



Peningastefna á krossgötum

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Peningamálafundur Viðskiptaráðs, Hilton Reykjavík Nordica, 5. nóvember 2015.

Fundarstjóri, ágætu fundargestir,

Það er áratugalöng hefð fyrir því að Viðskiptaráð standi fyrir fundi sem þessum um ástand og horfur í efnahagsmálum og stefnuna í peningamálum í framhaldi af því að Seðlabankinn birtir haustspá sína og á seinni árum vaxtaákvörðun peningastefnufundar.

Ræðu mína hér í dag kalla ég *Peningastefna á krossgötum*. Þær krossgötur felast í fyrsta lagi í því að slakinn í þjóðarbúskapnum hefur snúist í spennu. Viðfangsefni peningastefnunnar er því ekki lengur það að örva hagvöxt í eins ríkum mæli og verðbólguþröskulmið leyfir heldur að tryggja að spennan valdi ekki ofhitnun sem teflir efnahagslegum stöðugleika í tvísýnu. Í öðru lagi felast þær í því að á síðustu mánuðum hefur ástand á vinnumarkaði farið úr böndum í meira mæli en reikna mátti með út frá stöðu þjóðarbúsins. Í þriðja lagi felast þær í því að samspil innlends verðbólguþrýstings og alþjóðlegrar tilhneigingar til verðhjöðnunar gera horfur um verðbólgu óvenju óvissar. Í fjórða lagi felast þær í því að greiðslujafnaðarvandinn sem Ísland hefur átt við að stríða eftir fjármálakreppuna er að leysast hratt þessa dagana og það hillir undir almenna losun fjármagnshafta. Það hefur það í för með sér að miðlunarferli peningastefnunnar raskast sakir þess að Ísland verður fyrir sterkari smítáhrifum frá lágum vöxtum á alþjóðavísu á sama tíma og lausafjárstaða bankanna og fjármálaleg skilyrði fara á hreyfingu.

Sumir myndu ef til vill segja að þetta séu fremur áskoranir en krossgötur. En ég tel þó krossgötur betri samlíkingu að því leyti að í öllum þessum tilfellum er þjóðarbúskapurinn að færast úr einu ástandi í annað. Það felur vissulega í sér áskoranir fyrir peningastefnuna og reyndar alla hagstjórn. En þær margfaldast við það að þjóðarbúskapurinn er að fara í allar þessar krossgötur á svipuðum tíma og áskoranirnar spila oft saman með hætti sem gerir mótun og framkvæmd peningastefnunnar enn vandasamari en venjulega. Það verður skýrara eftir að ég hef lýst nánar einstökum krossgötum.

Fyrst er það spennan sem er að myndast í þjóðarbúskapnum. Samkvæmt spá bankans sem birt var í gær verður hagvöxtur á þessu og næsta ári

yfir vexti framleiðslugetu, eða 4,6% og 3,2% hvort árið. Hinn mikli slaki sem myndaðist í efnahagssamdrættinum sem lauk um mitt ár 2010 eyddist smám saman upp á árunum 2011-2013. Mæld framleiðniaukning hefur verið lítil sem engin og hagvöxturinn því vinnuafslfrekur. Atvinnuleysi hefur því minnkað hratt og spenna myndast á vinnumarkaði. Samkvæmt spánni sem birt var í gær er reiknað með að framleiðsluspenna nái hámarki í 1½% af landsframleiðslu á næsta ári. Vöxtur þjóðarútgjalda verður hins vegar töluvert meiri en vöxtur landsframleiðslunnar á spátímabilinu til 2018. Viðskiptakjör batna verulega í ár sem stuðlar að meiri viðskiptaafgangi en ella en batinn gengur að hluta til baka á árunum 2017 og 2018. Myndarlegur viðskiptaafgangur síðustu ára minnkar því verulega á tímabilinu og verður nær horfinn á árinu 2018.

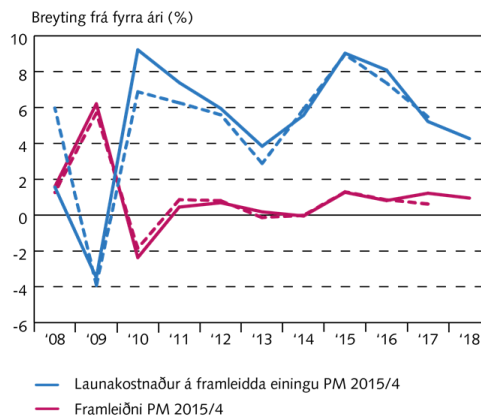
Ör vöxtur innlendirar eftirspurnar við aðstæður þar sem framleiðslugeta er þegar fullnýtt hefur oft reynst okkur Íslendingum skeinuhættur. Að öðru óbreyttu kallar slík þróun á aðhaldssamari stefnu bæði í peningamálum og ríkisfjármálum. Upphafspunkturinn er að vísu óvenju góður að þessu sinni eins og birtist í verulegum viðskiptaafgangi, afgangi og skuldalækkun hjá hinu opinbera og verðbólgu sem er enn undir markmiði. Það verður hins vegar reiptog mikilla launahækkana og alþjóðlegra verðhjöðnunartilhneiginga sem ákvarðar það í hvaða mæli og hversu hratt þessi staða spillist á komandi misserum.

Í ræðu minni á ársfundi Seðlabanka Íslands lýsti ég töluverðum áhyggjum af ástandi á vinnumarkaði og þeim afleiðingum sem óróinn þar kynni að hafa fyrir efnahagslegan stöðugleika. Í ræðunni benti ég á að launaprýstingur sem teflir verðbólgu markmiði í tvísýnu sé að jafnaði talinn vitnisburður um spennu í þjóðarbúskapnum og umframeftirspurn á vinnumarkaði sem þurfi að bregðast við með aðhaldssamari peningastefnu, en það rímaði ekki vel við að slakinn var rétt að hverfa og umtalsverður afgangur var á viðskiptajöfnuði. Ég benti á aðra hugsanlega skýringu sem fólst í því að sátt um launahlutföll hafi rofnað á sama tíma og opnun vinnumarkaðarins gagnvart útlöndum hafi sett þrýsting á þessi hlutföll, í sumum tilfellum í gagnstæða átt við það sem krafa hafði verið um frá samtökum launafólks. Þetta styðst m.a. við fræðikenningar sem sýna að meiri sátt um tekjudreifingu stuðlar að öðru jöfnu að því að lægra stig atvinnuleysis samræmist lítilli og stöðugri verðbólgu.

Fleiri skýringar ber þó að hafa í huga við túlkun á því sem hefur verið að gerast á vinnumarkaði. Ein hugsanleg skýring er sú að betri viðskiptakjör að undanförunni hafi búið til meira svigrúm til launahækkana án verðbólguþrýstings. Það er rétt að því marki sem batinn er ekki skammvinnur. En jafnvel þó svo hann sé skammvinnur þá frestar hann því að verðbólga fari yfir markmið þó svo launahækkarnir

séu langt umfram það sem samrýmist því til lengdar. Önnur hugsanleg skýring er sú að jafnvægisraungengi sé að hækka um þessar mundir vegna bata viðskiptakjara og lækkunar erlendra skulda, m.a. í tengslum við uppgjör slitabúa og losun og bindingu aflandskróna. Í þeim mæli sem það kemur ekki fram í hækkun nafngengis skapast tímabundinn þrýstingur á laun og verðlag.

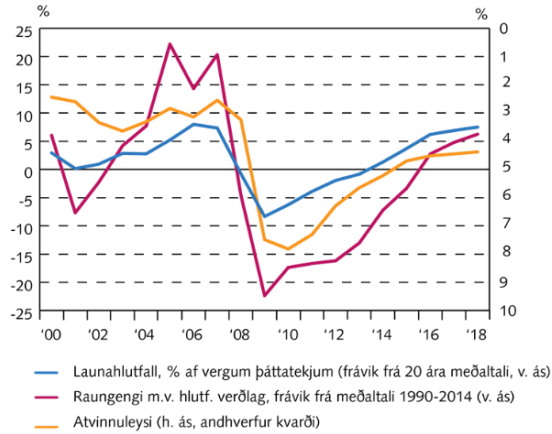
Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2008-2018¹



1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mér sýnist margt benda til þess að allar skýringarnar eigi við í einhverjum mæli. En afleiðingarnar fyrir efnahagslegan stöðugleika ráðast m.a. af því hvert vægi hver og ein af þessum skýringum hefur en einnig af viðbrögðum peningastefnunnar og annarrar hagstjórnar. Það er hins vegar ljóst að eitthvað verður undan að láta. Eins og sést á ofangreindri mynd erum við að ganga í gegnum margra ára tímabil þar sem launakostnaður á framleidda einingu er að vaxa langt umfram það sem til lengdar samrýmist verðbólguþolmiði. Á sama tíma er framleiðniaukning mjög lítil. Ef nýjasta spá Seðlabankans rætist verður afleiðingin sú sem sjá má á næstu mynd að raungengi og launahlutfall hækkar langt umfram sögulegt meðaltal og spennan á vinnumarkaði magnast enn.

Raugengi, launahlutfall og atvinnuleysi¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

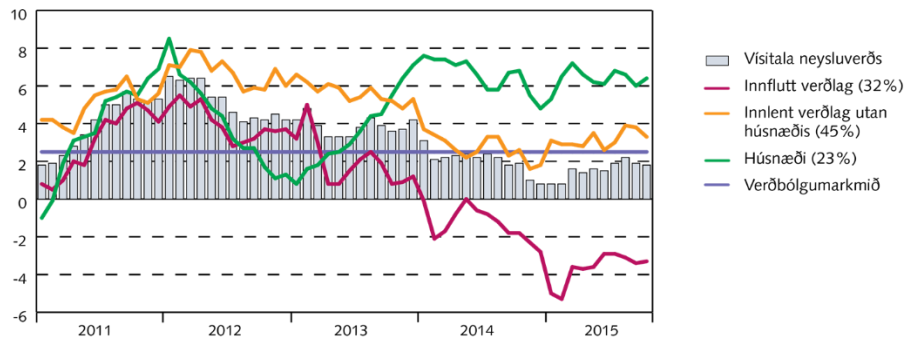
Ég held að það sé ekki líklegt að þetta verði svona. Annað hvort verður aðlögun í gegnum einhverja blöndu af meiri verðbólgu og meira atvinnuleysi eða búhnykkir koma til hjálpar, t.d. þannig að viðskiptakjarabati verður meiri og varanlegri, framleiðniaukning meiri og vaxtagreiðslur til útlanda minni vegna lækkunar skulda og herra lánshæfismats. Það verður spennandi að sjá hvernig þessu vindur fram á næstu árum. Það er hins vegar óvarlegt að hagstjórn og viðbúnaður reiði sig blint á búhnykkina.

Þá er það verðbólgan. Hún hefur aukist hægar í framhaldi af miklum launahækkunum í kjarasamningum en kannski mátti búast við í ljósi fyrri sögulegrar reynslu og hún er reyndar enn vel undir verðbólguþröskulmiði. Þar kann að eiga hlut að máli það viðbótarsvigrúm sem góð upphafsstaða margra fyrirtækja og viðskiptakjarabatinn skapar. En sú skýring sem er augljósust er að lækkun vöruverðs í alþjóðaviðskiptum og lítil sem engin verðbólga í viðskiptalöndum vinni á móti innlendum verðbólguþrýstingi eins og sést á næstu mynd.

Innland og innflutt verðbólga¹

Janúar 2011 - október 2015

12 mánaða breyting (%)



1. Innflutt verðbólga er nálgðuð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innland verðbólga er nálgðuð með verði innlendrar vöru og almennrar og opinberrar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðlækkunarþrýstingur erlendis frá hefur á síðustu mánuðum verið meiri en reiknað var með síðastliðið vor og tengist það m.a. efnahagsþróun í Kína. En það er ólíklegt að olíuverð og annað hrávöruverð haldi áfram að lækka lengi enn. Spurningin er þá hvað gerist þegar lækkunin stöðvast, að ekki sé talað um að þessi verð fari að hækka á ný, eins og reyndar spár gera ráð fyrir. Þá mun mæld verðbólga að öðru óbreyttu aukast hér á landi. Spá Seðlabankans frá því í gær gerir reyndar ráð fyrir að olíuverð fari að hækka á ný undir lok þessa árs. Þá kemur hluti launahækkana að lokum fram í verðlagi. Því eykst verðbólgan samkvæmt spánni á komandi mánuðum, fer yfir markmið á næsta ári og nær hámarki í rétt rúmum 4% á fyrri hluta 2017. Verðbólgan mun ekki nálgast markmið á ný fyrr en á árinu 2018. Hafa ber í huga að þessi spá byggist á þeirri forsendu að aðhald peningastefnunnar sé hert samhliða því að framleiðsluspenna og verðbólga aukast. Ákvörðun peningastefnunnar um 0,25 prósentu hækkun vaxta Seðlabankans verður að skoða í þessu ljósi.

Þá er ég kominn að síðustu og mikilvægustu krossgötunum, þ.e. lausn greiðslujafnaðarvandans og losun fjármagnshafta. Það hefur lengi legið fyrir að það skref myndi fela í sér margvíslegar áskoranir fyrir peningastefnuna. Þar hefur einkum verið horft á tvennt.

Það fyrra er að lausafjárstaða bankanna gæti þrengst vegna losunarinnar. Seðlabankinn hefur kortlagt hugsanlegt umfang þeirra áhrifa, eins og greint var frá þegar uppgjör slitabúa á grundvelli stöðugleikaskilyrða var kynnt um daginn. Niðurstaðan er sú að breytingin verður innan viðráðanlegra marka. Það breytir því ekki að bankarnir þurfa að fara varlega á næstu mánuðum og varðveita lausafjárstöðu sína í gegnum

ferlið. Til að stuðla að því hækkaði Seðlabankinn bindiskyldu fyrir stuttu. Ætlunin er svo að sú breyting gangi til baka þegar álagið á lausafjárstöðuna verður hvað mest.

Það seinna er að hrinda þurfti í framkvæmd fyrir endanlega losun hafta á innlenda aðila annars konar peningastefnu en þeirri sem fylgt var á árunum fyrir fjármálakreppuna. Það byggist á því að reynslan hefur sýnt að það er erfitt fyrir lítil lönd að reka sjálfstæða peningastefnu ef vextir eru eina stjórnþækið, flotgengið er hreint, engar hömlur eru á óvarinni gjaldeyrissáhættu innlendra aðila og fjármálaleg samþætting við umheiminn tekur vaxtafarveg miðlunar peningastefnunnar úr sambandi.

Ég ætla að staldra litla stund við þetta síðasta enda skyndilega í brennidepli hér á landi. Ég stundaði rannsóknir á þessu viðfangsefni þegar ég vann í Alþjóðagreiðslubankanum á árunum 2004-2009.¹ Ég sökkti mér síðan aftur niður í málið síðastliðið sumar, eins og sjá má á ræðu sem ég hélt í Singapore í ágúst og finna má á heimasíðum Alþjóðagreiðslubankans og Seðlabanka Íslands, en einnig er væntanleg eftir mig ítarlegri grein í *Singapore Economic Review*. Ég vísa til þessa efnis um nánari útskýringar en ef við horfum á aðalatriðin og látum þær tilhneigingar sem felast í fjármálalegri samþættingu ganga alla leið, þá er niðurstaðan ákaflega skýr. Vaxtafarvegur miðlunar peningastefnunnar stíflast algjörlega í litlum, opnum og fjármálalega samþættum hagkerfum þar sem lengri tíma vextir ráðast af vöxtum í stóru löndunum. Miðlunin fer þá algjörlega eftir gengisfarveginum. En sú miðlun er óviss og sveiflukennnd þar sem gengið er öðrum þræði eignaverð sem sveiflast með straumum spákaupmennsku og vikur yfir lengri tíma frá jafnvægi og leiðréttist síðan oft skyndilega. Sé fjármálakerfið ekki þess betur varið getur það ferli átt mjög neikvætt samspil við fjármálastöðuleika, eins og reyndin var hér á landi í fjármálakreppunni.

Í ritunum *Peningastefnan eftir höft* og *Varúðarreglur eftir fjármagnshöft*² hefur Seðlabankinn lýst því hvað hann telji að eigi að koma í staðinn fyrir þann ramma sem var utan um þessi mál fyrir fjármálakreppuna. Miklu af því hefur verið þegar hrundið í framkvæmd en smiðshögggið er eftir. Við grípum inn í gjaldeyrismarkaðinn, þ.e. fylgjum stýrðu floti en ekki hreinu floti. Við höfum sett varúðarreglur sem draga verulega úr möguleikum bankakerfisins til að taka áhættu með efnahagsreikninga sína í erlendri mynt. Sett hefur verið á fót

¹ „Financial globalisation: key trends and implications for the transmissions mechanism of monetary policy“. BIS Papers No. 39, April 2008.

<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap39c.pdf>

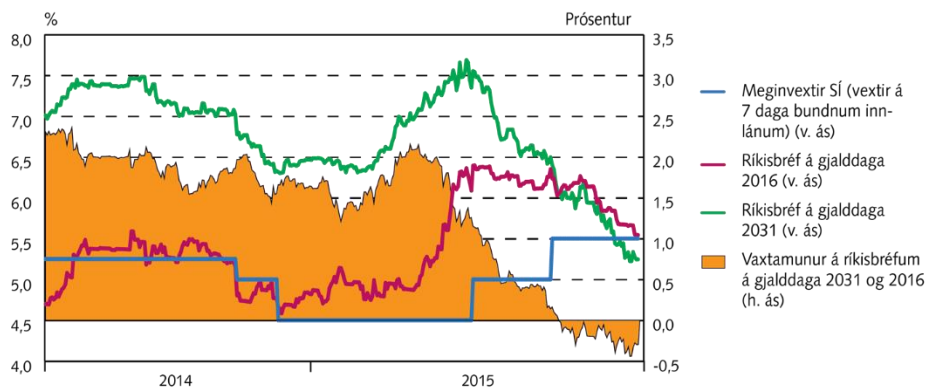
² Sérít Seðlabanka Íslands nr. 4: *Peningastefnan eftir höft*, desember 2010 og Sérít Seðlabanka Íslands nr. 6: *Varúðarreglur eftir fjármagnshöft*, ágúst 2012.

<http://sedlabanki.is/utgefid-efni/rit-og-skyrslur/rit-og-skyrslur-oll-ar/?all=1&newscat=96139a34-1b4e-11e5-93ff-005056bc2afe>

fjármálastöðugleikaráð og kerfisáhættunefnd sem vaka betur yfir áhættu í fjármálakerfinu en áður var og eru að þróa varúðarreglur og þjóðhagsvarúðartæki til að bregðast við kerfisáhættu. Þetta mun auðvelda framkvæmd peningastefnunnar. Þá er ég að vona að á næstunni verði gerðar lagabreytingar sem geri það auðveldara en áður var að hamla erlendum lánveitingum til innlendra aðila sem ekki eru með gjaldeyrstekjur og -eignir.

En smiðshöggið er eftir og það lýtur að því að þróa tæki sem hægt er að beita til að virkja vaxtafarveginn á ný þegar og ef hann stíflast vegna fjármagnsinnstreymis á grundvelli svokallaðra vaxtamunarviðskipta. Það má spyrja í ljósi seinustu þróunar hvort við séum ekki of sein? Fjármagnsinnstreymið er vissulega að eiga sér stað fyrr en margir bjuggust við. Það er ekki enn búið að hleypa þeim út sem komu síðast en samt höfum við fengið nærri 50 ma.kr. fjármagnsinnstreymi inn í óverðtryggt ríkisbréf, mest eftir að lánshæfismat ríkissjóðs hækkaði í framhaldi af því að stærstu skrefin varðandi losun hafta voru kynnt í byrjun júní sl.! Og vissulega hefur þetta skapað vissa bresti í miðlunarferli peningastefnunnar eins og sjá má á næstu mynd.

Meginvextir Seðlabankans og ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa
Daglegar tölur 21. maí 2014 - 30. október 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

En áhrifin hafa hingað til verið að mestu bundinn við ríkisskuldabréfamarkað og óverðtryggðir bankavextir hafa í stórum dráttum fylgt vöxtum Seðlabankans. Fyrstu merkin um smit yfir á aðra hluta fjármálamarkaðarinnar voru þó farin að sjást fyrir hækkun vaxta Seðlabankans í gær. Spannandi verður að sjá hvaða áhrif hún hefur.

Sjálfstæð peningastefna felst í því að geta verið með annað aðhaldsstig peningastefnunnar en umheimurinn ef á þarf að halda. Nýlegar rannsóknir og alþjóðleg umræða bendir til þess að það geti verið erfitt fyrir lítil, opin og fjármálalega samþætt hagkerfi að reka peningastefnu

sem vikur langt frá því sem er í stóru löndunum. Smiðhöggið felst því í því að þróa tæki sem myndu hafa þær afleiðingar, sé þeim beitt, að erlendir aðilar njóti ekki nema í takmörkuðum mæli góðs af hærri vöxtum en í viðskiptalöndum. Þá mun sjást á næstu mánuðum hvernig það gæti verið útfært en til greina koma skattur eða sérstakt form af bindiskyldu.

Ég hef nú farið í gegnum krossgötunna sem ég nefndi í upphafi. Hverri og einni fylgja áskoranir fyrir peningastefnuna. En það er ekki síst samspil þeirra og tímasetningar sem gera framkvæmd peningastefnunnar óvenju flókna um þessar mundir. Það væri þannig miklu auðveldara að eiga við vandamál fjármagnsinnstreymis ef innlend efnahagsþróun kallaði ekki á aukið aðhald peningastefnunnar um þessar mundir. Kínverska blessunin eða bölvunin: „megir þú lifa áhugaverða tíma“ heldur því áfram að fylgja okkur.

Takk fyrir.