

Framtíð íslenskrar peningastefnu

Skýrsla starfshóps um endurskoðun á ramma peningastefnunnar

6. júní 2018

Ásgeir Jónsson
Ásdís Kristjánsdóttir
Illugi Gunnarsson

Framtíð íslenskrar peningastefnu.

Starfshópurinn réð til sín erlenda sérfræðinga til að veita ráðgjöf:

Patrick Honohan,
fyrrv. seðlabankastjóri Írlands.

Athanasios Orphanides,
prófessor við MIT-háskóla og
fyrrv. seðlabankastjóri Kýpur.

Sebastian Edwards,
prófessor við UCLA-háskóla.

Kristin Forbes,
prófessor við MIT-háskóla.

Lars Jonung,
prófessor við Háskólann í Lundi.

Fredrik N.G. Andersson,
dósent við Háskólann í Lundi.

Starfshópurinn hefur átt fundi með:



Innlendum
hagsmunaaðilum

Seðlabönkum og
fjármálaráðuneytum í



Þingfloknum
stjórnmalaflokka

 Danmörku  Eistlandi
 Noregi  Bretlandi
 Svíþjóð



Fræðafólki



Seðlabanka
Bandaríkjanna



Seðlabanka
Íslands



Alþjóðagjaldeyris-
sjóðnum

10 lærdómar af 100 ára peningasögu landsins.

1

Að **fylgja leikreglum** skiptir meira máli en hvaða leikur er valinn.

2

Hagstjórnin þarf **pólítískan stuðning**.

3

Stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika.

4

Íslendingar þrú **stöðugt gengi** en hafa ekki úthaldið sem þarf.

5

Greiðslujöfnuður er öxull íslenskrar hagstjórnar.

6

Fjármálastöðugleiki hlýtur að vera annað markmið Seðlabankans.

7

Þjóðhagsvarúð er grundvöllur peningastefnu framtíðar.

8

Höft rýra **velferð**.

9

Árangur fæst með því **forgangsráða markmiðum**.

10

Verðbólgu markmið ætti að ganga upp á Íslandi!

Tillögum má skipta í fjögur meginþemu.

1 Endurbætur á umgjörð þjóðhagsvarúðar.

2 Endurbætt verðbólgu­markmið.

3 Markvissari beiting stjórnækja.

4 Skilvirkara ákvörðunarferli.

Tillögum má skipta í fjögur meginþemu.

1

Endurbætur á umgjörð þjóðhagsvarúðar.

2

Endurbætt verðbólguþmarkmið.

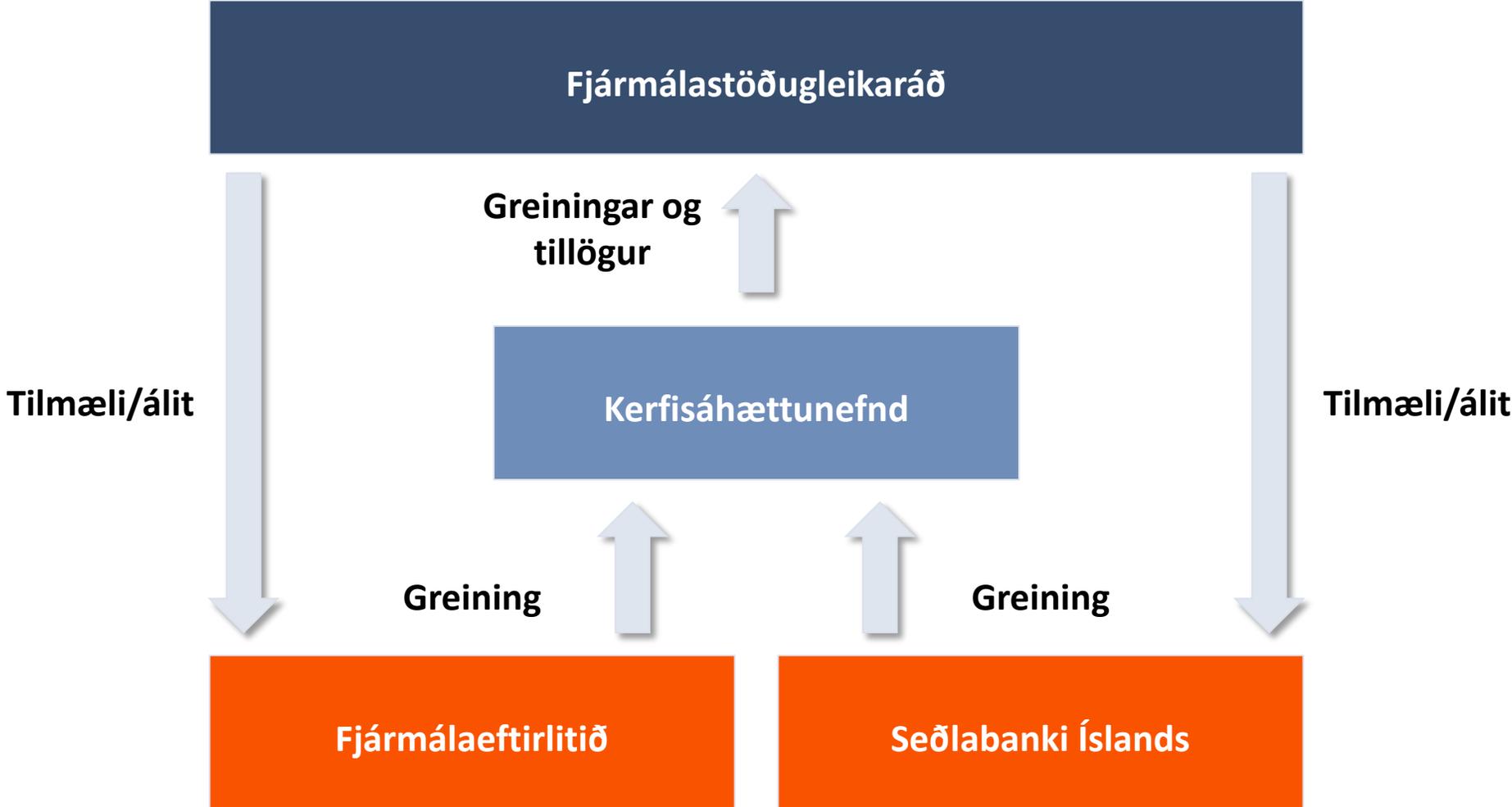
3

Markvissari beiting stjórnækja.

4

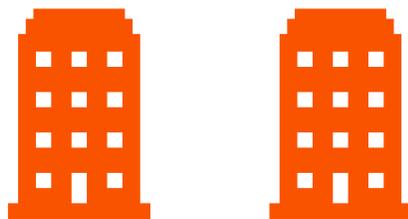
Skilvirkara ákvörðunarferli.

Vinnulag í dag við setningu þjóðhagsvarúðartækja.



Tillaga 1: Seðlabanki Íslands skal vera ábyrgðaraðili fyrir þjóðhagsvarúð og eindarvarúð. Hafi yfirumsjón með greiningu, ákvörðun og beitingu allra varúðartækja.

Fyrir breytingar



Seðlabankinn

FME

Gallar við núverandi fyrirkomulag

- Langt og óskilvirkt ferli frá greiningu til ákvörðunar.
- Óljóst um ábyrgð – ákvarðanir ýmist teknar hjá FME eða SÍ.
- Tvíverknaður í greiningu – sérfræðingum dreift á tvo staði.

Eftir breytingar



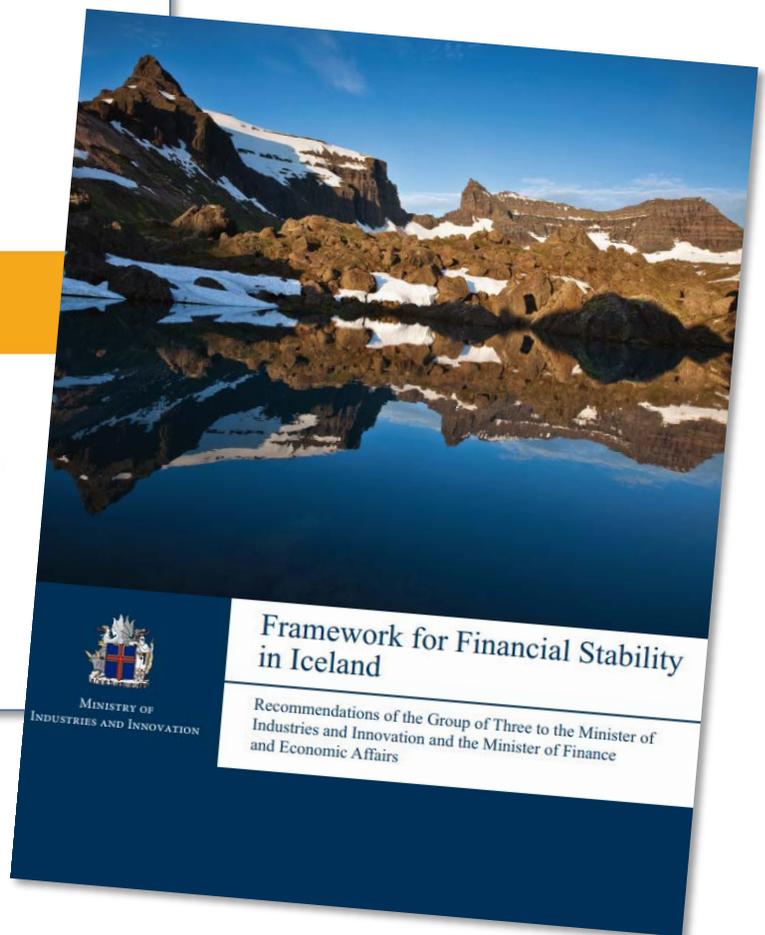
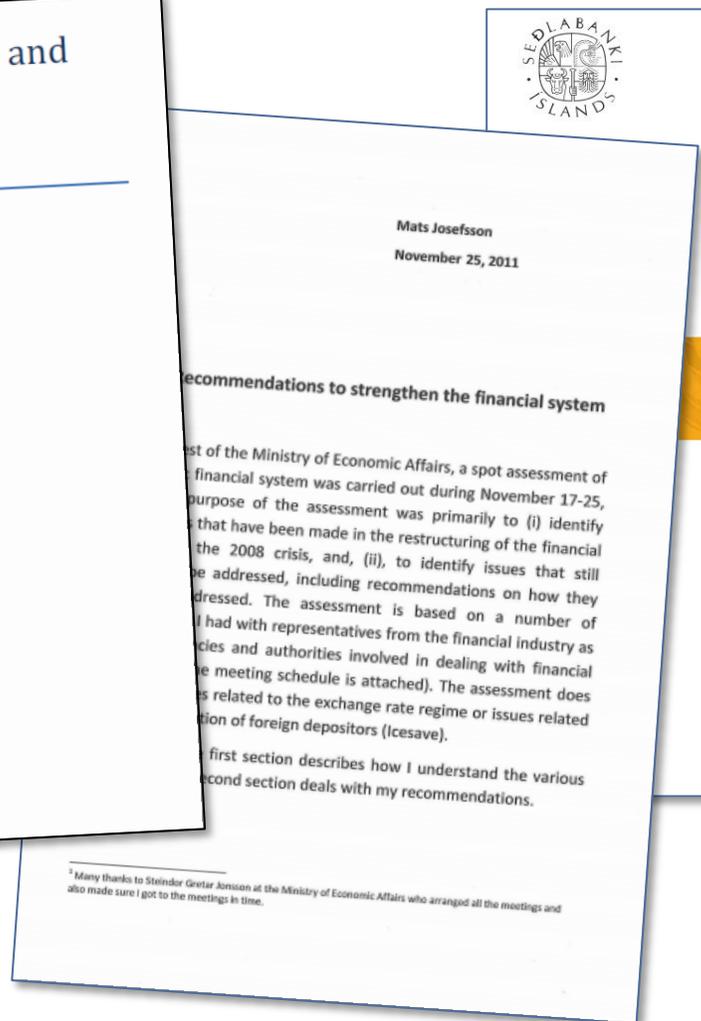
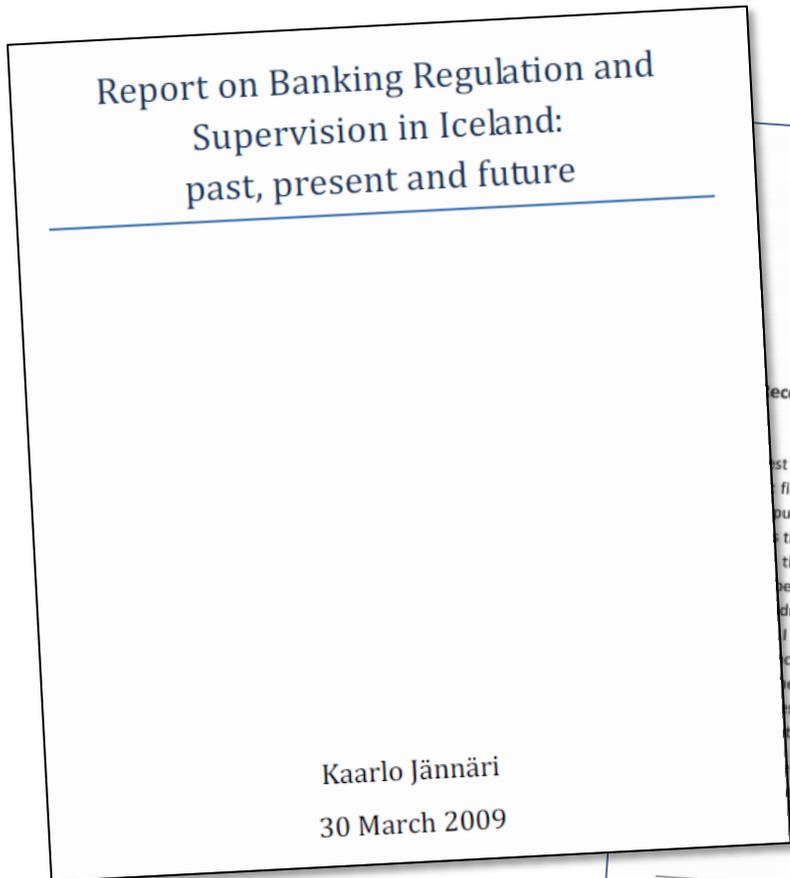
Seðlabankinn

Hverju skila breytingarnar?

- Skilvirkara ferli; markmið, greining, ákvörðun og ábyrgð á sama stað.
- Greiningarvinna öflugri og umfangsmeiri, sérfræðingar og upplýsingar á einum stað.

- Með breytingum er **aukið vægi fjármálastöðugleika í starfsemi Seðlabankans**. Greining og eftirfylgni við beitingu þjóðhagsvarúðartækja verður hjá Seðlabankanum og auknir möguleikar gefast á samhæfingu við peningastefnuna.

Tillaga 1 hefur endurómað í áliti þeirra sérfræðinga sem hafa fjallað um íslenska fjármálamarkaðinn frá árinu 2008.



Tillaga 2: Skipaðir verði tveir aðstoðarseðlabankastjórar, á sviði fjármálastöðugleika og peningamála. Báðir munu eiga sæti í bankastjórn með núverandi seðlabankastjóra.

1

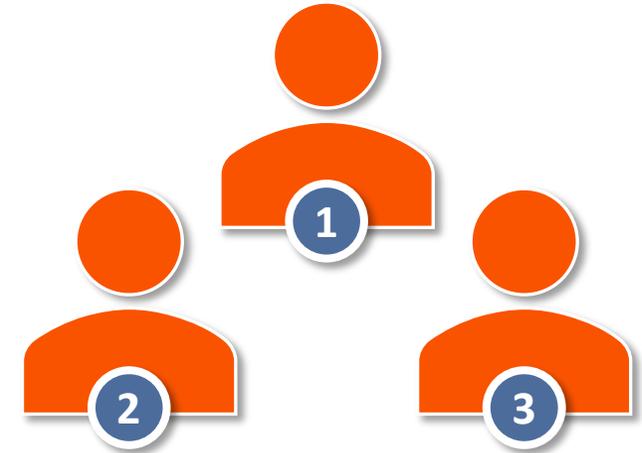
Seðlabankastjóri: Æðsti yfirmaður bankans og formaður bankastjórnar. Ber ábyrgð á starfsemi bankans og er talsmaður Seðlabankans og bankastjórnar. Situr í peningastefnunefnd, kerfisáhættunefnd og fjármálastöðugleikaráði.

2

Aðstoðarseðlabankastjóri á sviði peningamála: Hefur yfirumsjón með peningamálastefnunni. Situr í peningastefnunefnd og kerfisáhættunefnd.

3

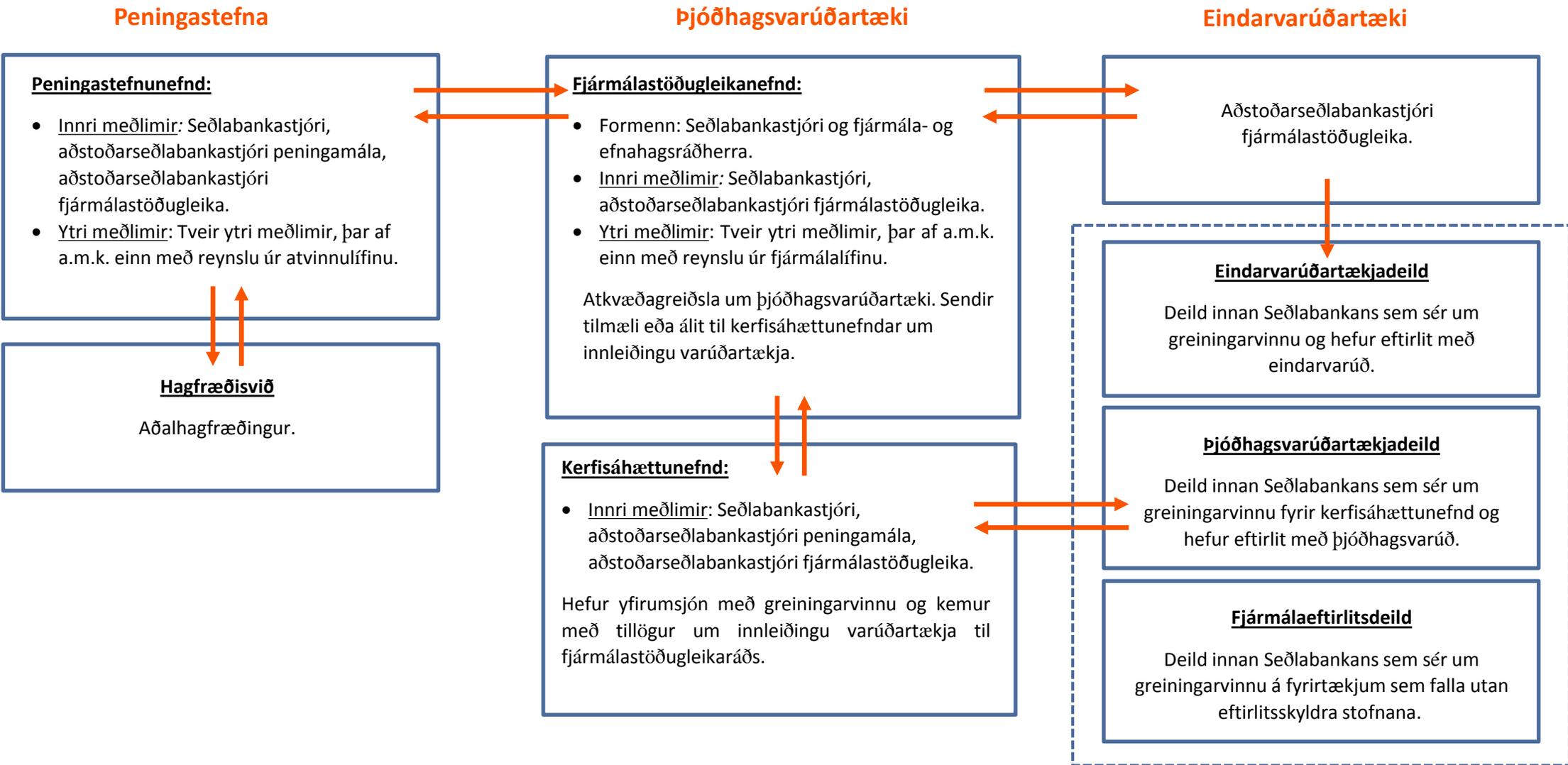
Aðstoðarseðlabankastjóri á sviði fjármálastöðugleika: Yfirumsjón með þjóðhags- og eindarvarúðartækjum. Situr í peningastefnunefnd, kerfisáhættunefnd og fjármálastöðugleikaráði.



Hverju skila tillögurnar?

- **Skýr ábyrgð.** Seðlabankastjórar bera ábyrgð á sínu sviði. Allir þrír seðlabankastjórar eru virkir í opinberri umræðu og rökstyðja ákvarðanir sem falla undir þeirra ábyrgðarsvið.
- **Aukin dreifing valds.** Með því að fjölga bankastjórum úr einum í þrjá er stuðlað að aukinni dreifingu valds og faglegri ákvörðunartöku.
- **Aukin umræða og aukinn skilningur.** Tryggja aukna opinbera umræðu á sviði peningamála og fjármálastöðugleika með það að markmiði að auka skilning almennings á ákvörðun Seðlabankans hverju sinni.

Tillaga 3: Fjölga ytri meðlimum í fjármálastöðugleikanefnd sem mun taka endanlega ákvörðun um beitingu allra þjóðhagsvarúðartækja. Tryggja samlegð á milli peningastefnu og þjóðhagsvarúðar.



Tillögum má skipta í fjögur meginþemu.

1 Endurbætur á umgjörð þjóðhagsvarúðar.

2 **Endurbætt verðbólgu­markmið.**

3 Markvissari beiting stjórnækja.

4 Skilvirkara ákvörðunarferli.

Sterk rök eru fyrir því að að húsnæðisverð eigi ekki að vera hluti af verðbólgu-markmiði Seðlabankans með beinum hætti.

Rök 1 Núverandi peningastefna nær illa til íslenskra húsnæðisvaxta.

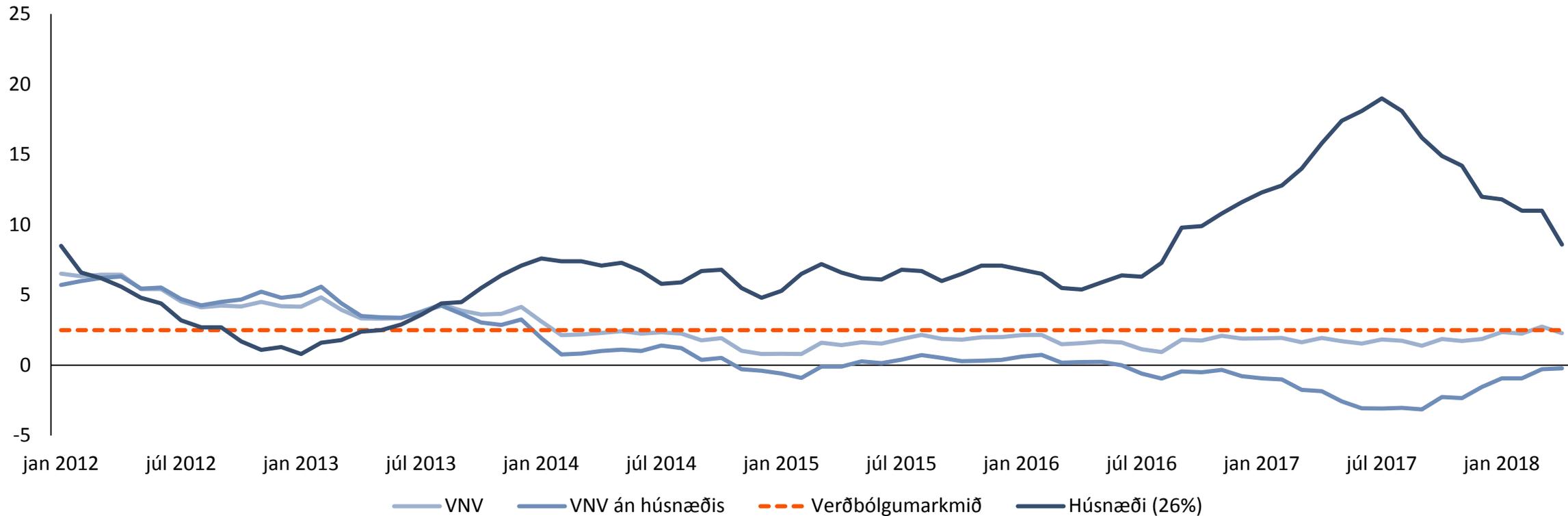
Rök 2 Eignaverð er hluti af fjármálastöðugleika.

Rök 3 Veik miðlun stýrivaxta grefur undan efnahagslegum stöðugleika.

Rök 4 Önnur nálgun á fasteignamarkaðinn.

Þróun eignaverðs er aftur farin að stjórna stýrivöxtum.

Verðbólga og undirliðir verðbólgu
– ársbreyting



Tillaga 4: Viðhald fjármálastöðugleika skal hafa forgang yfir verðstöðugleika við ákveðnar aðstæður.

Fjármálastöðugleiki í forgangi

- Breyta skal samstarfssamningi ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands þannig að fjármálastöðugleiki hafi forgang fram yfir verðstöðugleika ef þær aðstæður verða að ógn skapist gagnvart hinum fyrrnefnda.
- Í því tilviki skal peningastefnunefnd leyfa verðbólgu umfram markmið til þess að gefa fjármálastöðugleikanefnd svigrúm til þess að beita þjóðhagsvarúð.



Fordæmi frá Englandsbanka

- Í mars 2013 var breyting gerð á verðbólgu markmiði Englandsbanka.
- Var skýrt tekið fram að fjármálastöðugleiki hefði forgang fram yfir verðstöðugleika.
- Englandsbanka var veitt meira svigrúm til þess að láta verðbólgu leita yfir markmið til skemmri tíma, þó þannig að verðbólgu markmið næðist til meðallangs tíma – sveigjanlegt verðbólgu markmið.

Tillaga 5: Verðbólguþáttur skal áfram miðast við 2,5% en sú verðvísitala sem verðbólguþáttur byggist á skal ekki taka mið af kostnaði vegna eigin húsnæðis.

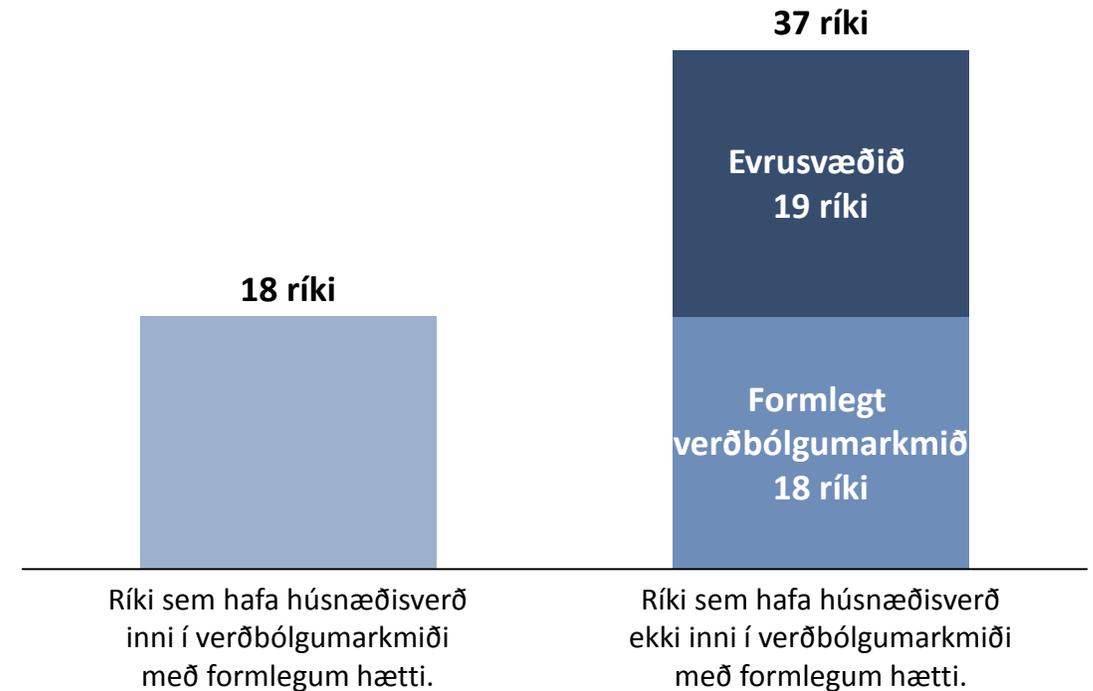
Endurbætt verðbólguþáttur:

- Meginþáttur er áfram 2,5% verðbólguþáttur.
- Miðað er við verðvísitölu sem tekur ekki mið af húsnæðisverði.

Í samræmi við þáttur margra verðbólguþátturáttur:

- Englandsbanki og evrópski seðlabankinn – án húsnæðisverðs.
- 37 ríki undanskilja húsnæðisverð í verðbólguþátturáttur sínu.

Verðbólguþátturáttur, fyrirkomulag þátturáttur¹
 – ríki á formlegu verðbólguþátturáttur auk evrusvæðisins



¹ Guatemala og Ghana er sleppt, þar sem ekki voru tiltækar upplýsingar um undirliði verðvísitölunnar.

Tillögum má skipta í fjögur meginþemu.

1

Endurbætur á umgjörð þjóðhagsvarúðar.

2

Endurbætt verðbólguþmarkmið.

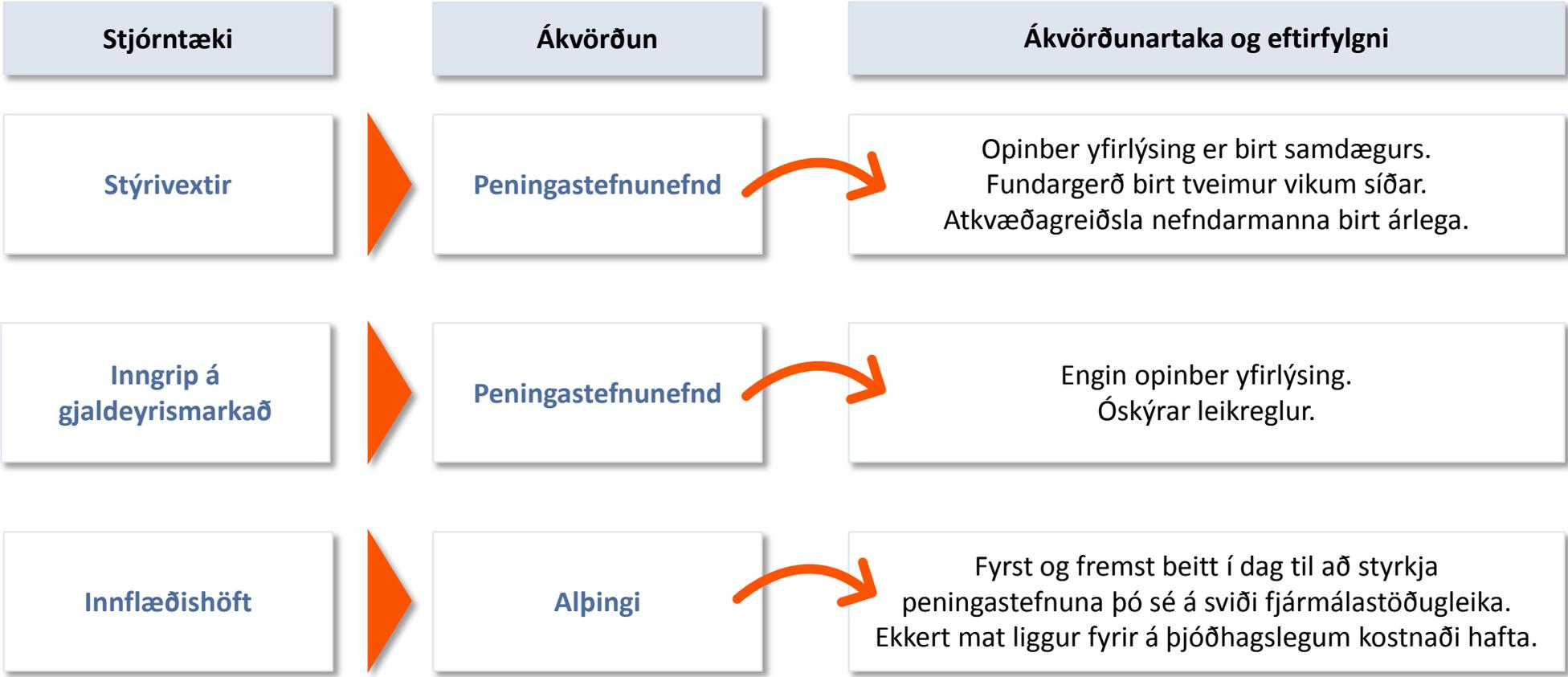
3

Markvissari beiting stjórnækja.

4

Skilvirkara ákvörðunarferli.

Ný tæki skapa stjórnunarvanda. Meginstjórnæki við peningastjórnun í dag.

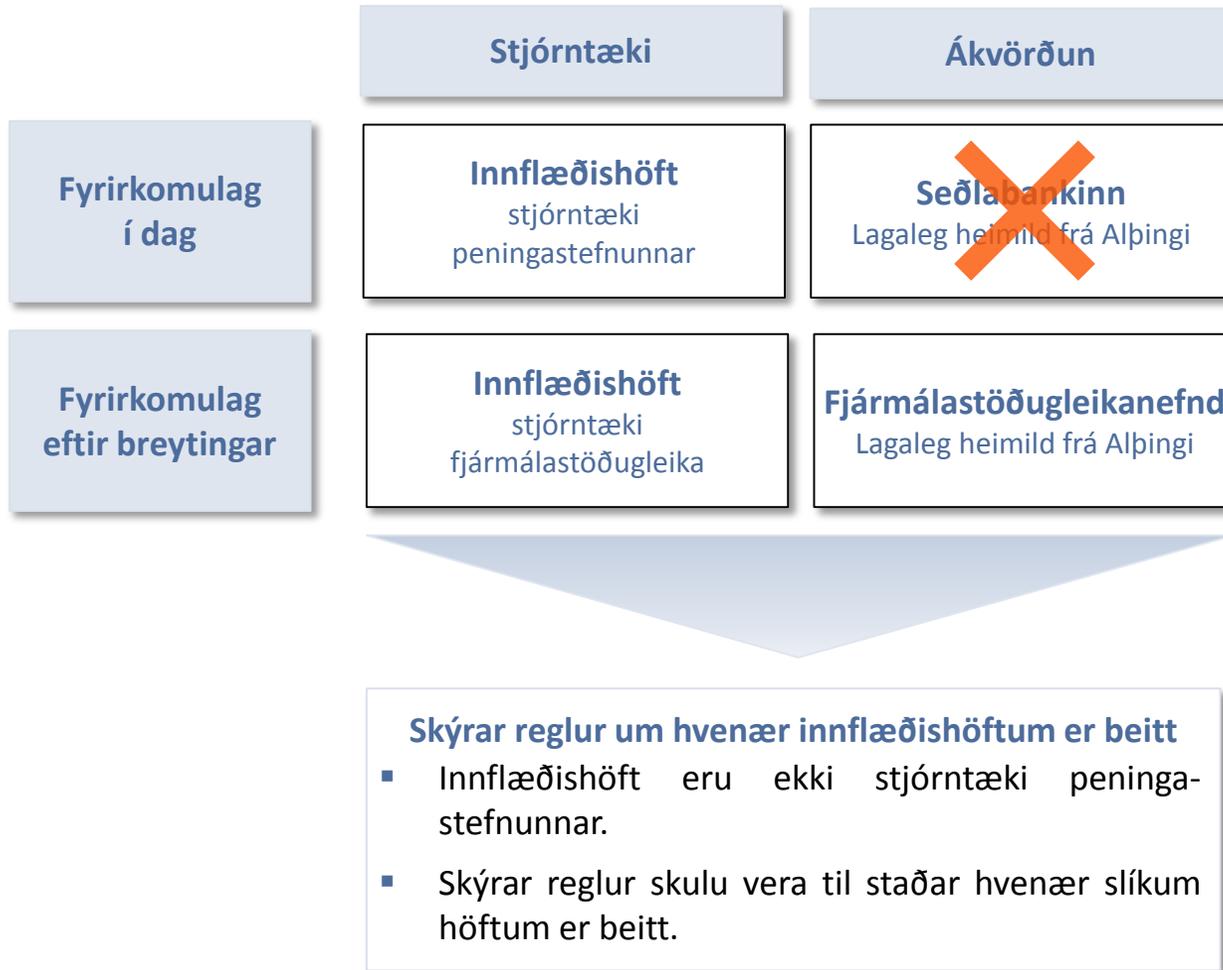


Tillaga 6: Inngripastefna Seðlabankans taki upp umferðarljósakerfi nýsjálenska seðlabankans og það felur í sér að bankinn birti mat sitt á jafnvægisraungengi.

Ný inngripastefna: Hverju skila tillögurnar?

- **Skýrari leikreglur.** Ákveðnar leikreglur utan um inngripin sem ekki hafa verið til staðar áður.
 - **Aukið gagnsæi við ákvörðunartöku.** Enginn formlegur rammi er nú um ákvörðunartöku um inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði. Með skýrum reglum er auðveldara fyrir bankann að útskýra stefnu sína opinberlega.
 - **Betri miðlun upplýsinga.** Seðlabankinn þarf að miðla upplýsingum reglulega um stöðu krónunnar og hvort bankinn telji þörf til inngripa eða ekki.
 - Seðlabankinn þarf að hafa opinbera skoðun á jafnvægisraungenginu.
 - Ofangreind stefna felur ekki í sér loforð um fastgengisstefnu né heldur að gjaldeyrisinngrip hafi langtímaáhrif á gengi krónunnar.
-
- **Hverju skilar tillagan?** Betri væntingastjórnun á gjaldeyrismarkaði.

Tillaga 7: Innflæðishöft skulu vera á forræði fjármálastöðugleikanefndar og afnumin í skrefum. Þegar til framtíðar er litið gilda skýrar reglur um hvenær þeim skal beitt.



Innflæðishöft eru áfram hluti af stjórnækjum

- Stjórnæki sem þarf lagalega heimild frá Alþingi.
- Ákvörðun um beitingu stjórnækis skal vera hjá fjármálastöðugleikanefnd.

Kristin Forbes: **Þrjú skilyrði** sem ávallt skal horfa til áður en innflæðishöftum er beitt:

- 1 Þegar **efnahagslegt ójafnvægi** hefur myndast, krónan er of hátt verðlögð og ekki er hægt að beita öðrum hagstjórnartækjum.
- 2 **Tímabundin aðgerð** ef töf er á að önnur stjórnæki hafi áhrif.
- 3 Þegar innflæði fjármagns skapar **ógn við fjármálastöðugleika**.

Tillögum má skipta í fjögur meginþemu.

1 Endurbætur á umgjörð þjóðhagsvarúðar.

2 Endurbætt verðbólguþætti.

3 Markvissari beiting stjórntækja.

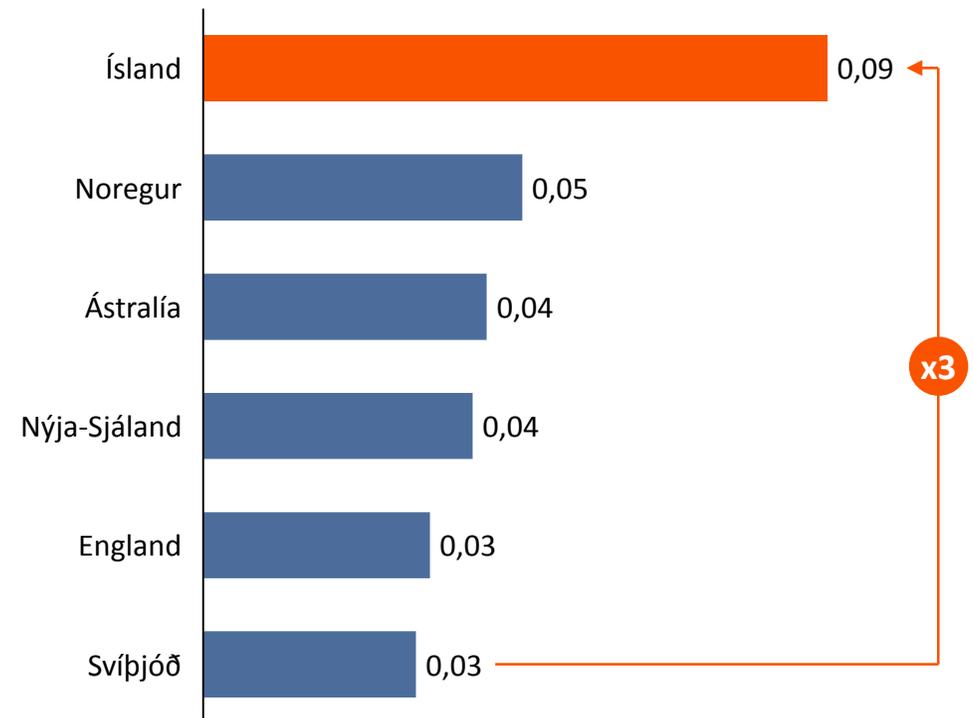
4 Skilvirkara ákvörðunarferli.

Vaxtaákvarðanir skapa meiri viðbrögð en í öðrum verðbólgu-markmiðsríkjum. Sveiflur á markaðskröfu eru allt að þrefalt meiri en í Svíþjóð sem dæmi.

Styrkja þarf væntingastjórnun og auka gagnsæi

- Viðbrögð á skuldabréfamarkaði voru skoðuð hjá öðrum verðbólgu-markmiðsríkjum á vaxtaákvörðunardegi.
- Væntingar meira í takt við vaxtaákvörðun og skilaboð viðkomandi seðlabanka.
- Sveiflur á markaðskröfu á Íslandi á vaxtaákvörðunardegi allt að þrefalt meiri en í Svíþjóð og tvöfalt meiri en í Noregi.
- Styrkja þarf betur væntingastjórnun, auka gagnsæi við vaxtaákvarðanir og gefa betri leiðbeiningar um setningu vaxta í framtíðinni.

Viðbrögð á vaxtaákvörðunardegi¹
– br. á 5 ára ávöxtunarkröfu, meðaltal tölugildis



Tillaga 8: Seðlabankinn skal birta stýrivaxtaferil í Peningamálum fjórum sinnum á ári.

Góð reynsla af birtingu vaxtaferils

Seðlabankinn birti eigin spá um stýrivaxtaferil í Peningamálum frá 2007 til 2008 með góðum árangri.

- ✓ **Aukin væntingastjórnun.** Væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta var meira í samræmi við skilaboð Seðlabankans.
- ✓ **Sterkari miðlun.** Miðlun stýrivaxta yfir til langtímvaxta varð sterkari.
- ✓ **Aukin umræða.** Umræðan færðist frá því að vera um einstakar vaxtaákvarðanir yfir í aukna umræðu um langtímvaxtastefnu bankans.

Hverju skila tillögurnar?



Virkari
upplýsingagjöf.



Aukið
gagnsæi.



Aukin umræða um
langtímvaxtastefnu
bankans.

Vaxtaspáferill felur ekki í sér skuldbindingu

Vaxtaspáferill er ekki skuldbinding peningastefnunefndar um að framfylgja slíkum ferli heldur líklegur vaxtaferill að mati sérfræðinga Seðlabankans miðað við gefnar upplýsingar.

Dæmi um
verðból gumarkmiðs-
ríki sem birta
stýrivaxtaspáferil:



Nýja-Sjáland
(1997)



Noregur
(2005)



Svíþjóð
(2007)



Ísrael
(2007)



Tékkland
(2008)



Bandaríkin
(2012)

Ytri meðlimir peningastefnunefndar hafa lítinn faglegan stuðning frá Seðlabankanum.



Englandsbanki

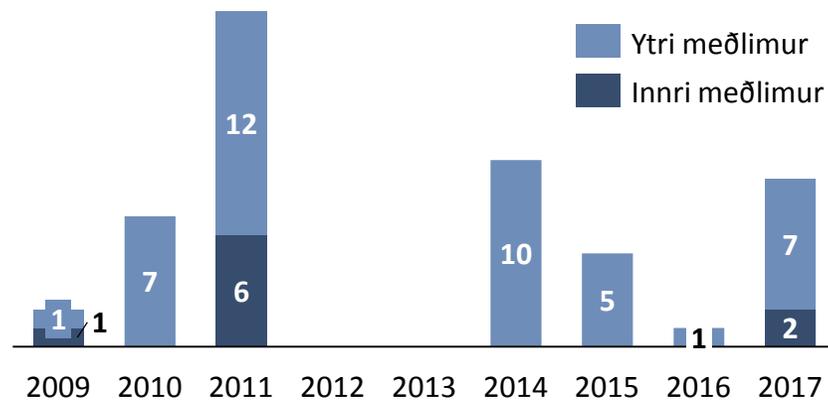
- Peningastefnunefnd er skipuð níu nefndarmönnum, þar af eru fjórir ytri nefndarmenn. Ytri nefndarmenn fá sérfræðing sér til stuðnings.
- Atkvæðagreiðsla nefndarmanna birt í kjölfar vaxtaákvörðunarfundar.
- Allir nefndarmenn færa rök fyrir sínu atkvæði og taka virkan þátt í opinberri umræðu.



Seðlabanki Íslands

- Peningastefnunefnd er skipuð fimm nefndarmönnum, þar af eru tveir ytri nefndarmenn.
- Atkvæðagreiðsla á hvern nefndarmann birt árlega.
- Seðlabankastjóri færir rök fyrir ákvörðun nefndarinnar. Ytri peningastefnunefndarmenn taka lítinn þátt í opinberri umræðu um peningastefnuna og þurfa ekki að færa rök fyrir atkvæði sínu.

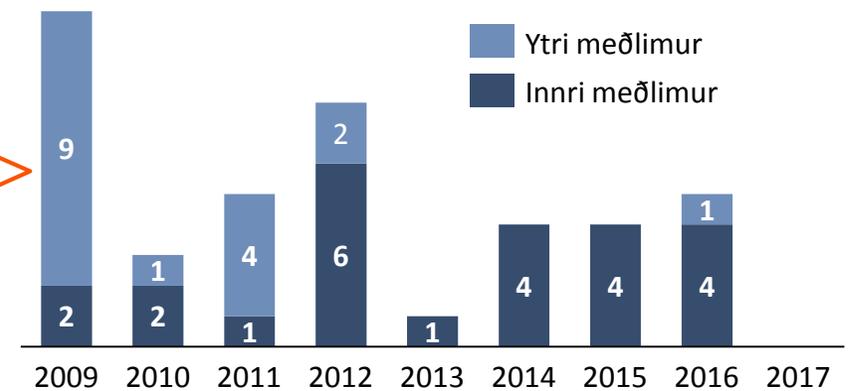
Englandsbanki: Fjöldi mótaskvæða peningastefnunefndar – flokkað eftir ytri og innri meðlimum



Englandsbanki:
Ytri meðlimir eru oftari með mótaskvæði gegn seðlabankastjóra.

Seðlabanki Íslands:
Frá árinu 2012 hafa ytri meðlimir 3 sinnum komið með mótaskvæði en innri meðlimir 19 sinnum.

Seðlabanki Íslands: Fjöldi mótaskvæða peningastefnunefndar – flokkað eftir ytri og innri meðlimum



Tillaga 9: Auka þarf ábyrgð og stuðning ytri meðlima í peningastefnunefnd. Auka skal gagnsæi við ákvörðunartöku með opinberri birtingu atkvæða nefndarmanna við vaxtaákvörðun.

	Núverandi fyrirkomulag	Tillaga að breyttu fyrirkomulagi	Hverju skila tillögurnar?
Ytri meðlimir	<ul style="list-style-type: none"> Engin krafa um reynslu úr atvinnulífinu. Takmarkaðar starfsskyldur og lítill stuðningur. 	<ul style="list-style-type: none"> Ólíkur bakgrunnur nefndarmanna og a.m.k. einn með reynslu úr atvinnulífinu. Aukið vinnuframlag og aukinn stuðningur. 	<ul style="list-style-type: none"> Breiður bakgrunnur nefndarmanna dregur úr líkum á einsleitum skoðunum innan nefndarinnar.
Atkvæðagreiðsla	<ul style="list-style-type: none"> Fundargerð birt 14 dögum síðar, skipting atkvæða birt. Einu sinni á ári er birt yfirlit yfir atkvæðagreiðslu nefndarmanna. 	<ul style="list-style-type: none"> Yfirlýsing birt samdægurs. Samhliða er birt opinber atkvæðagreiðsla hvers nefndarmanns. 	<ul style="list-style-type: none"> Aukið gagnsæi við ákvörðunartöku stuðlar að aukinni umræðu við hverja vaxtaákvörðun sem og vaxtastefnu Seðlabankans.
Rökstuðningur	<ul style="list-style-type: none"> Seðlabankastjóri rökstyður vaxtaákvörðun. Peningastefnunefnd gefur Alþingi skýrslu tvisvar á ári. Fyrst og fremst er Seðlabankastjóri í forsvari fyrir störf nefndarinnar. 	<ul style="list-style-type: none"> Aukin þátttaka nefndarmanna í opinberri umræðu við vaxtakvörðun. Tvisvar á ári gefa nefndarmenn skýrslu til Alþingis um störf sín. Nefndarmenn ræða efni skýrslunnar fyrir þingnefndum. 	<ul style="list-style-type: none"> Rödd og skoðanir ytri nefndarmanna fá einnig að heyrast. Utanaðkomandi aðilar fá betri tilfinningu fyrir því hvaða atriði er tekist á um við vaxtaákvörðun.

Tillaga 10: Seðlabankinn skal stuðla að aukinni fræðslu um peningastefnuna og gildi verðbólguþáttar til að auka skilning almennings og stuðla að aukinni sátt um stefnuna.



Fræðsluhlutverki Seðlabanka Íslands þarf að sinna

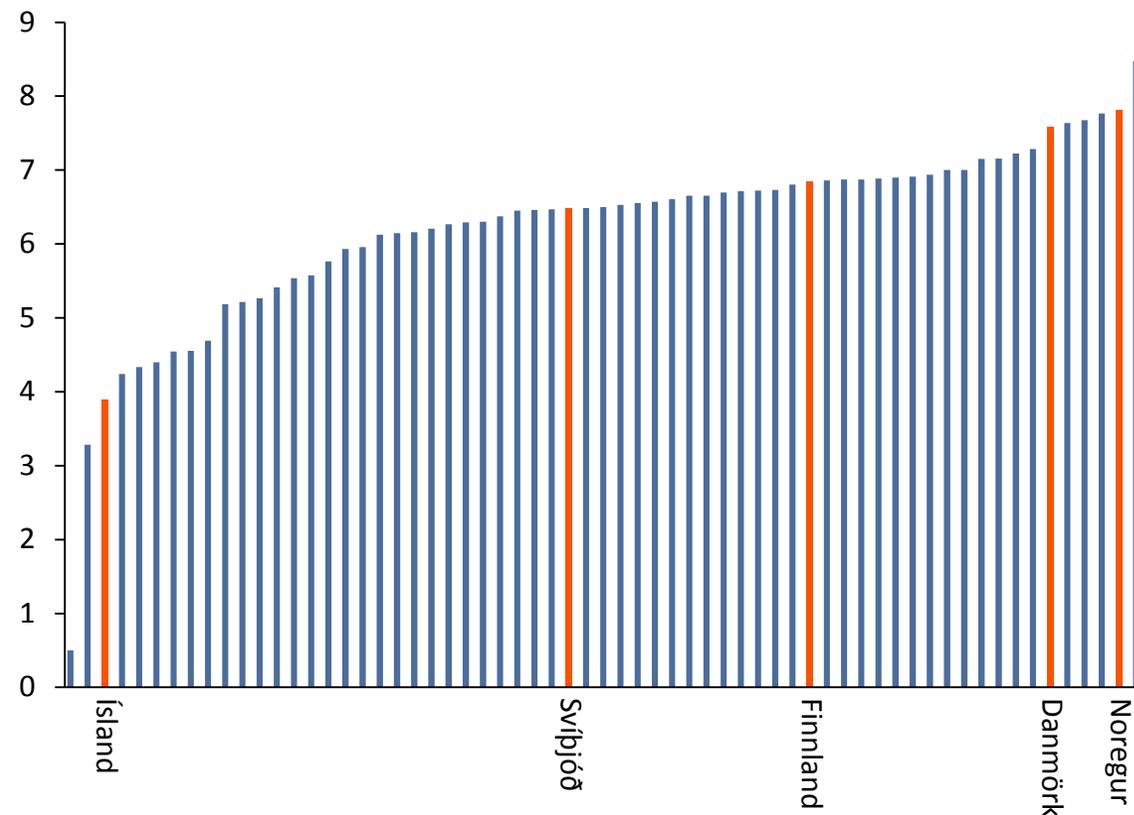
- Seðlabankinn er metinn af verkum sínum og því mikilvægt að umræða um markmið og leiðir peningastefnunnar sé málefnaleg og upplýst.
- Almennungur þarf að skilja það val sem er á milli verðbólgu og atvinnuleysis og af hverju Seðlabankinn þarf að grípa til sársaukafullra aðgerða til að tryggja verðstöðugleika.
- Seðlabankinn þarf að hafa áhrif á væntingar fyrirtækja og almennings.



Horfa til reynslu annarra seðlabanka

- Seðlabankinn á Nýja-Sjálandi heldur úti fræðsluefni á vefsíðu sinni, svo sem myndböndum og öðru efni sem tengist peningastefnunni, upplýsingum um hlutverk seðlabankans auk almennrar fræðslu á sviði fjármála. Jafnframt býður bankinn upp á kennslustundir fyrir grunn- og framhaldsskóla, auk þess sem sérfræðingar hans eru oft og tíðum gestafyrirlesarar í háskólasamfélaginu.

„Stefna Seðlabankans hefur jákvæð áhrif á efnahagslífið“
Hversu sammála á skalanum 0–10. Spurningar í stjórnendakönnun í samkeppnishæfniúttekt IMD fyrir árið 2018.

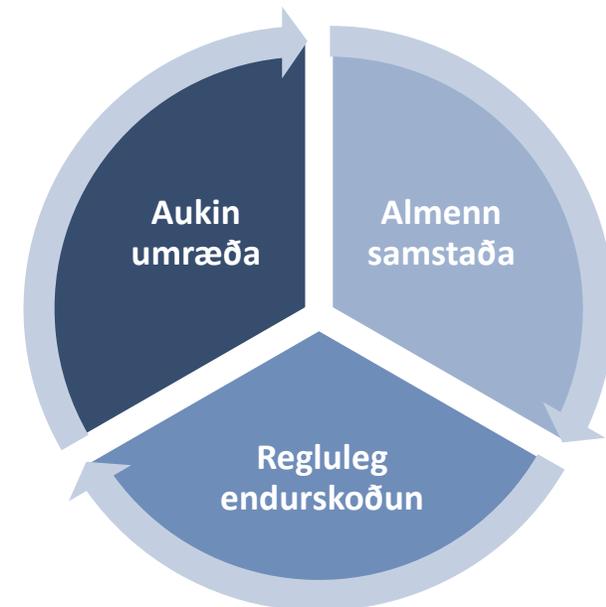


Tillaga 11: Regluleg ytri endurskoðun skal fara fram á fimm ára fresti á peningastefnunni.

- Núverandi endurskoðun er sú fyrsta sinnar tegundar.
- Erlendir sérfræðingar tóku þátt í endurskoðuninni.
- Flestir erlendir seðlabankar láta þó framkvæma slíka endurskoðun reglulega.

Hverju skilar regluleg endurskoðun?

- Regluleg endurskoðun veitir seðlabönkum **faglegt aðhald** og ætti að skapa holla umræðu um peningastefnuna almennt.
- Slík endurskoðun getur skapað **betri samstöðu** um fyrirkomulag og framkvæmd peningastefnunnar.
- Peningastefnan tekur breytingum samfara því að umræðu vindur fram. **Regluleg endurskoðun** tryggir að kostir og gallar á fyrirkomulaginu hverju sinni séu metnir með reglubundnum hætti.



Tillaga 12: Nauðsynlegur stuðningur frá hagstjórninni.



Stuðningur frá fjármálastefnu hins opinbera

- Hagsveifluleiðrétt afkomuregla.
- Efla hagfræði- og greiningarsvið innan fjármálaráðuneytisins.



Stuðningur frá aðilum vinnumarkaðar

- Vinnumarkaðslíkan – horft til Norðurlandanna.



Helstu atriði.



Megin tillögur starfshópsins:



Fjármálastöðugleiki í forgrunni.



Seðlabankinn verði einn ábyrgur fyrir fjármálastöðugleika.



Endurbætt verðbólguþáttur – eignaverð fellur undir fjármálastöðugleika.



Fjármagnshöft undantekning, ekki regla.



Auka gagnsæi við vaxtaákvörðun.



Aukið hlutverk ytri nefndarmanna í peningastefnunefnd.



Regluleg ytri endurskoðun.

