



Ræða Más Guðmundssonar seðlabankastjóra á morgunverðarfundi Viðskiptaráðs 6. nóvember 2009

Framkvæmd peningastefnu fer alla jafna fram við skilyrði óvissu. Framtíðin er auðvitað alltaf óviss en það er einnig nútíðin og nýliðin þátíð þegar kemur að því að meta stöðu efnahagsmála. Þetta þekkinga þeir sem hafa þurft að bíða eftir þjóðhagstölum til að meta hagvöxt á líðandi stund og hafa síðan horft á það að tölurnar eru endurmetnar svo árum skiptir. Til viðbótar kemur óvissa um það hvernig stjórnþæki peningamála muni virka á aðra vexti, gengi, eignaverð, eftirspurn og verðbólgu. Við vitum auðvitað margt um samböndin í hagkerfinu en við vitum ekki hvað er rétta líkanið af því og munum líklega aldrei gera þar sem hagkerfið breytist í tímans rás. Væntingar spila líka stórt hlutverk í öllu ferlinu, og þó að þær geti verið sémilega stöðugar um hríð, þá koma önnur tímabil þar sem þær fara á flug. Samband vaxta og gengis er annað við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga milli landa en við skilyrði fjármagnshafta. Almenn ræðst miðlunarferli peningastefnunnar af þróunarstigi og virkni fjármálamarkaða. Þessar flækjur og þessir óvissuþættir eru auðvitað ástæðurnar fyrir því að við þurfum peningastefnunefndir og allt þetta starfslið í seðlabönkum.

En sé peningastefna af þessum sökum flókin í framkvæmd við venjulegar aðstæður þá margfaldast vandinn í fjármálakreppu, sérstaklega í eins djúpri kreppu og þeirri sem við höfum verið að glíma við á Íslandi á undanförunum misserum. Sumir markaðir sem áður voru mikilvægur hluti af miðlunarferli peningastefnunnar hætta að verulegu leyti að virka. Fjármálastofnanir eru laskaðar og bregðast með öðrum hætti við stjórnþækjum seðlabanka en áður. Tengslin við útlönd breytast. Samband gengis og vaxta riðlast. Og væntingarnar fara á fleygiferð. Málið flækist síðan enn frekar ef við þurfum að breyta leikreglunum til að bregðast við ástandinu, svo sem að setja á gjaldeyrishöft.

Þetta þarf að hafa í huga þegar lagt er mat á framkvæmd peningastefnunnar hér á landi um þessar mundir. Nú er ramminn um peningastefnuna markaður af efnahagsáætlun íslenskra stjórnvalda með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, en hinir þættirnir eru eins og kunnugt er nokkurra ára áætlun um sjálfbær ríkisfjármál og áform um endurreisn fjármálakerfisins. Samkvæmt áætluninni er það brýnasta verkefni peningastefnunnar að stuðla að stöðugleika í gengi íslensku

krónunnar. Ástæðan er annars vegar sú gjaldeyriskreppa sem var hluti af fjármálakreppunni og hefur sent gengið langt niður fyrir það sem áður var talið mögulegt, hvað þá æskilegt. Þetta gengisfall kynti auðvitað undir verðbólgunni. En það magnaði líka skuldakreppu heimila og fyrirtækja. Þar kom tvennt til. Það fyrri er tiltölulega há hlutdeild lána í erlendri mynt, að meðaltali 20% hjá heimilum og 70% hjá fyrirtækjum. Það seinna eru óvenju sterk áhrif gengis á verðlag sem stafaði að því að gengisfallið var svo mikið og ekki var trú á að það myndi snúast við í bráð. Þess vegna skrifaðist upp höfuðstóll verðtryggðra lána, en þau lán voru um 70% af heildarlánum heimilanna og 10% hjá fyrirtækjunum. Eins og gjarnan er í alvarlegum fjármálakreppum sem eru um leið landakreppur var raunveruleg hætta á spíral gengisfalls, verðbólgu, skuldakreppu og samdráttar efnahagslífsins. Þeirri hættu varð að bægja frá og í því sambandi var lyklatríði að ná stöðugleika í genginu.

En þar var við vanda að stríða sakir þess mikla fjármagns sem hafði hlaðist upp í landinu í gegnum vaxtamunaviðskipti á ofþensluskeiðinu, en nú er talið að um 500 ma.kr. af því sé enn inni í kerfinu. Hætt var við að það fjármagn myndi reyna að ryðjast í gegnum hruninn gjaldeyrismarkað og þá væri ekki að sökum að spyrja varðandi gengið. Það var því hætt við að gengisstöðugleiki myndi krefjast himinhárra vaxta ef ná átti honum í gegnum aðhaldsstig peningastefnunnar. Af þessum sökum var ákveðið að setja á víðtæk gjaldeyrishöft og skapa þannig svigrúm fyrir minna aðhaldssama peningastefnu heldur en ella.

Eins og oftast þá voru líklega aðrir valkostir á þeim tíma. En þar sem mig langar til að beina sjónum að stöðunni nú og horfunum framundan tel ég rétt að eyða ekki tíma í umræðu um hugsanlega valkosti hér, enda verður sögunni ekki breytt. Almennit sýnist mér þó að aðrir kostir hefðu falið í sér mun hærri vexti, a.m.k. til að byrja með, og meiri áhættu varðandi gengið. Það breytir því ekki að þó svo að gjaldeyrishöftin veiti þannig nokkuð skjól um hríð þá hafa þau ýmsan kostnað og óhagræði í för með sér og líklega því meiri því lengur sem þau vara. Þessi kostnaður mun að lokum skila sér í lægri hagvexti um hríð og lægri þjóðartekjum til lengdar. Það er því auðvitað okkar vilji að halda ekki í höftin mínútu lengur en þarf.

Peningastefnan er því strangt til tekið ekki á verðbólguarkmiði um þessar mundir, a.m.k. ekki ef litið er til skemmri tíma, þar sem það verkefni að stöðva gengisfallið og ná síðan stöðugleika í genginu hefur haft forgang. Þessi stefna samrýmist auðvitað því verkefni að ná verðbólguarkmiðinu þegar horft er lengra fram. Hins vegar hefði verið auðveldara að taka eitthvað meiri áhættu með gengið til skamms tíma og miða peningastefnuna meira við innlendar efnahagsaðstæður og verðbólguhorfur, ef ekki hefðu verið þau gífurlega neikvæðu áhrif

sem jafnvel tímabundin viðbótargengisdýfa hefði haft á efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja af áður greindum ástæðum.

Við venjubundnar aðstæður má með miklum einföldunum lýsa peningastefnu sem miðar að verðbólguþætti þannig að stýrivextir seðlabanka skuli taka mið af þremur þáttum:

1) hverjir stýrivextirnir ættu að vera ef verðbólga er á markmiði og landsframleiðsla er í samræmi við framleiðslugetu; 2) framleiðslulaka eða spennu í hagkerfinu; og 3) fráviki verðbólgu frá markmiði. Við okkar aðstæður bætist gengið við þennan lista og það með mjög háu vægi. En hinir liðirnir hafa ekki vægið núll og vægið á genginu ætti að minnka eftir því sem fjármálakreppan linar tókin og okkur tekst að draga úr vægi erlendra skulda í skuldum heimila og fyrirtækja og úr áhrifum gengisins á innlendar skuldir. Það er eitt af mörgum verkefnum peningastefnunnar að leggja mat á hvernig þessar vogir eigi að þróast eftir því sem aðstæðurnar breytast.

Á nýliðnum fundi peningastefnunnar voru kynntar vísbendingar um að mikilvægi skulda í erlendri mynt hjá fyrirtækjum gæti verið minna en áður var talið og að vægi þeirra væri að lækka um þessar mundir, bæði hjá fyrirtækjum og heimilum. Fyrir bankahrúnið voru að meðaltali 70% skulda fyrirtækja í erlendri mynt. En dreifingin er ansi skökk. Eignarhaldsfélög vega þannig töluvert í erlendu skuldunum og stór og meðalstór fyrirtæki voru frekar með erlendar skuldir en smærri fyrirtæki. Rúmlega helmingur fyrirtækja eru eingöngu með krónuskuldir. Þessu til viðbótar kemur að vægi skulda bæði fyrirtækja og heimila í erlendri mynt fer að líkindum lakkandi um þessar mundir, bæði vegna skuldbreytinga og vegna þess að ný bankalán eru mest í innlendri mynt þar sem bankarnir geta vart veitt lán í erlendri mynt vegna skorts á gjaldeyri og vegna gjaldeyrisójafnvægis sem er langt umfram reglur Seðlabankans. Þetta eru auðvitað að hluta til góðar fréttir því eftir því sem vægi erlendra skulda minnkar því fyrr losnar peningastefnan út úr þeirri klemmu sem hún er í nú sem felst í því að aðhaldstigið er mun meira en æskilegt er í ljósi innlendra efnahagsaðstæðna. Önnur atriði sem gætu hjálpað í því sambandi eru auðvitað nýtt gjaldeyrisinnstreymi og lægra áhættuálag á innlendar krónueignir þannig að ekki þurfi eins háa vexti til að halda krónueignum í landinu eða laða að nýtt fjármagn.

Ég hef nú gerst nokkuð langorður um markmið peningastefnunnar um þessar mundir, en ég tel mikilvægt að það sé skilningur á því hver þau eru. En hver eru tækin? Að slepptri bindiskyldu og slíkum tækjum sem er breytt sjaldan má segja að helstu tækin séu vaxtaákvörðanir bankans, inngríp á gjaldeyrismarkaði og gjaldeyrishöftin. Það þarf að stilla þessi tæki rétt saman. Þannig taka vextir mið að gjaldeyrishöftunum. Þau veittu vaxtaákvörðuninni skjól um hríð. Hins vegar, um leið og farið er

að létta af hömlunum þurfa vextirnir að vera nægilega háir til að hvati sé að halda í krónueignir, en hversu háir ræðst meðal annars af áhættuálagi Íslands, en sem betur fer hefur það lækkað töluvert að undanfögnu. Til marks um það má nefna að skuldatryggingarálag ríkissjóðs hefur lækkað frá um 1000 í upphafi ársins í um 350 um þessar mundir.

En hvað með inngríp á gjaldeyrismarkaði? Það er vandmeðfarið tæki og röng beiting þess skilar í besta falli engu en í versta falli getur falið í sér gífurlegt tap á fjármagni. Það er hins vegar allt of langt gengið að hafna notkun þess alfarið. Það er einn af lærdómum fjármálakreppunnar að rétt beiting gjaldeyrisforða getur skipt sköpum varðandi það að varðveita peningalegan og fjármálalegan stöðugleika við erfiðar aðstæður. Þar er hægt að nefna ótal dæmi, allt frá Brasilíu til Kóreu. Það hefur ekkert upp á sig að hlaða upp gjaldeyrisforða þegar vel árar ef fólk heykist á að nota hann á úrslitastundu. Hið opinbera getur haft lengri sjóndeildarhring en einkageirinn og því getur hann tekið lengritíma stöðu með eða á móti eigin gjaldmiðli, jafnað sveiflur og grætt á öllu saman. Ástralir og fleiri hafa leikið þennan leik með miklum árangri, þrátt fyrir verðbólguþröskulki. En það má ekki reyna að verja gengi í gegnum þykkt og þunnt sem ekki fær staðist og það borgar sig ekki að grafa línu í sandinn gagnvart markaðnum. Þá er betra að beita herkænsku Genghis Khan sem tók sinn tíma, byrjaði t.d. oft á því að hörfa og lokkaði þannig andstæðingana úr vígjum sínum og gjöreyddi þeim síðan á sléttunum.

Gjaldeyrissinngríp hér á landi um þessar mundir miða að því að draga úr gengisóstöðugleika og koma í veg fyrir að það myndist spiralar gengislækkunar og væntinga um frekari gengislækkun. Frá hruni hafa gjaldeyrissinngrípin öll verið á eina hlið, þ.e. Seðlabankinn hefur selt erlendan gjaldeyri. Á síðustu mánuðum hefur hins vegar dregið mjög úr gjaldeyrissinngrípum miðað við það sem var t.d. mánuðina janúar og febrúar og svo aftur í maí og júní. En þetta eru samt umtalsverðar upphæðir það sem af er árinu, eða rúmlega 80 m. evra.

Er hér verið að taka of mikla áhættu? Svo lengi sem ekki er gefið myndarlega í inngrípin þá tel ég að svarið sé nei. Það er engin vafi á því að jafnvægisgengi krónunnar hefur lækkað umtalsvert í framhaldi af skuldsetningu undanfarinna ára og síðan vegna bankahrunsins. Það er held ég líka lítill vafi á því að núverandi gengi er fyrir neðan þetta nýja og lægra jafnvægisgengi, eins og jafnan vill verða í fjármálakreppum. Það er hins vegar mikil óvissa um það hversu miklu neðar það er. Það er einnig mikil óvissa um hversu hratt jafnvægisgengið kemur til með að hækka á næstu árum og þar með hversu mikið gengið réttir úr kútnum. Í nýbirtri spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að gengi krónunnar gagnvart evru muni haldast nálægt

núverandi stigi fram á næsta ár og síðan muni það hækka í smáum skrefum þannig að evran verði á um 170 kr. á árunum 2011 og 2012. Auðvitað vonum við að þetta séu svartsýnar forsendur og sagan kennir okkur að gengið getur hækkað hratt þegar það tekur við sér. En það væri óvarlegt að miða okkar áætlanir og aðgerðir við slíkt. Þvert á móti held ég að við verðum að búa okkur undir að gengið geti verið veikt um þó nokkurn tíma. Eins og svo mörgu öðru fylgja því bæði kostir og ókostir.

Þetta breytir því ekki að við þurfum öll að leggjast á eitt til að klúðra málum ef gengið á ekki að verða eftir nokkur ár orðið þó nokkru hærra en það er nú. Þá þurfum við að muna að kaupa til baka þann gjaldeyri sem við höfum notað á síðasta ári og þessu til að styðja við krónuna. Ef við gerum það, þá munum við hagnast á öllu saman.

Ég býst við að þetta vekji upp þá spurningu hvað við höfum að gera við öll þessi lán sem við höfum samið um sem hluta af efnahagsáætluninni með AGS? Það er að mínu viti fullkomlega réttmæt spurning. Í fyrsta lagi þurfum við lánin til að tryggja að við höfum á hverjum tíma nægan gjaldeyri til geta staðið við afborganir erlendra lána ríkissjóðs og aðila með ríkisábyrgð. Hvað ríkissjóð varðar verður lítið um að vera á þeim vettvangi fyrir en síðla árs 2011, en þá kemur á gjalddaga stórt lán sem ríkissjóður tók á árinu 2006 til að styrkja gjaldeyrisforðann og nam einum milljarði evra. En við getum líka notað lánin til að kaupa þau skuldabréf úr þessum flokki og öðrum sem bjóðast á eftirmarkaði á undirverði, og þar með léttu á afborguninni og græða á öllu saman. Síðan þurfum við, eins og áður sagði, forða til að geta stundað hófleg inngríp til að styðja gengið og draga óstöðugleika. Síðast en ekki síst þurfum við forðann til að skapa traust á gjaldmiðillinn og fæla frá þá sem vildu gera á hann árás. En slíkt vopnabúr sem ekki stendur til að nota nema í neyð kostar heilmikið því ekki er hægt að fjárfesta forðann á þeim vöxtum sem lánin bera nema að taka óásættanlega áhættu. Því er mikilvægt að nota ekki meira af þessum lánunum en þarf og jafnframt að komast sem fyrst út úr því ójafnvægi sem við erum í.

Áður en ég sný mér að efnahagshorfunum og síðustu vaxtaákvörðun peningastefnunevndar tel ég nauðsynlegt að segja nokkur orð um eðli þeirrar aðlögunar sem íslenskur þjóðarbúskapur gengur nú í gegnum. Í fyrsta lagi þarf að hafa í huga að yfirstandandi ár hefði alltaf orðið mjög erfitt óháð því hvort bankarnir hefðu hrunið eða ekki. Það er vegna hins mikla ójafnvægis sem myndast hafði í íslenskum þjóðarbúskap á árunum 2005-2007 og varð með einhverjum hætti að hjaðna. Í öðru lagi þá kallar hrun bankakerfisins á viðbótaraðlögun í strúktúr hagkerfisins sem ekki verður umflúin. Við getum dregið þetta saman svona: hinn gífurlegi viðskiptahalli varð að hverfa, fjármálakerfið og ýmis önnur starfsemi sem tengdist bólunni var orðin

allt of umfangsmikil og það varð að ganga til baka. Þessu fylgir umtalsvert atvinnuleysi, að hluta til sakir þess að vinnuafli losnar úr þeim greinum sem hafa skroppið saman og það tekur tíma að koma nýrri starfsemi á legg. Útflutnings- og samkeppnisgreinar þurfa að eflast. Til að flýta því ferli er lykilatriði að við fáum aftur virkt fjármálakerfi. Þótt svo að gjaldmiðillinn kunni að hafa átt þátt í að búa til vandamálið þá er gengisfallið líka hluti af aðlöguninni. Því fylgir verðbólga um hríð. Þegar aðlögunin er gengin yfir ættum við hins vegar ekki að þurfa að sitja uppi með þráláta verðbólgu og það er helsta hlutverk peningastefnunnar að reyna að stuðla að því að svo verði ekki.

Seðlabankinn birti nýja efnahagsspá í gær og sama dag var tilkynnt um vaxtaákvörðun peningastefnunefndar. Meginatriðin eru eftirfarandi:

- Landsframleiðsla mun dragast saman um 8½% á þessu ári og tæp 2½% á því næsta.
- Þetta er heldur minni samdráttur á þessu ári en áður hefur verið spáð.
- Einkaneysla hefur minnkað minna það sem af er árinu, líklega að hluta vegna þess að ráðstöfunartekjur jukust mun meira í fyrra en áður var gert ráð fyrir og vegna útgreiðslu lífeyrissparnaðar sem nemur um 1½% af landsframleiðslu á þessu ári.
- Atvinnuleysi hefur líka aukist minna en áður var reiknað með.
- Endurbatinn hefst á fyrrihluta næsta árs í þeirri merkingu að landsframleiðsla milli ársfjórðunga mun þá fara að aukast.
- Landsmönnum mun hins vegar finnast þá að ástandið sé ekki gott og að það muni versna eitthvað lengur því atvinnuleysi og framleiðslulaki heldur áfram að aukast inn á árið og sama má segja um samdrátt einkaneyslu.
- Þegar líður á seinni hluta ársins byrjar líka að rofa til í þessum efnunum.
- Eins og alltaf eru þessar horfur óvissar og efnahagsbatinn gæti orðið veikari eða sterkari. Þannig er t.d. tekið fráviksdæmi í nýbirtum Peningamálum þar sem bygging álvers í Helguvík og tengdar orkuframkvæmdir frestast töluvert þannig að meginþungi framkvæmda færast yfir á árið 2012. Þá seinkar efnahagsbatanum og samdráttur landsframleiðslu verður 4% á næsta ári í stað tæplega 2½%.
- Verðbólga hefur verið meiri að undanförunu en áður var reiknað með sakir lægra gengis og eitthvað minni framleiðslulaka en áður var talið.
- Verðbólga mun þó minnka hratt á næsta ári og undirliggjandi verðbólga verður við verðbólgu markmiðið á seinni hluta þess árs.

Með tilliti til núverandi stöðu efnahagsmála, þeirra horfa sem ég hef hér lýst, svo og upplýsinga um að efnahagsreikningar einkageirans séu að einhverju leyti minna berskjaldaðir gagnvart gjaldmiðlaáhættu ákvað peningastefnunefnd breytingar á vöxtum Seðlabankans sem á heildina litið fela í sér óbreytt eða lítilsháttar slökun á aðhaldi peningastefnunnar, en aðallega það að vaxtagangur Seðlabankans er aðlagður að virku aðhaldi peningastefnunnar sem nú markast að mestu af innlásvöxtum hans og vöxtum innstæðubréfa. Haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðnar eins og spáð er, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds fljótlega að vera til staðar.

Fyrirliggjandi spár gera ráð fyrir því að Ísland muni rétta úr kútnum á næstu árum. Vonandi losnum við líka hratt úr gjaldeyrishöftunum á næstu misserum og þeirri klemmu sem peningastefnan er í vegna skuldakreppunnar og hárrar hlutdeildar lána í erlendri mynt. Þá þarf nýjan ramma fyrir peningastefnuna. Auðvitað gæti aðild að myntbandalagi Evrópu orðið valkostur þegar fram líða stundir en það er auðvitað óvíst og mun taka þó nokkurn tíma að verða að veruleika. Þá er nærtækast einhvers konar verðból gumarkmið og flotgengi. Það er efni í aðra ræðu að fjalla um það, en í ljósi reynslu undanfarinna ára, bæði hér á landi og erlendis, yrði slíkt verðból gumarkmið að vera nokkuð öðru vísi en það sem við bjuggum við og mun betur stutt af stefnunni í ríkisfjármálum, varúðarreglum á fjármálamarkaði og öfluglu fjármálaeftirliti. Það yrði að vera verðból gumarkmið „plús“ þar sem uppsöfnun gjaldeyrisforða á innstreymistímum og notkun hans þegar í harðbakkann slær yrði hluti af rammanum.

Takk fyrir.