

Til: Efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis

Frá: Gylfa Zoega, ytri nefndarmanni í peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

8. janúar 2021

Efni: Störf peningastefnunefndar

Árið 2019 fjaraði undan þeirri uppsveiflu efnahagslífsins sem hófst um mitt ár 2010. Mikill kostnaður í útflutningsgreinum, sem stafaði bæði af innlendum launahækkunum og háu gengi krónunnar, gerði rekstur útflutningsfyrirtækja erfiðan og fall flugfélags á vormánuðum 2019 fækkaði erlendum ferðamönnum og minnkaði innlenda eftirspurn. Hagstjórn brást við minni eftirspurn eftir vörum og þjónustu og óróa á vinnumarkaði. Vaxtalækkunar, skattalækkunar og aukning ríkisútgjalda örvaði eftirspurn á meðan aðgerðir í skattamálum og yfirlýsing peningastefnunefndar um að hófsamir kjarasamningar gerðu vaxtalækkun mögulega stuðluðu að friði á vinnumarkaði.

Í upphafi árs 2020 mátti búast við því að hagvöxtur yrði lítil á árinu (1,6% skv. Peningamálum 2019/4). En í febrúar varð mikið og óvænt áfall sem hafði bæði áhrif á framboðs- og eftirspurnarhlið hagkerfisins og er nú búist við að verg landsframleiðsla dragist saman um 8,5% á árinu.

Áhrif farsóttar

Farsóttin COVID-19 sem barst til landsins í febrúar olli skyndilegum og ófyrirséðum samdrætti eftirspurnar eftir ferðaþjónustu og einnig þjónustu margra afleiddra greina svo sem rekstri veitingastaða. Önnur af tveimur langstærstu útflutningsgreinum, sem framleiddi um 8% af vergri landsframleiðslu árið 2019, varð fyrir gríðarlegu tekjutapi sem bæði minnkaði atvinnu og framleiðslu í landinu og orsakaði atvinnuleysi og gjaldþrot í ferðaþjónustu og tengdum greinum. Á framboðshlið hagkerfisins varð einnig áfall þegar framleiðni starfsfólks í öðrum greinum minnkaði vegna þess að það gat ekki lengur mætt til vinnu vegna farsóttarinnar og fjöldi viðskiptavina var takmarkaður í mörgum greinum, svo sem verslun, sem minnkaði framleiðni enn frekar.

Á móti þessu áfalli vó að Íslendingar hafa einnig flutt inn mikla ferðaþjónustu. Það komu ekki bara margir ferðamenn til Íslands árið 2019 heldur ferðuðust Íslendingar mikið til útlanda og eyddu þar stórum fjárhæðum (um 200 milljörðum skv. tölum Hagstofunnar). Einnig notaði ferðaþjónusta mikið magn innfluttra aðfanga þannig að virðisauki greinarinnar var minni en verðmæti útflutnings. Þegar Íslendingar gátu ekki lengur ferðast til útlanda til þess að versla þá fluttist mikill kaupmáttur inn í landið. Ísland sker sig úr í hópi ferðamannalanda (sem hafa ferðaþjónustu sem hátt hlutfall af VLF og atvinnu) í því að Íslendingar ferðast mun meira erlendis og varð áfallið m.a. af þeim sökum minna hér en í hinum löndunum. Þótt vægi ferðaþjónustu hafi svipað til Suður Evrópu þá varð samdráttur VLF minni. Samkvæmt tölum OECD dróst VLF saman um 7,5% á fyrstu þremur fjórðungum ársins á Íslandi en um 11,6% á Spáni og 9,5% á Ítalíu. Samdrátturinn hér var svipaður og meðaltal evrusvæðisins (7,4%) en töluvert meiri en á hinum Norðurlöndunum (hann var 3,9% í Danmörku, svo dæmi sé tekið).

Þegar bæði útflutt og innflutt ferðaþjónusta fellur saman þá breytist samsetning innlendrar eftirspurnar vegna þess að neyslumynstur Íslendinga er annað en neyslumynstur erlendra ferðamanna hér á landi. Afleiðingin er þá sú að í hluta hagkerfisins verður frost, þ.e.a.s. þeim hluta sem þjónar erlendum ferðamönnum, á meðan vel gengur í þeim greinum sem selja Íslendingum vörur og þjónustu. Atvinnuleysi jókst mikið á árinu í ferðaþjónustu og tengdum greinum á meðan kaupmáttur launafólks hækkaði og eftirspurn annars staðar í hagkerfinu var mikil.¹

Viðbrögð peningastefnu

Farsóttin leikur eðli máls samkvæmt þær greinar grátt sem krefjast nálægðar starfsfólks og viðskiptavina. Þetta á við um ýmis konar þjónustu. Aðrar greinar sem leyfa starfsfólki að sinna störfum sínum í fjarvinnu eða fela ekki í sér sömu nánd við viðskiptavinum geta haldið starfsemi áfram (byggingastarfsemi, framleiðsla, þjónusta iðnaðarmanna og innflutningsverslun, svo nokkur dæmi séu nefnd). Þannig má skipta hagkerfinu í tvennt þar sem annar hluti þess verður fyrir áfalli en hinn síður og jafnvel verður vart aukinnar eftirspurnar í ýmsum fyrirtækjum.

Markmið beitingar stýritækja peningastefnu við þessar aðstæður er að auka eftirspurn í þeim hluta hagkerfisins sem síður verður fyrir beinum áhrifum af farsóttinni. Þessi hagstjórnarviðbrögð vega á móti neikvæðum áhrifum kreppunnar á eftirspurn sem felast annars vegar í neikvæðum áhrifum atvinnuleysis á innlenda eftirspurn og hins vegar aukningu innlends sparnaðar sem orsakast af óvissu um framtíðina. Á móti vegur að eftirspurn flyst inn í landið, eins og áður var lýst, þegar Íslendingar geta ekki lengur farið í innkaupaferðir til útlanda og auka viðskipti sín við innlenda aðila.

Mikil aukning ríkisútgjalda á síðasta og nýbyrjuðu ári og sjálfvirkir sveiflujafnarar ríkisfjármála (atvinnuleysisbætur og minni skattstofnar) hafa einnig þau áhrif að viðhalda eftirspurn eftir vörum og þjónustu innan lands.

Viðbrögð peningastefnu má taka saman á eftirfarandi hátt:

- Vextir voru lækkaðir um 100 punkta í marsmánuði í tveimur skrefum, aftur um aðra 75 punkta í maí og að lokum um 25 punkta til viðbótar í nóvember. Meginvextir Seðlabankans lækkuðu þannig úr 2,75% í febrúar í 0,75% í nóvember.
- Í mars var einnig ákveðið að minnka framboð á eins mánaðar bundnum innlánnum í Seðlabankanum sem fól í sér umtalsverða minnkun á peningalegu aðhaldi. Viðskiptabankarnir höfðu geymt mikið af lausu fé á þessum reikningum á vöxtum sem voru hærri en meginvextir bankans.
- Peningastefnunefnd lækkaði bindiskyldu í mars og rýmkaði lausafjárstöðu innlánsstofna sem eykur getu þeirra til útlánaaukningar.

¹ Vegna farsóttar innan lands á haustmánuðum varð þó einnig minni eftirspurn eftir ýmis konar innlendri þjónustu. Þetta á, svo dæmi sé tekið, við stétt leikara og listamanna.

- Í lok mars ákvað peningastefnunefnd að Seðlabankinn myndi hefja kaup á ríkisskuldabréfum á eftirmarkaði.

Lækkun meginvaxta Seðlabankans hefur komið fram í lækkun vaxta til fyrirtækja og heimila. Áhrif á hagkerfið eru margvísleg. Endurfjármögnun fasteignalána heimila hefur aukið ráðstöfunartekjur þeirra og stuðlað að aukinni eftirspurn. Lægri vextir hafa örvað fasteignamarkaðinn sem hefur bæði jákvæð áhrif á einkaneyslu (auðsáhrif) og einnig á byggingaframkvæmdir. Minna framboð á bundnum innlánnum í Seðlabankanum hefur þau áhrif að hvetja banka til að auka útlán og lækkun bindisskyldu eykur getu þeirra til útlána. Kaupum Seðlabankans á ríkisskuldabréfum er ætlað að hafa áhrif á verðmyndun á löngum skuldabréfum til þess að tryggja að lausara aðhald peningastefnunnar miðlist með eðlilegum hætti til heimila og fyrirtækja.

Á gjaldeyrismarkaði hefur Seðlabankinn minnkað flökt á gengi krónunnar og frá 14. september selt gjaldeyri hvern viðskiptadag sem hefur bætt verðmyndun á gjaldeyrismarkaði. Dagleg sala hefur einnig haft þau áhrif að styrkja gengi krónunnar sem hefur verið að mati peningastefnunefndar undir jafnvægisgengi. Með sölu á gjaldeyri lækkar gengi minna en ella og minni líkur eru á að gengislækkun valdi hærri verðbólguþæringu en slíkt hefði mögulega kallað á hærra vaxtastig. Þetta er dæmi um beitingu fleiri stjórnækja við framkvæmd peningastefnunnar eins og lýst var í ritinu *Peningastefna eftir höft* sem kom út árið 2010.²

Verðbólguþróun

Aukinn slaki í hagkerfinu hefur stuðlað að minni verðbólgu en gengislækkun krónunnar á fyrri hluta ársins fram í nóvember hefur hækkað verð á innfluttum vörum og valdið því að verðbólga var 3,6% í desember sl. og 4% ef húsnæðislið verðvísitölunnar er sleppt en hafði verið 2,5% á öðrum ársfjórðungi. Verðbólguvæntingar hafa hins vegar ekki hækkað og eru væntingar fyrirtækja og markaðsaðila óbreyttar frá því um mitt ár þrátt fyrir gengislækkun krónunnar og hærri verðbólguþæringu. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði er nálægt verðbólguþæringu Seðlabankans.

Þróun verðbólgu og verðbólguvæntinga bendir til þess að fyrirtæki og markaðsaðilar hafi aukna tiltrú á peningastefnu Seðlabankans.

Horfur á næstu mánuðum

Framtíðarhorfur eru afar óvissar um þessar mundir. Þær fara mikið eftir því hversu vel tekst að ná tókum á farsóttinni innan lands og utan. Eftirspurn gæti farið hægt vaxandi þegar líður á árið en einnig vaxið mjög hratt ef vel gengur að bólasetja þjóðina. Töluverður uppsafnaður sparnaður hefur orðið til á undanförunum mánuðum sem gæti fjármagnað mikla aukningu einkaneyslu að farsótt lokinni.

² Sérít Seðlabanki Íslands Nr. 4, Peningastefna eftir höft (www.sedlabanki.is/library/skaarsafn/serrit/peningastefnan_eftir_hoft.pdf).

Peningastefna í kjölfar farsóttar mun, sem endranær, leitast við að viðhalda stöðugleika verðlags sem gæti kallað á hækkun vaxta og hækkun bindiskyldu.

Lokaorð

Endurskoðun peningastefnunnar í kjölfar áfallsins 2008 gerði möguleg þau viðbrögð peningastefnunnar við COVID kreppunni sem hér hefur verið lýst.

Síðustu tíu árin hefur skuldsetningu óvarinnar aðila, heimila og fyrirtækja, í erlendum gjaldmiðlum verið takmörk sett, sérstök bindiskylda á kaup erlendra aðila á skráðum skuldabréfum hefur að mestu komið í veg fyrir innflæði kviks fjármagns og Seðlabankinn hefur safnað myndarlegum gjaldeyrisforða. Fleiri stjórnækjum en vöxtum hefur verið beitt við framkvæmd peningastefnunnar og ber þar hæst inngríp á gjaldeyrismarkaði og sérstök bindiskylda á kaup erlendra ríkisborgara á skráðum skuldabréfum. Grundvöllurinn að þessari nýju peningastefnu var lagður fyrir um tíu árum síðan og er grunnþáttum hennar lýst í sérri Seðlabankans *Peningastefna eftir höft*.

Mikilvægt er á komandi árum að ekki verði horfið af braut þessarar aðferðafræði við mótun og framkvæmd peningastefnu sem sannað hefur gildi sitt á þessum erfiðleikatímum. Lærdómar af fjármálakreppunni 2008 mega ekki gleymast.