæmd peningastefnunnar flóknari en ella, þótt það sé ekkert nýtt að hún þurfi að glíma við margvíslega óvissu. Til viðbótar kemur svo sú þörf okkar að breyta skuldsettum gjaldeyrisforða í óskuldsettan á komandi árum. Í því skyni höfum við hafið gjaldeyriskaup í smáum stíl á markaði. Nema þau samtals 14 milljónum evra að meðtöldum sérstökum kaupum undir lok ágúst áður en regluleg vikuleg kaup hófust. Hingað til hafa þessi kaup ekki veikt krónuna enda má deila um hver áhrifin verði til lengdar.

Að lokum vil ég segja þetta: Takist okkur að ljúka því ætlunarverki að endurreisa traust á íslenskt efnahagslíf sem er kjarninn í áætlun stjórnvalda með AGS og þar með talið að

komast út úr höftunum og opna aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum munum við komast upp úr öldudalnum. Hitt er svo annað mál hversu hröð sú sigling verður sem þá tekur við. Það getur verið að við þurfum að sætta okkur við minna í þeim efnum en áður. Það er þó alls ekki víst. Sé rétt á spilunum haldið getur lítið land með okkar legu og auðlindir haft margvíslega möguleika. Það sem við megum hins vegar ekki gera aftur er að reyna að þvinga hagkerfið hraðar en það kemst með hrikalegum afleiðingum fyrir stöðugleikann.