



Umskipti

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Peningamálafundur Viðskiptaráðs, haldinn á Hilton Nordica 8. nóvember 2018.

Fundarstjóri, góðir fundargestir.

Enn eitt árið komum við saman til peningamálafundar Viðskiptaráðs sem samkvæmt áralangri hefð er haldinn í framhaldi af því að Seðlabankinn birtir haustspá sína og á seinni árum vaxtaákvörðun peningastefnunnar. Ég vil þakka Viðskiptaráði fyrir að halda í þessa hefð og gefa mér tækifæri til að ræða við ykkur um peningastefnuna.

Við göngum nú í gegnum umskipti í efnahagsmálum þar sem mikill uppgangur samfara verðbólgu undir markmiði lætur undan síga fyrir hægari vexti og auknum verðbólguþrýstingi.

Að baki velgengi síðustu ára bjó annars vegar mikill bati í ytri skilyrðum þjóðarþúsins, sem birtist hvað skýrast í bættum viðskiptakjörum og miklum vexti í komum erlendra ferðamanna til landsins, og hins vegar hagstjórn sem heppnaðist vel í sögulegu samhengi með tilliti til þess að halda verðbólgu í skefjum og tryggja að gengi krónunnar virkaði til sveiflujöfnunar en ekki til sveiflumögnunar eins og stundum áður í okkar sögu.

Peningastefnan náði árangri við færa verðbólgu og síðar verðbólguvæntingar í markmið á árunum eftir 2012 án fórnarkostnaðar í atvinnustiginu. Gjalddeyrisinngrip, fjármagnshöft og síðar sérstök bindiskylda á fjármagnsinnflæði á skuldabréfamarkað og í hávaxtainnstæður vorðu gengið fyrir áhrifum sveiflunkenndra fjármagnshreyfinga og það gat því þróast meira óáreitt í samræmi við undirliggjandi efnahagsaðstæður. Kostir sveigjanlegs genis nutu því sín en ókostirnir voru mildaðir.

Þetta var þó ekki einföld sigling því þó að ljóst væri að jafnvægisgengið hefði hækkað er alltaf töluverð óvissa um hvað það er á hverjum tíma og hættan á ofrisi þess var raunveruleg. Hún kann að hafa raungerst í einhverjum mæli en án beitingar ofangreindra tækja er hætt við að það hefði orðið í mun meiri mæli með tilheyrandi áhættu á snarpari leiðréttingu síðar, sem hefði getað orðið skeinuhætt fyrir efnahagssumsvif og fjármálaalegan stöðugleika.

Umskiptin í efnahagsmálum nú eiga rætur að rekja til þess að viðsnúningur hefur orðið í sumum þeim þáttum sem stuðluðu að velgenginni. Alþjóðlegt

efnahagsástand er okkur ekki eins hagstætt. Viðskiptakjörin eru að versna í stað þess að batna. Mjög hefur hefur dregið úr aukningu á komum erlendra ferðamanna til landsins. Afleiðingin er að það dregur umtalsvert úr vexti útflutningstekna okkar í ár og á næstu árum frá því sem hann var síðustu þrjú árin. Það þýðir að hagvöxturinn verður minni og einnig aukningin í rauntekjum okkar sem þjóðar, hvað sem við kunnum að ákveða um aukningu nafntekna í kjarasamningum eða skiptingu þeirra okkar á milli. Þetta þýðir líka að jafnvægisgengi krónunnar hefur líklega lækkað upp á síðkastið og það kann að vera hluti af skýringunni á lækkun krónunnar að undanfögnu.

Verri ytri skilyrði þjóðarbúsins eru auðvitað ekki góð tíðindi en setja þarf þá þróun í samhengi við það hversu mikið þau hafa batnað á síðustu árum. Á heildina lítið eru þessi umskipti þó að ýmsu leyti jákvæð. Vöxtur undanfarinna ára gat ekki staðið til lengdar og reyndi á þanþolið í þjóðarbúskapnum.

Samkvæmt spá Seðlabankans sem birtist í gær verður lendingin mjúk. Hagvöxtur næstu þrjú árin verður 2,6% sem er nálægt því sem vænta má að þjóðarbúið geti vaxið að jafnaði án þess að flytja inn vinnuafli í stórum stíl. Spenna slaknar smám saman og er horfin í lok spátímans sem er árið 2021. Það er nánast full atvinna allan tímann og kaupmáttur heldur áfram að aukast. Verðbólgan fer upp fyrir markmið á næsta ári en er síðan við markmið út spátímabilið, m.a. vegna þess að það er innbyggt í spána að vextir hækki þegar verðbólga fer upp.

Sumir myndu kannski segja að þetta sé of gott til að vera satt. Það kann auðvitað að reynast svo en þá yrði það vegna þess að þekkt eða óþekkt áhætta raungerðist sem ekki er gengið út frá í spánni að gerði það.

Það er svo margt sem gæti gerst. Það gætu orðið mistök í hagstjórninni, t.d. ef raunvextir Seðlabankans lækka umfram það sem innstæða er fyrir eða ef sams konar örvun verður í gegnum ríkisfjármál. Þá mun spennan viðhaldast lengur og verðbólga verða meiri. Þegar leiðréttingin svo kemur gæti hún orðið snarpari og neikvæð áhrif á hagvöxt meiri.

Það geta orðið undirskot eða yfirskot á mörkuðum sem setja okkur af brautinni, alla vega um hríð. Það gætu komið áföll utan frá, t.d. vegna viðskiptastríðs eða frekari hækkunar olíuverðs, en í nýbirtum Peningamálum eru einmitt kynnt til sögunnar fráviksdæmi sem lúta að þessu. Svo gætu kjarasamningar farið úr böndunum með þeim hætti að launahækkunarir yfir alla línuna yrðu langt umfram það sem er gert ráð fyrir í spá bankans, sem þó er töluvert. Verðbólguhorfur myndu þá versna sem myndi kalla á hækkun vaxta. Hagvöxtur yrði þá minni í framhaldinu sem gæti jafnvel endað í samdrætti.

En óvissa er alltaf í einhverjum mæli í báðar áttir og auðvitað geta okkur hlotnast búhnykkir sem gera myndina betri. En við þessar aðstæður er líklegt að áhættan sé meiri niður á við en upp á við varðandi hagvöxt.

Þá er það mikilvægt að við höfum væntanlega sjaldan eða aldrei verið betur undir það búin að takast á við óvænt áföll. Við eigum meira en við skuldum í útlöndum. Við erum með einn stærsta gjaldeyrisforða í sögu okkar og hann er nánast alfarið fjármagnaður innanlands. Skuldir heimila, fyrirtækja og hins opinbera hafa

lækkað mikið á undanförunum árum í hlutfalli við tekjur. Bankarnir standa sterkt með há eiginfjárlutföll og umtalsvert laust fé og nýbirt áfallspróf Seðlabankans bendir til að þeir myndu standa af sér miklu meiri áföll en nú myndu teljast sennileg. Öfugt við ýmis önnur þróuð lönd erum við með mikið svigrúm fyrir hagstjórnina til að bregðast við áföllum þar sem seðlabankavextir eru langt frá núlli og hið opinbera með afgang og tiltölulega góða skuldastöðu. Þá er gengi krónunnar enn sterkt þó að það hafi lækkað að undanförunu en ætla má að raungengið sé nú á svipuðum stað og það var síðla sumars 2016.

Samantekið þá má segja að staða okkar sé enn fremur góð og ekkert hefur enn gerst sem gefur tilefni til mikillar svartsýni.

Í gær var tilkynnt um hækkun meginvaxta Seðlabankans um 0,25 prósentur í 4,5%. Sú hækkun var ákveðin með tilliti til ástands og horfa í efnahagsmálum, m.a. eins og þær birtast í nýrri spá bankans, og þeirrar umtalsverðu lækkunar sem orðið hafði á raunvöxtum bankans síðustu mánuði vegna hækkunar verðbólgu og verðbólguvæntinga. Eitt af því sem peningastefnunefnd horfir til við mat á aðhaldsstigi peningastefnunnar eru raunvextir Seðlabankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntinga. Þeir eru sýndir á mynd 1. Hún sýnir að raunvextirnir voru rétt fyrir vaxtaákvörðunina komnir í 0,8%. Þeir voru lægri en á árinu 2013 þegar enn var slaki í þjóðarbúskapnum. Auðvitað hefur sá árangur sem náðst hefur við að styrkja festu langtímaverðbólguvæntinga við markmið - sem er annað orð yfir að auka trúverðugleika peningastefnunnar – gert það að verkum að hægt er, að öðru óbreyttu, að halda verðbólgu við markmið yfir lengri tímabil með lægri raunvöxtum en ella. Hæpið er hins vegar að tæplega 1% raunvextir dugi til í þjóðarbúi sem er við fulla atvinnu og rúmlega það, verðbólga er þegar yfir markmiði, spenna er enn til staðar og hagvöxtur er að nálgast jafnvægisvöxt að ofan.

Mynd 1



1. Fram til 21. maí 2014 er miðað við meðaltal innlámsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem meginvexti bankans en vexti 7 daga bundinna innlána frá þeim tíma. 2. Fram til febrúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar heimila til eins árs, verðbólguálag á fjármálamarkaði til eins árs og spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Frá mars 2012 er einnig miðað við verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins árs samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ekki er hægt að segja að vaxtahækkunin hafi komið markaðsaðilum á óvart. Samkvæmt könnun á væntingum markaðsaðila sem Seðlabankinn birti á mánudaginn þá bjuggust þeir flestir við því að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur fyrir áramót. Mikil aukning var frá því í ágúst á hlutdeild þeirra sem töldu taumhald peningastefnunnar of laust og fór hún í 40%. Viðskipti á skuldabréfamarkaði eftir breytinguna bentu ekki til þess að hún hefði komið á óvart.

Hækkunin hefur hins vegar verið gagnrýnd af sumum aðilum vinnumarkaðar og á vettvangi stjórnmalanna. Bendir það til þess að við í peningastefnunefnd höfum ekki staðið okkur nógu vel í að útskýra að stundum er betra að hækka vexti nú til að komast hjá því að þurfa að hækka þá mun meira síðar. Í ljósi umræðunnar tel ég ástæðu til að útskýra þetta betur.

Almennt er leitast við að hafa vexti Seðlabankans á hverjum tíma eins lága og mögulegt er en jafnframt eins háa og nauðsynlegt er. Það ræðst hins vegar af aðstæðum og er breytilegt frá einum tíma til annars hvað í þessu felst. Það hefur kostnað í för með sér fyrir almenning ef vextir Seðlabankans víkja frá þessu. Ef þeir eru hærri en nauðsyn krefur þá getur það leitt til þess að verðbólga fer undir markmið og hagvöxtur verður minni en hann gæti ella verið. Ef vextirnir eru lægri en þörf er á gæti verðbólga hins vegar farið úr böndum og efnahagslegur óstöðugleiki grafið um sig. Til að taka á því kann að þurfa að hækka vexti mun meira síðar. Það er því ekki kostnaðarlaust fyrir almenning ef vextir verða annað hvort of háir eða of lágir.

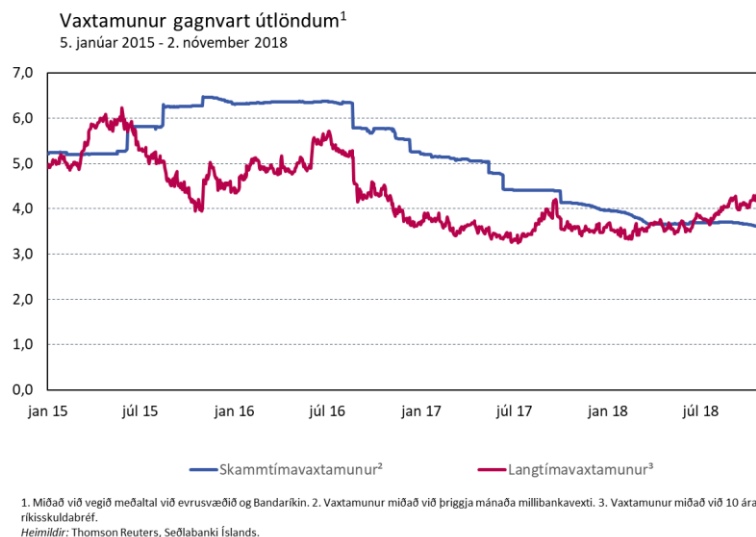
Í þessu sambandi má ekki gleyma að húsnæðislán heimilanna eru yfirleitt langtímalán og að meiri hluta til verðtryggð. Með því að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið verða þessir vextir til lengdar lægri en ella, jafnvel þó svo það krefjist þess stundum að skammtímanafnvextir seðlabanka hækki. Vaxtahækkun í núinu sem er í samræmi við aðstæður stuðlar því að lægri vöxtum en ella þegar frá líður. Stundum gerist þetta mjög fljótt, þ.e. skammtímanafnvextir seðlabanka hækka og það verður til þess að lengri vextir lækka því vaxtahækkunin stuðlar strax að lægri verðbólguvæntingum. Um það eru ýmis dæmi um að vaxtahækkun seðlabanka leiði tiltölulega fljótt til lægri langtímaxaxta.

Í ræðu minni á þessum vettvangi fyrir tveimur árum sýndi ég að raunvextir hér á landi hafa, eins og á alþjóðavettvangi, lækkað verulega undanfarna tvo áratugi. Þar benti ég á að þessi þróun gæti haldið áfram hér á landi því lengur sem verðbólguvæntingar héldust við markmið, því lengur sem sparnaðarhneigð héldist há, því meira sem skuldir innlendra aðila lækkuðu og því lengur sem við varðveittum hreina eignastöðu gagnvart útlöndum. Það stendur enn.

Síðastliðinn föstudag var tilkynnt um lækkun á hinni sérstöku bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi á skuldabréfamarkað og hávaxtainnstæður sem sett var á í júní 2016. Það var gert með hliðsjón af lækkun vaxtamunar og lægra gengi krónunnar. Það var í fullu samræmi við það sem Seðlabankinn hefur ítrekað sagt, þ.e. að forsendur til að lækka bindiskylduna yrðu að öðru jöfnu betri eftir því sem vaxtamunurinn yrði minni og gengið lægra.

Þegar bindiskyldan var lögð á í júní 2016 hafði fjármagnsinnstreymi á skuldabréfamarkað meira og minna stíflað miðlun peningastefnunnar eftir vaxtafarveginum og því komu áhrifin fyrst og fremst í gegnum hærra gengi. Í ljósi þess að ekki var búið að losa útflæðishöft á þessum tíma var talin hætta á að gengi krónunnar myndi ofríska með verulega neikvæðum áhrifum fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar. Auk þess var talið óheppilegt og í raun óeðlilegt að það myndu byggjast upp miklar vaxtamunarstöður á þessum tíma áður en þær sem komu inn fyrir hrun höfðu verið losaðar. Gengi krónunnar var líka að hækka og enn meira í framhaldinu vegna mikils innstreymis í gegnum viðskiptajöfnuð vegna gífurlegs vaxtar í komum erlendra ferðamanna. Það hafði auðvitað ruðningsáhrif á aðrar útflutnings- og samkeppnisgreinar. Ef til viðbótar hefði komið veruleg hækkun sem stafaði af fjármagnsinnstreymi vegna vaxtamunar hefði Ísland komist á hættulegri stað og hætta á snarpri leiðréttingu síðar meir hefði aukist með tilheyrandi áhrifum á efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika. Við nýlega lækkun á gengi krónunnar hefur þessi hætta minnkað verulega og má jafnvel færa fyrir því rök að áhættan sé um þessar mundir í hina áttina, þ.e. að of mikil svartsýni og sjálfuppfylltar væntingar um frekari lækkun krónunnar leiði til undirskots.

Mynd 2



Vaxtamunurinn er hins vegar enn verulegur eins og sést á mynd 2, sérstaklega langtímvaxtamunurinn sem hefur ekki lækkað nema um eina prósentu (og verulega minna ef leiðrétt er fyrir mismun skuldatryggingarálags). Það hefði því verið óvarlegt að lækka bindinguna nú í núll enda er líka á lítilli reynslu að byggja á varðandi áhrif breytinga á bindingu af þessu tagi.

Það breytir því ekki að markmiðið er að bindingin sé sem oftast engin. Við höfum sagt að þetta tæki eigi að vera í þriðju víglínu á eftir hefðbundinni hagstjórn (þ.m.t. gjaldeyrisinngrip) og venjulegum þjóðhagsvarúðartækjum. Það er ekki þar með sagt að þetta sé eitthvað neyðartæki enda þurfa þjóðir í neyð sjaldnast að hafa áhyggjur af of miklu sjálfviljugu fjármagnsinnstreymi.

Fjárstreymistækið felur ekki í sér höft í þeim skilningi að leggja beinar takmarkanir á, eða stöðva tilteknar fjármagnshreyfingar, eins og var raunin á tíma hinna eiginlegu fjármagnshafta. Það breytir hvötum til innstreymis og því meir sem sjóndeildarhringur fjárfesta er styttri. En því fylgir einhver kostnaður í ásýnd landsins og virkni markaða og ef hægt er að vera án hans þá er það betra.

Þessi niðurröðun á tækjum er í samræmi við afstöðu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Hins vegar hefur AGS talið að það eigi ekki að beita fjárstreymistæki sem þessu með fyrirbyggjandi hætti. Fyrir því eru reyndar ekki færð, að mínu mati, neitt sérstaklega sterk rök. Í því sambandi verður þó að hafa í huga að landaráðleggingar AGS varðandi fjárstreymistæki byggja á málamiðlun í stjórn AGS um svokallaða stofnanaskoðun í þessu máli. Sú málamiðlun var erfið og er kannski eitthvað brothætt og því má ekki breyta mikið út af textanum.

Þegar skýrsla starfsliðs AGS var tekin fyrir í stjórn AGS á síðasta ári fékk Ísland hins vegar mikinn stuðning við notkun tækisins. Ástæðan er líklega sú að margir sáu að það var ekki verið að nota það í stað viðeigandi venjubundinnar hagstjórnar (stofnanaskoðunin mælir á móti því) heldur þvert á móti til að gera hana mögulega.

AGS hefur ekki lögsögu í þessu máli hér á landi, sjóðurinn getur aðeins ráðlagt. Öðru máli gegnir um EES og OECD en þar erum við enn á almennri undanþágu frá óheftum fjármagnshreyfingum og ekki hefur enn reynt á hvort þær stofnanir munu líta á tækið sem form af þjóðhagsvarúð eða eiginleg fjármagnshöft.

Niðurstaðan af öllu þessu er að hér á landi þarf að móta sjálfstæða afstöðu til efnisins byggða á vandaðri greiningu og okkar eigin hagsmunum. Auk þess eru þessi mál í mikilli gerjun á alþjóðavettvangi um þessar mundir, m.a. í framhaldi af vitringaskýrslu sem G20 pantaði og lögð var fram í október sl., en þar er lagt til að AGS taki stofnanaskoðun sína til endurskoðunar og að hún verði sveigjanlegri með tilliti til notkunar fjárstreymistækja af því tagi sem við notum nú.

Ágætu gestir. Upphaflega ætlaði ég mér ekki að vera svona langorður um ástand og horfur í efnahagsmálum og framkvæmd peningastefnunnar um þessar mundir en umræða síðustu daga breytti því.

Ég ætlaði mér að fjalla einnig um aðrar breytingar sem til lengdar gætu skipt mun meira máli en það hvort vextir séu um þessar mundir einhverjum prósentubrotum hærra eða lægri. Þessar breytingar eru tvenns konar. Í fyrsta lagi þær sem gætu orðið í framhaldi af ávörðun ráðherra nefndar nú í haust um að setja af stað vinnu til að bæta samspil peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu og styrkja umgjörð og skipulag þjóðhagsvarúðar og fjármálaeftirlits. Í öðru lagi eru það þær breytingar sem m.a. tækniþróun er að valda í greiðslumiðlun og sem t.d. hefur sett spurninguna um mögulega rafkrónu á dagskrá. Ég bind miklar vonir við þessar breytingar. En umræða um þær verður að bíða annars og betri tíma.