



18. nóvember 2013

Inngangsorð seðlabankastjóra á fundi efnahags- og viðskiptanefndar um störf peningastefnunefndar

Fulltrúar peningastefnunefndar komu síðast á fund efnahags- og viðskiptanefndar til að gera grein fyrir störfum peningastefnunefndar 25. febrúar sl. Að þessu sinni mæta með mér á þennan vettvang peningastefnumennirnir Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands, og Gylfi Zoëga, prófessor.

Peningastefnunefnd hefur haldið sex vaxtaákvörðunarfundi síðan fulltrúar nefndarinnar mættu á þennan vettvang í febrúar sl. Eins og lög gera ráð fyrir sendi peningastefnunefnd Alþingi skýrslu um störf sín um mitt ár en ný skýrsla er væntanleg í kringum áramótin. Einnig hefur Seðlabanki Íslands birt ritið *Peningamál*, með endurskoðaðri þjóðhagsspá og greiningu á þróun efnahagsmála, þrisvar sinnum síðan fulltrúar peningastefnunefndar mættu síðast fyrir þessa nefnd. Þá sendi Seðlabanki Íslands ríkisstjórninni greinargerð um miðjan september sl. í tilefni af því að verðbólga í ágúst fór yfir 4% en samkvæmt lögum Seðlabanka Íslands skal það gert ef verðbólga viku meir en 1½ prósentu til hvorrar hliðar frá 2½% verðból gumarkmiði.

Í stórum dráttum hefur þróun efnahagsmála verið svipuð og áætlað var þegar síðasti fundur af þessu tagi var haldinn í febrúar sl. Eins og þá var gert ráð fyrir hefur efnahagsbatinn sótt í sig veðrið á þessu ári í framhaldi af hægari hagvexti á árinu 2012. Verðbólgan hefur minnkað, en nokkru hægar en spáð var í febrúar, þrátt fyrir að gengi krónunnar hafi reynst sterkara en þá var gert ráð fyrir. Á móti kemur að launahækkunir hafa verið meiri og framleiðniaukning minni þannig að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu hefur hamlað meir á móti hjöðnun verðbólgunnar en þá var gert ráð fyrir. Þá hefur þróun viðskiptakjara verið óhagstæðari og á það þátt í því að undirliggjandi viðskiptaafgangur verður minni í ár en reiknað var með í febrúar.

Samkvæmt spá Seðlabankans sem birt var fyrr í þessum mánuði, er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði 2,3% á þessu ári. Horfur fyrir næstu tvö ár eru hins vegar heldur lakari en spáð var fyrr á þessu ári. Nú er gert ráð fyrir að hagvöxtur árin 2014 og 2015 verði á bilinu 2½% til tæplega 3% en í febrúar var spáð að hann yrði á bilinu 3½-4%. Lakari hagvaxtarhorfur endurspeglar fyrst og fremst það að nú er talið að innlend eftirspurn muni aukast hægar á spátímanum einkum vegna minni fjárfestinga í orkufrekum iðnaði en einnig vegna veikari einkaneyslu. Horfur um viðskiptakjör eru einnig taldar verri nú en fyrr á árinu og kemur sú þróun í framhaldi af tæplega 17% rýrnun viðskiptakjara síðan 2007 og hafa þau þá ekki verið verri síðan árið 1964. Þessu tengt er því nú spáð að viðskiptajöfnuður verði lakari á næstu árum en spáð var fyrr á árinu. Gert er ráð fyrir að undirliggjandi viðskiptajöfnuður, þ.e. án innlánsstofnana í slitameðferð, snúist í halla á árinu 2015. Þessi þróun veldur áhyggjum í ljósi þungrar greiðslubyrði erlendra lána um þessar mundir og er brýnt að stjórn efnahagsmála leitist við að koma í veg fyrir að þessar horfur raungerist.

Verðbólga hefur hjaðnað á þessu ári og mælist um þessar mundir 3,6%. Samkvæmt þeirri spá sem Seðlabankinn birti fyrr í þessum mánuði er hins vegar gert ráð fyrir að hún hjaðni afar hægt í átt að markmiði, svo nánast óásættanlegt er, og næst það ekki samkvæmt spánni fyrr en á árinu 2016. Meginástæðan er sú að í samræmi við sögulega reynslu er gert ráð fyrir í spánni að laun hækki nokkuð umfram það sem samrýmist verðbólgu markmiði. Mikið er í húfi að svo verði ekki en í nýjustu Peningamálum eru birt frávíksdæmi sem sýna hvað muni gerast ef laun hækka í samræmi við markmiðið. Það næst þá mun fyrr á sama tíma og hagvöxtur og atvinna verður meiri.

Frá síðasta fundi af þessu tagi hefur peningastefnunefnd haldið sex fundi. Engar breytingar hafa verið gerðar á vöxtum Seðlabankans á þessu tímabili og hafa þeir nú verið óbreyttir síðan í nóvember 2012. Bankar sem eiga í viðskiptum við Seðlabankann hafa lítið nýtt sér

lánafyrirgreiðslu hans enda lausafjárstaða þeirra fremur góð. Af þessum sökum skipta vextir á innstæðum og innstæðubréfum mestu máli varðandi þróun skammtímavaxta og lætur nærri að meðaltal þeirra hafi verið besti mælikvarðinn á virka stýrivexti Seðlabankans á undanförunum misserum. Þetta meðaltal hefur verið tæplega 5½% síðan í nóvember 2012. Í lok október voru innstæður innlánsstofnana í Seðlabankanum 47 ma.kr. og eign þeirra í innstæðubréfum nam 112 ma.kr. Virkir raunstýrivextir hafa hins vegar hækkað síðan í febrúar, þegar þeir námu um 1%, en á fundi nefndarinnar í nóvember sl. voru þeir metnir vera 1½%. Er þá miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólguvæntingar. Vextir bankans um þessar mundir eru í þokkalegu samhengi við það sem viðurkenndir mælikvarðar á „réttu“ stýrivexti gefa, t.d. einfalda Taylor-reglu sem tekur mið af fráviki verðbólgu frá markmiði og framleiðsluslaka en þá er miðað við að jafnvægisraunvextir séu vegna eftirleiks fjármálakreppunnar enn svo lágir sem 1-2%.

Þrátt fyrir að peningastefnunefnd hafi ekki breytt vöxtum á undanförunum fundum er ekki þar með sagt að öll stjórnþæki hafi verið látin óhreyfð. Á fundi nefndarinnar í maí var ákveðið að Seðlabankinn skyldi verða enn virkari en áður hafði verið í því skyni að draga úr sveiflum gengis og stuðla með þeim hætti að því að hjöðnun verðbólgunnar yrði hraðari en ella. Forsenda þessa var að þá hafði dregið verulega úr gjaldeyrismisræmi í efnahagsreikningum fjármálastofnana og gengi krónunnar hafði um nokkurt skeið verið nálægt því sem að óbreyttu mátti ætla að nægði til þess að ná verðbólgu markmiði á komandi misserum. Hér var um áframhaldandi útfærslu á þeirri stefnu sem kynnt var í riti bankans *Peningastefna eftir höft* sem kom út undir lok árs 2010.

Stefnan hefur verið árangursrík hvað gengisþróunina varðar. Gengi krónunnar var við skráningu nú á föstudag 1% lægra en 15. maí þegar framkvæmd stefnunnar hófst og sveiflur krónunnar í sumar og það sem af er vetri hafa verið mun minni en á sama tíma í fyrra án þess að

gjalddeyrisforða hafi verið kostað til enda keypti bankinn umfram það sem hann seldi á þessu tímabili. Árangurinn varðandi verðbólguþróun og væntingar er hins vegar enn sem komið er óljósari og kann það, lítið lengra fram á veginn, að tengjast óvissu um þróun gengis vegna rýrnunar viðskiptakjara og óvissu um þróun greiðslujafnaðar þar sem ekki liggur fyrir hvernig áformum um að létta greiðslubyrði erlendra lána á allra næstu árum reiðir af og óvissa er um hvernig til tekst varðandi uppgjör búa fallinna banka og losun fjármagnshafta.

Það hvernig óvissa um úrlausn greiðslujafnaðarvanda okkar Íslendinga flækir framkvæmd peningastefnunnar nú og gerir markmið hennar torsóttara hefur verið fyrirferðarmikið umræðuefni á fundum nefndarinnar að undanfögnu, eins og fundargerðir hennar bera með sér. Einnig hefur verið mikið rætt um samspil peningastefnunnar við ákvarðanir í launamálum, samspil peningastefnu og stefnunnar í ríkisfjármálum og það hversu mikill slaki kunni að vera eftir í hagkerfinu.

Ég geri ráð fyrir að öll þessi mál komi til umræðu hér á eftir, en kjarni málsins sýnist mér vera sá að með réttu samspili þessara þátta gætu verið forsendur fyrir því að verðbólguþróun náist fyrr en spár Seðlabankans gera ráð fyrir. Stefnuárekstrar verða hins vegar að lokum á kostnað hagvaxtar og atvinnustigs. Þá bendir margt til þess að við núverandi aðstæður liggi leiðin að auknum hagvexti ekki í gegnum hefðbundnar aðgerðir sem hvetja til eftirspurnar heldur í gegnum skipulagsumbætur og styrkari útflutningsgrunn sem miðar að því að auka hagvaxtargetu.