



## Árangur og áskoranir peningastefnunnar

*Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Peningamálafundur Viðskiptaráðs, haldinn í Gamla Bíó, 16. nóvember 2017.*

Fundarstjóri, góðir fundargestir.

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

Í ræðu minni á þessum vettvangi í fyrra hafði ég orð á því að staða efnahagsmála hefði sjaldan verið betri, enda fór saman kröftugur hagvöxtur, full atvinna, mikil aukning raunlauna, verðbólga undir markmiði, viðskiptaafgangur, sterk ytri staða þjóðarbúsins og lægri skuldsetning heimila og fyrirtækja en sést hafði um langt árabil. Og þá hafði einnig nýverið náðst sá sögulegi árangur að verðbólguvæntingar voru á flesta mælikvarða í samræmi við markmið. Horfurnar voru líka góðar með áframhaldandi öflugum hagvexti samfara viðskiptaafgangi og verðbólgu við markmið allt spátímabilið.

En það voru líka áhyggjur, t.d. varðandi ofhitnun þjóðarbúskaparins, mögulegt ofris gengisins og það hvað gæti gerst þegar stór skref við almenna losun fjármagnshafta yrðu stigin.

Nú einu ári síðar er staða efnahagsmála enn mjög góð. Það hafa þó átt sér mikilvægar breytingar sem að sumu leyti hafa dregið úr áhættu sem mögulega stæðjaði að bæði verðstöðugleika og fjármálastöðugleika.

Í fyrsta lagi hafa fjármagnshöft að langmestu leyti verið losuð án þess að slík áhætta hafi raungerst. Að vísu jukust skammtímasveiflur gengis krónunnar í framhaldinu. Það var hins vegar viðbúið og varð ekki í þeim mæli að fjármálalegur óstöðugleiki hlaust af, eins og ég kem nánar að síðar í máli mínu. Þá hefur dregið úr flökki gengisins á haustmánuðum.

Í öðru lagi er sá sögulegi árangur sem hyllti undir í fyrra varðandi framkvæmd peningastefnunnar nú mun betur staðfestur. Trúverðugleiki stefnunnar hefur aukist sem birtist ekki hvað síst í því að verðbólguvæntingar eru nú bundnar mun traustari böndum við markmið. Það er ekki síst það sem gerði það mögulegt að lækka meginvexti Seðlabankans á þessu eina ári um heila prósentu þrátt fyrir að spenna í þjóðarbúskapnum hafi haldið áfram að aukast þar til nú nýlega og að vextir hafi þegar í fyrra verið orðnir lágir í sögulegu samhengi ef tekið var tillit til stöðu hagsveiflunnar, eins og ég útskýrði í löngu máli í ræðu minni í fyrra.

Í þriðja lagi virðist hagvöxtur stefna hraðar að langtímaleitni en áður var talið og vísbendingar um að spennan í þjóðarbúskapnum hafi þegar náð hámarki hafa styrkst. Það hefur því dregið úr líkum á ofhitnun þjóðarbúskaparins, þó svo að hagstjórnarmistök og ákvarðanir á vinnumarkaði geti auðvitað aukið þær líkur á ný.

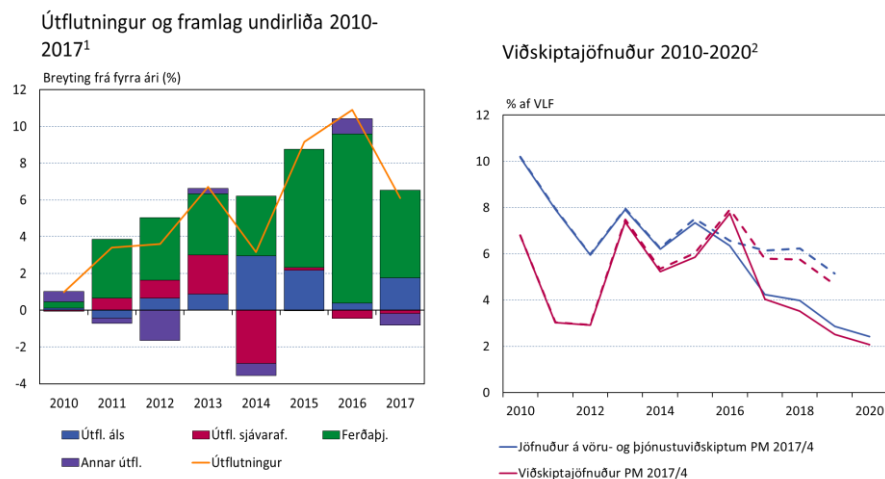
Eins og í fyrra eru efnahagshorfurnar góðar samkvæmt grunnsþá Seðlabankans sem birt var í gær. Það hægir að vísu á hagvexti næstu þrjú árin, en það er bæði æskilegt og óumflýjanlegt. Þá verður viðskiptaafgangur minni en áður var spáð en eigi að síður afgangur allt tímabilið. Það verður full atvinna og raunlaun aukast meira allt tímabilið en búast má við til lengdar. Verðbólgan fer í markmið um mitt næsta ár og verður nálægt því út spátímann. Það er ein besta verðbólguþá sem ég man eftir á mínum ferli. En þetta er grunnsþá og ófyrirséðir ytri skellir, hagstjórn og ákvarðanir á vinnumarkaði geta auðvitað breytt stöðunni verulegu.

## Ástand og horfur

Skoðum nú nánar nokkra þætti varðandi ástand og horfur í efnahagsmálum.

Á mynd 1 sést hvernig hægir á vexti útflutnings í ár frá hámarki í fyrra en er þó áfram verulegur. Hægari vöxtur útflutnings ásamt auknum innflutningi skýra minni hagvöxt í ár en í fyrra. Þetta skýrir einnig minni viðskiptaafgang en þar kemur einnig til að viðskiptakjörin versna. Viðskiptaafgangur er 2% í lok spátímans og meiri innlend eftirspurn og/eða minni útflutningstekjur geta hæglega eytt honum.

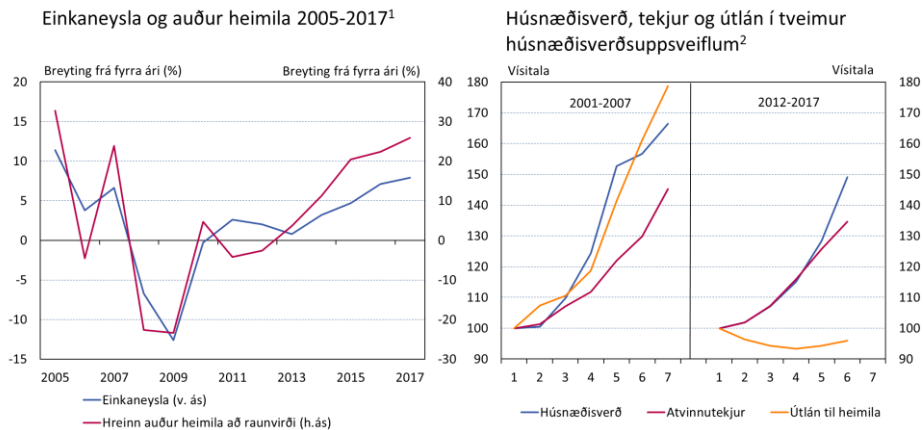
## Mynd 1



Á mynd 2 sjáum við hvernig bæði aukin einkaneysla og hækkun húsnæðisverðs skýrist að mestu af auknum rauntekjum og bættri fjárhagsstöðu heimila. Þessi þróun er gjörólík þeirri sem varð hér fyrir fjármálakreppuna þar sem aukin

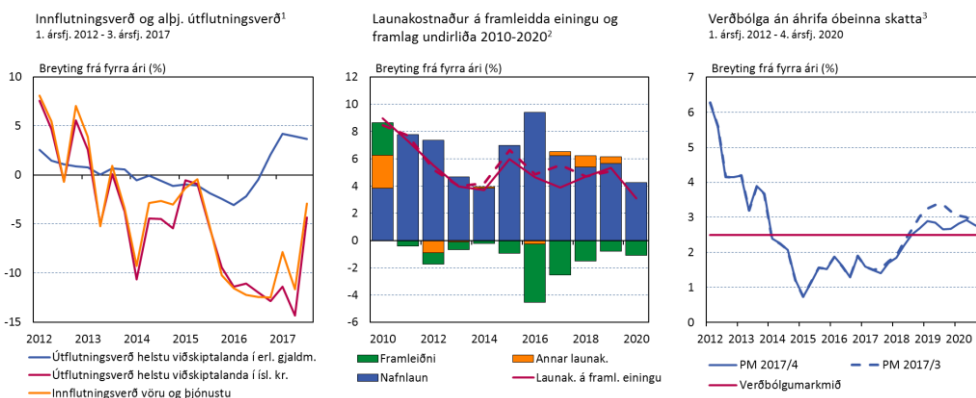
skuldsetning heimila átti mjög stóran þátt en eins og sést á hægri myndinni þá hafa útlán til heimila að raungildi ekkert aukist frá 2012.

## Mynd 2



Lítill verðbólga síðustu árin þrátt fyrir miklar launahækkningar og hækkun húsnæðisverðs skýrist fyrst og fremst annars vegar af búhnykkjum í formi mikils útflutningsvaxtar og bættra viðskiptakjara, sem hafa þrýst upp gengi krónunnar, og hins vegar af verðhjöðnun í alþjóðlegum vöruviðskiptum. Innflutningsverð í íslenskum krónum lækkaði því verulega eins og sést til vinstri á mynd 3. Það var alltaf áhyggjuefni hvað myndi gerast þegar þessi innflutningsverðshjöðnun snerist í hækkun. Nú er útlit fyrir að það styttist í það eins og sést á myndinni. En þá vill svo heppilega til að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu er að minnka, eins og sést á miðhluta myndarinnar og húsnæðisverð sýnist hafa náð toppi. Verðbólguhorfur eru því góðar eins og sést á hægri hluta myndarinnar þar sem horft er framhjá mögulegum breytingum á virðisaukaskatti á næstunni.

## Mynd 3



## „Týnda verðbólga“

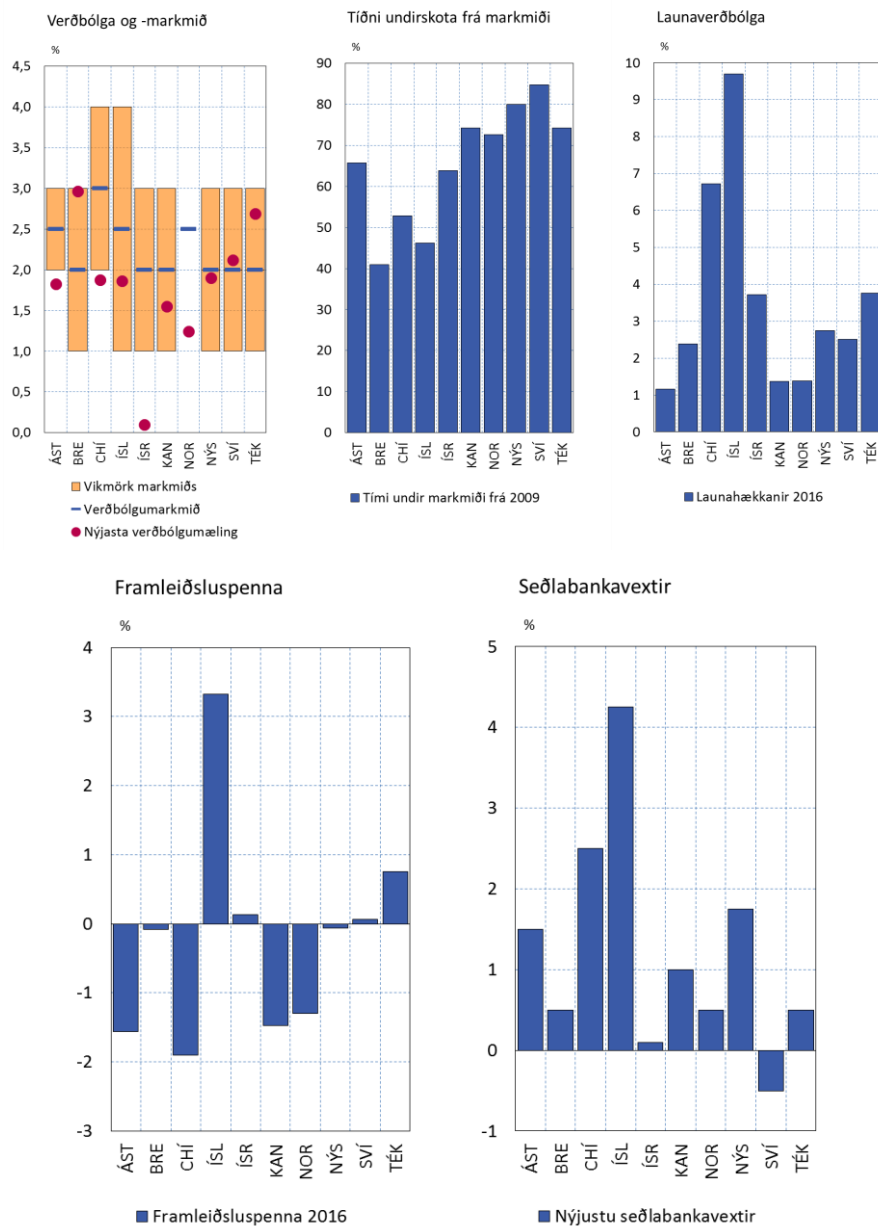
Verðbólga hefur verið undir markmiði Seðlabankans í hátt á fjórða ár þrátt fyrir að slaki hafi fyrir þó nokkru snúist í spennu og að launahækkarnir hafi verið langt umfram það sem í meðalári myndi samrýmast verðbólgu markmiðinu.

Þetta er alls ekki einsdæmi. Á alþjóðlegum vettvangi er nú mikið rætt um það sem kallað er „týnda verðbólga“. Þá er yfirleitt verið að vísa til þess að launahækkarnir séu furðu litlar miðað við hvar viðkomandi þjóðarþú virðist vera stött í hagsveiflunni. Þannig eru t.d. ólík lönd eins og Bandaríkin og Svíþjóð talin vera með fulla atvinnu en launahækkarnir eru samt fyrir neðan það sem samrýmast verðbólgu markmiði. Sums staðar, svo sem í Bandaríkjunum, virðist mega skýra þetta að hluta með því að slaki á vinnumarkaði sé í raun mun meiri en hefðbundnar mælingar benda til og er þá horft til þess að atvinnuþátttaka er sögulega séð fremur lítil. En þetta virðist ekki segja alla söguna og á í sumum löndum mun síður við. Í ljósi þess hversu útbreitt þetta fyrirbæri er - og að sumu leyti óháð innlendum aðstæðum og hagstjórn - er mjög margt sem bendir til þess að alþjóðlegir þættir eins og meiri hreyfanleiki vinnuafis og annarra framleiðsluþátta yfir landamæri, möguleikar á tilflutningi framleiðslu milli landa, alþjóðlegar virðis kedjur og tilvist mikils umframvinnuafis í sumum nýmarkaðsríkjum eigi hér stóran hlut að máli.

Vanmældur slaki á nánast engan hlut að máli hér á landi, enda er atvinnuþátttaka í sögulegu hámarki og launahækkarnir miklar. Innflutningur vinnuafis og óbeinn þrýstingur frá ónýttu og lægra launuðu vinnuafli í öðrum löndum hefur þó augljóslega haft demþandi áhrif á launahækkarnir. Samt er verðbólga lítil. Þetta á við um fleiri lönd. Þetta er þó minni ráðgáta en launaþróun í iðnríkjum almennt þar sem alþjóðleg þróun hefur verið þessum löndum hagstæð sem birtist m.a. í viðskiptakjarabata og hækkun gengis. Alþekkt er að það getur skapað aðstæður þar sem mikill hagnöxtur og launahækkarnir geta um hríð farið saman við litla verðbólgu. Þá er sá munur á Íslandi og ýmsum öðrum iðnríkjum að þar hafa verið áhyggjur af því að verðbólguvæntingar lækkuðu of mikið og festust fyrir neðan markmið.

Til að setja Ísland í samhengi við þetta skulum við líta á mynd 4 sem sýnir mikilvægar kennitölur um þetta fyrir nokkur lítil og meðalstór verðbólgu markmiðsríki.

## Mynd 4



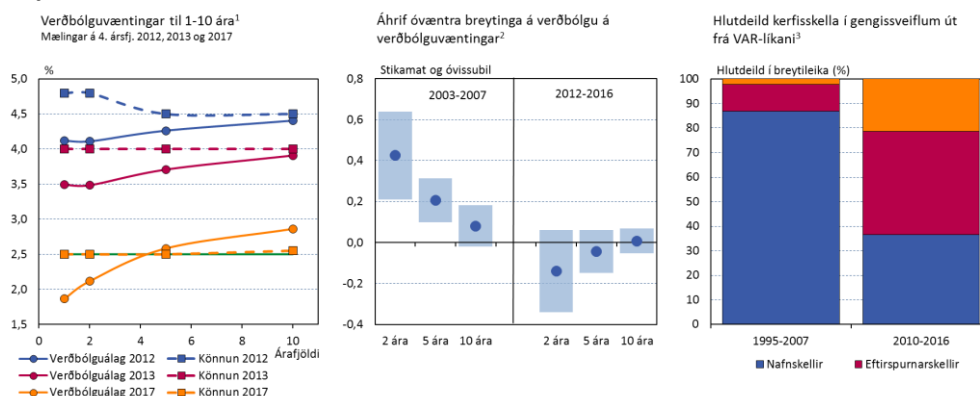
Í þessu sambandi hafa skipast umræður um í hvaða mæli það sé vandamál að verðbólga sé lítil ef hún fer saman við góðan hagvöxt og góða nýtingu framleiðsluþátta, sérstaklega ef orsakanna er að leita í búhnykkjum. Vandinn sé þá kannski fremur hvernig verðbólguþáttur er settur fram og skilið. Þetta kalli því á meiri sveigjanleika og lengri sjóndeildarhring fyrir markmiðið, sem var ein af þeim tillögum sem reifaðar voru í riti Seðlabankans frá 2010 um peningastefnu eftir höft.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Sérít nr. 4, Peningastefnan eftir höft, skýrsla Seðlabanka Íslands til efnahags- og viðskiptaráðherra, desember 2010  
[https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Serit/Peningastefnan\\_eftir\\_hoft.pdf](https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Serit/Peningastefnan_eftir_hoft.pdf)

## Árangur af peningastefnunni

Ég minntist hér fyrr á árangur af peningastefnunni sem var orðinn sýnilegur fyrir ári og er enn sýnilegri nú. Í september sl. gaf Seðlabanki Íslands út sérrit um sem ber heitið: *Peningastefna byggð á verðbólguþéttunni: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar.*<sup>2</sup> Auk þess að fjalla um það sem í titlinum felst þá er þessi árangur kortlagður. Á mynd 5 sést að hluta í hverju hann felst, þ.e. að verðbólguvæntingar eru við markmið, að óvæntar breytingar á verðbólgu sem áður höfðu marktæk áhrif á verðbólguvæntingar á öllum tímalengdum gera það ekki lengur og að breytingar á gengi krónunnar eru í mun meira mæli sveiflujafnandi en áður og í mun minna mæli sveifluaukandi. Í stuttu máli þá virkar peningastefna með sveigjanlegu gengi mun betur nú en þegar skýrsla Seðlabankans um valkosti Íslands í gjaldmiðla- og gengismálum var gefin út á árinu 2012.<sup>3</sup>

### Mynd 5



## Fjárestreymistæki

Að undanfögnu hafa komið fram í fjölmiðlum tillögur um að sú sérstaka binding á fjármagnsinnstreymi á skuldabréfamarkað og í hávaxtainnstæður sem nú er gildi verði þegar í stað lækkuð eða jafnvel afnumin. Í nýútgefnum *Peningamálum* er rammagrein sem fjallar um þessa sérstöku bindingu. Þar er ekki tekið undir þessar tillögur.

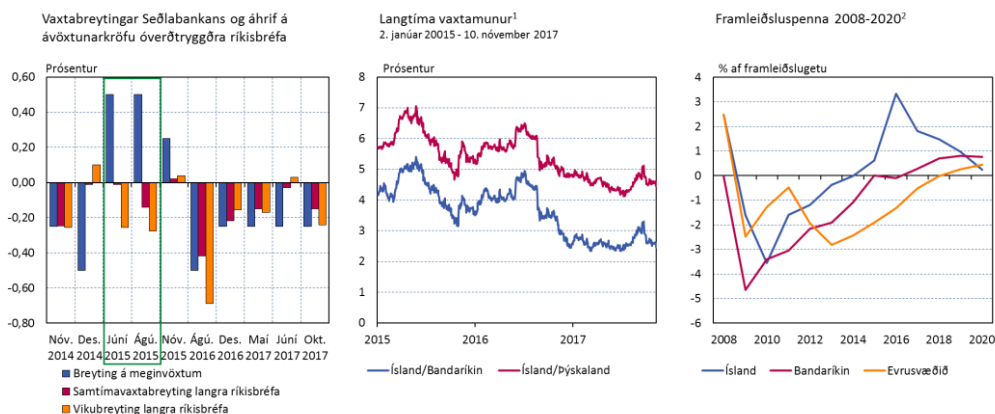
Hin sérstaka binding hefur virkað eins og að var stefnt og virkni peningastefnunnar um vaxtafarveginn batnaði, eins og sést hægra megin á mynd 6. Án hennar hefði meira af miðlun peningastefnunnar farið í gegnum gengisfarveginn sem hefði þýtt meiri hækkun og meiri sveiflur í krónunni sem hefði ekki verið beinlínis vinsælt við ríkjandi aðstæður. Þótt það hljóti að vera markmið að aflétta bindingunni þá eru ekki enn aðstæður til þess. Lækkun

<sup>2</sup> Sérrit nr. 11, Peningastefna byggð á verðbólguþéttunni: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar, september 2017, [https://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn/Serrit/Serrit\\_nr\\_%2011.pdf](https://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn/Serrit/Serrit_nr_%2011.pdf)

<sup>3</sup> Sérrit nr. 7, Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum, september 2012, <https://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn/EMU-skýrsla/Valkostir%20Íslands%20í%20gjaldmiðils-%20og%20gengismálum.pdf>

bindingarinnar þarf líklega að gerast í skrefum samfara því að spenna minnkar í íslenskum þjóðarbúskap og vöxtur fær meiri byr í seglin í helstu viðskiptalöndum. En fyrirbyggjandi spár eru þær að það gerist, eins og sjá má hægra megin á myndinni. Langtímavextir munu endurspeglja þá þróun og langtímavaxtamunur mun þá minnka.

## Mynd 6



Það skiptir einnig máli í þessu sambandi að ekki er ljóst hver ávinningur þjóðarbúsins af fjárfestingum af því tagi sem sérstaka bindiskyldan hamlar er um þessar mundir. Lánsfjáreftirspurn ríkissjóðs er lítil í sögulegu samhengi og hann þarf því strangt til tekið ekki á þessu lánsfé að halda. Væri sérstaka bindiskyldan ekki til staðar þyrfti Seðlabankinn væntanlega að halda stærri gjaldeyrisforða en ella til að draga úr áhættu tengdri vaxtamunarinnflæði og mögulegu snöggu útflæði. Því fylgir töluverður kostnaður enda ávöxtun forðans á alþjóðlegum mörkuðum óvenju lítil. Á sama tíma er vænt ávöxtun erlendra fjárfesta af kaupum á íslenskum ríkisskuldabréfum ágæt og áhættuleiðréttur vaxtamunur er meiri eftir því sem sveiflur í gengi krónunnar eru minni. Til að draga úr honum þyrfti Seðlabankinn því að leyfa auknar gengissveiflur sem um leið eykur áhættu innlendra aðila. Við núverandi aðstæður má því jafnvel færa rök fyrir því að hreinn ávinningur þjóðarbúsins af slíku innflæði sé neikvæður.

Engu að síður er stefnt að því að afnema bindinguna svo fljótt sem aðstæður leyfa og að hún verði að jafnaði ekki virk. Hins vegar hefur Seðlabankinn talið mikilvægt að geta gripið til bindiskyldunnar þegar nauðsyn krefur. Sérstaka bindiskyldan yrði því í þriðju víglínu stjórnþækja á eftir hefðbundinni hagstjórn og eindar- og þjóðhagsvarúðarstefnu.

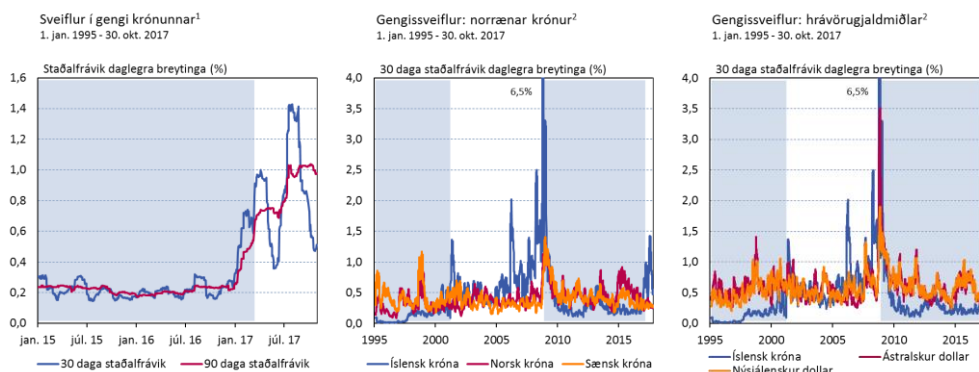
Til þess að þetta verði mögulegt eftir að fjármagnshöft hafa verið losuð að fullu þarf að finna bindiskyldunni annan lagalegan grunn en í lögum um gjaldeyrisráðgjafi, enda er hún fyrst og fremst stjórnþækja á sviði peningastefnu og þjóðhagsvarúðar. Þá þarf að tryggja virkni hennar eftir að afleiðuviðskipti með krónuna í spákaupmennskuskyni hafa verið heimiluð eins og full losun fjármagnshafta mun fela í sér. Í Seðlabankanum er nú unnið að endurskoðun á tæknilegum grunni sérstöku bindiskyldunnar og undirbúningi tillagna að breytingu á lögum sem varða beitingu hennar.

## Gengissveiflur

Í nýbirtum *Peningamálum* er að finna rammagrein um sveiflur í gengi íslensku krónunnar í alþjóðlegu samhengi. Þar koma fram nokkur atriði sem mikilvægt er að halda til haga fyrir umræðu um peningastefnuna og hugsanlega endurskoðun á ramma hennar, þ.m.t. gengisstefnunni. Þau eru:

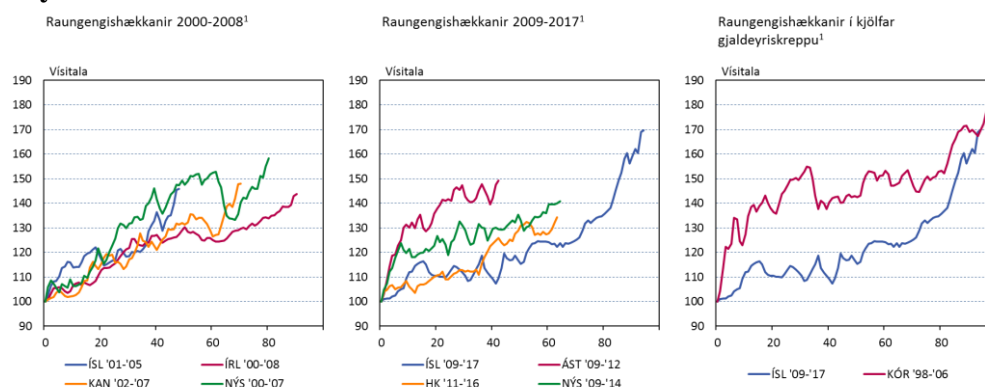
- Skammtímasveiflur í gengi krónunnar jukust í framhaldi af losun fjármagnshafta, eins og reiknað hafði verið með og peningastefnunefnd benti á fyrirfram í yfirlýsingum sínum. Þessar sveiflur hafa minnkað á ný síðustu mánuði (sjá vinstra megin á mynd 7).
- Ef litið er framhjá eftirmálum þess að fastgengisstefnan steytti á skeri, fjármálakreppunni og tímabili fjármagnshafta er ekki að sjá að skammtímasveiflur krónunnar skilji sig mikið frá skammtímasveiflum annarra norræna króna, sem eru sveigjanlegar, eða hrávörugjaldmiðla. Það koma einnig toppar í flökt þessara gjaldmiðla.
- Tímabil mikillar og langvarandi raungengishækkunar þekkist víða, líka í löndum sem fylgja stefnu fasts nafngengis (sjá mynd 8).
- Eins og komið hefur fram áður hafa gengisbreytingar virkað betur til sveiflujöfnunar síðustu ár en áður var. Þó svo betri og trúverðugri peningastefna eigi þar einhvern hlut að máli er líklegt að þyngra vegi að fjármagnshöft og nú fjármagnsinnstreymistæki hafi dregið úr sveiflukennndum fjármagnshreyfingum sem sagan sýnir að geta grafið undan efnahagslegum stöðugleika.

## Mynd 7





## Mynd 8



### Endurskoðun á ramma peningastefnunnar og valkostir í gjaldmiðla og gengismálum

Sný ég mér að lokum að yfirstandandi endurskoðun á ramma peningastefnunnar og valkostum í gjaldmiðla- og gengismálum.

Á undanförunum misserum hef ég lagt áherslu á að mikilvægt sé að þessi umræða taki mið af því hvað peningastefna getur gert og hvað hún getur ekki gert. Til lengdar getur peningastefna skilað verðstöðugleika og til skemmri tíma getur hún samhliða mildað áhrif skella og dregið úr sveiflum framleiðslu og atvinnu. Peningastefnan getur t.d. ekki til lengdar haft áhrif á raungengið. Hún getur þannig lítið gert í því að draga úr ruðningsáhrifum mikils vaxtar nýrrar útflutningsgreinar. Ef hún myndi reyna það yrðu áhrifin aðeins tímabundin en á kostnað þess að fórnar þeim markmiðum sem henni hafa verið sett og hún getur náð. Atvinnuvegastefna og ríkisfjármálastefna getur hins vegar haft slík raunáhrif til langs tíma og það er þangað sem þeir eiga að leita sem hafa af þessu áhyggjur.

En það er hægt að velja mismunandi kosti á skala á milli algjörlega fasts gengis og hreins flots. Og það er hægt að taka upp annan gjaldmiðil, einhliða eða í tvíhliða eða marghliða samstarfi.

Það var um þessa kosti sem skýrsla Seðlabankans frá 2012 fjallaði. Þar var niðurstaðan sú að einhliða fastgengi með óheftum fjármagnshreyfingum gæti steytt á skeri eins og varð svo víða raunin eftir að fjármagnshreyfingar urðu óheftari á níunda og tíunda áratug síðustu aldar. Harðari tenging eins og myntráð gæti verið áhættusöm fyrir fjármálastöðugleika og sama var að segja um einhliða upptöku annarrar myntar. Mjög óvíst og reyndar ólíklegt var að tvíhliða upptaka væri nokkurs staðar í boði.

Þá stóðu eftir tvær leiðir, þ.e. annars vegar aðild að evrusvæðinu í gegnum samningsferli og hins vegar áframhald sveigjanlegs gengis með verðbólguþröskulmiði. Vandinn var hins vegar sá að það voru meinbugir á báðum leiðum. Fjármálakreppan hafði afhjúpað veikleika í uppbyggingu evrusvæðisins

og eins og kom í ljós þá skorti pólitískan stuðning við að fara þessa leið. Sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi höfðu ekki virkað allt of vel.

Hefur eitthvað breyst? Evrusvæðið er enn að innleiða þær umbætur sem taldar eru nauðsynlegar til að það virki vel og ekki sýnist mér að pólitískur stuðningur við slíkt ferli hafi mikið aukist síðan skýrslan var gefin út. Hins vegar hafa margvíslegar umbætur verið gerðar á framkvæmd peningastefnunnar hér á landi. Þá hefur fjármálastöðugleikastefna verið stórbætt. Miklu af því sem ég hef kallað verðbólguþolmið plús hefur þegar verið hrundið í framkvæmd. Við höfum nú séð á síðustu árum að sjálfstæð peningastefna getur virkað rétt, líka hér. Þar erum við nú. Það þarf ekki að þýða að við verðum þar um alla framtíð. Það er engin eilíf lausn til í peningamálum og mismunandi kostir þróast í tímans rás.