Seðlabanki Íslands

Peningastefnan í kjölfar fjármálakreppunnar

Fyrirlestur í Háskóla Íslands

16. september 2014

Þórarinn G. Pétursson

Aðalhagfræðingur Seðlabanka Íslands

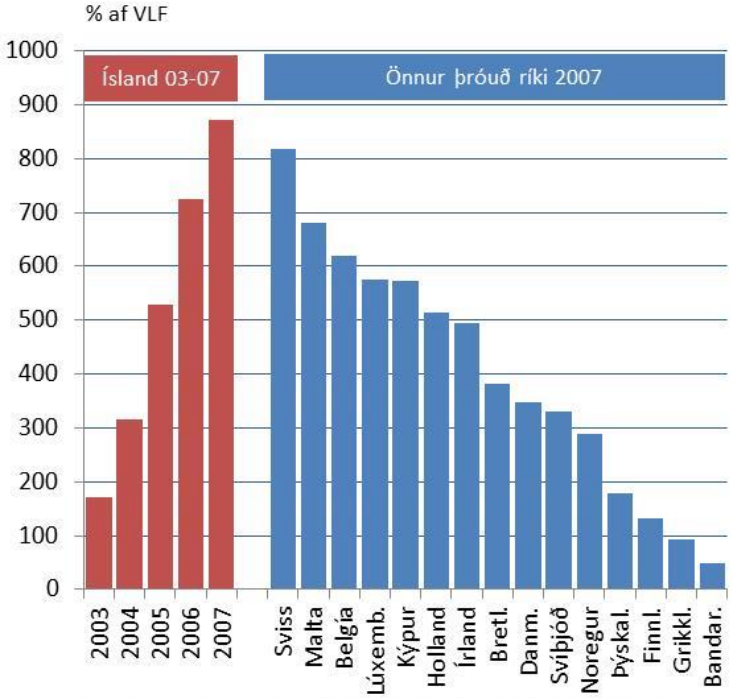
Peninga-stefnan í kjölfar fjármála-kreppunnar

Bakgrunnur: fjármálakreppan skellur á

Mikið ójafnvægi hafði byggst upp

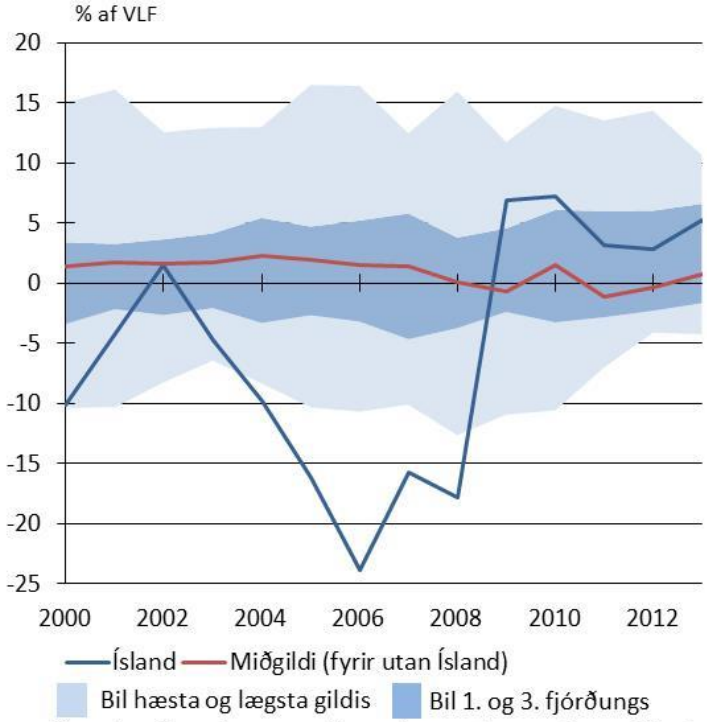
- Bankakerfi óx hratt í kjölfar einkavæðingar með auðveldum aðgangi að ódýru alþjóðlegu lánsfé ...
- ... mun meiri vöxtur en í öðrum ríkjum og langt umfram hættumörk og í aðdraganda kreppunnar var bankakerfið hér orðið það stærsta meðal þróaðra ríkja
- Hið sama á við um viðskiptahallann sem jókst gríðarlega og var kominn langt umfram hættumörk ...
- ... þegar lokaðist skyndilega fyrir fjármögnun hans sem knúði fram gengislækkun og efnahagssamdrátt

Stærð bankakerfis í ýmsum þróuðum ríkjum í aðdraganda kreppunnar[1]



1. Myndin sýnir þróunina á Íslandi yfir tímabilið 2003-2007 en stöðuna árið 2007 fyrir samanburðarríkin. *Heimildir*: Seðlabanki Íslands, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011). Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Bablavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge University Press.

Viðskiptajöfnuður í 24 þróuðum ríkjum[1]
2000 til 2013

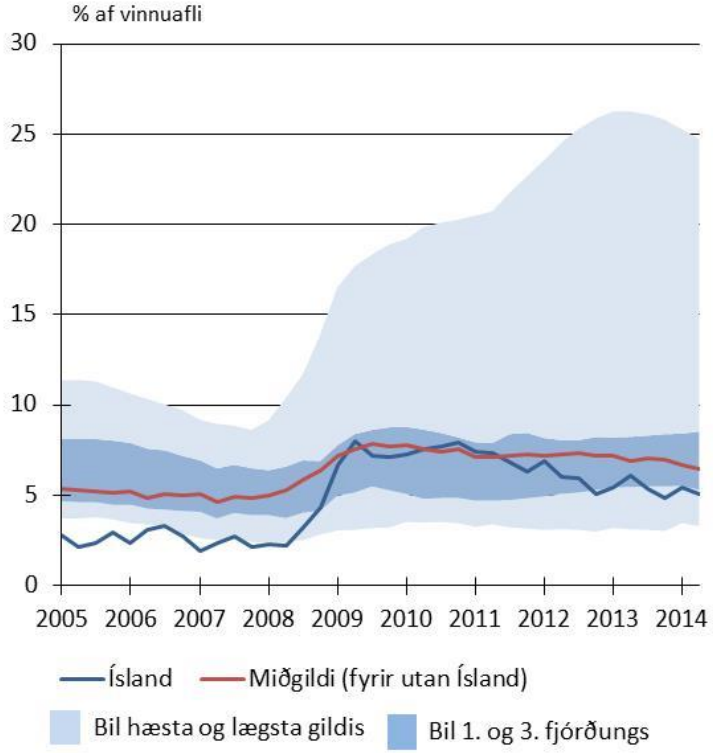


1. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slitameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum búa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á þáttatekjujöfnuð fram til ársins 20102.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Í kjölfarið kom harkalegur samdráttur

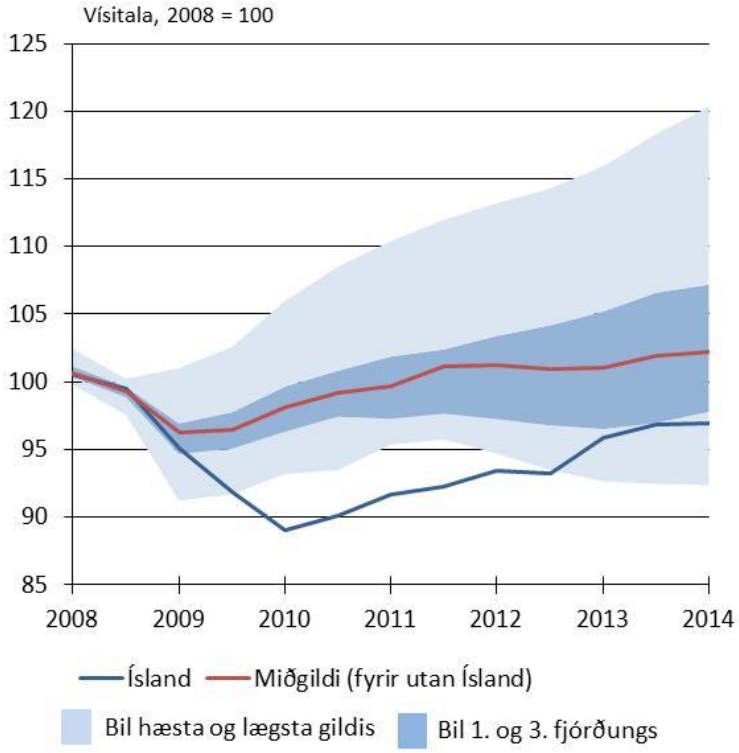
- Atvinnuleysi jókst mikið: úr um 2% um mitt ár 2008 í 8% seint árið 2010 og VLF dróst saman um ríflega 12% frá toppi fyrir kreppu í botn á fyrri hluta árs 2010
- Meiri samdráttur en í öðrum iðnríkjum: fóru saman áhrif fjármálakreppunnar og óhjákvæmilegrar leiðréttingar á miklu innlendu ójafnvægi

Atvinnuleysi í 24 þróuðum ríkjum
1. ársfj. 2005 til 2. ársfj. 2014



Heimild: OECD.

Verg landsframleiðsla í 24 þróuðum ríkjum[1]
1. árshl. 2008 til 1. árshl. 2014

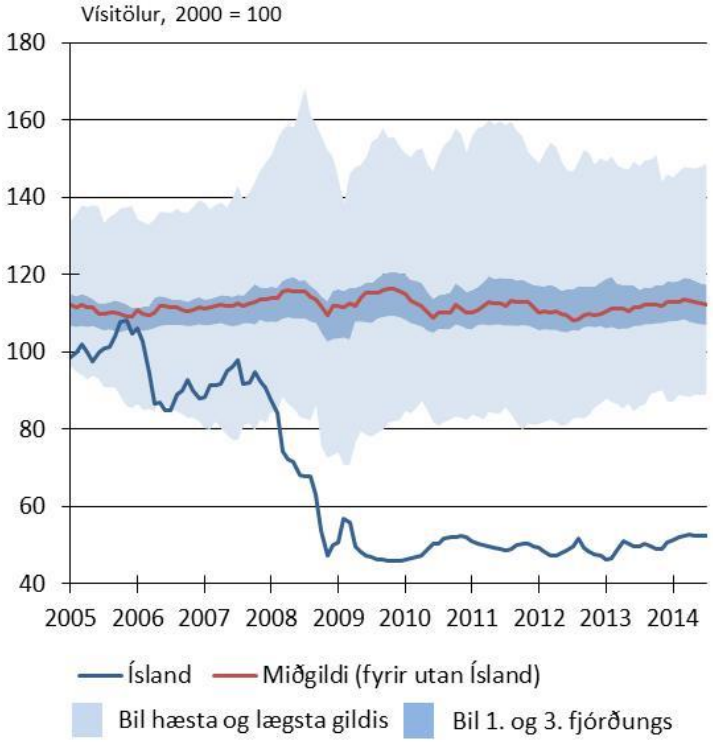


1. Fyrsti árshluti 2014 byggir á spá Seðlabankans í *Peningamálum* 2014/3 fyrir annan fjórðung ársins.
Heimildir: OECD, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Gjaldeyriskreppa og mikil verðbólga

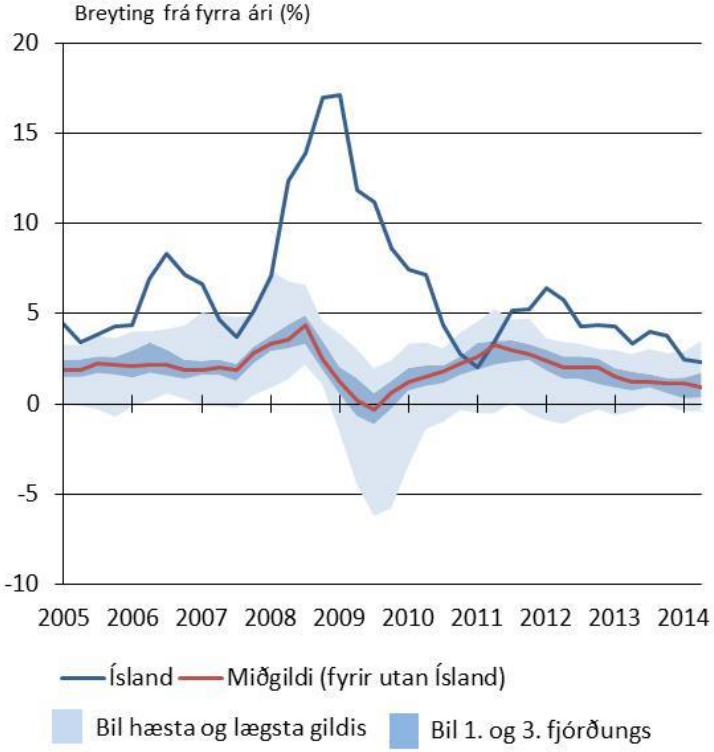
- Ólíkt öðrum iðnríkjum skall ekki aðeins á bankakreppa hér á landi heldur einnig gjaldeyriskreppa ... saman eru þær kallaðar tvíburakreppur sem almennt eru svæsnustu fjármálakreppurnar
- Gengi krónunnar lækkaði um ríflega 50% og verðbólga jókst verulega – en í öðrum iðnríkjum minnkaði hún mikið og snerist jafnvel í verðhjöðnun

Meðalgengi gjaldmiðla 24 iðnríkja[1]
Janúar 2005 til júlí 2014



1. Breið viðskiptavegin gengisvísitala.
Heimild: Alþjóðagreiðslubankinn.

Verðbólga í 24 þróuðum ríkjum
1. ársfj. 2005 til 2. ársfj. 2014



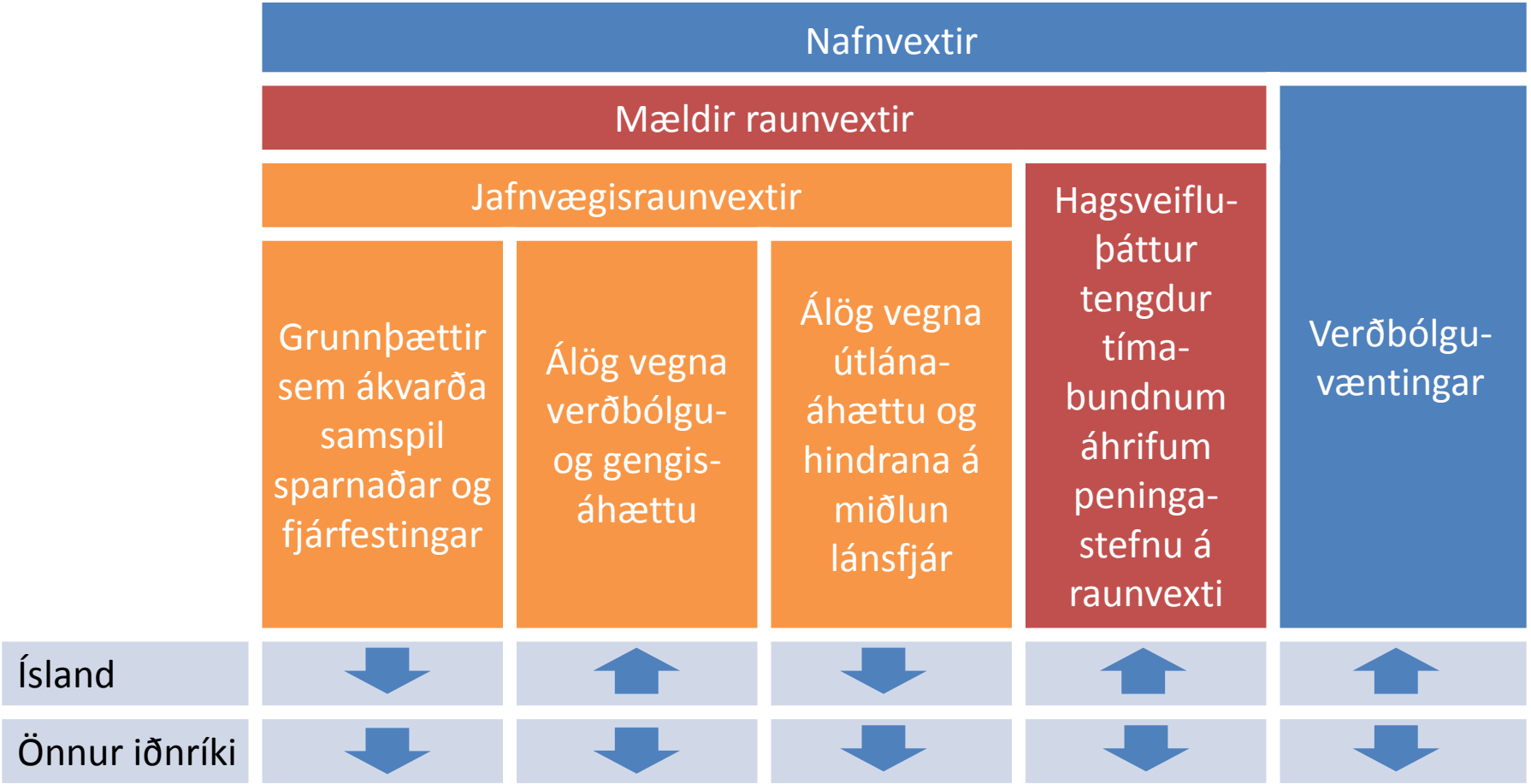
Heimildir: OECD, Hagstofa Íslands.

Peninga-stefnan í kjölfar fjármála-kreppunnar

Viðbrögð peninga-stefnunnar

Peningastefnan strax í kjölfar kreppunnar

- Samspil efnahagssamdráttar, gjaldeyriskreppu og mikillar verðbólgu gerði peningastefnunni erfitt fyrir og kallaði á önnur viðbrögð en í öðrum iðnríkjum
- Efnahagssamdrátturinn og hækkun áhættuálaga á innlent lánsfé kallaði á snarpa lækkun vaxta ...
- ... en aukning verðbólgu, verðbólguvæntinga og áhættuálaga tengdum verðbólgu og gjaldmiðli vó á móti

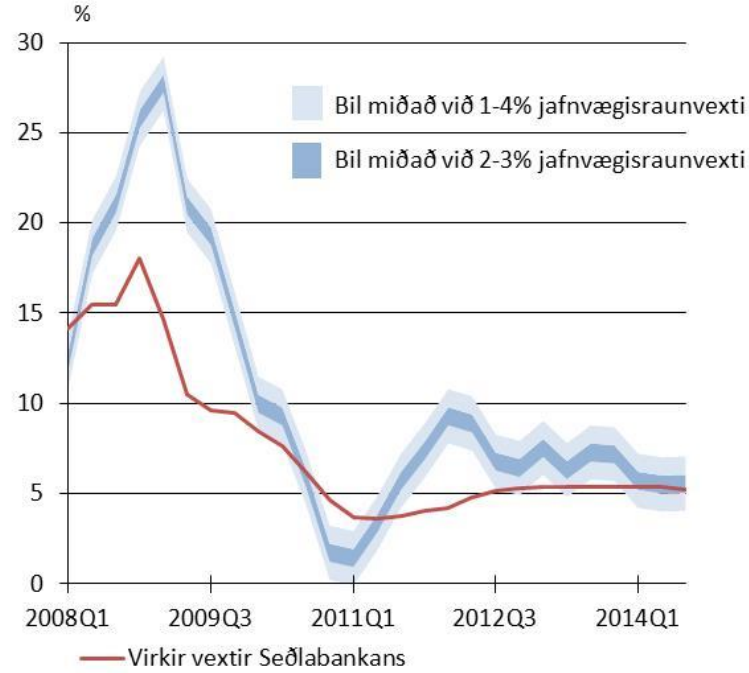


Peningastefnan strax í kjölfar kreppunnar

- Megináherslan í byrjun að stöðva gengisfallið: tryggja peningalegan stöðugleika sem stutt gæti við nauðsynlega endurskipulagningu innlendra efnahagsreikninga sem höfðu stórskaðast í kjölfar falls krónunnar
- Til að styðja við krónuna og ná niður verðbólgu þurfti að halda vöxtum hærri en í öðrum iðnríkjum ...
- ... en ekki eins háum og ella hefði þurft vegna fjármagnshaftanna sem gerðu það að verkum að vextir gátu verið lægri en þeir hefðu þurft að vera án þeirra

Virkir vextir Seðlabankans og samanburður við einfalda Taylor-reglu

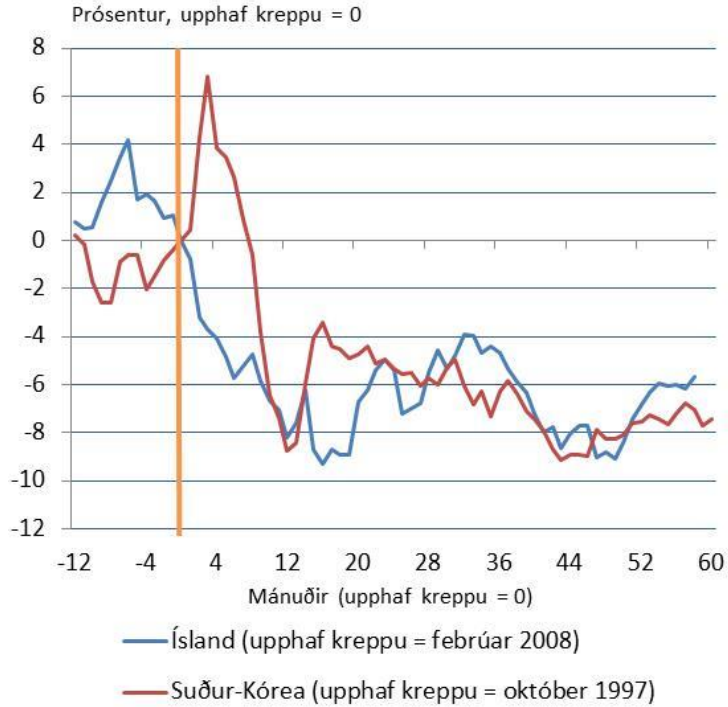
1. ársfj. 2008 til 2. ársfj. 2014



Vextir samkvæmt Taylor-reglu: $R = (RRN + \pi^T) + 1{,}5(\pi - \pi^T) + 0{,}5GAP$

þar sem R eru virkir stýrivextir Seðlabankans (ársfjórðungsleg meðaltöl), RRN eru jafnvægisraunvextir á bilinu 1-4%, π er árleg undirliggjandi verðbólga (kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa), π^T er verðbólgumarkmiðið og GAP er framleiðsluspenna. *Heimild*: Seðlabanki Íslands.

Skammtímaraunvextir á millibankamarkaði í tveimur tvíburakreppum[1]

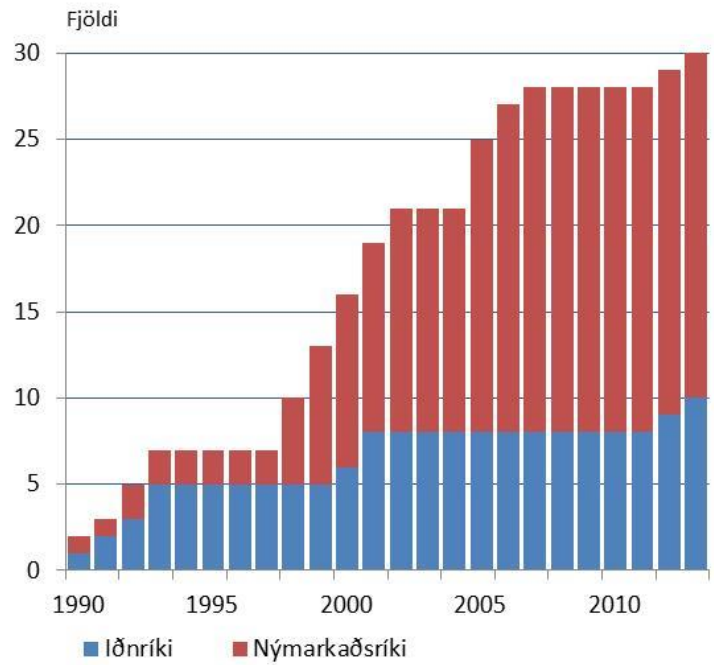


1. Miðað er við að upphaf gjaldeyriskreppunnar á Íslandi sé þegar innlendur gjaldmiðlaskiptamarkaður hrundi. Miðað er við að upphaf gjaldeyriskreppunnar í Suður-Kóreu þegar þrýstingur á gjaldmiðla þeirra jókst verulega.
Heimildir: Macrobond, OECD.

Mótun endurbættrar peningastefnu

- Eftir því sem liðið hefur frá versta áfallinu hafa endurbætur á peningastefnunni verið innleiddar
- Byggja á fyrra fyrirkomulagi, þ.e. verðbólgumarkmiðinu – sem æ fleiri ríki hafa tekið upp og nú síðast Bandaríkin 2012 og Japan 2013 ...
- ... en bætir við lærdómum af fjármálakreppunni: sem m.a. endurspegla bættan skilning á samspili eignaverðs og efnahagsreikninga annars vegar og fjármálalegs- og peningalegs stöðugleika hins vegar

Fjöldi ríkja með verðbólgumarkmið



Heimildir: Þórarinn G. Pétursson (2010), "Inflation control around the world: Why are some countries more successful than others?", *Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects* (Cobham, Eithrheim, Gerlach og Qvigstad ritstj.) Cambridge University Press, J. Hammond (2012), "State of the art of inflation targeting - 2012", Centre for Central Banking Studies, *Handbook* no. 29.

Endurbætur verðbólgumarkmiðs

Aukin notkun inngripa á gjaldeyrismarkaði

Notkun þjóðhags-varúðartækja

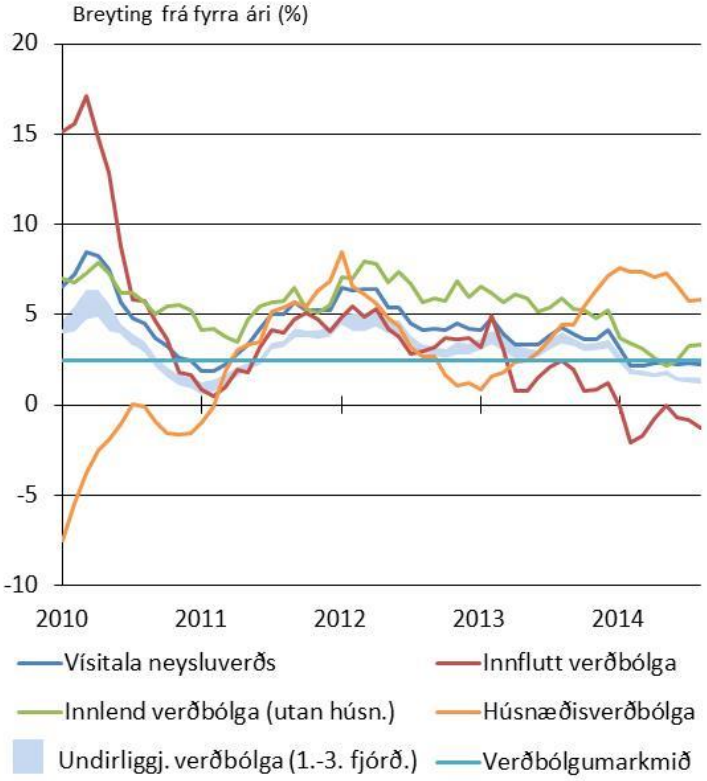
IT plús

Árangur: verðbólga minnkar og bati hafinn

- Efnahagsstefna undanfarinna ára og endurbætur á peningastefnu smám saman farin að skila árangri: með minnkandi innlendum verðbólguþrýstingi hefur verðbólga hjaðnað úr tæplega 19% í ársbyrjun 2009 í markmið frá byrjun þessa árs
- Frá því að efnahagsbatinn hófst um mitt ár 2010 hefur hagvöxtur verið einna mestur hér á landi meðal iðnríkja og var 3,3% í fyrra

Verðbólga á Íslandi

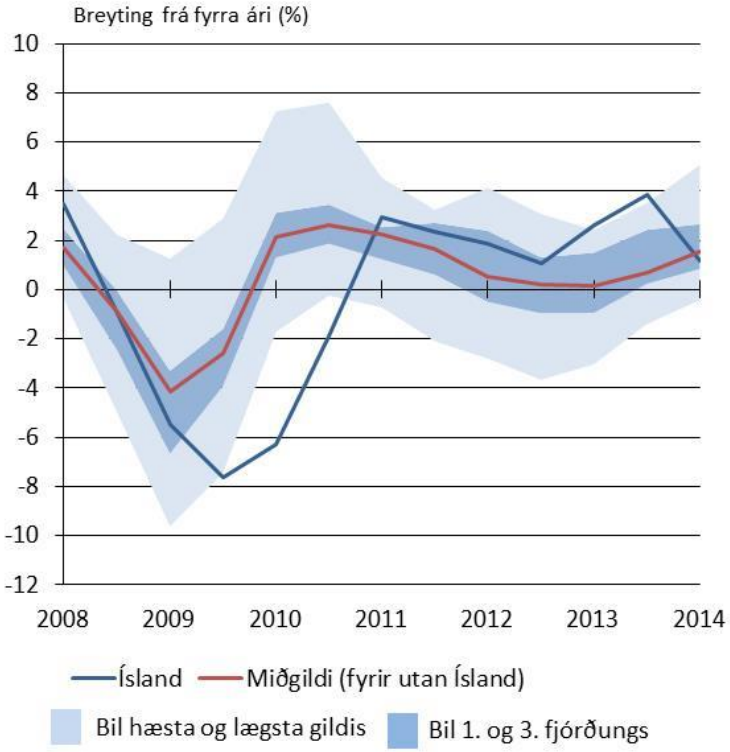
Janúar 2010 til ágúst 2014



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hagvöxtur í 24 þróuðum ríkjum

1. árshl. 2008 til 1. árshl. 2014



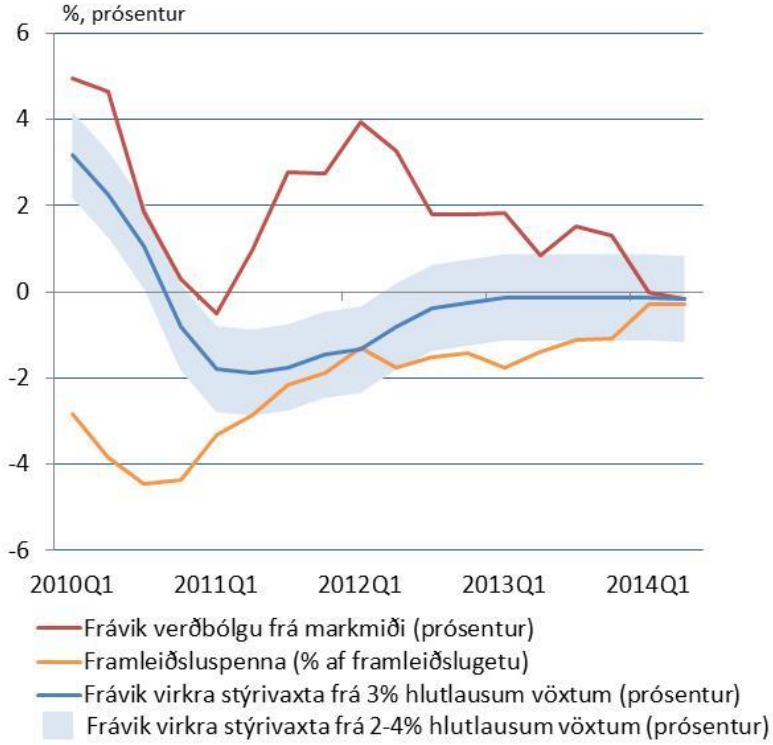
1. Fyrsti árshluti 2014 byggir á spá Seðlabankans í *Peningamálum* 2014/3 fyrir annan fjórðung ársins.

Heimildir: OECD, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Árangur: slaki að hverfa og stöðugleiki eykst

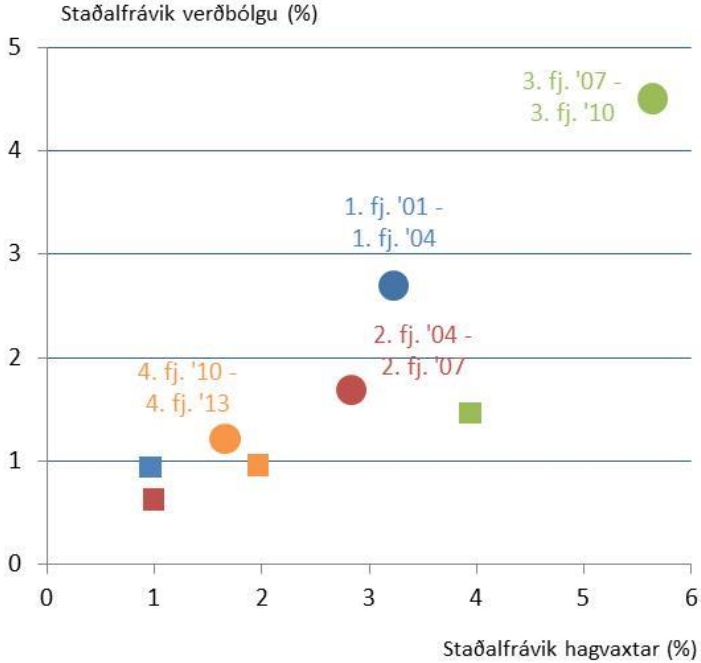
- Slakinn í peningastefnunni hefur einnig verið fjarlægður á sama tíma og slakinn í þjóðarbúskapnum hefur horfið og verðbólgu komið í markmið
- Á sama tíma hafa sveiflur í verðbólgu og hagvexti minnkað og eru nú svipað miklar og á öðrum Norðurlöndunum en hafa jafnan verið töluvert meiri en í öðrum iðnríkjum

Virkir vextir Seðlabanka Íslands, verðbólga og framleiðsluspenna[1]
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2014



1. Meðaltal vaxta á 7 daga bundnum og óbundnum innlánsreikningum og 30 daga bundnum innlánum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Samspil sveiflna í verðbólgu og hagvexti á Íslandi og öðrum Norðurlöndum[1]



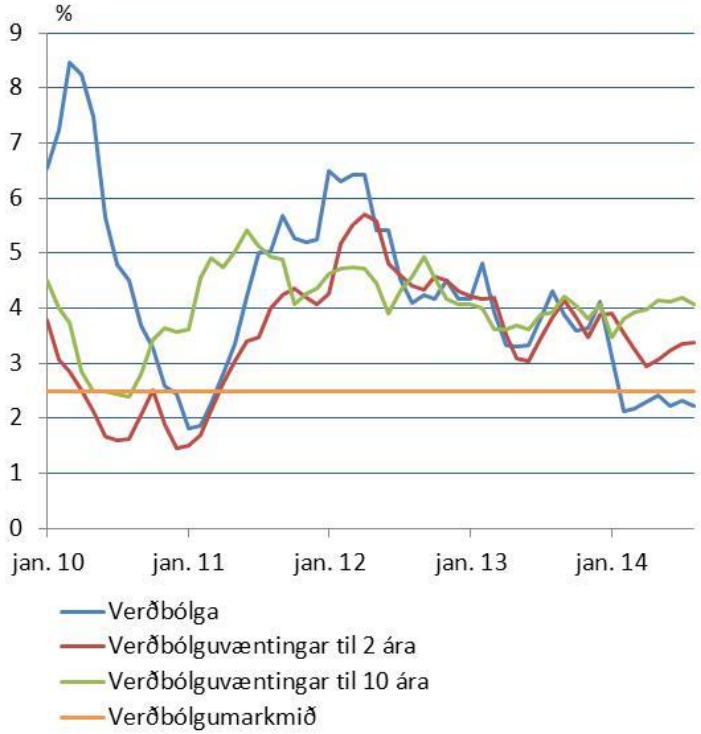
1. Hringir sýna tölur fyrir Ísland en kassar samsvarandi tölur fyrir hin Norðurlöndin.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

En enn skortir á trúverðugleika ...

- Verðbólguvæntingar hafa hins vegar verið nokkuð prálátar – þótt þær hafi lækkað frá því sem þær voru hæstar: skammtímavæntingar hafa lækkað nokkuð en langtímavæntingar þráast við í um 4%
- Traust á þjóðarbúskapnum beið einnig hnekki og áhættuálag á innlendar skuldbindingar því haldist hátt þótt það hafi lækkað frá því sem það var hæst

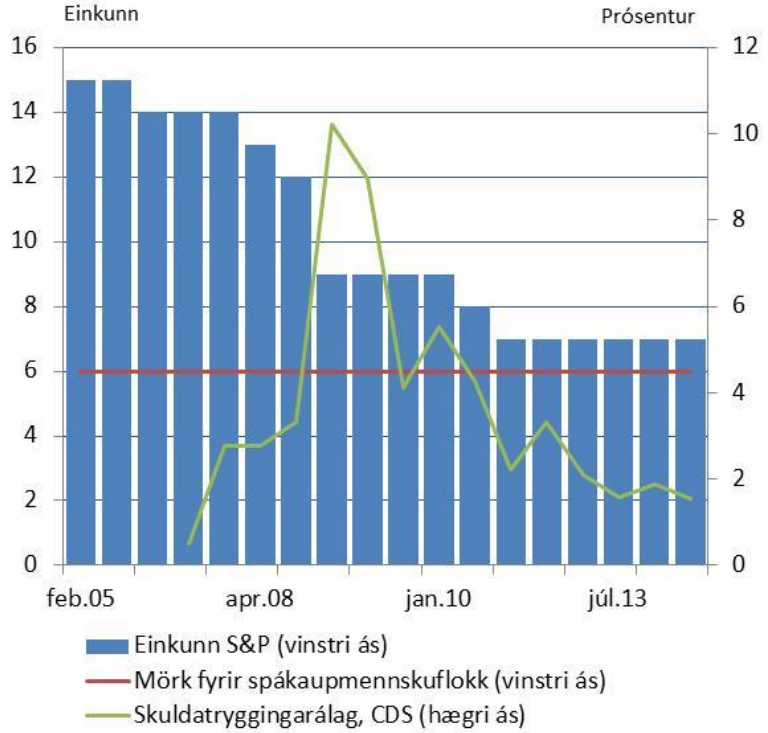
Verðbólga og verðbólguvæntingar til miðlungslangs og langs tíma[1]

Janúar 2010 - ágúst 2014



1. Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs. Verðbólguvæntingar út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa (mánaðarleg meðaltöl).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Lánshæfiseinkunn og áhættuálag ríkissjóðs

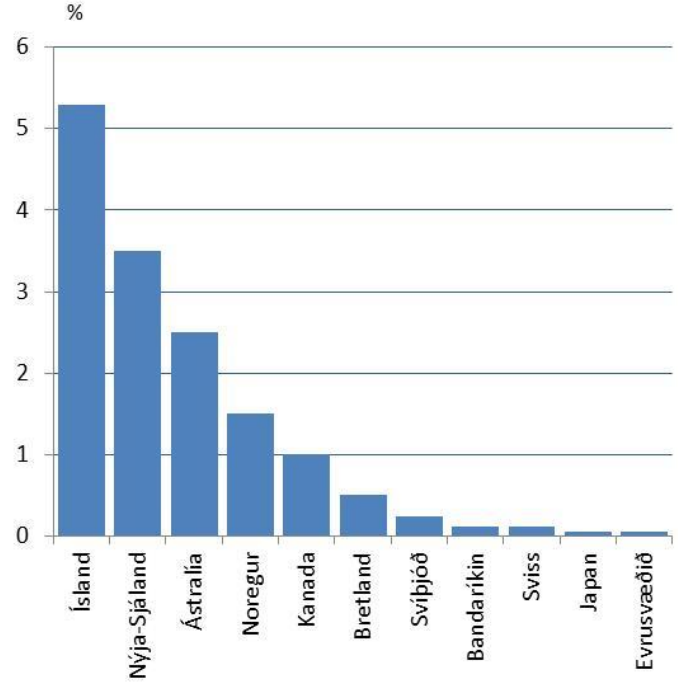


1. Einkunnum breytt úr bókstöfum í tölustafi: hæsta einkunnin AAA fær 16 og síðan lækkar einkunnin í skrefum niður í 1 fyrir B-.
Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands, Standard & Poors.

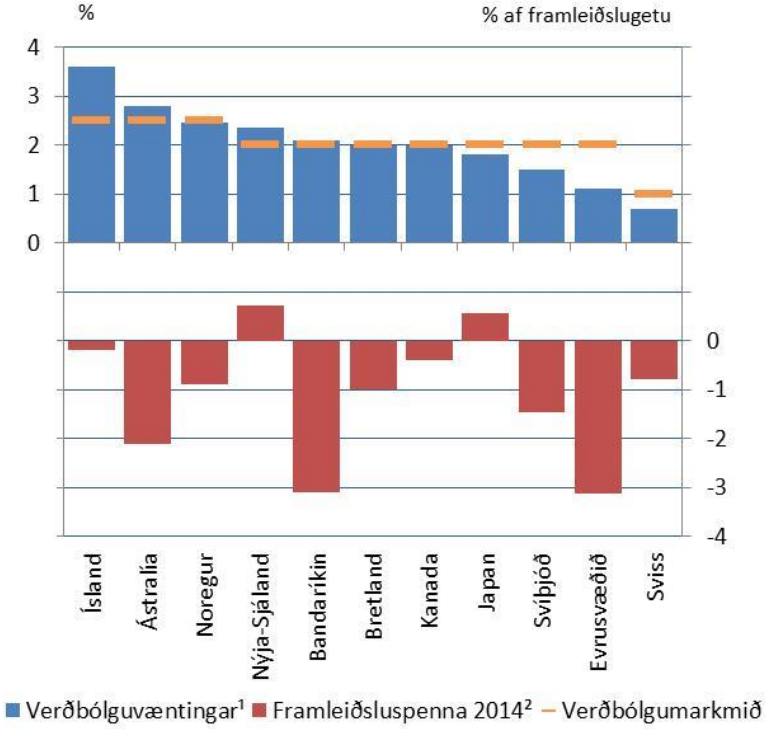
… sem skýrir hærri stýrivexti hér …

- Þótt verðbólga sé komin í markmið eru virkir nafnstýrivextir bankans enn um 5,3% og eru hærri en í öðrum iðnríkjum – af hverju?
- Á meðan við glímum við of háar verðbólguvæntingar eru þær fastar í markmiði í öðrum iðnríkjum eða eru jafnvel teknar að síga undir það (sem veldur þeim töluverðum áhyggjum)
- Hér á landi er slakinn í þjóðarbúskapnum einnig talinn töluvert minni en í mörgum þeirra

Virkir stýrivextir í nokkrum iðnríkjum



Verðbólguvæntingar og framleiðsluspenna í nokkrum iðnríkjum



1. Verðbólguvæntingar til 1-2 ára út frá könnunum meðal markaðsaðila og sérfræðinga. 2. Fyrir önnur lönd en Ísland er notast við mat OECD.

Heimildir: Consensus Forecasts, heimasíður seðlabanka, Seðlabanki

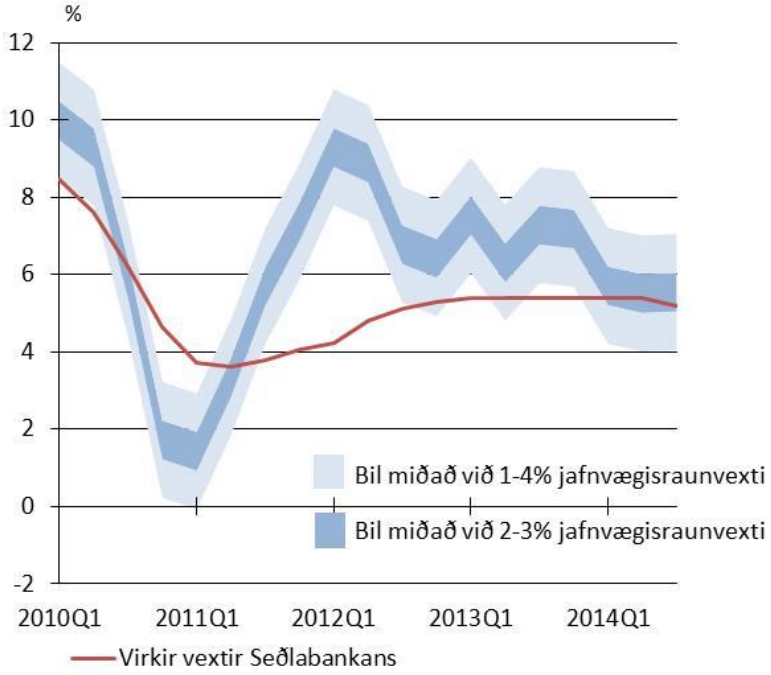
Heimildir: Heimasíður seðlabanka, Seðlabanki Íslands.

... þótt þeir virðist í takt við aðstæður

- Núverandi vaxtastig virðist því í ágætu samræmi við það sem hefðbundnar peningastefnureglur segja vera hæfilegt miðað við innlendar efnahagsaðstæður ...
- ... og virðist einnig í samræmi við það sem meirihluti markaðsaðila telur hæfilegt

Virkir vextir Seðlabankans og samanburður við einfalda Taylor-reglu

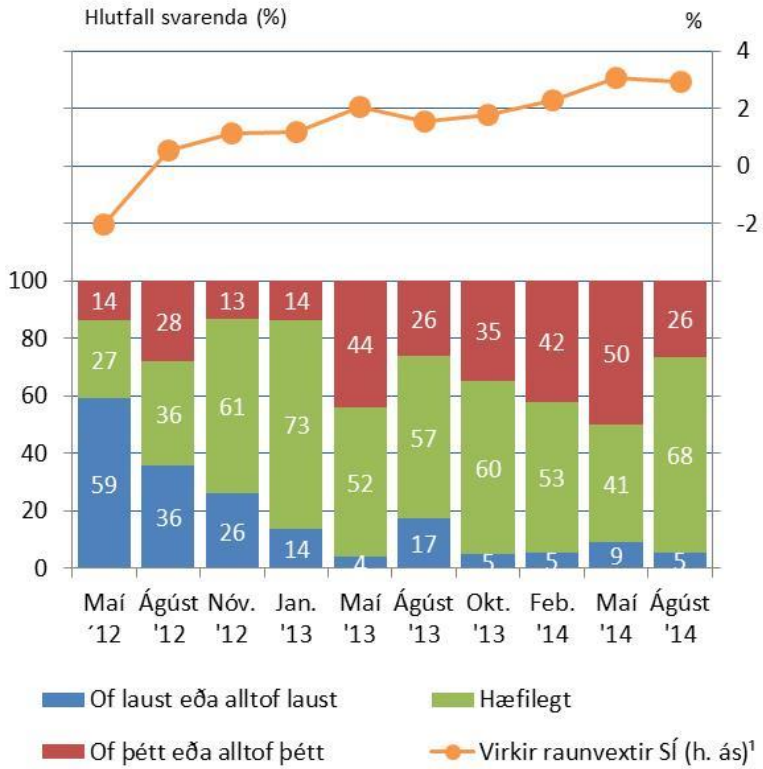
1. ársfj. 2010 til 2. ársfj. 2014



Vextir samkvæmt Taylor-reglu: $R = (RRN + \pi^T) + 1{,}5(\pi - \pi^T) + 0{,}5GAP$

þar sem R eru virkir stýrivextir Seðlabankans (ársfjórðungsleg meðaltöl), RRN eru jafnvægisraunvextir á bilinu 1-4%, π er árleg undirliggjandi verðbólga (kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa), π^T er verðbólgumarkmiðið og GAP er framleiðsluspenna. *Heimild*: Seðlabanki Íslands.

Mat markaðsaðila á núverandi taumhaldi peningastefnunnar



1. Raunvextir miðað við núverandi ársverðbólgu.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Umfjöllun um verðbólgu og peningastefnu eins og fyrir 20 árum í öðrum iðnríkjum

Marvin Goodfriend

Prófessor í hagfræði við Carnegie Mellon

"Well into the 1970s, there was widespread skepticism that monetary policy alone could control inflation … Inflation was commonly believed to be driven primarily by factors other than monetary policy: fiscal deficits, commodity price shocks, inflation psychology, aggressive labor unions, or monopolistically competitive firms."

"The Volcker disinflation taught three lessons that are among the founding practical principles of the new consensus monetary policy. First, … monetary policy alone … could reduce inflation permanently ... Second, a determined independent central bank can acquire credibility for low inflation without an institutional mandate from the government … Third, a well-timed aggressive interest rate tightening can reduce inflation expectations and preempt a resurgence of inflation without creating a recession."

How the world achieved consensus on monetary policy, *Journal of Economic Perspectives*, 2007