

Hundrað ára hagstjórn

Hvað höfum við lært og hvernig munum við standa okkur betur?





Tíu lærdómar úr íslenskri peningasögu

Hundrað ára einsemd



Lærdómur 1:

Að fylgja leikreglum skiptir meira máli en hvaða leikur er valinn

- Röng peningastefna er ekki ástæða þess að Íslendingar hafa meira og minna búið við óstöðugleika og verðbólgu frá fullveldi
- Ástæðan er sú að leikreglum hefur ekki verið fylgt varðandi beitingu viðeigandi hagstjórnartækja og viðhalds almenns efnahagslegs stöðugleika
- Það hefur orðið til þess að hver peningastefna sem hefur verið í gildi hefur molnað í sundur og þjóðin búið við þrálátan óstöðugleika
- Ísland er ekki einsdæmi, sbr. gullfóturinn, Bretton Woods, evrusamstarfið
- Frávik frá leikreglum er þó meira á Íslandi en annarsstaðar. Þjóðin hefur ekki reynt að fylgja þeim reglum sem peningastefnan krefst af henni



Lærdómur 2:

Hagstjórnin þarf pólitískan stuðning

- Íslenskt flokkakerfi byggðist á stéttabaráttu - þar sem önnur pólitísk markmið hafa haft forgang yfir það verkefni að viðhalda efnahagslegum stöðugleika
- Seðlabanki landsins hafði ekki pólitískt umboð til beitingar stýrivaxta – fyrr en við byrjun 21. aldar
- Ríkisfjármálum hefur ekki verið beitt til þess að viðhalda stöðugleika
- Gengur gegn hagsmunum þjóðarinnar – hinn þjóðfélagslegi kostnaður birtist í:
 - Víðtækri haftasetningu á árunum 1931-1960
 - Óðaverðbólga á árunum 1971-1989
 - Kollsteypum árin 2001 og 2008
- Seðlabankinn hefur yfirleitt staðið nánast einn og óstuddur í baráttu sinni gegn verðbólgu. Ný lög um opinber fjármál hafa þó bætt úr skák



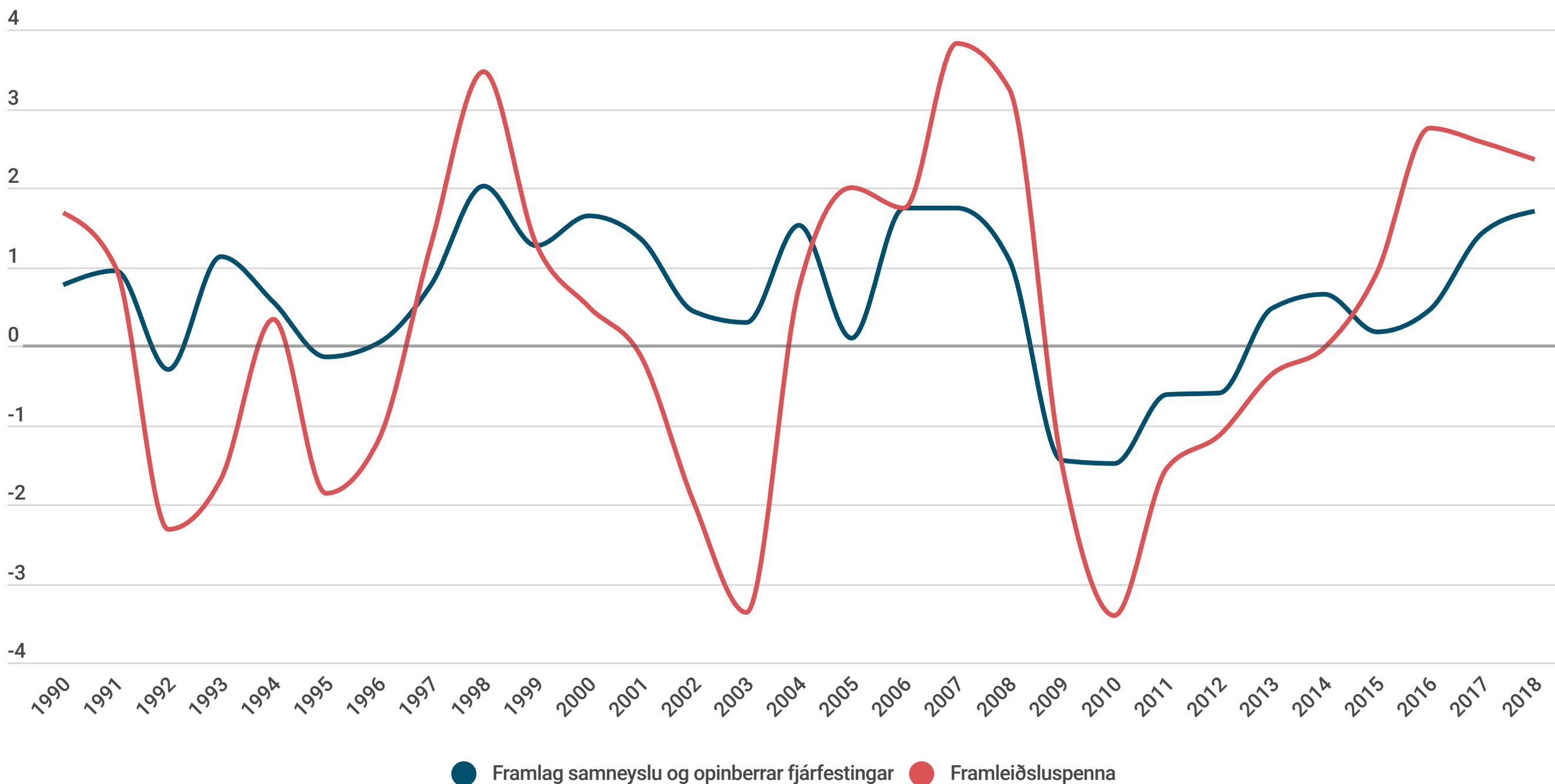
Lærdómur 2:

Hagstjórnin þarf pólitískan stuðning

Hagsveifluaukandi áhrif samneyslu og opinberrar fjárfestingar til hagvaxtar 1990-2018

Framlag til hagvaxtar (prósentur)

% af framleiðslugetu





Lærdómur 3:

Stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika

- Hér á landi hafa nafnlaun jafnan hækkað á mun meiri hraða en getur samrýmst eðlilegum vexti kaupmáttar
- Kaupmáttur stafar af framleiðni – hver vinnustund skilar auknu verðmæti - að baki framleiðninni eru t.a.m. tæknibreytingar, bætt menntun og góðar félagslegar undirstöður
- Þegar litið er til lengri tíma er hægt að búast við 1-2% framleiðniaukningu á ári og kaupmáttur hefur almennt vaxið í samræmi við það að meðaltali
- Nafnlaunahækkunar umfram þetta mark skila aðeins verðbólgu
- Í litlu og opnu hagkerfi er stór hluti neysluvara innfluttur. Hægt er að ná fram kaupmáttarstökkum ef þróun viðskiptakjara og útflutnings er mjög hagstæð – en slíkar aðstæður eru jafnan skammvinnar
- Launahækkunar umfram framleiðni hljóta að rýra samkeppnishæfni landsins og draga úr útflutningi en á sama tíma hvetja til innflutnings. Afleiðingin er viðskiptahalli sem verður að fjármagna með erlendum lántökum



Lærdómur 3:

Stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika

Árið 1980 flutti Jónas Haralz, þá bankastjóri Landsbankans, erindi hjá Félagi viðskiptafræðinga og hagfræðinga um ástæður þess af hverju Ísland væri svona mikið verðbólguland:

- Sveiflur í sjávarútvegi sem reglulega kölluðu á gengisfellingar
- Deilum um skiptingu þjóðarkökkunnar þar sem verðbólgan væri „eins konar gerðardómur í félagslegri togstreitu“
- Jónas vísaði þannig til þess að markmið kjarasamninga hefði löngum verið það að viðhalda launabili á milli stétta. Stéttirnar ósammála um hvað launabilið ætti að vera sem veldur „höfrungahlaupi“ þar sem skipst er á að berja fram „launaleiðréttingar“
- Afleiðing þessarar togstreitu birtist síðan með miklum nafnlaunahækkunum sem hagkerfið hlaut að léttu sér með verðbólgu og lækkun raunlauna – oft eftir mikla lækkun gengisins
- Ef Jónas Haralz hefur rétt fyrr sér er það stéttaspenna sem er hin upprunalega orsök verðbólgunnar – eða að Íslendingar séu ekki sammála um hvert launabilið eigi að vera á milli hinna ýmsu þjóðfélagshópa

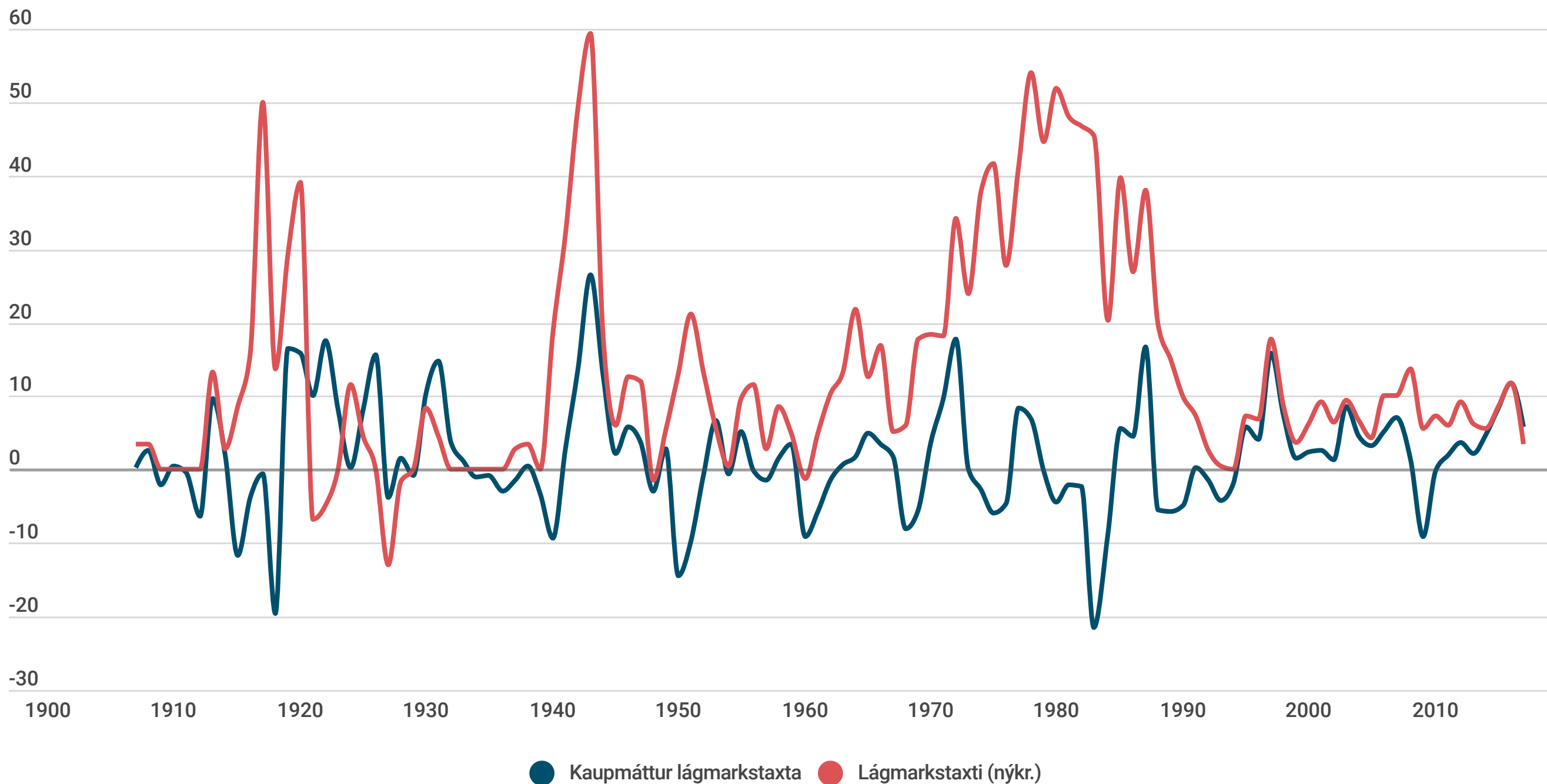


Lærdómur 3:

Stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika

Þróun lágmarkstaxta og kaupmáttar 1907-2017

Breyting milli ára (%)





Lærdómur 4:

Íslendingar þrú stöðugt gengi en hafa ekki úthaldið sem þarf

- Landsmenn hafa yfirleitt tekið beinan eða óbeinan þátt í því fastgengissamstarfi sem hefur verið í boði á hverjum tíma í Vestur-Evrópu
- Gengishreyfingar hafa gríðarlega víðtæk áhrif á allt samfélagið en geta þjónað góðum þjóðhagslegum tilgangi ef þær eru í takti við gang hagsveiflunnar
- Sveigjanlegt gengi getur til dæmis mýkt áhrif breytinga í útflutningstekjum á efnahagslífið – líkt og sú hækkun sem fylgdi vexti ferðapjónustunnar og sú lækkun sem átti sér stað í fyrra
- Þjóðin hefur ekki getað staðið við þá efnahagsstefnu sem er nauðsynleg til þess að fastgengi haldi. Genginu hefur því gjarnan verið viðhaldið með höftum
- Allar uppsveiflur frá seinna stríði hafa endað með ofhitnun hagkerfisins og miklum kostnaðarhækkunum með tilheyrandi gengisfalli og verðbólgu
- Fastgengi er aðeins mögulegt með nýjum háttum við hagstjórn



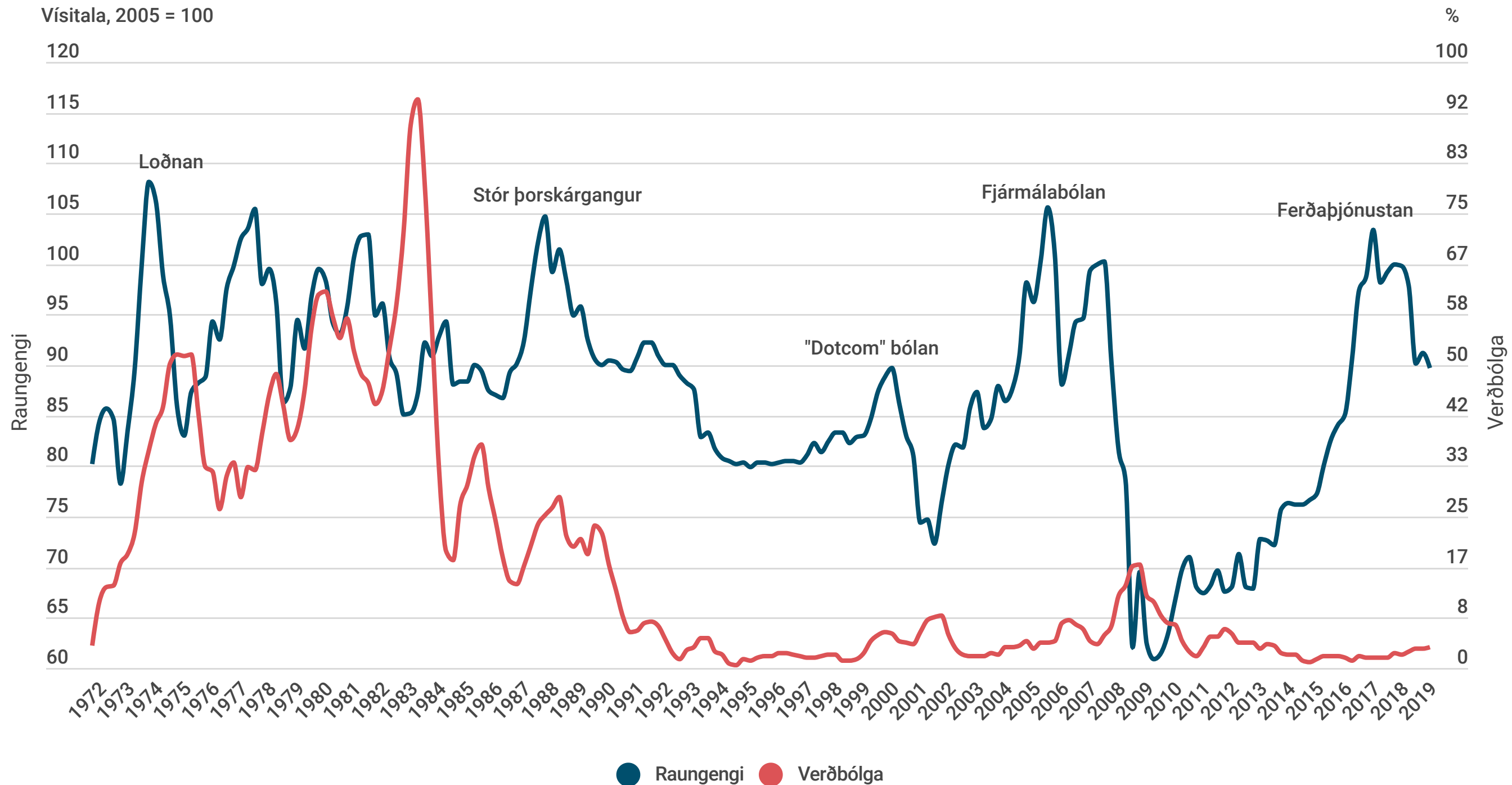
Lærdómur 4:

Íslendingar þrjá stöðugt gengi en hafa ekki úthaldið sem þarf



Raungengi og verðbólga 1972-2019

Vísitala, 2005 = 100





Lærdómur 5:

Greiðslujöfnuður er öxull íslenskrar hagstjórnar

- Greiðslujöfnuður Íslands hefur verið mjög sveiflukenndur af tveimur sökum:
 - Einhæfar útflutningsgreinar
 - Vöxtur innlendrar eftirspurnar kemur fram í miklum innflutningi

- Niðurstaðan verður viðskiptahalli sem þarf að fjármagna með:
 - Erlendum lántökum
 - Eða sölu úr gjaldeyrisforðanum
 - Annars hlýtur gengi krónunnar að lækka

- Fjármagnsinnflutningur leiðir oft til þenslu, eignabólu og mikils viðskiptahalla
Skapar töluverð vandamál fyrir íslenska peningastjórnun

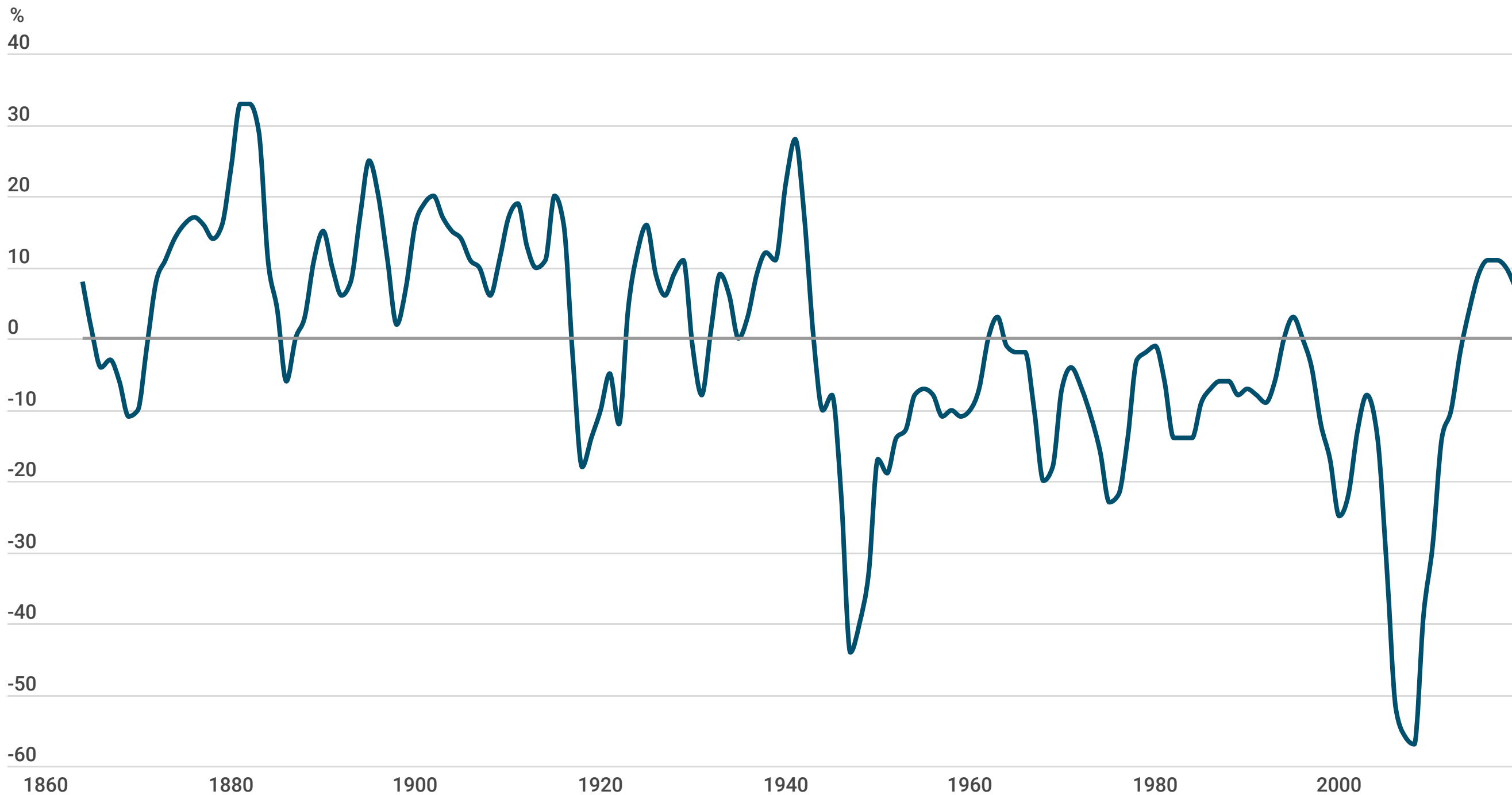
- Seðlabankinn verður að hafa áhrif á þróun greiðslujafnaðar til þess að geta tryggt stöðugleika í verðlagi og efnahagslífi og framfylgd peningastefnu sinnar. Hann getur gert það með því að:
 - Beita innflæðishöftum
 - Beita gjaldeyrisforðanum
 - Beita þjóðhagsvarúðartækjum til þess að hafa hemil á skuldsetningu og útlánamyndun



Lærdómur 5:

Greiðslujöfnuður er öxull íslenskrar hagstjórnar

Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af útflutningi 1864-2019





Lærdómur 6:

Fjármálastöðugleiki hlýtur að vera annað markmið Seðlabankans

- Í aðdraganda fjármálakreppunnar stóð peningastefnan frammi fyrir óviðráðanlegu verkefni:
 - Mikill vaxtamunur við útlönd,
 - 20-30% viðskiptahalli sem var fjármagnaður með erlendum lántökum
 - Vaxtamunarviðskipti erlendra aðila
- Tilraunir til að ná fram lögboðnu markmiði um verðstöðugleika með stýrivextina eina að vopni urðu til þess að grafa undan fjármálastöðugleika
- Kostnaðurinn vegna fallsins varð mun meiri en ella vegna þess mikla ójafnvægis sem hafði skapast í greiðslujöfnuði árin á undan
- Gjaldeyrisáhætta reis upp fyrir öll mörk
- Eftirköstin fólust annars vegar í gríðarlegum skuldavandræðum heimila og fyrirtækja vegna gengisbundinna lána og því erfiði að losa „snjóhengjuna“ eða 650 milljarða króna eftirstöðvar vaxtamunarviðskiptanna



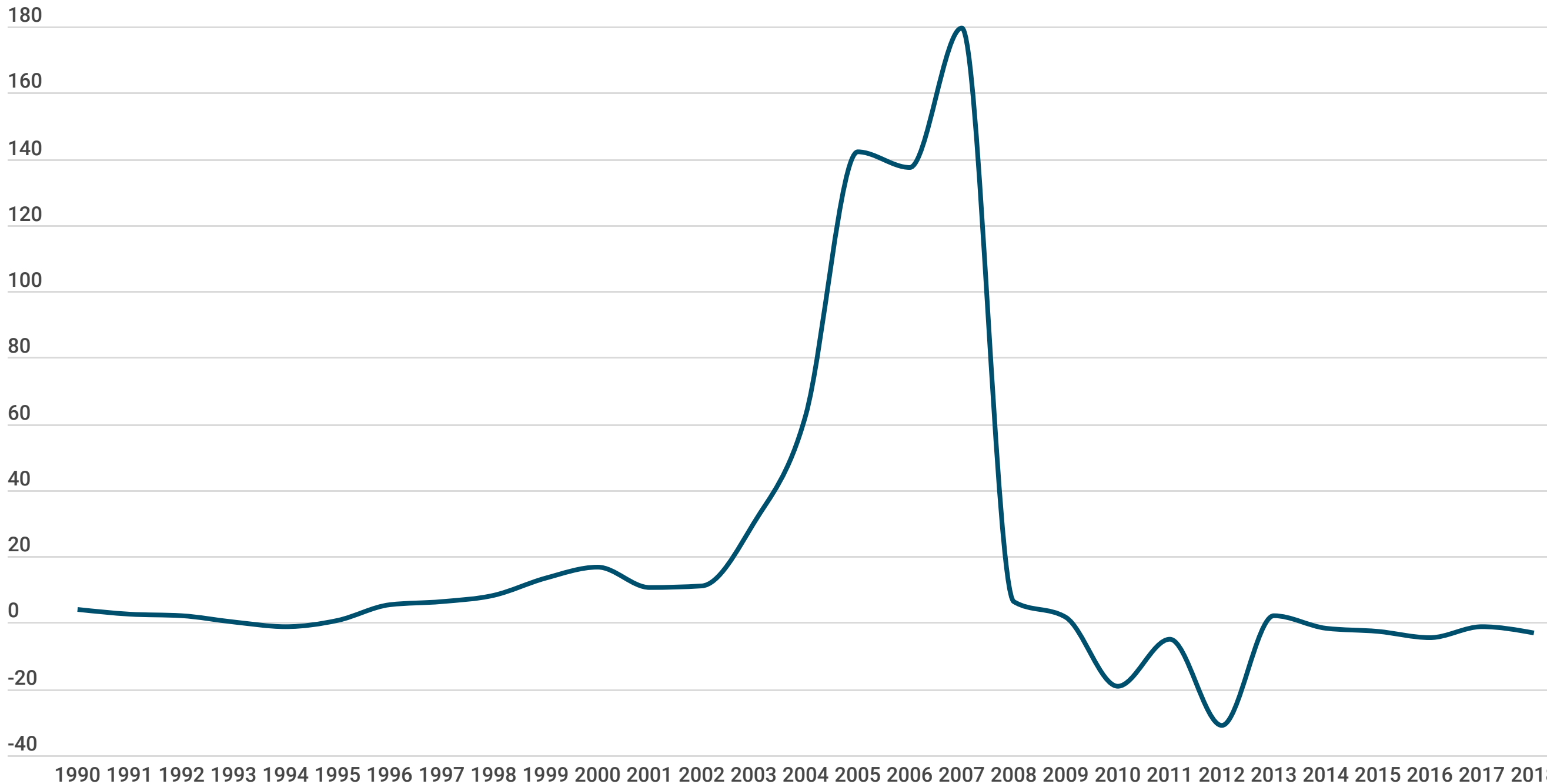
Lærdómur 6:

Fjármálastöðugleiki hlýtur að vera annað markmið Seðlabankans



Fjármagnsflæði 1990-2019

% af VLF





Lærdómur 7:

Þjóðhagsvarúð er grundvöllur peningastefnu til framtíðar

- Sagt er að kreppan mikla hafi orðið til þess að þjóðhagfræði varð að sérstakri grein innan hagfræðinnar
- Sömuleiðis varð fjármálakreppan til þess að þjóðhagsvarúð varð sérstök grein innan hagfræðinnar
- Þjóðhagsvarúð miðar að því að viðhalda fjármálastöðugleika sem er erfitt að mæla með megindegum leiðum ólíkt verðstöðugleika
- Eitt vandamál frjálsra fjármagnsflutninga felst í því þegar mikið innflæði fjármagns veldur útlána- og eignabólu – sem síðan kemur efnahagslífinu í uppnám
- Beiting þjóðhagsvarúðar getur skarast á við hefðbundna peningastefnu eða skerpt bit hennar með því að hafa hemil á þróun útlána fjármálastofnana. Beiting þjóðhagsvarúðar er sá vettvangur sem býður upp á mesta möguleika til þess að bæta íslenska peningamálastjórn



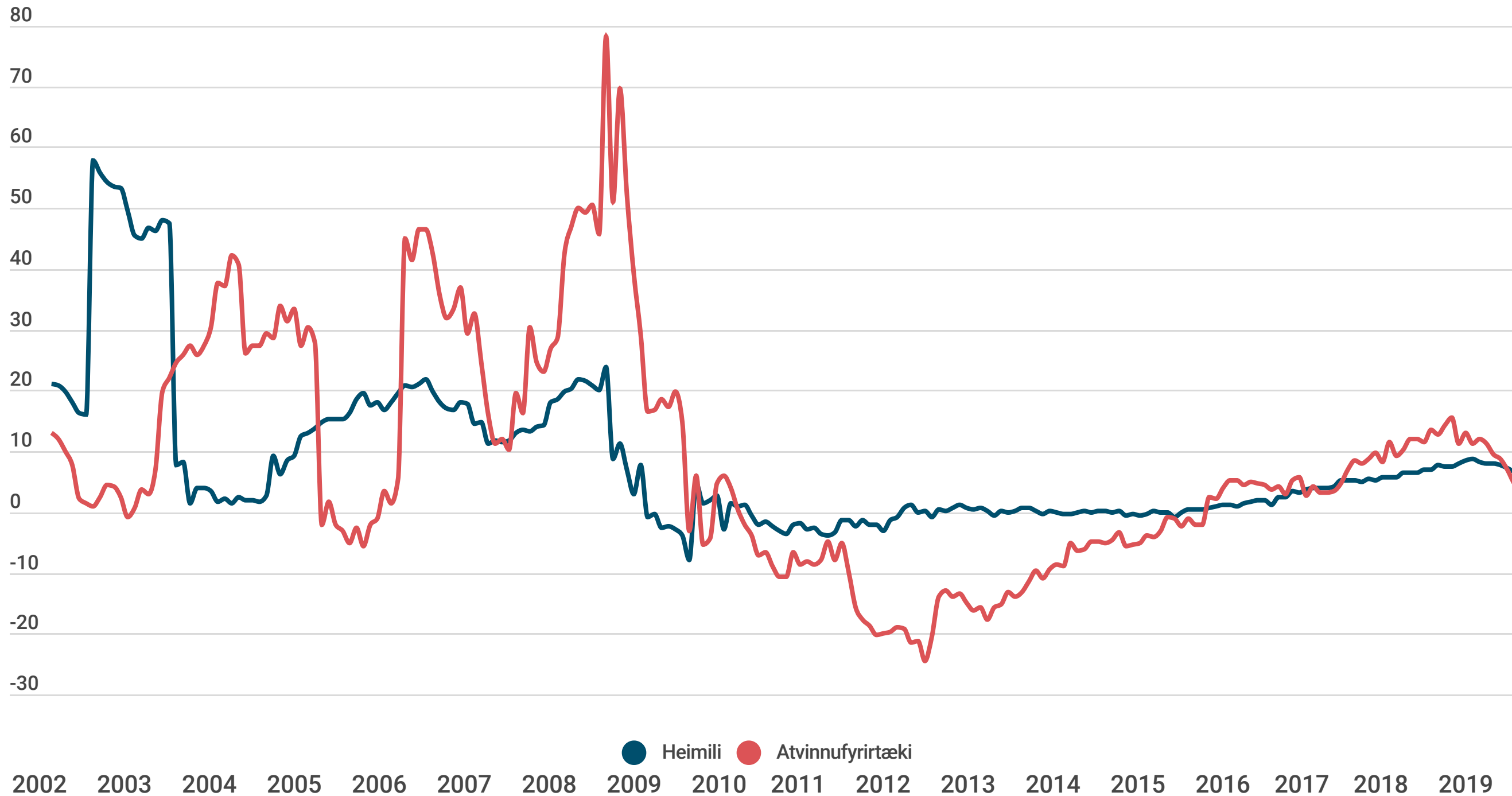
Lærdómur 7:

Þjóðhagsvarúð er grundvöllur peningastefnu til framtíðar



Útlán lánakerfisins 2002-2019

Breyting frá fyrra ári (%)

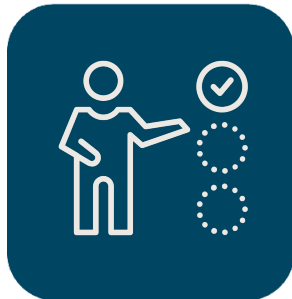




Lærdómur 8:

Höft rýra velferð

- Hin þrálátu vandamál í greiðslujöfnuði þrýstu ávallt lengra á háskabraut hafta og ríkisafskipta á árunum 1930-1960 - það var ekki fyrr en árið 1994 – við inngöngu í EES – að undið hafði verið ofan af þessu
- Setning hafta felur þó ekki endilega í sér raunverulega lokun fjármagnsviðskipta – þau halda áfram og samhengið á milli utanríkisviðskipta og fjármagnsjafnaðar er áfram hið sama - en höftin aftur á móti stjórnmalavæða fjármagnsviðskiptin
- Setning fjármagnshafta á nýjan leik árið 2008 var neyðarráðstöfun – og færa má rök fyrir því að hún hafi verið nauðsynleg í endurreisnarstarfinu - en leiði svo til ýmissa galla þegar frá líður
- Virkni peningastefnunnar byggir að einhverju leyti á því að tryggja ákveðna stjórn á fjármagnsjöfnuðinum - hægt að takmarka frjálst fjármagnsflæði með þjóðhagsvarúðarreglum
- Hins vegar felst gríðarlegur ábati í alþjóðlegri samþættingu íslensks fjármagnsmarkaðar - hún skilar lægri langtíma vöxtum og tryggir nauðsynlega áhættudreifingu



Lærdómur 9:

Árangur felst í því að forgangsraða markmiðum

- Skortur á forgangs röðun við þjóðhagslega markmiðasetningu – talið að hægt sé að ná fleiri markmiðum samtímis en mögulegt er
- Beiting hagstjórnartækja að eigin geðþótta leiddi til verðbólgu, atvinnuleysis og óstöðugleika. Röng nálgun eða misbeiting peningastefnunnar getur valdið miklum skaða í efnahagslífinu og peningastefnan getur ekki ein og óstudd tryggt stöðugleika í efnahagslífinu
- Það sem peningastefnan getur gert er að tryggja verðstöðugleika innan ákveðins ramma - framfylgd annarra markmiða veltur á öðrum þáttum í efnahagslífinu
- Fórnarskipti eru á milli markmiða til skemmri tíma – svo sem hvað varðar verðbólgu og atvinnuleysi. Þjóðir geta haft mismunandi viðhorf gagnvart verðbólgu og öðrum þáttum
- Eftir því sem segir í almannavalsfræðum eiga stjórnámálamenn við ákveðinn skuldbindingarvanda að etja þegar kemur að stórum, erfiðum og mögulega óvinsælum ákvörðunum



Lærdómur 10:

Verðbólguþolmið ætti að ganga upp á Íslandi

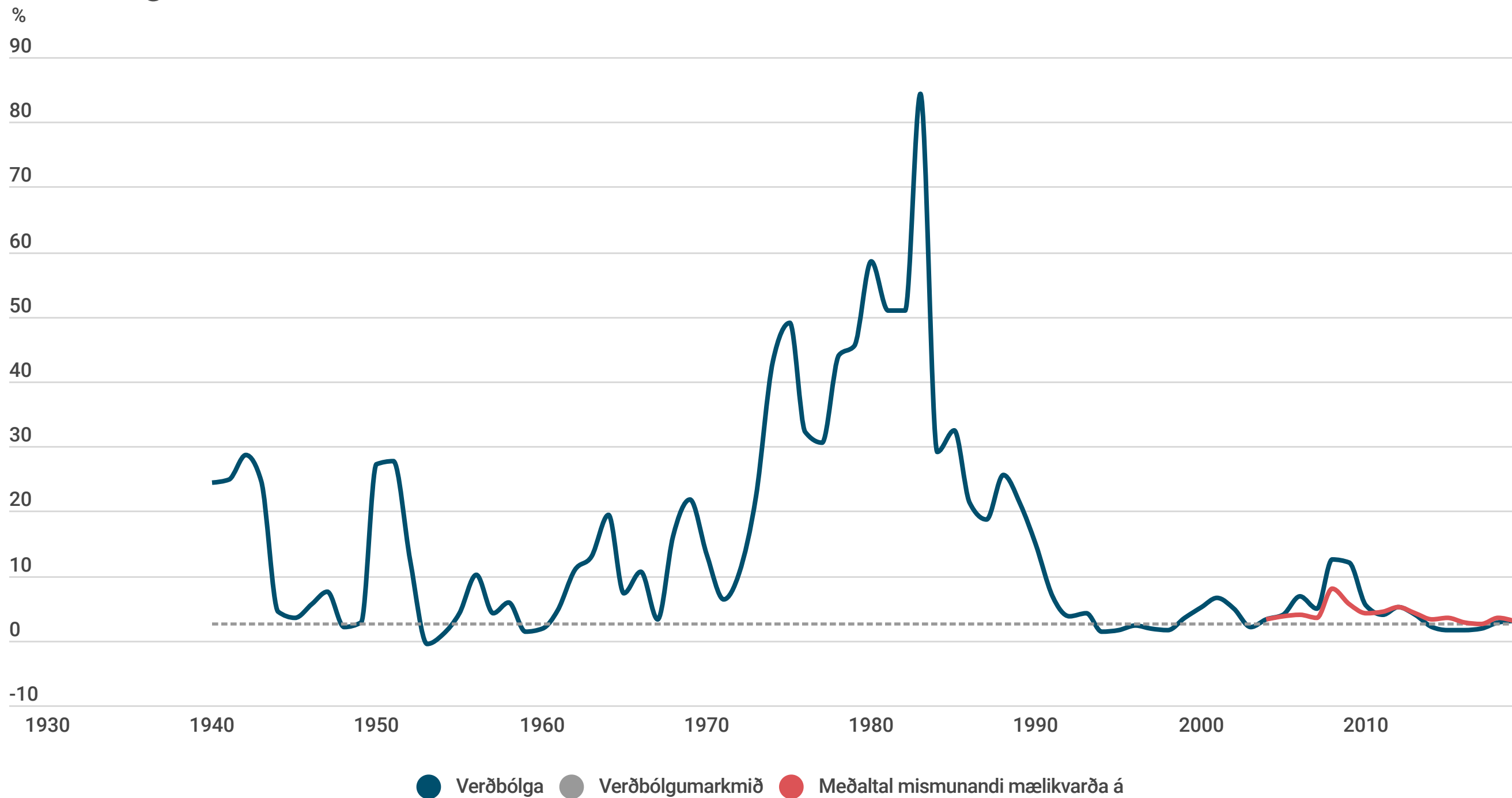
- Ísland býr við mörg sérkenni sem ljóst er að gera peningamálastjórnun erfiða, sögu og landfræðileg sérkenni sem verður ekki breytt en þau eru ekki meginvandamálið
- Vandamálín eru stofnanaleg, pólitísk og jafnvel samfélagsleg: ákvarðanatáka í ríkisfjármálum, framkvæmd kjarasamninga og almenn þjóðfélagssátt - á öðrum Norðurlöndum hefur heppnast að fara eftir leikreglunum
- Leikreglur verðbólguþolmiðs ættu að henta lýðræðisfyrirkomulagi vel – þau gera kröfur um gagnsæi og opinbera ábyrgð og ekki verður séð hvers vegna það ætti ekki að geta gengið upp héraendis – ef það næst sátt
- Stofnanaumbætur á framkvæmd peningastefnunnar fram til þessa hafa sannanlega skilað árangri: ljóst er að sú breyting að fela vaxtaákvarðanir sérstakri peningastefnunefnd hafi aukið trúverðugleika við stjórn peningamála
- Það er einnig efalaust að beiting þjóðhagsvarúðar með markvissum hætti á síðustu árum hefur orðið til þess að styrkja peningastefnuna í sessi. Sama á við um nýja lagaumgjörð í opinberum fjármálum sem að einhverju leyti hafa haldið aftur af aukningu ríkisútgjalda



Lærdómur 10:

Verðbólguþröskur ætti að ganga upp á Íslandi

Verðbólga 1940-2019



Samkeppnishæfni nýja Íslands

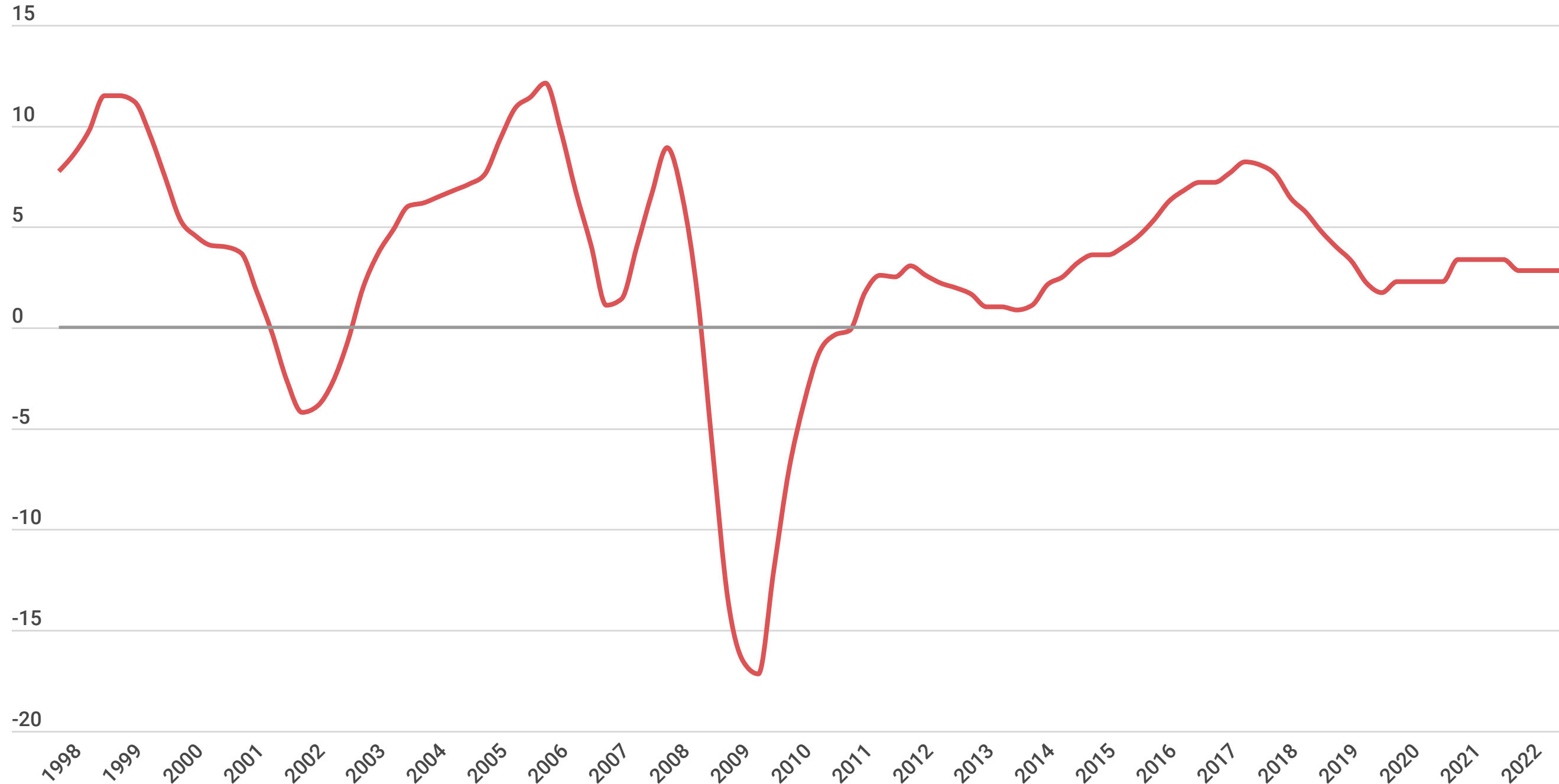


Fyrsta niðursveiflan þar sem ekki er búist við samdrætti í einkaneyslu



Einkaneysla 1998-2022

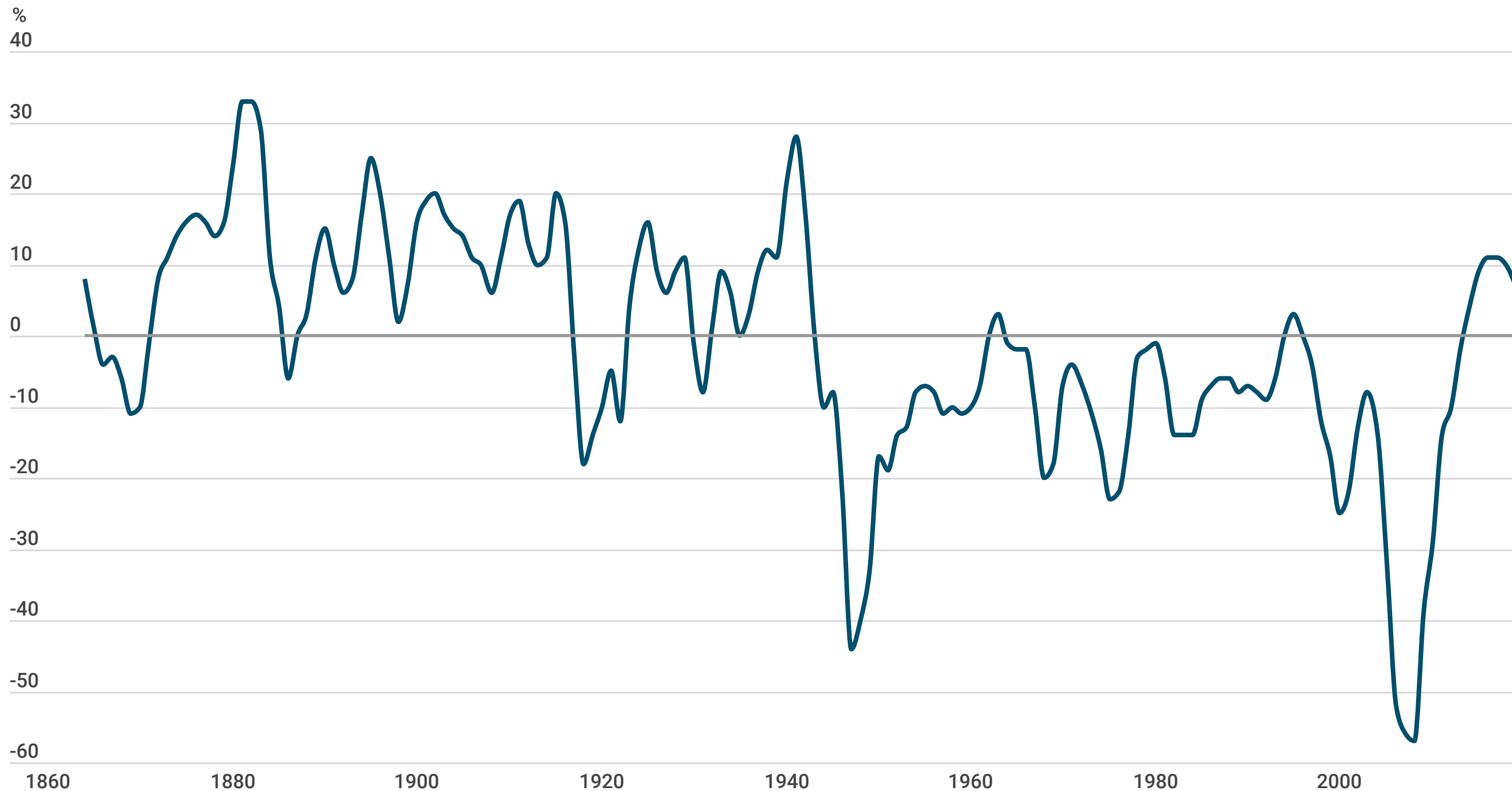
Breyting frá fyrra ári (%)



Nýja Ísland er með varanlegan viðskiptaafgang ...



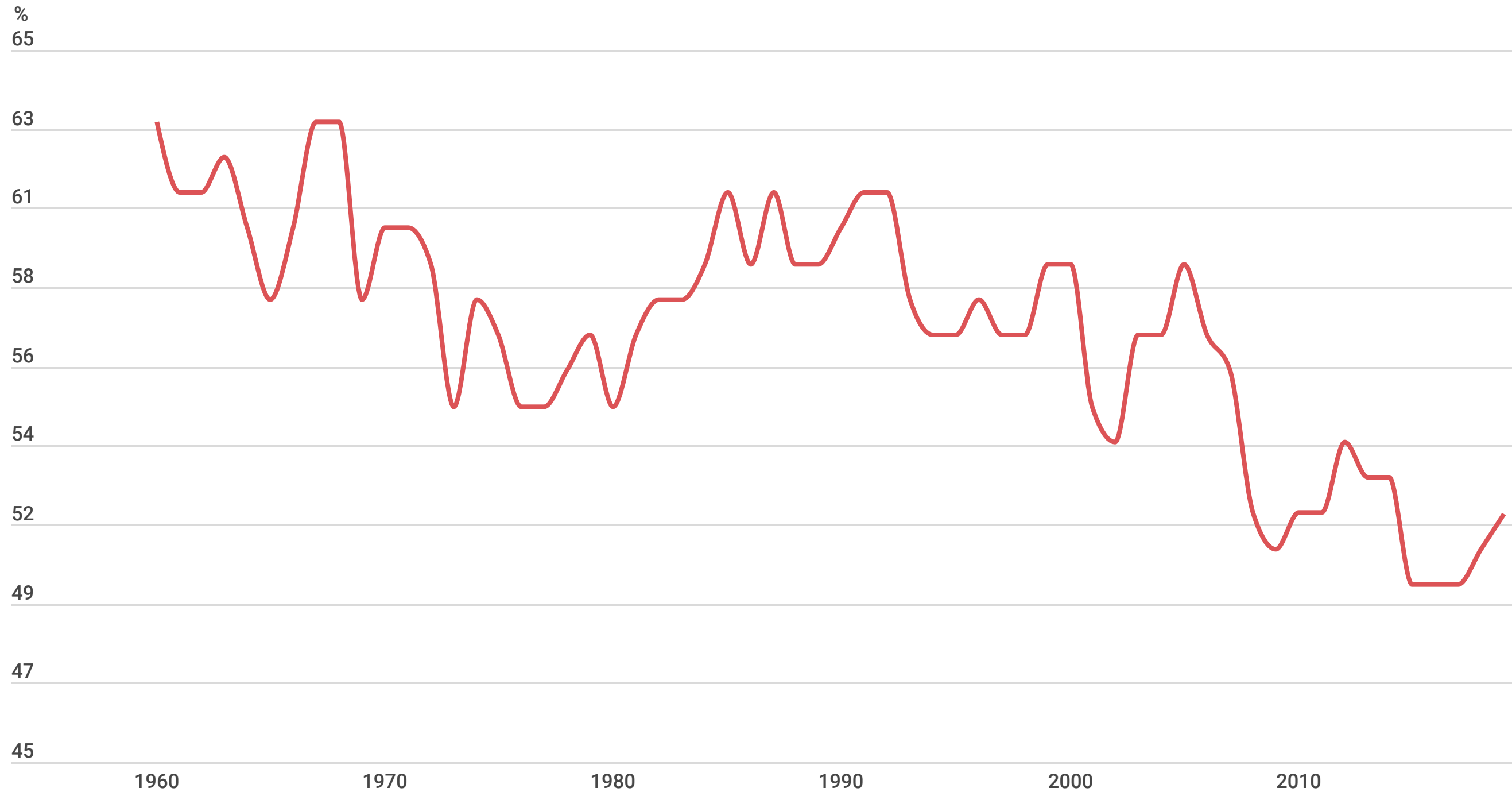
Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af útflutningi 1864-2019



... vegna aukins sparnaðar ...

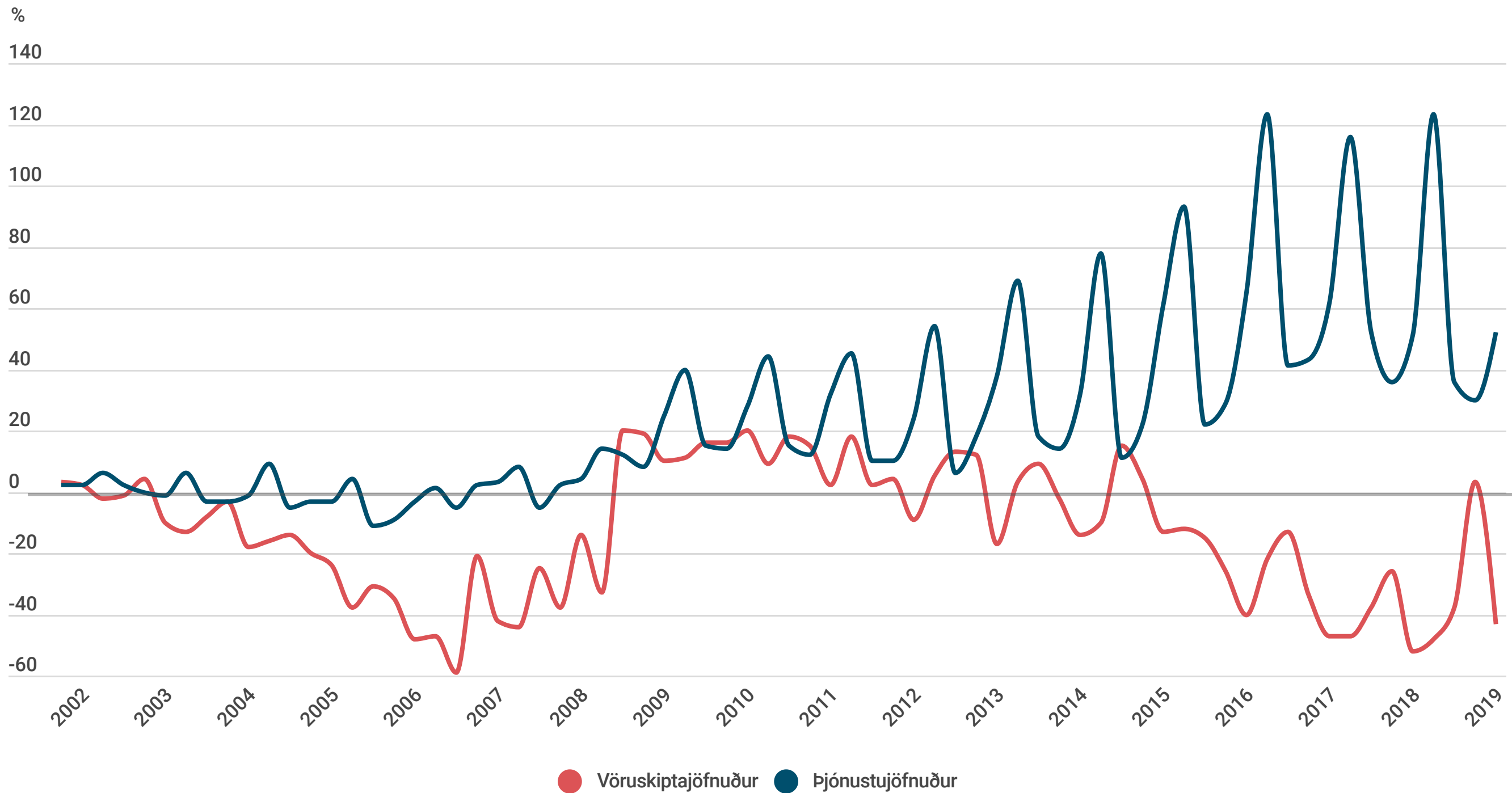


Hlutfall einkaneyslu af vergri landsframleiðslu 1960-2019



... og vaxtar í þjónustuviðskiptum ...

Vöruskipta- og þjónustujöfnuður 1. ársfj. 2002-2. ársfj. 2019

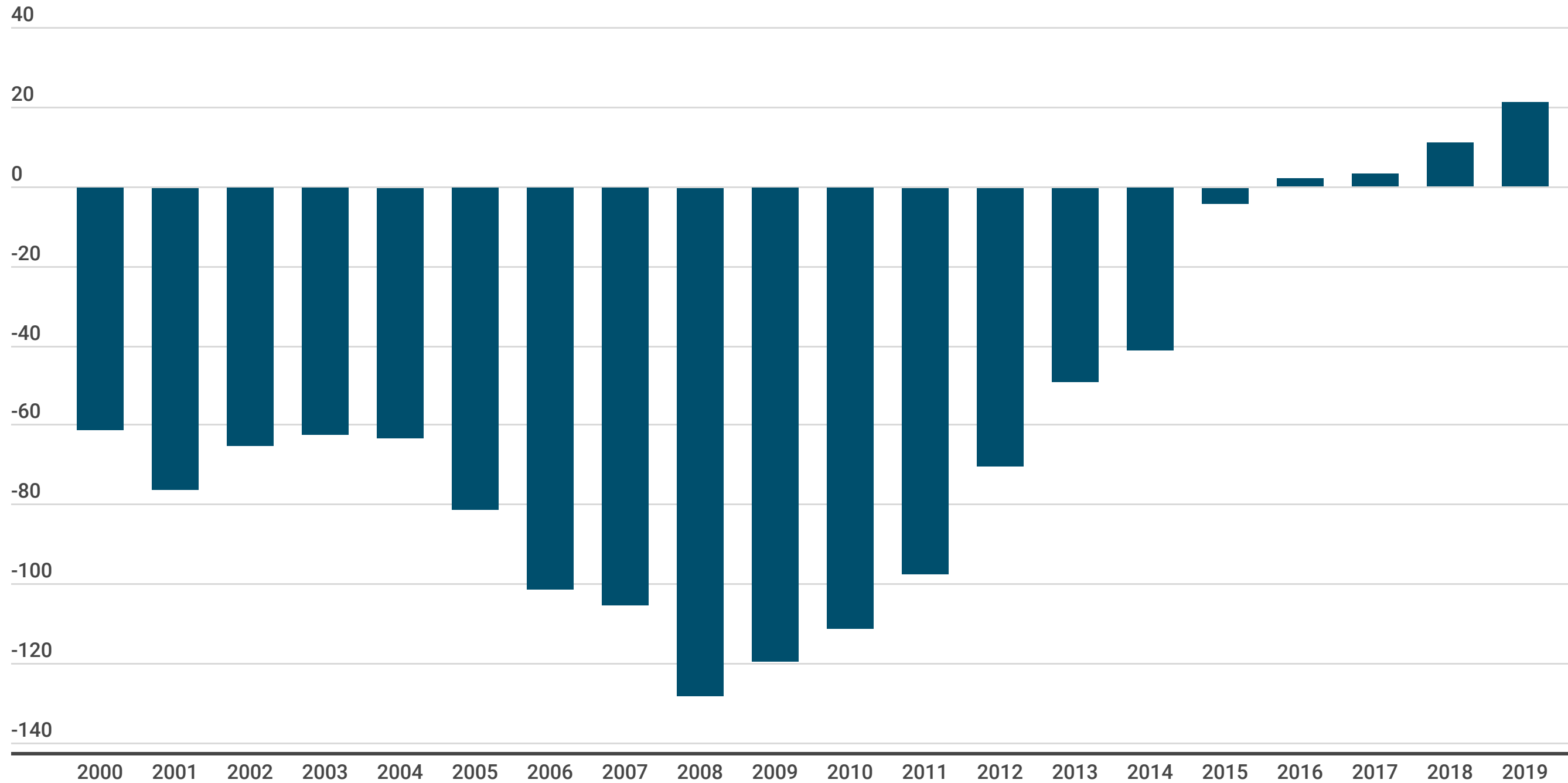


... sem endurspeglast í umskiptum á erlendri stöðu þjóðarbúsins



Erlend staða þjóðarbúsins 2000-2. ársfj. 2019

% af VLF



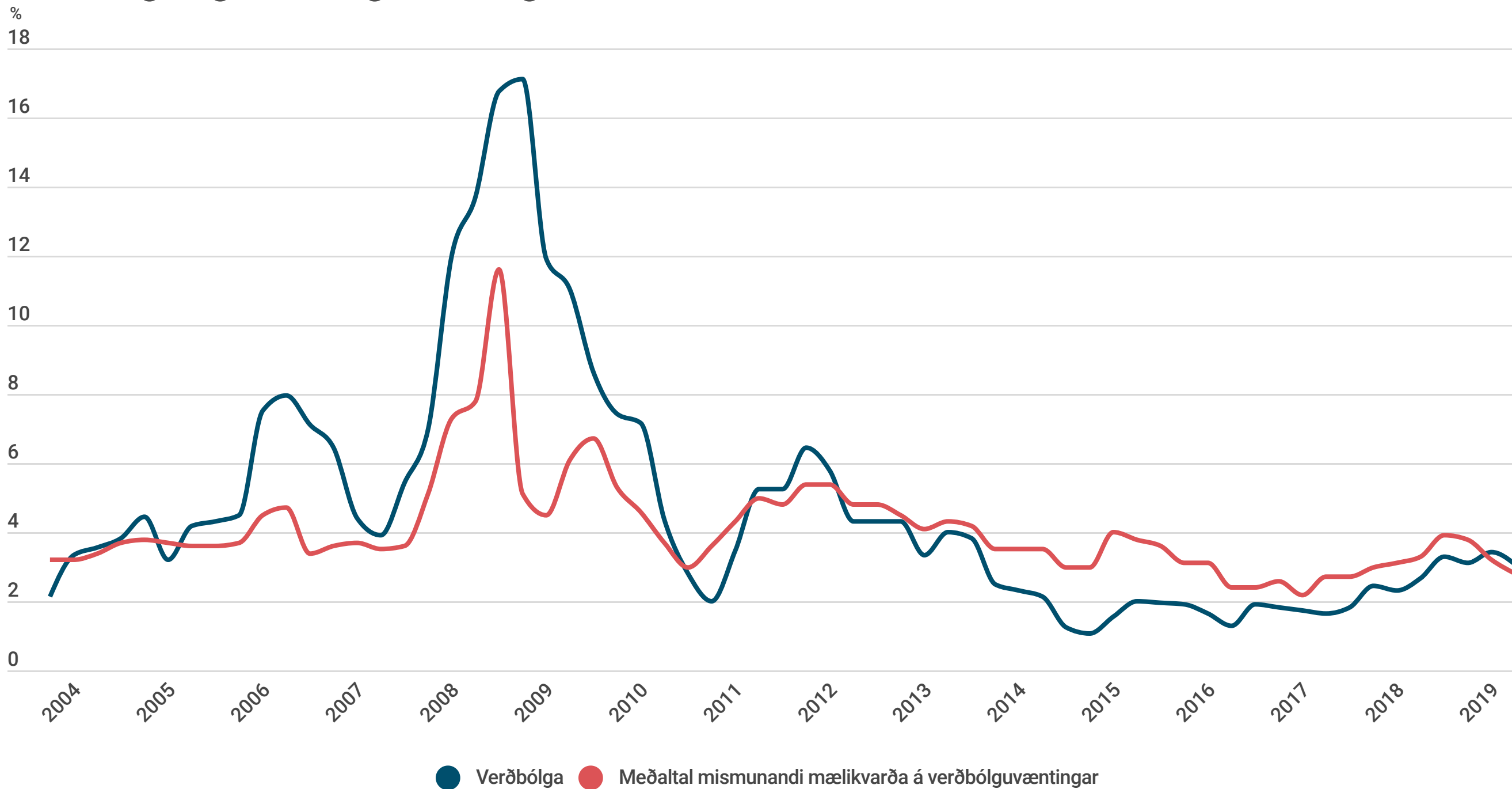


Trúverðugleiki Seðlabankans



Seðlabankinn hefur náð árangri við framfylgd verðbólguþróunarmarkmiðs undanfarin ár sem hefur leitt til lægri verðbólguvæntinga

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs 2004 - 2019

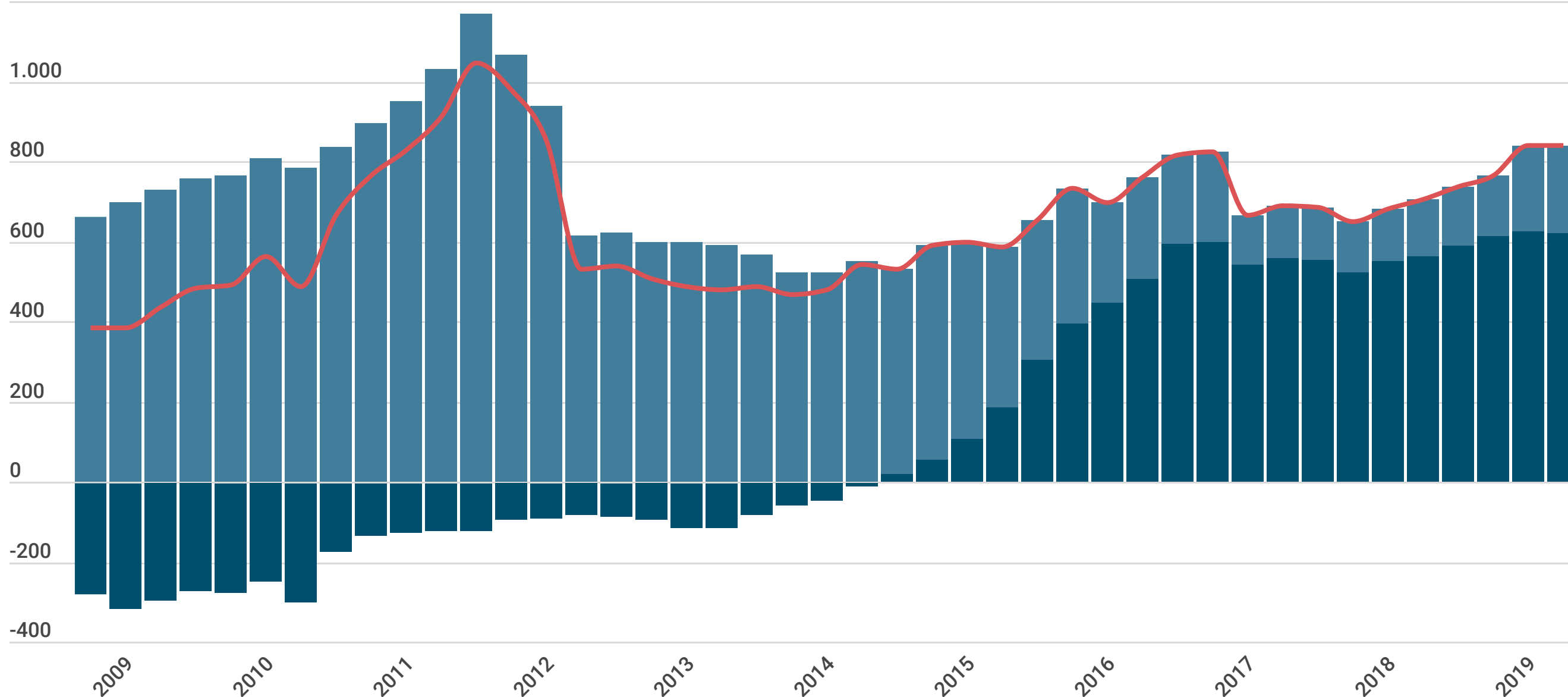


Seðlabankinn býr yfir 800 milljarða gjaldeyrisforða sem eykur trúverðugleika

Gjaldeyrisforði Seðlabankans 1. ársfj. 2009-3. ársfj. 2019

Ma. kr.

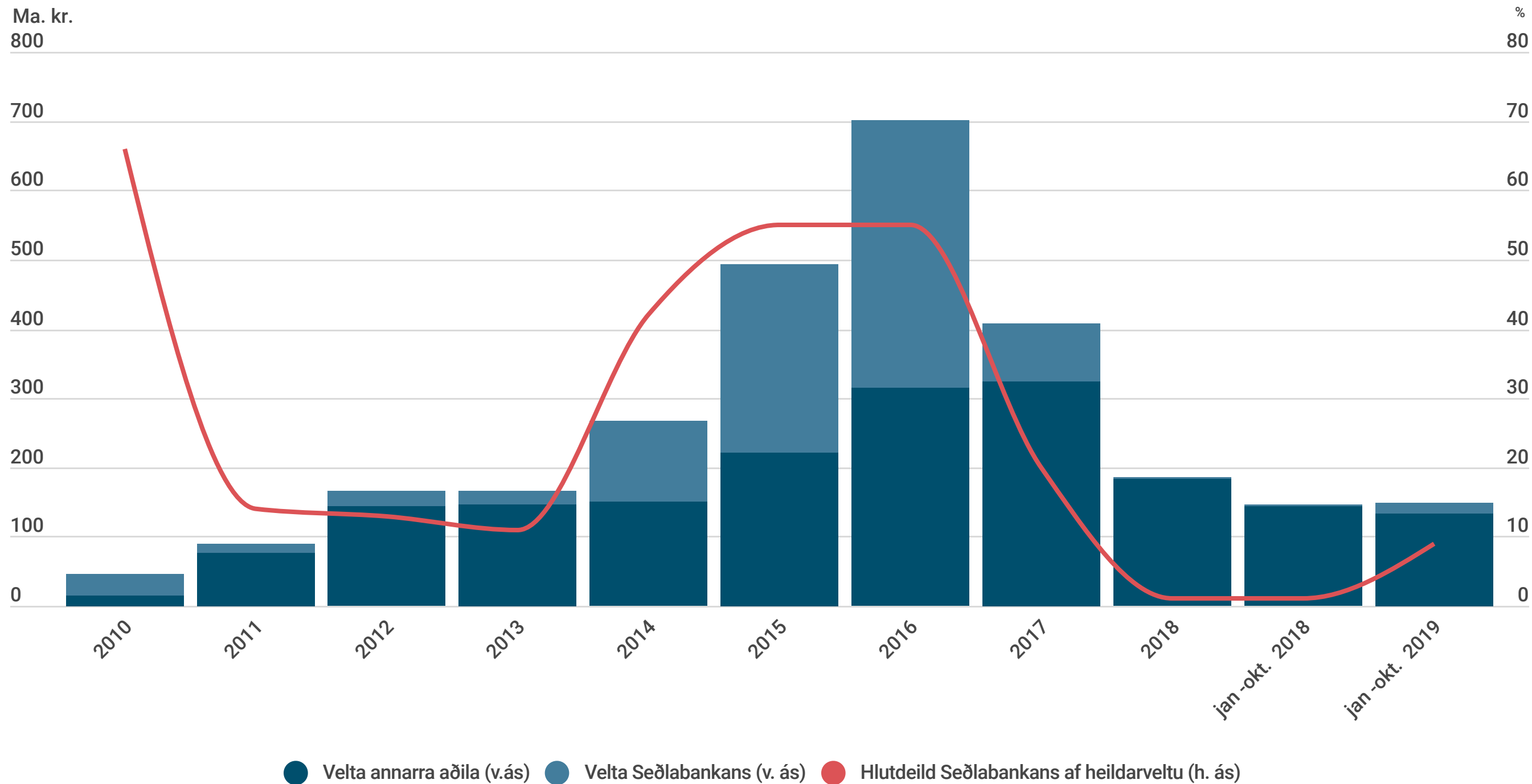
1.200



● Gjaldeyrisforði - alls ● Forði fjármagnaður í íslenskum krónum ● Skuldir Seðlabankans og ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli

Forðanum er beitt til að draga úr skammtímasveiflum en ekki til að hindra breytingar á gengi krónunnar af völdum undirliggjandi efnahagsþátta

Velta á millibankamarkaði með gjaldeyri og hlutdeild Seðlabankans 2010-2019



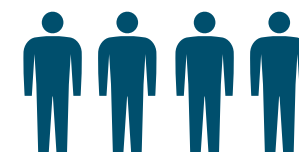


Nýr Seðlabanki

Nýtt fyrirkomulag liður í bættum árangri til framtíðar?



SEÐLABANKASTJÓRI



FUNDIR
BANKASTJÓRA

VARASEÐLABANKASTJÓRI

PENINGASTEFNUNEFND



MARKMIÐ:
VERÐSTÖÐUGLEIKI

TÆKI:

- Vextir
- Viðskipti við lánastofnanir
- Bindiskylda
- Inngrip á gjaldeyrismarkaði

VARASEÐLABANKASTJÓRI

FJÁRMÁLASTÖÐUGLEIKANEFND



MARKMIÐ:
FJÁRMÁLASTÖÐUGLEIKI

TÆKI:

- Þjóðhagsvarúðartæki:
 - Eiginfjárauðkar
 - Veðsetningarhlutfall
 - Takmörk á lán í erlendum gjaldmiðlum o.fl

VARASEÐLABANKASTJÓRI

FJÁRMÁLAEFTIRLITSNEFND



MARKMIÐ:
TRAUST OG ÖRUGG
FJÁRMÁLASTARFSEMI

TÆKI:

- Útgáfa reglna og tilmæla til eftirlitsskyldra aðila
- Starfsleyfi og hæfismöt
- Kærur, dagsektir, stjórnvaldssektir o.fl.



Fyrsta niðursveiflan í sögunni sem er án gengisfalls og kreppuverðbólgu

- Mögulegt að beita peningastefnunni til þess að skapa atvinnu án þess að ógna verðstöðugleika
- Mögulegt að takast á við niðursveiflu án þess að skerða kjör almennings með verðbólgu



Langtímabreytingar hafa lækkað vaxtastig hér á landi

- Tækifæri til þess að bæta lífskjör almennings með lægri vöxtum
- Tækifæri til þess að fjármagna innviðafjárfestingu með hagstæðum kjörum



Peningastefnan hefur sín takmörk – verðstöðugleiki setur okkur skorður

- Samkeppnishæfnin verður ekki endurnýjuð með gengislækkun líkt og áður
- Samkeppnishæfnin verður aðeins bætt með aukinni framleiðni



Gríðarlegar breytingar í farvatninu í fjármálakerfinu

- Mikilvægt að tryggja að peningastefnan virki – ný lán verði veitt til nýrra fjárfestinga
- Mikilvægt að huga vel að afleiðingum þessara kerfisbreytinga til langs tíma