

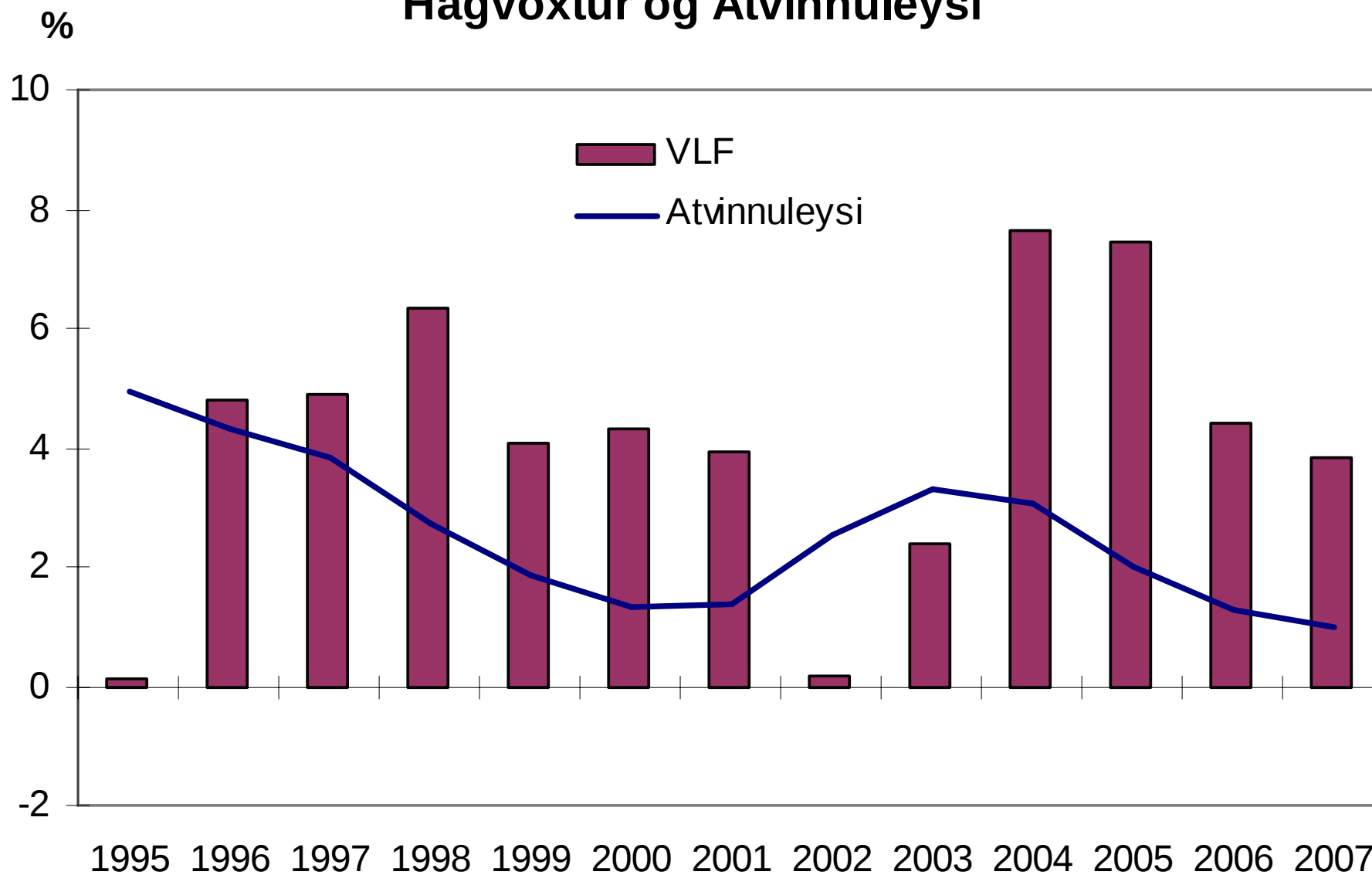
STAÐA EFNAHAGSMÁLA: ER KOLLSTEYPA Í NÁND?

Jón Steinsson

Columbia University

18. ágúst 2008

Hagvöxtur og Atvinnuleysi



GRÍÐARLEGUR UPPGANGUR SÍÐUSTU ÁR

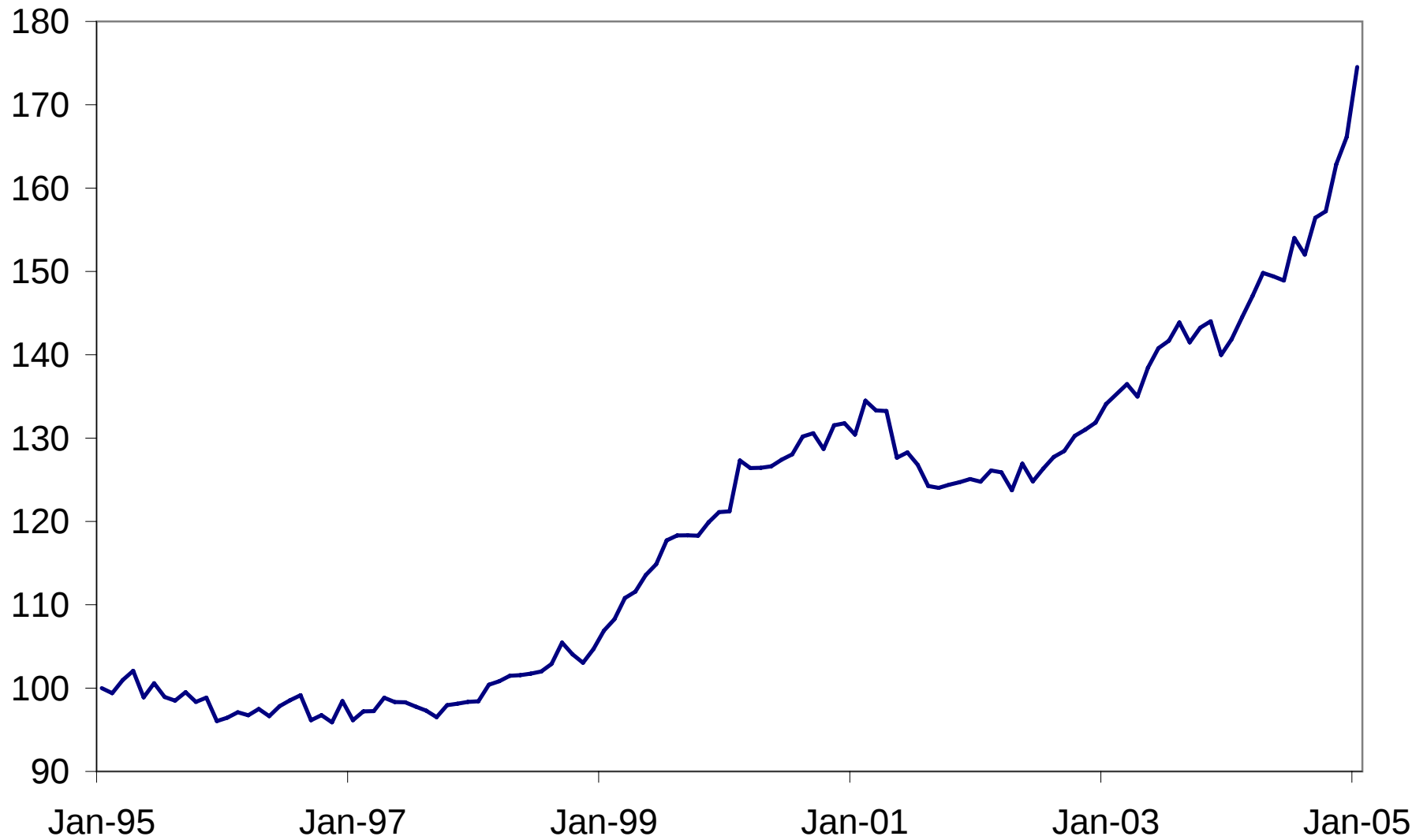
Orsakir:

- Framkvæmdir við uppbyggingu orkuiðnaðar
- Aukinn aðgangur almennings að lánsfé

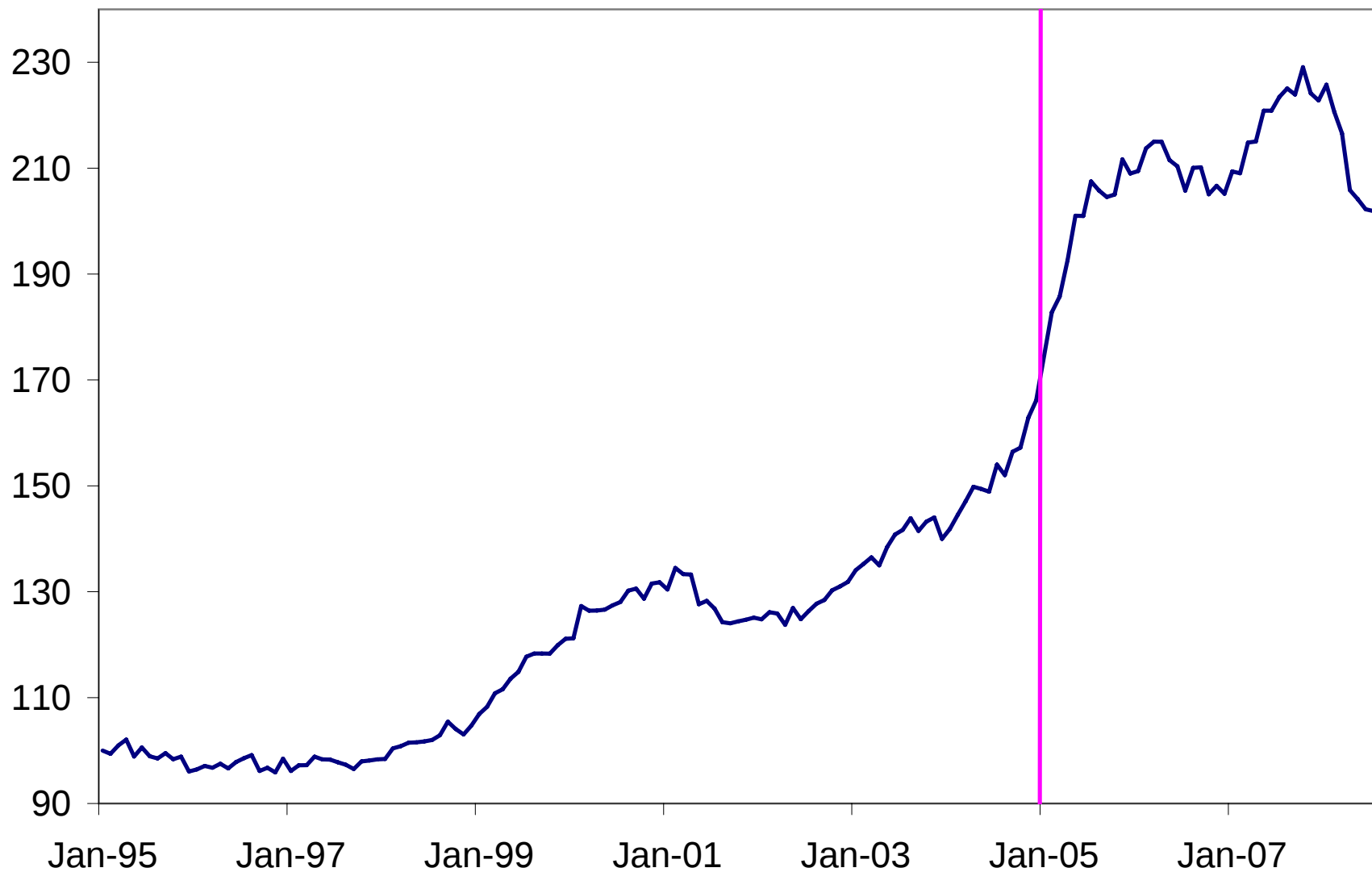
Ein afleiðing:

- Gríðarleg hækkun húsnæðisverðs

Raunverð húsnæðis fram til janúar 2005



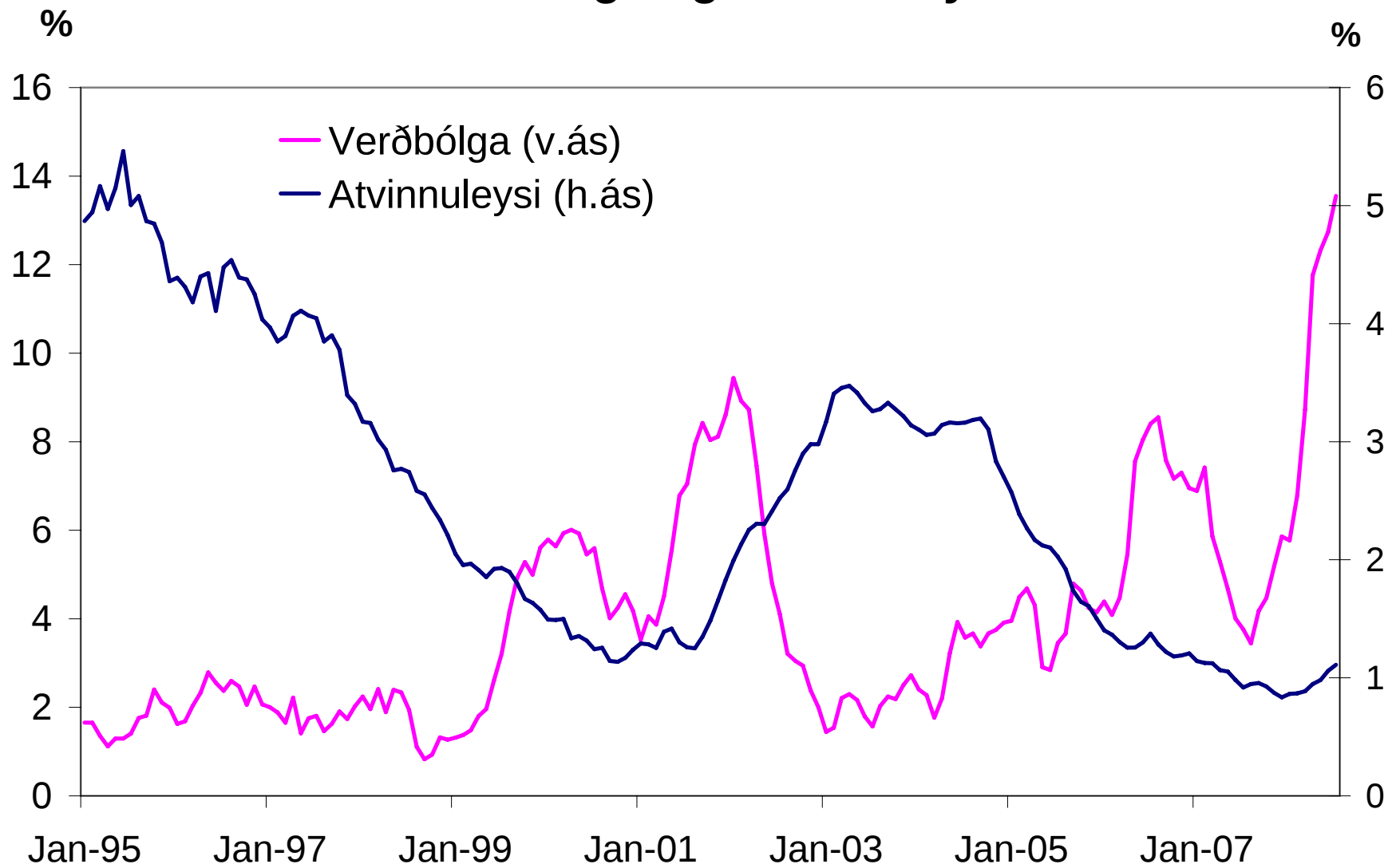
Raunverð húsnæðis



Fleiri afleiðingar:

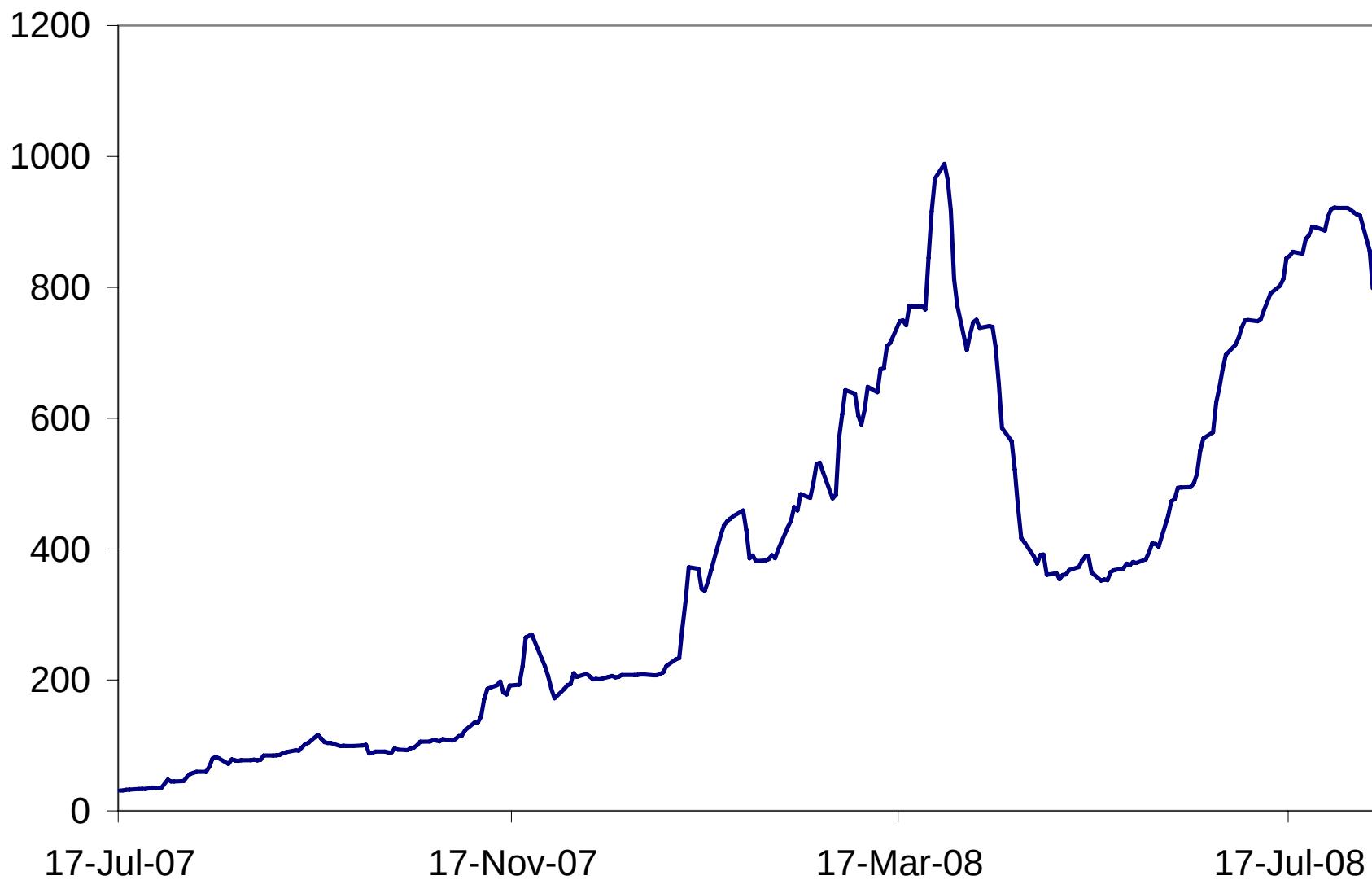
- Háir vextir
- Gríðarlegur viðskiptahalli
- Vaxandi verðbólga
- Mikið ójafnvægi

Verðbólga og atvinnuleysi



punktar

Meðalskuldafyrirspá álag bankanna



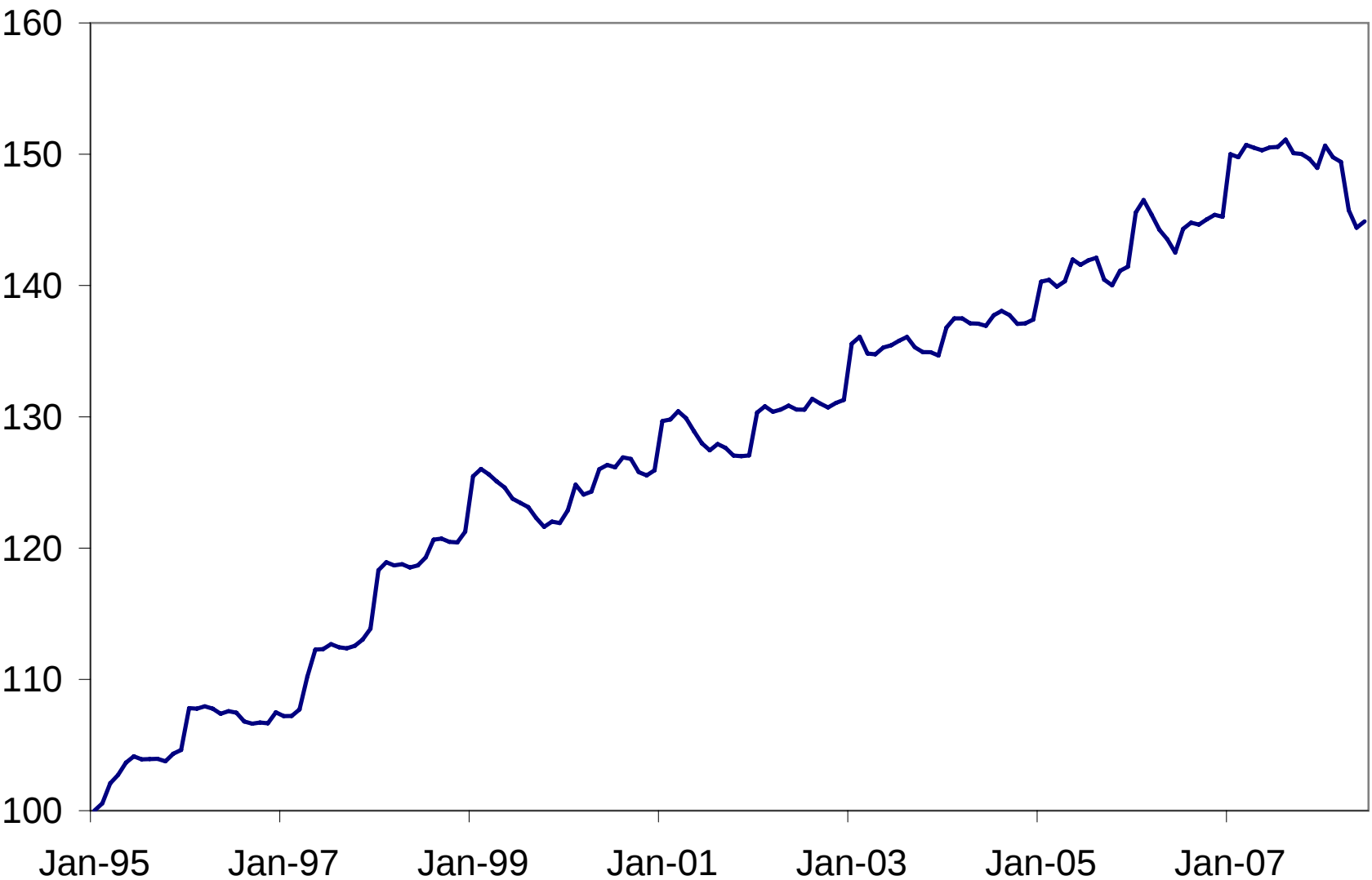
Tvö nánast aðskilin vandamál:

- 1 Pensla og há verðbólga
- 2 Lausafjárvandi bankanna

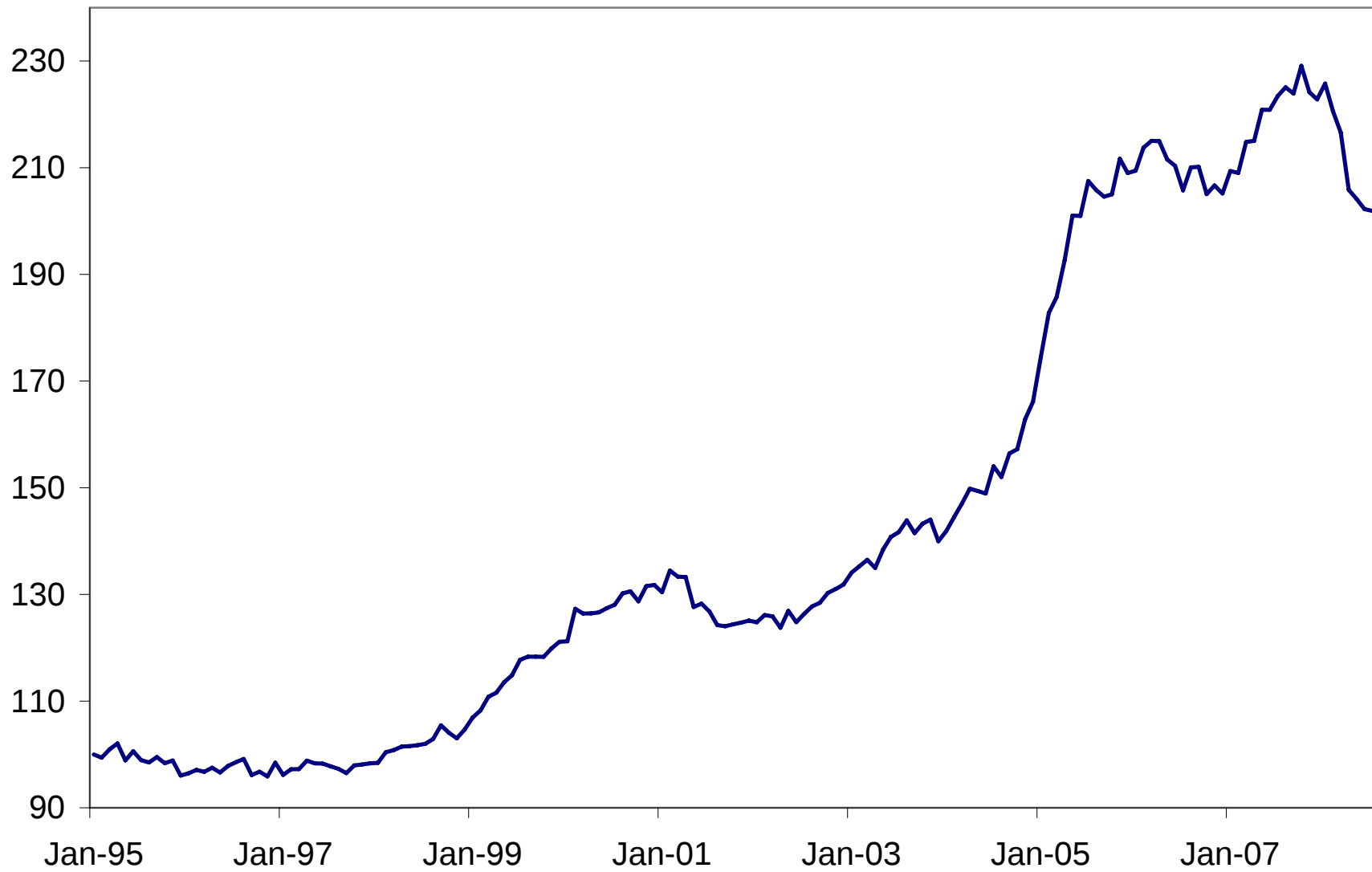
“Allt að fara til fjandans”

“Mesta kjaraskerðing Íslandssögunnar”

Kaupmáttur Launa

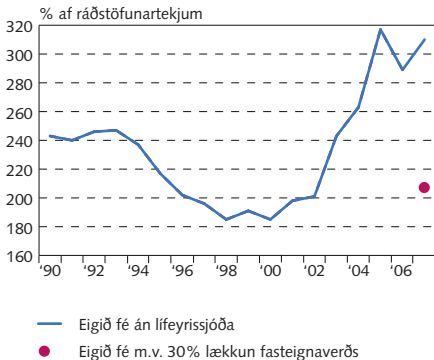


Raunverð húsnæðis



Mynd 18

Eigið fé heimilanna án lífeyrissjóða 1990-2007¹



1. Verðbréfaeign heimila er áætluð sem og ráðstöfunartekjur fyrir árið 2007.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Íslenskar kreppur

Topár	Botnár	Einkaneysla
1947	1952	-25%
1967	1969	-12%
1974	1975	-11%
1987	1993	-18%
2000	2002	-7%
2007	2008	3%

STAÐA EFNAHAGSMÁLA Í SÖGULEGU SAMHENGNI

- Kaupmáttur, hefur aðeins gefið eftir.
 - Samt hærri en fyrir 2 árum
- Húsnæðisverð hefur aðeins gefið eftir.
 - Samt hærra en fyrir 3 árum
- Eiginfjárhlutfall hefur hækkað verulega
- VLF hefur haldið sínu striki.

Allt tal um að þróun síðustu mánaða sé “mesta kjaraskerðing Íslandssögunnar” er bull og vitleysa.

- 14 % verbólga
- 1 % atvinnuleysi

Almenn samstaða á meðal peningamálahagfræðinga:

- Mikið peningalegt aðhald nauðsynlegt
 - Háir raunvextir
- Niðursveifla líkleg
- Lækkun vaxta væri glapræði
 - Myndi auka vandann

Háir vextir orsaka þenslu

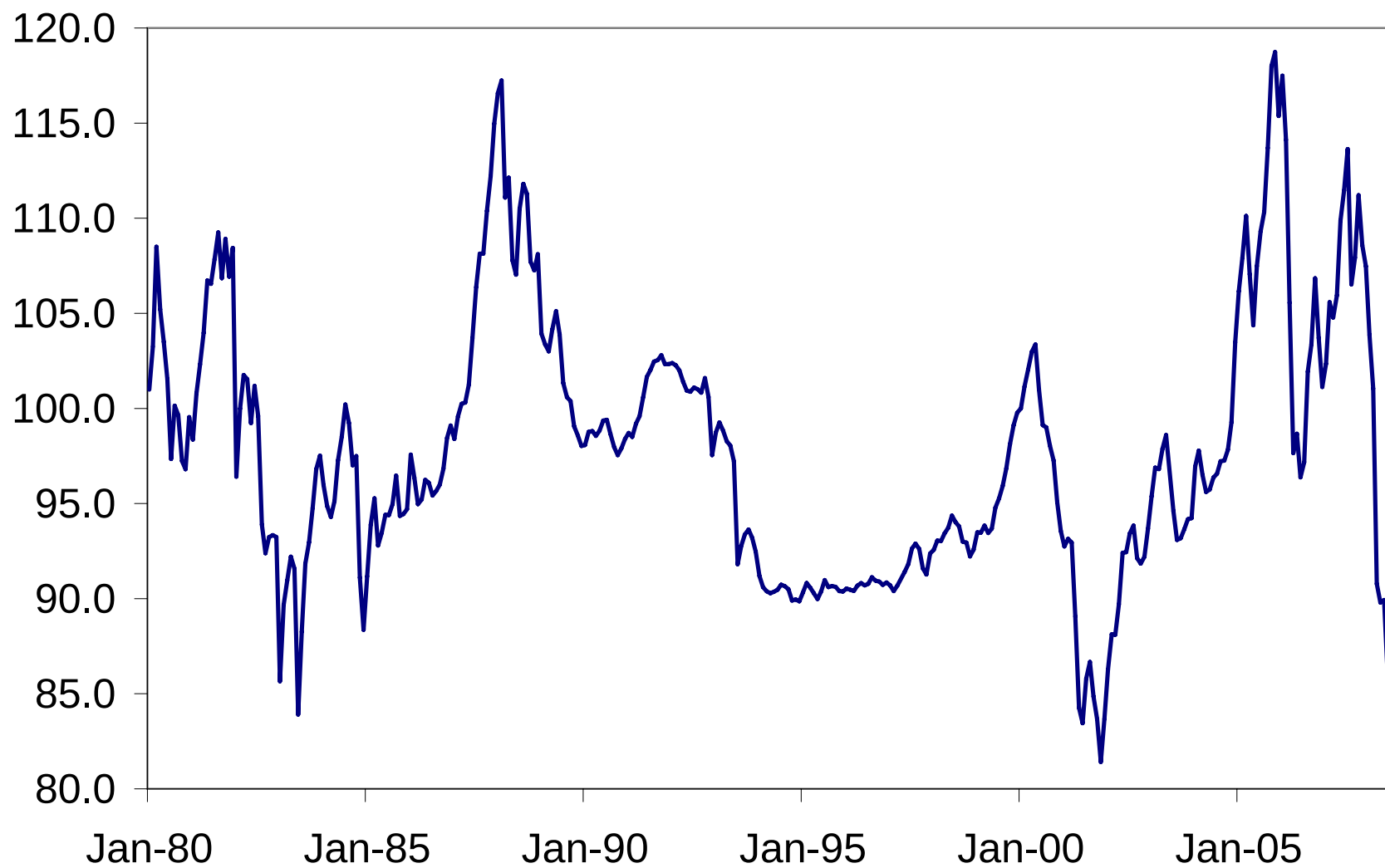
- Reynsla síðustu ára: Háir vextir og mikil þensla. Q.e.d.
 - Allt fullt af veiku fólki á sjúkrahúsum
 - Allt fullt af feitu fólki í megrun
 - Allt fullt af gömlu fólki á elliheimilum

Hátt gengi orsakar þenslu

- Innfluttar vörur ódýrari
 - En hátt gengi minnkar eftirspurn eftir íslenskum vörum
 - Ætti að draga úr tekjum fólks

- Háir vextir Seðlabankans bíta ekki þar sem fólk og fyrirtæki hafa aðgang að erlendu lánsfé
 - En háir vextir hækka gengi krónunnar
 - Hátt gengi hækkar væntan vaxtakostnað
 - Þeim mun hærra sem gengið er þeim mun líkleggra er að það lækki
 - Margir létu glepjast

Raungengi krónunnar



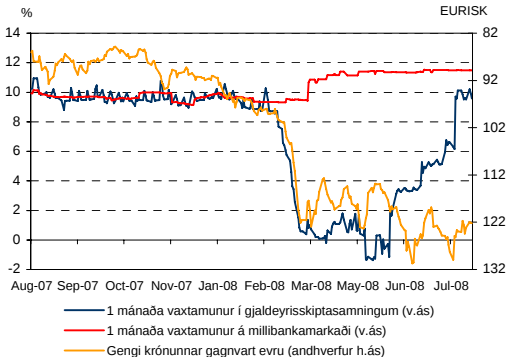
Markaður með gjaldeyrisskiptasamninga í lamasessi

- Undirliggjandi vandi: Lausafjár Vandí bankanna í erlendri mynt
- Æskileg viðbrögð stjórnvalda:
 - Aukin útgáfa ríkisskuldabréfa
 - Hefur verið gert. Ætti að ganga lengra.

Afleiðing: Purrkar upp krónumarkaðinn

- Æskileg viðbrögð stjórnvalda:
 - Víðari skilgreining veða í Seðlabankanum
 - Endurfjármögnun húsnæðislána í Íbúðalánasjóði
 - Mætti ganga lengra (e.t.v. með “haircuts”)

Vaxtamunur í gjaldeyrisskiptasamningum og gengi krónunnar

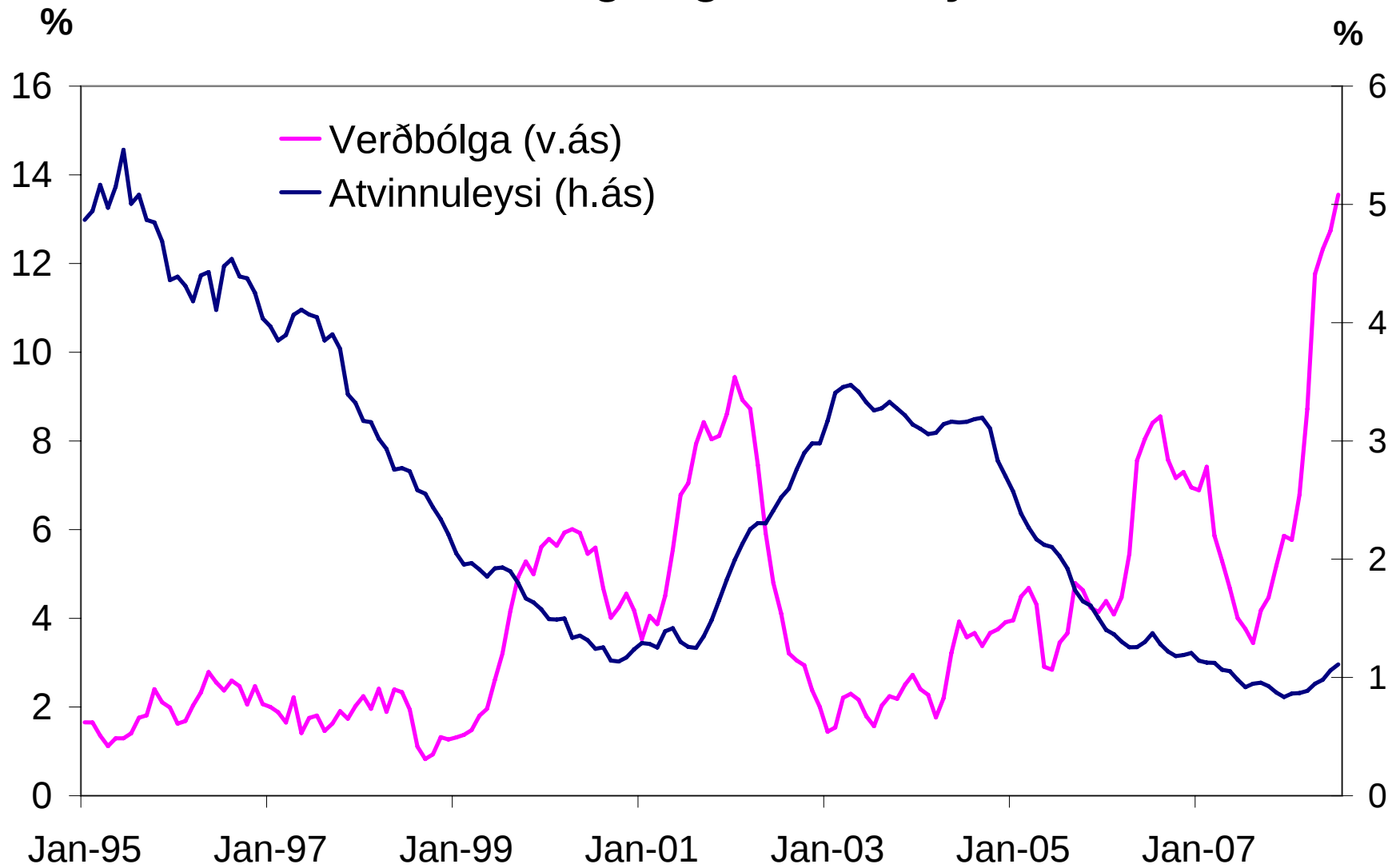


Heimild: Bloomberg, Seðlabanki Íslands

UMGJÖRÐ PENINGAMÁLA TIL LENGRI TÍMA

- Verðbólguþéttmiðið hefur ekki reynst vel
- Verðbólguþéttmiðið ekki nægilega sterkt verðlagsakkeri við íslenskar aðstæður
- Þörf á sterkara verðlagsakkeri

Verðbólga og atvinnuleysi



UMGJÖRÐ PENINGAMÁLA TIL LENGRI TÍMA

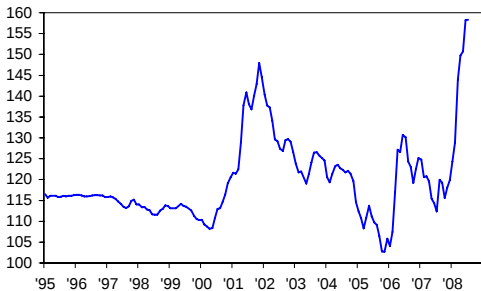
- Porri af gagnrýni á Seðlabankann hefur kallað eftir veikara verðlagsakkeri
 - ① Hækka verðbólgu markmiðið
 - ② Taka út húsnæðisliðinn
 - ③ Víkja markmiðinu tímabundið til hliðar
 - ④ Bæta við fleiri markmiðum
- Myndi gera illt verra!!

- Hreyfingar krónunnar eru ósamhverfar
“Up the stairs but down the elevator”
- Afleiðingin: “Verðbólguþekking”

Gengisvísitala

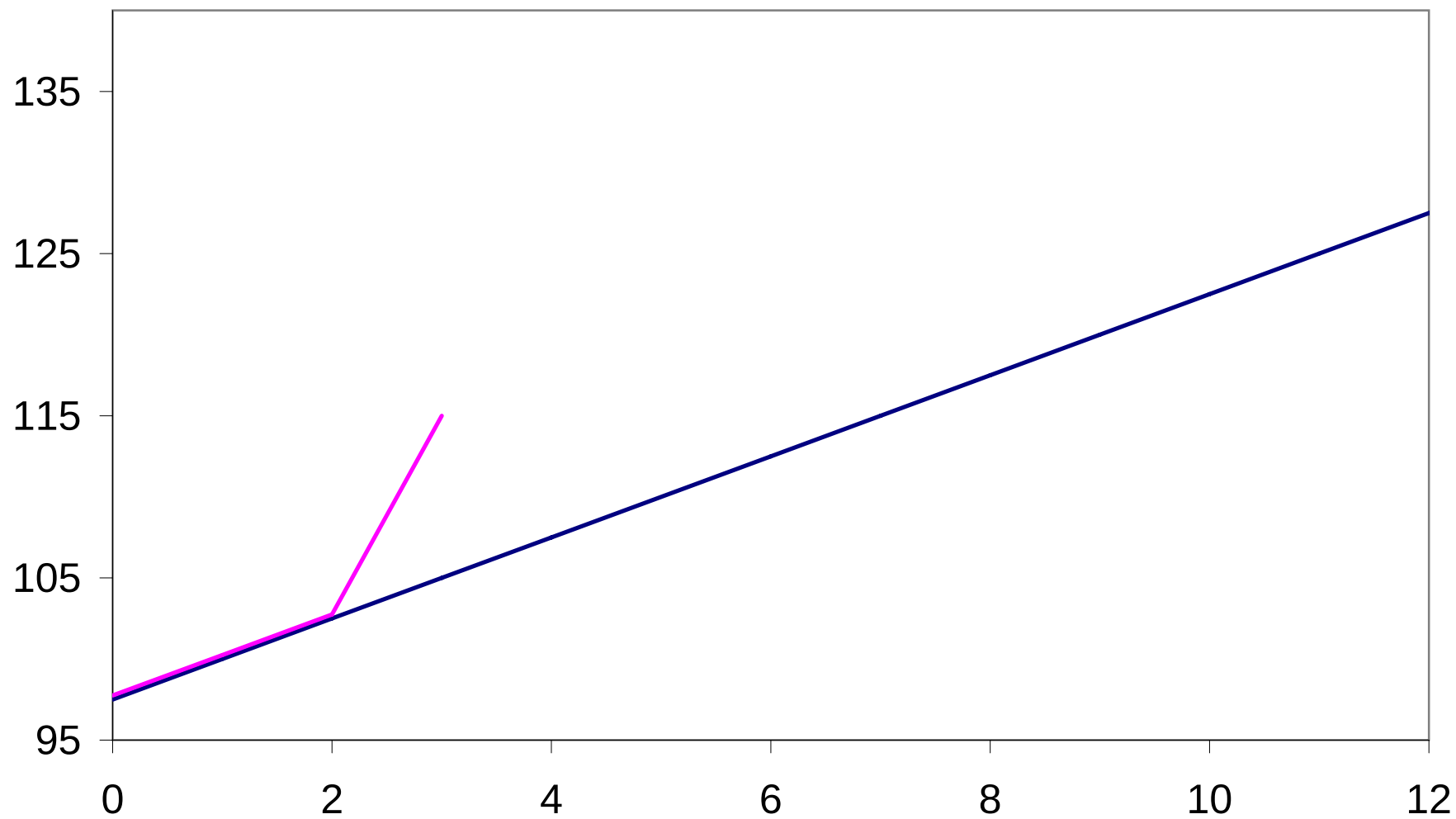
Meðaltal mánaðar janúar 1995 - júlí 2008

31. des. 1991=100

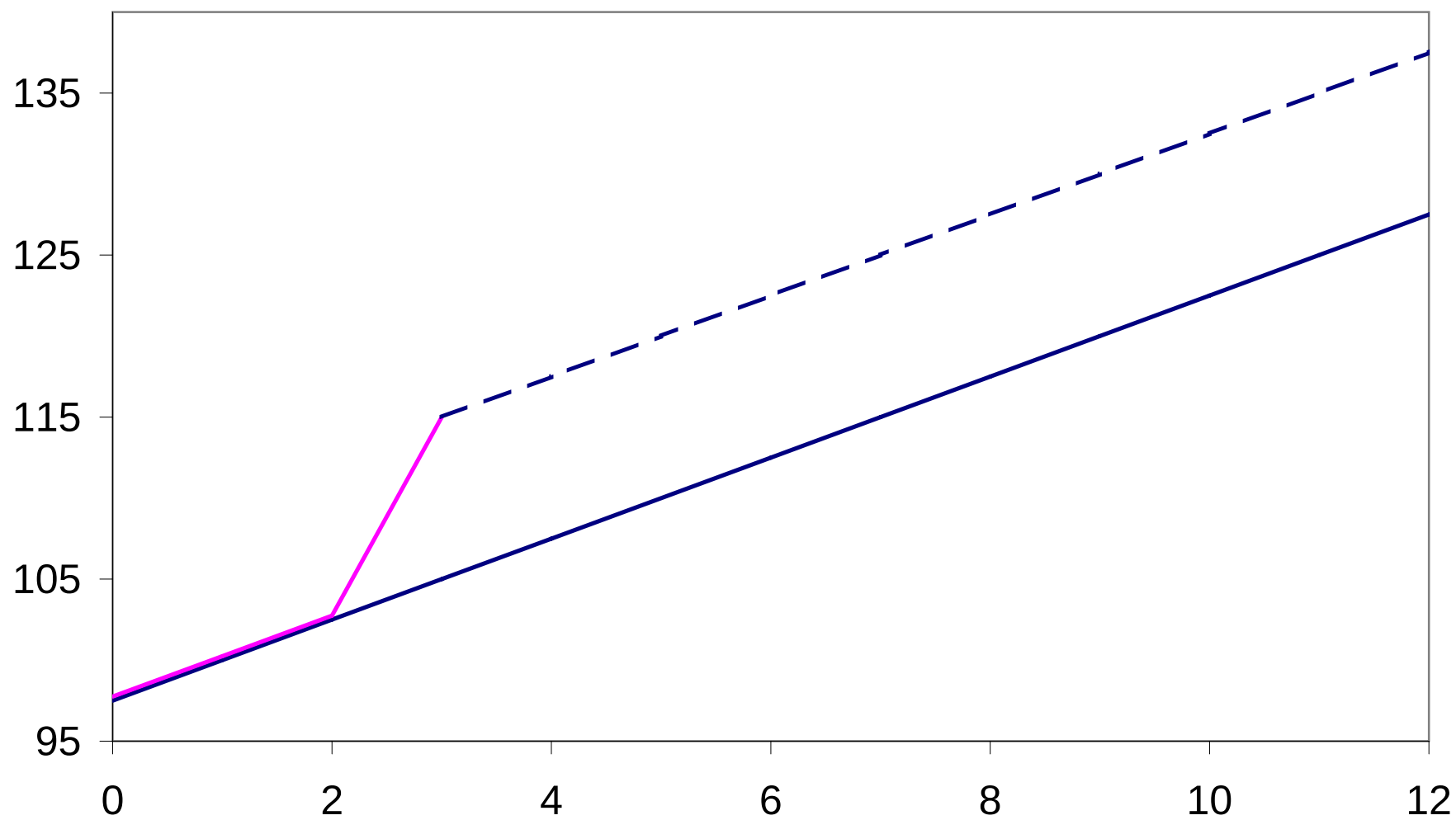


Heimild: Seðlabanki Íslands.

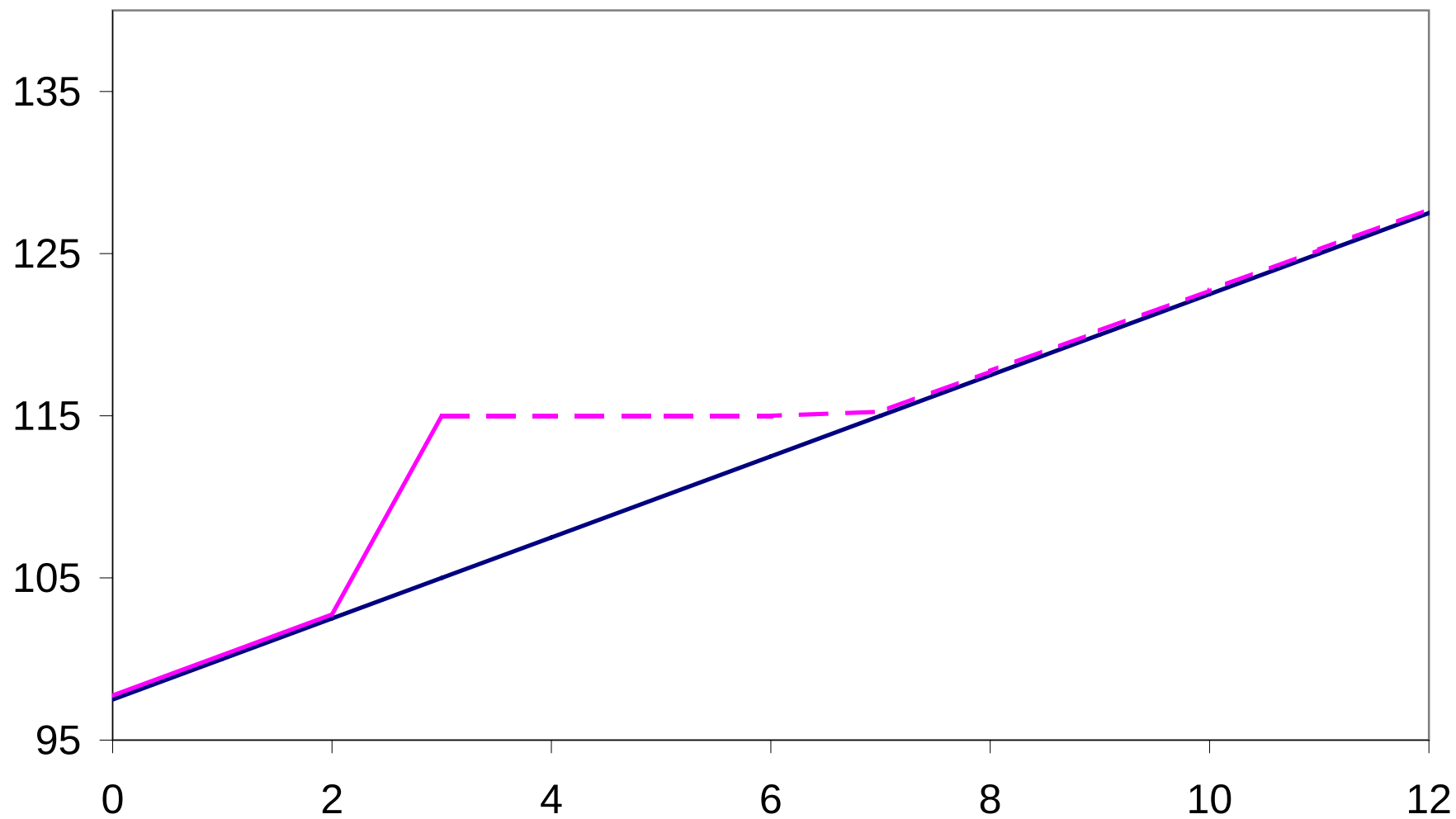
Verðbólgaumarkmið



Verðbólgu markmið



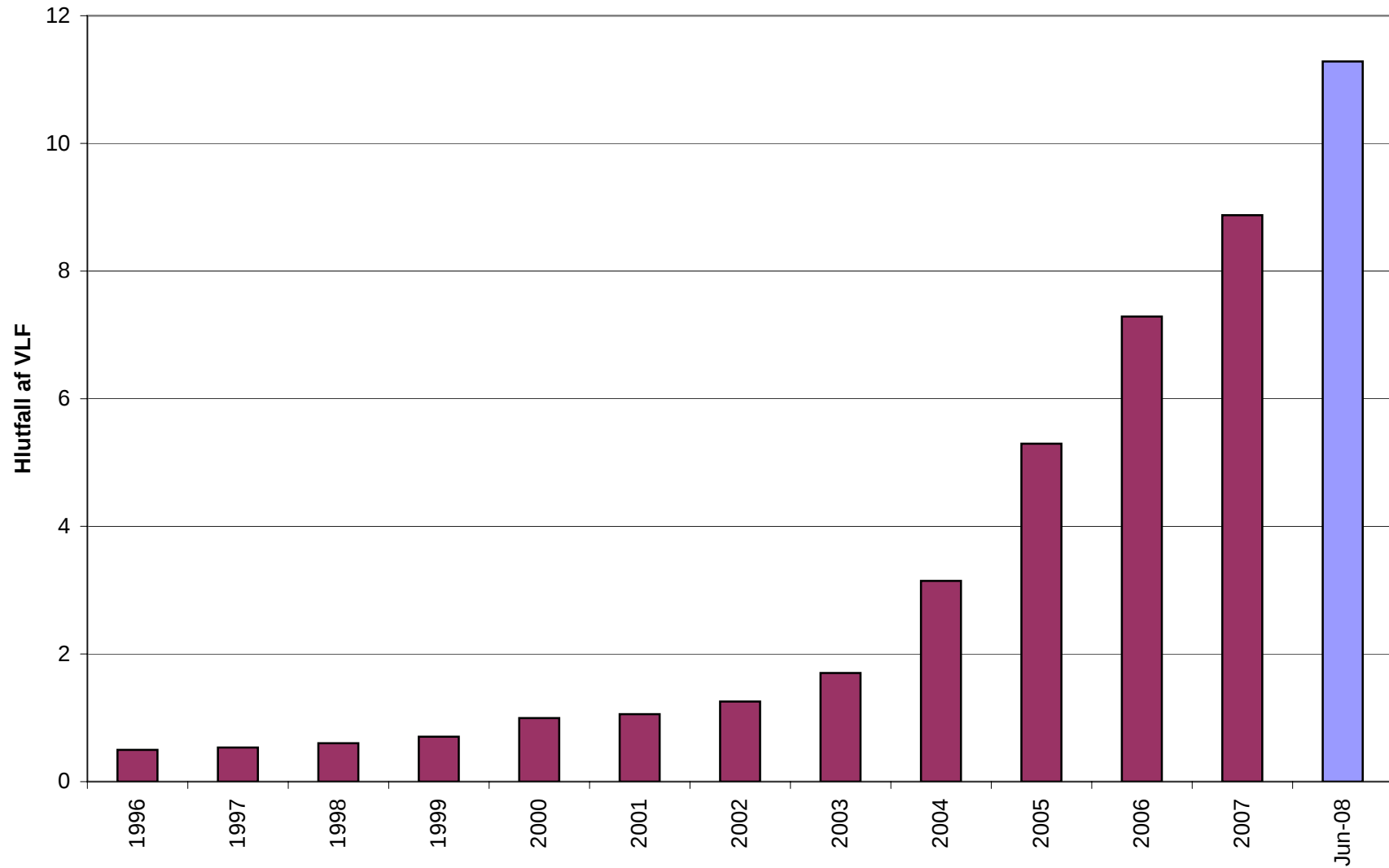
Verðlagsmarkmið



UMGJÖRÐ PENINGAMÁLA TIL LENGRI TÍMA

- Verðbólguþéttun:
 - “Bygones are bygones”
 - Erfitt að hemja verðbólguþéttun
- Verðlagsþéttun er sterkara verðlagsþéttun
 - Líklega pólitískt ómögulegt
- Uptaka evru hefur sömu kosti og verðlagsþéttun
 - Verðlag myndi ekki reka í burtu frá verðlagi á evrusvæðinu
 - Sterkt verðlagsþéttun

Heildareignir samstæðna þriggja stærstu viðskiptabankanna



ÆVINTÝRALEGUR VÖXTUR BANKANNA

- Efnahagsreikningur bankanna tífaldaðist á 5 árum
- Hvað skýrir þennan ævintýralega vöxt?
 - Eru Íslendingar betri?
 - Tóku bankarnir gríðarlega áhættu?
 - Aðrar skýringar?

- Matsfyrirtækin skilgreindu bankana sem **kerfislega mikilvæga**
 - “Too big to fail”
 - Ígildi ríkistryggingar
- Bankarnir fengu hærra lánshæfismat en þeir áttu skilið
- Frá sjónarhóli bankanna: Rakið viðskiptatækifæri
- Lánadrottnar bankanna:
 - Skildu ef til vill áhættuna
 - Gátu hins vegar sett lánin inn í “vafninga” sem AAA/AA lán
 - Endafjárfestirinn vissi ekki hvað hann var að kaupa

Vandinn við þessa þróun:

❶ Ósamhverf staða:

- Hagnaðarvonin hjá bönkunum
- Tapáhættan hjá almenningi

❷ Takmörk fyrir vexti:

- Voru: “Too big to fail”
- Að verða: “Too big to save”

VÖXTUR BANKANNA: VIÐBRÖGÐ STJÓRNVALDA

- Mikill þrýstingur á 500 milljarða lántöku ríkissjóðs
- Kostnaður:
 - 1-3 % vaxtaálag
 - 5-15 milljarðar á ári
- Hver á að borga?
 - Skattborgarar?
 - Bankarnir sjálfir?

Mikilvægt að stjórnvöld rasi ekki um ráð fram

VÖXTUR BANKANNA: VIÐBRÖGÐ STJÓRNVALDA

- Ekkert einsdæmi að atvinnuvegir séu niðurgreiddir:
 - Sjávarútvegur: Nánast ókeypis aðgangur að auðlindinni
 - Stóriðja: Orkuverð fæst ekki upp gefið (Lægra en heimsmarkaðsverð?)
 - Landbúnaður: Beinir og óbeinir styrkir nema 70 % af framleiðsluverðmæti

VÖXTUR BANKANNA: VIÐBRÖGÐ STJÓRNVALDA

Eðlileg viðbrögð til lengri tíma:

- Bankarnir greiði fyrir þrautarvarapjónustu ríkissjóðs a.m.k. að svo miklu leyti sem um erlenda starfsemi bankanna er að ræða
- Ríkissjóður byggir upp gjaldeyrisvarasjóð með tekjum af “þrautarvaraskatti” á bankana
- Afleiðingar:
 - Bankarnir gætu flutt erlenda starfsemi sína úr landi
 - Samkeppnishæfni Íslands ræðst af skattkerfinu og starfsfólkinu en ekki ókeypis þrautarvarapjónustu

VÖXTUR BANKANNA: VIÐBRÖGÐ STJÓRNVALDA

Æskileg viðbrögð til skemmri tíma:

- Regla Bagehots um fjármálakreppur:

“Lend freely, but at a penalty rate and against good colateral”

- Ganga lengra í því að veita bönkunum lausafé gegn veði:

- Rýmka skilgreiningar um veðhæf bréf í viðskiptum við Seðlabankann
- Veita fjármögnun í erlendri mynt gegn íslenskum veðum

Lána bönkunum ríkisskuldabréf í evrum gegn íslenskum veðum
Ríkið tekur á sig gengisáhættu. En gengið er mjög lágt.

Tvenns konar vandi:

❶ Pensla og verðbólga

- Aðhaldssöm peningamálastefna eina vitið til skemmri tíma
- Þörf á sterkara verðlagsakkeri til lengri tíma

❷ Lausafjárvandi bankanna

- Rótækari aðgerðir til þess að auka aðgengi bankanna að lausafé gegn veði til skemmri tíma
- Skýrari stefna um þrautarvarapjónustu vegna erlendrar starfsemi til lengri tíma