



5. nóvember 2010

Már Guðmundsson:

Ástand og horfur í þjóðarbúskapnum og stefnan í peningamálum

Ræða á morgunverðarfundum Viðskiptaráðs Íslands 5. nóvember 2010

Fundarstjóri, góðir fundargestir

Það er orðin áralöng hefð fyrir því að Viðskiptaráð standi fyrir morgunverðarfundum skömmu eftir að Seðlabankinn hefur gefið út nýja þjóðhags- og verðbólguþáttáætlun snemma vetrar. Í ár og í fyrra hefur útgáfa þeirrar spár farið saman við að vaxtaákvörðun peningastefnunnar er birt. Seðlabankinn hefur fagnað þessu frumkvæði og gerir enn. Það er mikilvægt að geta útskýrt sem best þær ákvarðanir sem teknar eru í peningamálum og þessi fundur hefur alltaf verið mjög gott tækifæri til þess. Það á ekki hvað síst við nú þegar peningastefnan er mótuð við mjög flóknar aðstæður.

Auðvitað er virk og framsýn peningastefna alltaf flókin þar sem hún er mótuð við skilyrði óvissu um ástand og horfur í efnahagsmálum. En nú bætist þrennt við. Í fyrsta lagi óvenjumikil óvissa um það hvernig aðgerðir í peningamálum hafa áhrif á fjármálamarkaði og raunhagkerfið í kjölfar fjármálakreppu. Í öðru lagi sú spurning hvert eigi annars vegar að vera vægið á gengisstöðugleika, eins og lögð er áhersla á í samstarfsáætluninni með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, og hins vegar vægið á framsýna peningastefnu sem miðar að því að halda verðbólguvæntingum og horfum við verðbólguþáttáætlun á sama tíma og unnið er gegn slakanum í hagkerfinu. Í þriðja lagi það hvernig peningastefnan spilar saman við þau áform að losa höft á útflæði fjármagns.

En áður en ég sný mér að þessum spurningum ætla ég að fjalla um hina hefðbundnu spurningu hvert sé ástand og hverjar séu horfur í íslensku efnahagslífi. Í því efni stöndum við að mínu mati á töluverðum tímamótum sem byggjast á því að mikill árangur hefur náðst varðandi stöðugleika en öflugur endurbati hefur látið á sér standa.

Lítum fyrst á stöðugleikamerkin. Þar er fyrst að nefna að ytra ójafnvægi þjóðarbúsins er horfið. Gífurlegur viðskiptahalli opþensluáranna

hefur snúist í myndarlegan undirliggjandi viðskiptaafgang en þá er litið framhjá reiknuðum vöxtum í protabúum föllnu bankanna, en þeir vextir verða ekki nema að hluta til greiddir. Viðskiptaafgangurinn styður við gengi krónunnar en það gera líka gjaldeyrishöftin. Gengisfallið stöðvaðist reyndar um mitt síðasta ár og gengið þurfti í framhaldinu engan stuðning í gegnum inngríp Seðlabankans sem hafa ekki átt sér stað síðan snemma í nóvember á síðasta ári. Það sem af er þessu ári hefur viðskiptavegið gengi krónunnar styrkst um rúmlega 12%. Síðan hefur Seðlabankinn lagst á hina sveifna frá því síðla ágúst og keypt gjaldeyri á markaði fyrir rúmlega 3 ma.kr. Það er auðvitað ekki mikið en mjór er mikils vísir og hægt verður að auka kaupin þegar innflæði gjaldeyris eykst frá því sem nú er.

Gengisstöðugleiki og síðar hækkun hefur auðvitað leikið meginhlutverk í þeirri hjöðnun verðbólgu sem fylgt hefur í kjölfarið, en verðbólgan hefur nú minnkað úr um 18% snemma árs 2009 í 3,3% nú í október og reyndar í aðeins 2,6% án skattaáhrifa sem er nánast við verðbólgu markmiðið. Miðað við mælda verðbólgu er nú útlit fyrir að verðbólgu markmiðið náist fyrir áramót. En slakinn í hagkerfinu hefur reyndar einnig átt töluverðan hlut að máli svo og tiltölulega varfærin peningastefna miðað við aðstæður. Það er alls ekkert sjálfgefið að þessi árangur myndi nást og slakinn einn og sér býr ekki til verðstöðugleika eins og ótal söguleg dæmi sýna, en þar eru öfgakenndustu dæmin óðaverðbólgan í þýska Weimarlýðveldinu og nýlegra tilfelli í Zimbabwe. Til viðbótar þurfti því gengisstöðugleikann og það að verðbólguvæntingar hnigu að markmiði. Það hefði ekki gerst ef farið hefði verið að ítrustu kröfum um snarpa og ótímabæra lækkun vaxta. Vextir hafa þó auðvitað lækkað verulega.

Þannig hafa virkir stýrivextir Seðlabankans lækkað úr 18% í upphafi 2009 (þá sjö daga veðlánavextir) en eru nú rúmlega 4½% (meðaltal innstæðuvaxta og vaxta innstæðubréfa) og hafa aldrei verið lægri í nær fimmtíu ára sögu bankans.

Ekki síður hefur náðst árangur við að bæta erlenda lausafjárstöðu þjóðarbúsins með auknum gjaldeyrisforða og eyða með því áhyggjum af því að ríkissjóður muni eiga í erfiðleikum með að standa í skilum með afborganir og vexti af erlendum lánnum á næstu árum. Í því sambandi hafa einnig hjálpað til endurkaup á erlendum skuldum ríkissjóðs. Gjaldyrisforðinn að frádregnum skammtímaskuldbindingum gæti fljótlega verið orðinn rúmir 3 milljarðar evra og er þá miðað við fullan ádrátt á lán í framhaldi af þriðju endurskoðun hjá AGS og að erlent reiðufé vegna Avens-samninga og sölu FIH-bankans í Danmörku sé komið í hús. Greiðslur vaxta og afborgana tveggja skuldabréfaflokka ríkissjóðs á næstu tveimur árum að frádregnum endurkaupum nema til samanburðar 1,1 milljarði evra.

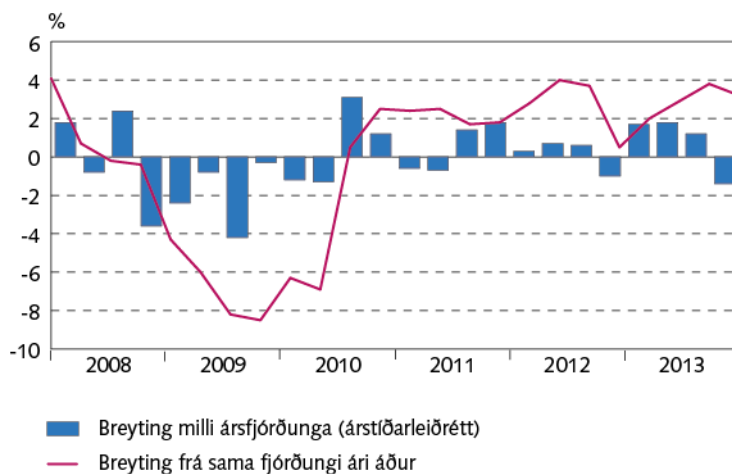
Þessi jákvæða þróun skýrir bætt viðhorf erlends bankafólks og álitsgjafa til Íslands eins og merkja mátti í tengslum við ársfund Alþjóðdagjald-eyrissjóðsins. Hún skýrir líka hvers vegna skuldatryggingarálag ríkissjóðs hefur heldur lækkað á undanförunum mánuðum og er komið töluvert niður fyrir álagið á þau lönd Evrópu sem mest hafa verið í sviðsljósinu að undanförunu vegna skuldavanda. En meira þarf ef duga skal til að brjóta íslensku atvinnulífi leið inn á erlenda lánamarkaði á viðunandi kjörum. Skuldatryggingarálagið er hærra en undirliggjandi staða gefur tilefni til og frekari jákvæð þróun á næstu mánuðum ætti að geta haft þar mikil áhrif á.

Lánshæfismatsfyrirtækin og fleiri aðilar hafa gefið okkur vísbendingar um hver þau eru, þ.e. að draga úr óvissu um styrk innlendra fjármálastofnana, fá niðurstöðu í Icesave-samninga og sýna efnahagsbata.

Hvar stöndum við þá í því efni? Er viðsnúningurinn hafinn? Samkvæmt þeirri spá sem við í Seðlabankanum birtum á miðvikudaginn er það svo. Árstíðarleiddrétt landsframleiðsla á að hafa aukist á milli annars og þriðja ársfjórðungs. Þetta er stutt af ýmis konar vísbendingum sem liggja fyrir fyrir en aðrar svo sem dagvöruvelta og greiðslukortavelta. Eins og sjá má á meðfylgjandi mynd gerum við ráð fyrir að þessi þróun hafi haldið áfram á núverandi ársfjórðungi þó vöxturinn verði eitthvað minni. Hafa ber í huga þegar horft er á myndina að mikil óregla er í ársfjórðungslegum landsframleiðslutölum og mælingar geta sýnt lítilsháttar samdrátt einstaka fjórðunga þó það teljist ekki vera efnahagssamdráttur í hefðbundnum skilningi.

Mynd 1

Breyting landsframleiðslu



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

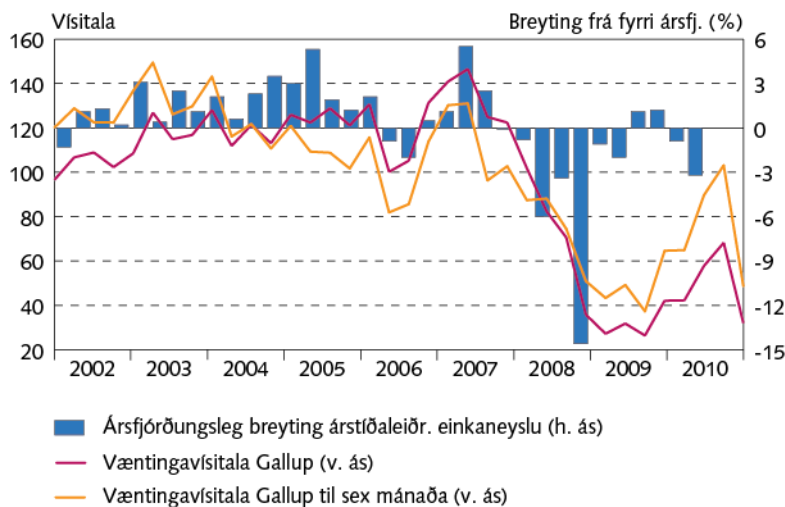
Þann fyrirvara verður þó að gera við þessar horfur að neytendavæntingar virðast hafa tekið dýfu á síðustu vikum, sbr. meðfylgjandi mynd, og fer tímasetningin saman við setningu Alþingis í upphafi október og mótmæli

sem fóru fram af því tilefni. Þessi þróun snýst vonandi við sem fyrst en hún undirstrikar að efnahagsbati er enn viðkvæmur og að „hugarfarskreppan“ gæti að ósekju haft neikvæð áhrif á efnahagsþróun komandi mánaða.

Mynd 2

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

1. ársfj. 2002 - 4. ársfj. 2010¹



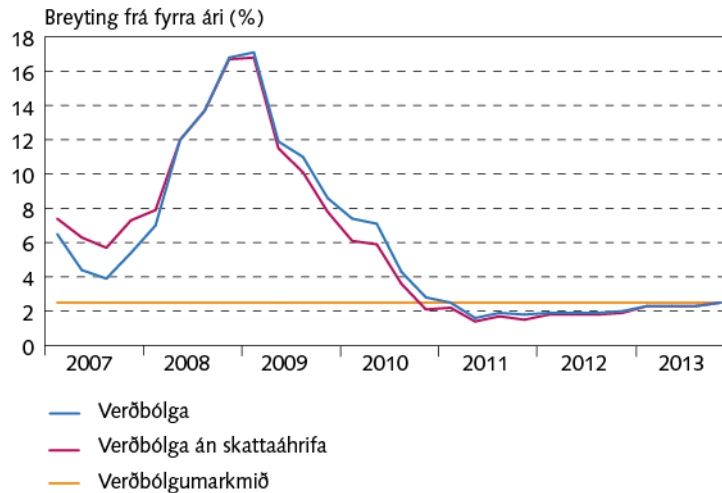
1. Miðað er við þriggja mánaða meðaltal væntingavísitölu Gallup. Gildi fyrir 4. ársfj. 2010 er fyrir október. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 2. ársfjórðungs 2010.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Samkvæmt spá Seðlabankans mun hagvöxtur síðan halda áfram næstu misserin. Þannig mun landsframleiðsla aukast um rétt 2% milli árána 2010 og 2011 og síðan 2,7% 2012 og 3% 2013. Þetta mun nægja til þess að atvinnuleysi fari lækkandi frá og með öðrum ársfjórðungi næsta árs en atvinnuleysi lækkar yfirleitt nokkru eftir að hagvöxtur hefur náð sér á strik. Því er síðan spáð að það muni lækka jafnt og þétt á spátímabilinu og verði um 3% í lok ársins 2013.

Eins og fram kom fyrr í máli mínu er undirliggjandi verðbólga nú þegar nánast á verðbólguþröngumarkmiði en samkvæmt spánni mun það nást fyrir lok ársins. Vegna slakans í hagkerfinu og vegna þess að reiknað er með lítillsháttar frekari hækkun á gengi krónunnar mun verðbólgan síðan lækka frekar og fara undir 2% þegar kemur fram á næsta ár. Hún hækkar síðan hægum skrefum á ný og verður aftur við markmið undir lok spátímabilsins sem að þessu sinni nær til fjórða ársfjórðungs 2013 (sjá meðfylgjandi mynd).

Mynd 3

Verðbólga með og án skattaáhrifa



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

En þetta eru eins og sagt er „bara spár“ og óvissan er meiri en í meðalári. Utanaðkomandi þættir geta breytt myndinni en stjórnvöld geta líka haft töluverð áhrif á þróunina, bæði til góðs og ills. Í Peningamálum eru taldir upp ýmsir óvissuþættir. Þannig gæti hagvöxtur orðið minni ef bakslag kemur í alþjóðlegan efnahagsbata, ef frekari tafir verða á stórum fjárfestingarverkefnum sem verið hafa í burðarliðnum, og ef heimilin kjósa að laga hreina eignastöðu sína hraðar en hér er gert ráð fyrir og spara meira og neyta minna. Neikvæðu áhrifin af því síðastnefnda munu hins vegar til lengdar deyja út og í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska ættu langtímaáhrifin að vera jákvæð. Hagvöxturinn gæti hins vegar líka orðið mun meiri, sérstaklega ef áhættuálag Íslands á alþjóðlegum mörkuðum lækkar verulega á næstunni, brautin er rudd inn á erlenda lánamarkaði, bein erlend fjárfesting eykst og almenn atvinnuvegafjárfesting verður sterkari.

En þetta er stórt „ef“. Um það bil 3% hagvöxtur eins og nú er spáð á árunum 2012 og 2013 er auðvitað ágætur í meðalárferði. En samantekinn er hagvöxturinn á árunum 2011 og 2012 veikur í ljósi þess mikla slaka sem nú er í íslensku efnahagslífi. Það sem meira er, undirstöðurnar eru ekki vel traustar þar sem framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtarins er neikvætt og fjárfesting mun verða verulega fyrir neðan sögulegt meðaltal jafnvel þó svo að hún muni aukast töluvert frá því sem nú er.

Útflutningur vöru og þjónustu mun samkvæmt spánni aukast um aðeins tæplega 1% á næsta ári og síðan tekur við 2% árlegur vöxtur næstu tvö ár á eftir, og það þrátt fyrir að raungengi verði verulega undir sögulegu meðaltal allt tímabilið.

Fjármunamyndun í heild mun nema tæplega 13½% af landsframleiðslu á þessu ári og atvinnuvegafjárfesting tæplega 9%. Á árunum 1980-2009 námu þessi hlutföll að meðaltali tæplega 22% annars vegar og tæplega 13% hins vegar. Hvað fjármunamyndun í heild varðar er hlutfallið í ár það lægsta á eftirstríðsárunum. Atvinnuvegafjárfesting var hins vegar lægri á árinu 1945, árin 1993-1995 og í fyrra. Jafnvel í lok spátímabilsins á árinu 2013 er fjármunamyndunin, sem þá verður 18% af landsframleiðslu, í lægra lagi miðað við það sem ætla má að þurfi til að halda uppi til lengdar uppi 3% hagvexti, sem er metið á rúm 20%.

Þessi þróun fjárfestingarstigsins er ekki í ósamræmi við reynslu ýmissa annarra þjóða sem hafa búið við hátt fjárfestingarhlutfall í aðdraganda fjármálakreppu. Samt er það auðvitað visst áhyggjuefni og mikilvægt verkefni að vinna að því að þetta verði „bara spár“ því ekkert er óhjákvæmilegt í þessum efnum. Ég hef að undanfögnu lagt áherslu á það í ræðum mínum að þótt vaxtastigið hafi auðvitað einhver áhrif á fjárfestingarstigið þá sé það líklega um þessar mundir langt í frá að vera sá áhrifaþáttur sem mestu skiptir, sérstaklega eftir að vextirnir eru orðnir eins lágir og raun ber vitni. Ég held að hér leiki aðrir þættir miklu meira hlutverk eins og áhættufælni í framhaldi af fjármálakreppu, óvissa um eftirspurn og rekstrarumhverfi, skertur aðgangur að erlendu lánsfé og laskaðir efnahagsreikningar fyrirtækja. Í þessu þarf að vinna og það er meðal annars þess vegna sem það er svo brýnt að aukinn kraftur komist í fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja.

Snúum okkur nú aftur að peningastefnunni. Seðlabankavextir hafa verið lækkaðir verulega á stuttum tíma að miklu leyti sakir þess að verðbólga hefur lækkað ört og verðbólguvæntingar hafa fylgt með. Vextir þurftu því líka að lækka til samræmis ef raunvaxtastig átti ekki að hækka sem hefði verið óheppilegt í ljósi slakans í hagkerfinu. Af sömu orsökum hefur verið leitast við að lækka raunvextina án þess þó að setja í hættu gengisstöðugleika og verðbólguþröskulmið.

Eins og ég nefndi fyrr í máli mínu eru Seðlabankavextir nú í sögulegu lágmarki. Peningastefnunefnd telur eigi að síður að eitthvert svigrúm sé enn til staðar til frekari lækkunar Seðlabankavaxta að því gefnu að gengi krónunnar haldist stöðugt og verðbólga hjaðni eins og spáð er. Hún gerir þó þann fyrirvara að óvissa sé um hversu svigrúmið er mikið vegna áforma um afnám hafta á fjármagnshreyfingar. Verðbólguálag ríkisbréfa, eins og það er mælt af Seðlabankanum, hefur lækkað í framhaldi af vaxtaákvörðun á miðvikudaginn og er nú til fimm ára nokkurn veginn jafnt verðbólguþröskulmiði bankans. Væntingar til skemmri tíma gætu lækkað enn meira á næstunni enda gerir verðbólguþröskulmiði bankans ráð fyrir að verðbólga fari niður fyrir 2% þegar líður á næsta ár. Miðað við þessa mælikvarða eru virkir raunstyrivextir nú 2-2½%. Þetta eru lægri raunvextir en taldir voru jafnvægisraunvextir fyrir hrun og hugsanlega

líka lægri en þeir sem munu ríkja þegar hagkerfið kemst aftur á beinu brautina. En meðan við erum á botni hagsveiflunnar er eðlilegt að raunvextir séu vel fyrir neðan það sem til lengdar mun gilda. Eigi að síður er ljóst að þegar vextir lækka frekar því minna verður svigrúmið sem eftir verður. Eins og nú horfir tel ég hins vegar ekki að vaxtabotninum hafi verið náð.

En þá komum við að höftunum. Þegar hafist verður handa um að losa um höft á útflæði fjármagns einhvern tíma í mars eða síðar á næsta ári mun gengið missa þann stuðning sem það hefur af þeim. Gengið myndi líklega falla verulega ef höftin yrðu öll leyst í dag. En það stendur ekki til. Þvert á móti verður unnið að því að skapa skilyrði þess að höftin geti losnað án þess að gengið þurfi endilega að lækka að marki.

Í áætlun þeirri um afnám hafta sem kynnt var í ágúst 2009 voru nefnd þrjú skilyrði fyrir afnámi haftanna: 1) þjóðhagslegur stöðugleiki, þar með talið trúverðugar aðgerðir til að tryggja sjálfbær ríkisfjármál og minnkandi verðbólga; 2) traust fjármálakerfi; 3) nægilegur gjaldeyrisforði. Skilyrðið um traust fjármálakerfi er ekki uppfyllt en hin eru það að verulegu leyti. En hvers vegna voru þessi skilyrði valin? Jú, það er vegna þess að þau eru nauðsynleg forsenda þess að áhættuálag á íslenskar eignir muni lækka að gagni. Almenn gildir að því lægra sem þetta álag er, því hærri sem vaxtamunurinn er gagnvart útlöndum og því lægra sem gengið er, því betri eru skilyrðin til að aflétta höftum af þessu tagi. Ástæðurnar eru þær að gengið fær þá stuðning frá hærri áhættuleiðréttum vaxtamun en ella og líkurnar á að gengishækkunarvæntingar hafi yfirhöndina yfir gengislækkunarvæntingum eru meiri. Mitt mat er að það ættu að vera öll skilyrði að lækka áhættuálagið umtalsvert á komandi mánuðum. Verðbólga mun einnig lækka frekar á næstunni. Það er því mitt mat að áform um afnám hafta breyti því ekki að enn sé nokkuð svigrún til lækkunar vaxta.

Ég gaf yfirlýsingu um gjaldeyrishöftin í tengslum við vaxtaákvörðun á miðvikudaginn. Ekki er ástæða að endurtaka hana hér, enda öllum aðgengileg. Kjarni hennar er sá að engin almenn skref verða tekin til að lyfta höftum á útflæði fjármagns fyrr en í fyrsta lagi í mars á næsta ári og að áður verður endurskoðuð áætlun um afnám haftanna kynnt til sögunnar. Tíminn fram að því verður notaður til að búa í haginn með margvíslegum hætti. Mér sýnist að þessari yfirlýsingu hafi verið vel tekið og ávöxtun á skuldabréfamarkaði lækkaði umtalsvert í kjölfarið.

Eins og ég sagði í upphafi er framkvæmd peningastefnunnar óvenjuflókin um þessar mundir. En það á ekki síður við um kynningu og útskýringu peningastefnunnar. Hún er einfaldari þegar hægt er að líta framhjá genginu að öðru leyti en varðar áhrif þess á verðbólgu. Yfirvofandi kerfisbreyting eins og afnám hafta í rauninni er gerir vandann enn meiri. En það er mikilvægt að sem flestir átti sig á því að þessi vandi verður ekki nema að

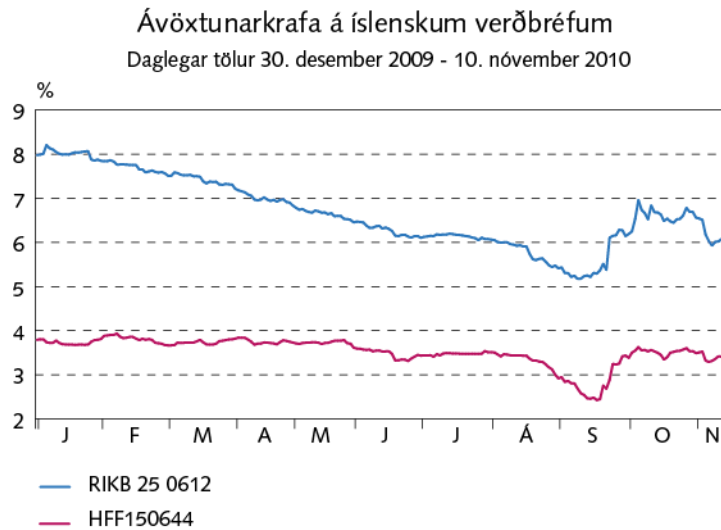
takmörkuðu leyti leystur með betri kynningarstefnu. Óvissan er raunveruleg og Seðlabankinn getur ekki skapað meiri vissu en hann býr sjálfur yfir. Reynslan sýnir einnig að markaðurinn getur farið framúr sér þótt kynning peningastefnunnar sé í góðu lagi.

Eins og ég sagði í upphafi er framkvæmd peningastefnunnar óvenjuflókin um þessar mundir. En það á ekki síður við um kynningu og útskýringu peningastefnunnar. Hún er einfaldari þegar hægt er að líta framhjá genginu að öðru leyti en varðar áhrif þess á verðbólgu. Yfirvofandi kerfisbreyting eins og afnám hafta í rauninni er gerir vandann enn meiri. En það er mikilvægt að sem flestir átti sig á því að þessi vandi verður ekki nema að takmörkuðu leyti leystur með betri kynningarstefnu. Óvissan er raunveruleg og Seðlabankinn getur ekki skapað meiri vissu en hann býr sjálfur yfir. Reynslan sýnir einnig að markaðurinn getur farið framúr sér þótt kynning peningastefnunnar sé í góðu lagi.

Það er margt sem bendir til þess að markaðurinn hafi í einhverjum mæli misskilið yfirlýsingu peningastefnunefndar í ágúst. Af því þurfum við auðvitað að læra og reyna að gera betur. Ýmsir virðast hafa talið á grundvelli yfirlýsingarinnar að áform um afnám hafta hafi verið slegin af um hríð, jafnvel um einhver ár, og af þeim sökum hafi vextir verið lækkaðir svo mikið sem raun varð. Í mínum huga hins vegar tengist vaxtalækkunin þá miklu frekar lækkun verðbólgunnar en aukinni óvissu um afnám haftanna sem þó var vissulega staðreynd. Þessi yfirlýsing var gefin áður en seinni dómur Hæstaréttar féll um gengistryggð lán og þriðja endurskoðunin hjá AGS komst í höfn. Það breytist síðan með jákvæðum hætti fyrir septemberfund peningastefnunefndar og því varð innihald yfirlýsingarinnar annað en í ágúst hvað vaðar skilyrðin fyrir afnámi hafta. Það voru hins vegar aðstæðurnar sem höfðu breyst en ekki stefnan.

Eins og meðfylgjandi mynd sýnir hefur þróun ávöxtunarkröfu á ríkisverðbréfum í ágúst og september á sér ásýnd bólu en slíku ferli hefur oft verið lýst þannig að farið sé niður stigann og upp með lyftunni (eða öfugt þegar horft er á verð fremur en ávöxtun). Það er því líklegt að fleiri þættir hafi verið að verki en misskilningur varðandi yfirlýsingar peningastefnunefndar. Þar gæti verið um að ræða óvenjumiklar skuldsettar stöður, skipulag og virkni markaðarins og svo hefðbundin bóluhegðun þar sem taugarnar eru þandar til hins ítrasta rétt áður en bólan springur. Seðlabankinn mun fyrir sitt leyti rannsaka það sem þarna gerðist og draga af því viðeigandi lærdóma. En það gæti verið gagnlegt fyrir fleiri. Í öllu falli er ljóst að vilji markaðsaðilar taka skuldsett veðmál um að höftin verði hér svo árum skiptir þá er þeim það frjálst. En þeir gera það á eigin ábyrgð. Afnám haftanna á vissulega töluvert lengra í land en kannski ýmsir töldu í haust en áralangur frestur er ekki í samræmi við þau áform sem lýst hefur verið.

Mynd 4



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Að lokum vil ég segja þetta: Mikill árangur hefur nást við að ná stöðugleika og þar lék peningastefnan stórt hlutverk. Nú er komið að því að skjóta traustum fótum undir viðvarandi hagvöxt og tengja íslenskt efnahagslíf á ný við alþjóðlegan fjármagnsmarkað. Í þessum efnum getur peningastefnan minna gert. Hlutverk Seðlabankans verður þó verulegt hvað það varðar að tengjast á ný alþjóðlegum fjármagnsmarkaði. Það á bæði við það að taka þátt í að ryðja brautina inn á erlenda lánamarkaði og það að móta regluverk fyrir hættuminni fjármálaleg tengsl við umheiminn en þau voru fyrir fjármálakreppuna. En það er efni í aðra ræðu.

Takk fyrir