



4. nóvember 2011

Stefnan í peningamálum

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Morgunverðarfundur Viðskiptaráðs 4. nóvember 2011.

(Eins og búin til flutnings)

Fundarstjóri, góðir fundargestir,

Það er áralöng 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. Ég vil eins og áður þakka Viðskiptaráði fyrir þetta frumkvæði enda veitir ekki af vandaðri umræðu um peningamálin.

Í ræðu minni í fyrra ræddi ég um þann árangur sem þá hafði náðst varðandi stöðugleika, svo sem varðandi undirliggjandi viðskiptahalla, stöðugt og síðar styrkara gengi, og verðbólgu sem stefndi þá hraðbyri á verðbólgu markmið Seðlabankans. Hins vegar nefndi ég að öflugur endurbati hefði látið á sér standa. Að vísu sýndist mér að efnahagsbati væri hafinn og hefur það síðan verið staðfest. Þá var spáð að landsframleiðsla myndi aukast um rétt rúmlega 2% á árinu 2011, sem ekki taldist mikið í ljósi slakans í þjóðarbúskapnum. Ég hafði líka áhyggjur af lágu fjárfestingarstigi og horfum um veikan vöxt útflutnings, þrátt fyrir mjög lágt raungengi. Horfur um verðbólgu virtust hins vegar mun betri vegna styrkingar gengisins og slakans. Þannig var því þá spáð að hún færi undir 2% þegar liði á árið en myndi síðan hækka smám saman og verðbólgu markmiðið nást neðan frá undir lok ársins 2013. Eins og alltaf var undirstrikað að þessar horfur væru óvissar og það reyndist hverju orði sannara.

Hvar stöndum við nú ári seinna? Ég held að stóra myndin sé sú að efnahagsbatinn hafi gengið eftir og kannski rúmlega það en stöðugleikinn hefur ekki reynst eins traustur.

Hagvöxturinn í ár verður meiri en þá var spáð, eða rúmlega 3%, reyndar einkum vegna birgðabreytinga og minni samdráttar samneyslu en þá var reiknað með. Síðan er spáð um 2½% hagvexti næstu þrjú ár. Ég yrði að vísu ekki hissa ef hagvöxturinn í ár reynist meiri þegar endanlegir reikningar ársins liggja fyrir eftir einhver ár. Í nýjustu Peningamálum er umfjöllun um spáskekkjur og þar er sýnt fram á að endanlegar tölur um fjárfestingu og hagvöxt hafa tilhneigingu til að vera umtalsvert fyrir ofan fyrstu tölur.

Atvinna er einnig að aukast og atvinnuleysi hefur lækkað. Það ánægjulegt að greining Vinnuálastofnunar bendir til þess að flestir sem eru að fara af atvinnuleysisskrá um þessar mundir fari í vinnu. Hins vegar eru áhyggjur mínar frá því í fyrra varðandi lágt fjárfestingarstig og tiltölulega lítinn vöxt útflutnings ekki horfnar. Að vísu er atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju og skipa og flugvéla að taka við sér og á samkvæmt spánni að aukast um 8% í ár og atvinnuvegafjárfesting í heild hækkar sem hlutfall af landsframleiðslu á spátímabilinu og verður um 11% árið 2014. Það er hins vegar enn undir sögulegu meðaltali sem er um 12½% ef tekið er mið af síðustu 30 árum. Útflutningur vöru- og þjónustu vex hins vegar um 2½% í ár og að meðaltali undir 2% næstu tvö ár á eftir. Það eru ekki glæsilegar horfur í ljósi þess að raungengi krónunnar er um þessar mundir rúmlega 20% undir sögulegu meðaltali. Það er auðvitað mikilvægt að hafa í huga að lágt fjárfestingarstig og lítil vöxtur útflutnings eru tengd fyrirbæri. Stór hluti okkar útflutnings (t.d. fiskur og ál) er háður framboðstakmörkunum og aukinn útflutningur kallar í sumum tilfellum á umtalsverðar fjárfestingar. Það er því mikilvægt að greiða fyrir fjárfestingu í útflutningsgreinum. Þeir sem halda að peningastefnan skipti þar einhverjum sköpum eftir að raunstyrivextir urðu neikvæðir í kringum 1% eins og nú er, eru hins vegar á miklum villigötum. Hér skiptir mun meira máli áhættufælni á mörkuðum, skertur aðgangur að erlendum lánamörkuðum, óvissa um rekstrarumhverfi og laskaðir efnahagsreikningar fyrirtækja.

<Glæra 1: Efnahagsbata miðar áleiðis>

Meðfylgjandi mynd sýnir annars vegar hvernig efnahagsbatinn lítur út það sem komið er og miðað við spá Seðlabankans til loka árs 2014 og hins vegar þróun atvinnuleysis á sama tímabili. Samkvæmt þessum gögnum var landsframleiðsla á þriðja ársfjórðungi svipuð og á fjórða ársfjórðungi 2006 en mun síðan fara upp í hátopp ofþensluáranna undir lok spátímabilsins. Á sama tíma mun atvinnuleysi lækka jafnt og þétt og verða um 4½% undir lok spátímans en samkvæmt spánni verður slakinn í þjóðarbúskapnum horfinn á arinu 2014. Reyndar er mikil óvissa um hversu mikill slakinn er um þessar mundir.

Það er hins vegar verðbólgan sem er stóra breytingin frá horfunum um líkt leyti í fyrra. Í stað þess að hún færi lítillaga undir markmiðið og yrði þar um þó nokkra hríð hefur hún tekið heilmikinn kipp á yfirstandandi ári. Hún fór að vísu undir markmiðið en það varði aðeins í þrjá mánuði. Síðan fór hún á flug og náði hámarki í september í 5,7% sem samsvarar reyndar rúmlega 6% ef tillit er tekið til breytinga á meðferð útvarpsgjalds fyrr á árinu. Samkvæmt spá bankans mun verðbólgan haldast á þessu stigi fram á fyrstu mánuði næsta árs en fer síðan lækkanandi og verður reyndar þokkalega nálægt verðbólgu markmiði bankans undir lok ársins. Markmiðið næst svo að fullu undir lok árs 2013 eða um svipað leyti og spáð var í fyrra. Munurinn er bara sá að nú er það ofan frá en ekki neðan frá!

Hvað olli þessum umskiptum? Í fyrst lagi voru það verðhækkningar á olíu og annarri hrávöru á alþjóðlegum mörkuðum. Í öðru lagi veiking krónunnar á fyrri hluta ársins en hún lækkaði um 6½% frá áramótum til lágpunkts um miðjan júlí

en hefur reyndar endurheimt rúm 4% síðan. Í þriðja lagi hækkun húsnæðisverðs. Í fjórða lagi launahækkunir langt umfram framleiðniaukningu.

Framanaf árinu voru það einkum utanaðkomandi og það sem talið voru tímabundnir þættir sem ollu aukinni verðbólgu. En eftir sem á árið hefur liðið hefur þáttur innlends kostnaðarþrýstings, einkum launahækkana, aukist. Til marks um þetta má nefna að launakostnaður á framleidda einingu eykst um 5½% á þessu ári og kjarnaverðbólga 3 án skattaáhrif var nú í október 4½% en mældist rétt rúmlega 1% í upphafi ársins.

Kem ég þá að peningastefnunni það sem af er þessu ári. Á fyrsta fundi peningastefnunnar í byrjun febrúar var ákveðið að lækka vexti bankans um 25 prósentur en jafnframt að setja í hlutlausan gir varðandi vísbendingu um vaxtabreytingar framundan enda varð þetta síðasta vaxtalækkun ársins. Það sem við köllum „virka stýrivexti“ voru þá orðnir 3,6%, en þá er átt við það hvar vaxtaróf bankans hefur hámarksáhrif á skammtímavexti á markaði, en á þessu ári hefur meðaltal innlásvaxta bankans og hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum gegnt þessu hlutverki. Vöxtum var síðan haldið óbreyttum og framtíðarvísbendingu hlutlausri á fundum nefndarinnar í mars og apríl. Í júní var hins vegar gefin vísbending um að það væri að óbreyttu líklegra að vextir hækkðu í framhaldinu fremur en lækkuðu enda var þá búið að semja um miklar launahækkunir, gengið hafði veikst umtalsvert og verðbólga af innlendum toga fór vaxandi. Það átti því ekki að koma neinum á óvart þegar vextir voru hækkaðir um miðjan ágúst á sama tíma og bankinn birti spá um að verðbólga myndi sækja í sig veðrið á komandi mánuðum samfara því að spád var að efnahagsbatinn myndi halda sínu striki. Enda var það svo að glöggir greinendur spáðu hækkuninni. Í september var vöxtum haldið óbreyttum en vísbending um framtíðarvexti var áfram upp á við og margítrekað að ákvörðunin fæli ekki í sér stefnubreytingu. Ýmsir gerðu því þó skóna að svo væri og kannski ýtti undir það að aukin óvissa vegna alþjóðaástandsins undirstrikuð. Þetta er líklega ástæða þess að ákvörðun nefndarinnar um að hækka vexti nú í nóvember virtist koma meir á óvart en ætla mátti.

Áður en ég fjalla nánar um síðustu vaxtaákvörðun er nauðsynlegt að rifja upp tvennt. Það fyrra er að meðan Ísland var á efnahagsáætluninni með AGS hafði gengisstöðugleiki forgang umfram það að ákveða vexti á grundvelli innlendra verðbólguhorfa og efnahagsaðstæðna. Það er skýringin á því hvers vegna vextirnir voru svo háir sem raun bar vitni á árinu 2009 og framan af árinu 2010. Hins vegar, eins og ég hef áður útskýrt í ræðu og riti, þá var eðlilegt að vægið flyttist meir yfir á verðbólguhorfur og slaka eftir því sem hættan á frekara gengisfalli varð minni og vægi gengistengdra lána í innlendum efnahagsreikningum heimila og fyrirtækja án gjaldeyristekna minnkaði. Síðan lauk samstarfinu á grundvelli efnahagsáætlunarinnar í lok ágúst sl. og því má segja að formlega sé peningastefnan aftur á verðbólgu markmiði í samræmi við gildandi lög og samkomulag Seðlabankans og ríkisstjórnarinnar frá því í mars 2001.

Það seinna er að fyrir því liggja töluverð fræði og mikil reynsla að sæmilegri peningastefnu megi lýsa með jöfnu þar sem stýrivextir á hverjum tíma taka annars vegar mið af fráviki verðbólgu frá markmiði og hins vegar af framleiðsluspennu eða slaka í hagkerfinu en auk þess ræðst nafnvaxtastigið af jafnvægisraunvöxtum en það eru þeir raunvextir sem fara saman við það að verðbólga er við markmið og eftirspurn er í samræmi við framleiðslugetu. Þetta er hin svokallaða Taylor-regla. En takið eftir að ég segi „sæmileg“ og það er sakir þess að góð peningastefna er alltaf flóknari því hún tekur mið af spám um verðbólgu og hagvöxt, ástandi fjármálamarkaða og margvíslegum áhættuþættum. En Taylor-reglan er ágætis prófsteinn því alla jafna ættu stýrivextir ekki að vera í miklu ósamræmi við hana nema að fyrir því séu góðar og gildar ástæður.

Með þetta í huga snúum okkur nú aftur að vaxtaákvörðuninni. Peningastefnunefnd ákvað að hækka vexti um 0,25 prósentur. Sú ákvörðun byggðist auðvitað á því sem síðustu tölur höfðu leitt í ljós og spáin gaf vísbendingu um. Það er í fyrsta lagi að verðbólga er langt yfir markmiði og myndi halda áfram að aukast fram á fyrstu mánuði næsta árs en lækka síðan þegar líður á árið. Í öðru lagi að tiltækir mælikvarðar um verðbólguvæntingar benda til þess að lengri tíma væntingar séu töluvert yfir markmiðinu. Þessir mælikvarðar eru vissulega gallaðir og kannski sérstaklega um þessar mundir. Úrtakskannanir hafa tilhneigingu til að taka of mikið mið af nýliðinni verðbólgu og mælikvarðar á verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði eru skekkir um þessar mundir af margvíslegum markaðsbrestum. En þetta eru einu mælikvarðarnir sem við höfum og það væri óábyrgt að horfa hreinlega framhjá þeim. Í þriðja lagi að vísbendingar eru um að innlend eftirspurn hafi verið sterk á þriðja ársfjórðungi, þrátt fyrir alþjóðaástand, og að efnahagsbatinn sé það sterkur að viðnám gegn verðbólgu með hóflegri hækkun vaxta mun ekki setja hann út af sporinu. Í fjórða lagi höfum við svo alþjóðaástandið en það er enn sem komið er fyrst og fremst áhættuþáttur og ekki enn mikil ummerki um það í innlandri efnahagsþróun.

En við hækkuðum ekki bara vexti. Við sögðum einnig að í ljósi ástands og horfa í efnahagsmálum virtist núverandi vaxtastig um það bil við hæfi á komandi mánuðum. Það þýðir að það verður að koma eitthvað mikið nýtt til ef vextir eiga að hækka á næstu vaxtaákvörðunardögum og sömuleiðis ef þeir eiga að lækka. Ég tek eftir því að skuldabréfamarkaðurinn virðist hafa áttað sig á hvað þetta þýðir enda hafa vextir á lengri enda markaðarins ekki hækkað í framhaldi af ákvörðuninni. Hitt er svo annað mál að litið lengra fram má öllum vera ljóst að ef spár um hagvöxt á komandi árum rætast og slakinn hverfur úr hagkerfinu þá mun þurfa að draga úr þeim slaka peningastefnunnar sem birtist í neikvæðum virkum raunvöxtum um rúmlega 1%.

Hvar stöndum við þá varðandi taumhald peningastefnunnar? Er það laust eða aðhaldssamt? Myndin til vinstri á meðfylgjandi glæru sýnir raunvexti Seðlabankans á hverjum tíma miðað við virka stýrivexti og verðhækkanir síðastliðinna tólf mánaða. Þrátt undanfarnar tvær vaxtahækkanir sýnir myndin að raunvextirnir á fjórða ársfjórðungi þessa árs miðað við óbreytta vexti í

desember verða lægri en nokkru sinni síðan fjármálakreppan reið yfir nema ef undan er skilinn fyrsti ársfjórðungur 2009 þegar verðbólgan toppaði í 18% og framundan var mikil verðbólguhjöðnun.

<Glæra 2: Raunvextir Seðlabankans áfram lágir og neðan Taylor-vaxta>

En hvað þá með Taylor-regluna sem sýnd er á myndinni til hægri? Jú, þá kemur reyndar fram umtalsvert frávik um þessar mundir sem kannski er þörf á að skýra. En bíðum við, það er eitthvað að. Þeir eru vitlausu megin miðað við umræðuna! Þeir eru of lágir en ekki of háir og það jafnvel þótt jafnvægisraunvextirnir væru taldir vera núll.

<Glæra 3: Samanburður raunstýrivaxta>

Alþjóðlegur samanburður bendir heldur ekki til þess að Ísland sé út úr kortum. Á glærunni sést vinstra megin samanburður á raunstýrivöxtum í fjölda landa miðað við seinustu vaxtaákvörðanir og síðustu árlega verðbólgu. Ísland er um miðju. Hægra megin sjáum við svo nokkur iðnríki. Ísland er á svipuðu róli og Svíþjóð. Vextirnir eru hærri í löndum sem eru komin lengra í hagsveiflunni og búa við minni slaka en mun lægri þar sem slakinn er meir og trúverðugleiki peningastefnunnar er jafnframt meiri og langtíma verðbólguvæntingar eru við markmið þrátt fyrir hærri verðbólgu um þessar mundir.

<Glæra 4: Vöxtur nafnvirðis landsframleiðslu og nafnstýrivextir>

Að lokum bregð ég upp glæru sem sýnir annars vegar nafnvöxt landsframleiðslu miðað við spár fyrir yfirstandandi ár og hins vegar nafnstýrivexti eins og þeir eru nú. Sumir hafa mælt með að peningastefna eigi að miða að því að halda nafnvexti landsframleiðslu sem jöfnustum á stigi sem í jafnvægi myndi skila æskilegu verðbólgu markmiði. Ég hef hins vegar vissar efasemdir um það í framkvæmd en ætla ekki að ræða það hér. En ef að slíkri reglu væri fylgt færi það eftir verðbólgu markmiðinu og hagvaxtargetunni hvað þetta markmið ætti að vera. Ef verðbólgu markmiðið er t.d. 2½% og hagvaxtargetan á bilinu 2½-3% yrði viðmiðið á bilinu 5-6%. Við sjáum á myndinni vinstra megin að löndin skiptast í þrjá hópa. Í fyrsta lagi þau sem eru töluvert fyrir neðan þetta. Þau eru öll með fremur lága stýrivexti í samræmi við regluna. Síðan eru lönd sem eru nokkurn veginn á réttu róli og síðan 3 lönd fyrir ofan og er Ísland í þeim hópi en hin tvö eru hins vegar nýmarkaðsríki sem hafa miklu meiri hagvaxtargetu en þróuð iðnríki. Það er svo athyglisvert að Ísland er í þriðja sæti hvað varðar vöxt nafnvirðis landsframleiðslu en í fimmta sæti hvað varðar stýrivexti.

Allur þessi samanburður ber að sama brunni. Það er með engu móti hægt að halda því fram að Ísland sé úr kortum við önnur lönd vegna of mikils aðhalds í peningamálum. Þvert á móti, sumir mælikvarðarnir benda til þess gagnstæða.

Ég veit að ég svara ekki allri gagnrýni með þessu en vonast til að þeir sem á hlýða fari að velta fyrir sér hvort sumt að þeirri gagnrýni sem beint hefur verið

að peningastefnunni sé ekki á dálítið vanstilltum nótum. En sumt er málefnalegra og ætla ég að svara þrennu slíku.

Það hefur verið spurt af hverju peningastefnunefnd hafi hækkað vexti fyrst að bankinn spái því að verðbólga muni hjaðna umtalsvert þegar líður á næsta ár. Er ekki vaxtaákvörðunin óþörf? Hér er tvennu til að svara. Í fyrsta lagi er hækkun vaxta hluti af spánni og ef hún kemur ekki til er verðbólguferillinn sem spáð er ekki lengur sá líklegasti. Í öðru lagi, og því til viðbótar, þá eru þessar horfur óvissar og óvarlegt í ljósi þess hvar verðbólguvæntingar virðast vera að bregðast ekki við.

Það hefur líka verið spurt hvort það sé eitthvað miðlunarferli um þessar mundir? Hafa hærrí vextir þau áhrif að draga úr verðbólgu? Það er að vísu viss mótsögn að segja að vextirnir hafi lítil áhrif og gera um leið mikið veður út af þeim. Hvað um það, miðlunarferlið er vissulega skaddað um þessar mundir en það var það reyndar að vissu leyti líka fyrir hrún. En það er samt visst miðlunarferli til staðar. Vægi óverðtryggðra lána með breytilegum vöxtum hefur aukist. Lágir vextir á fjársparnaði hafa að undanförmu stuðlað að því að fé hefur leitað í fasteignir og einhverjir hafa flýtt kaupum á varanlegum neysluvarningi. Að lokum eru viss áhrif á gengið þrátt fyrir höft, bæði vegna ákvarðana aflandskrónueigenda um hvort þeir flytja út vexti og vegna þess að það er skilaskylda en ekki skiptaskylda.

Það hefur verið spurt af hverju við séum að hækka vexti þegar það er engin þensla og fjárfestingarstigið er í lágmarki. Vissulega er engin ofþensla og vaxtahækkunir nú hafa ekki þann tilgang að slá á hana. En vextir hafa áhrif á verðbólgu þó svo það sé ekki ofþensla í gegnum hærra gengi og minna launaskrið sem nú virðist gæta. Síðan er það mjög algengt að seðlabankar byrja að færa taumhald í hlutlausu stöðu með hækkun nafnvaxta áður en slaki er horfinn því ella þyrfti mun snarpari vaxtahækkunir á skilum slaka og spennu.

Ég ætla að stoppa hér. Ég veit að það er ýmislegt sem ég hef ekki svarað og margt í þessu flókna samspili sem ég hef ekki komið inn á. Svör mín við spurningum hér á eftir bæta kannski eitthvað úr því. Það er hins vegar mikilvægt að við ræðum þessi mál af yfirvegum og stuðlum að sem bestum skilningi á því hvernig peningastefna virkar því það mun bæta þá umræðu sem nú er í gangi um ramma peningastefnu næstu ára. Það verður hins vegar aldrei til peningastefna sem gengur upp þar sem tækjum er aldrei beitt til aukins aðhalds. Hitt er annað mál að það er eðlilegt að sitt sýnist hverjum um taumhald peningastefnunnar á hverjum tíma, enda er það þannig í efnahagsmálum að það er ekki bara framtíðin sem óvissa ríkir um heldur er einnig nútíðin og nýliðin þátíð óviss.

Takk fyrir.