

# Vextir í sögulegu lágmarki

Orsakir og afleiðingar

Yngvi Örn Kristinsson, hagfræðingur

Fyrirvari: Þó höfundur starfi hjá Samtökum fjármálafyrirtækja endurspeglar sjónarmið í þessari kynningu ekki endilega afstöðu Samtaka fjármálafyrirtækja

# Athugunarefni

- Vextir, langir og stuttir, hafa til skamms tíma verið verulega hærrí hér á landi en í nágrannalöndum. (mynd)
- Sú staða hefur verið fyrir hendi allt frá því að vextir voru gefnir frjálssir hér á landi árið 1986.
  - Raunvextir og nafnvextir hafa verið verulega hærrí hér en í nágrannalöndum (mynd)
- Hærrí nafnvextir koma kannski ekki óvart þar sem verðbólga hefur lengst af verið mun hærrí en í nágrannalöndum en hærrí raunvextir þarfnast skýringar.
- Raunvextir hafa þó í meginatriðum verið nokkuð stöðugt lækkandi frá því þeir voru gefnir frjálssir
- Þrálát umræða verið um vaxtamál allan þennan tíma og mikill þrýstingur á lækkun vaxta
  - Þrátt fyrir stjórnómálalega áhuga á lækkun vaxta hafa undirliggjandi þættir ráðið för

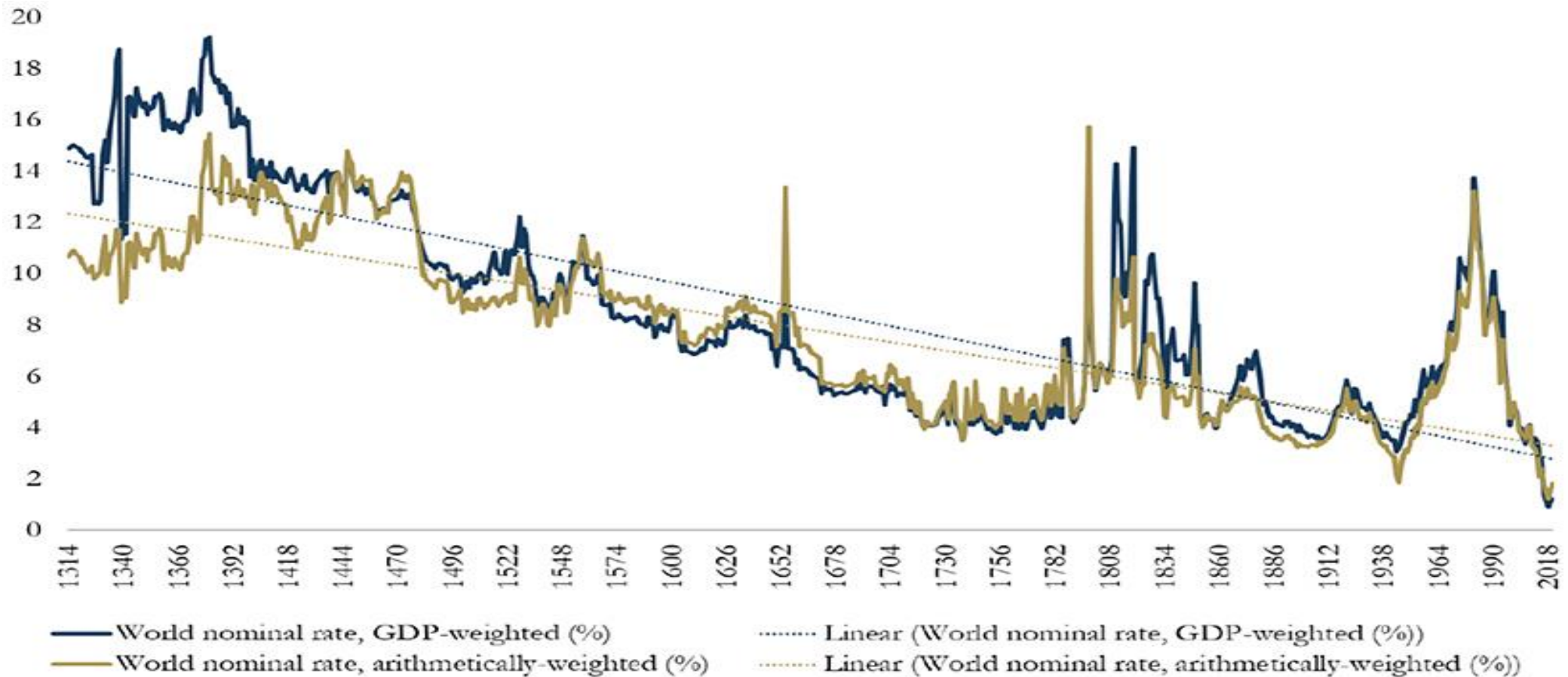
# Undirstöður

- Almennur fyrirvari, hagvaxtarkenningar, kenningar um hvað ákvarðar notkun fjármagns, myndun sparnaðar ekki sterkasta hlið hagfræðinnar – margt því sem hér velt vöngum yfir er á mörkum þess sem þekkt er með vissu
- Sparnaður og fjárfesting lykilþættir í hagvexti en einnig í hagsveiflum
  - Framlag Keynes ekki síst að átta sig á að þó að sparnaður og fjárfesting séu alltaf jöfn eftir á (ex post) (í stílfærðu hagkerfi), þá eru þau það ekki fyrirfram (ex ante). Ef sparnaður eru meiri en fjárfesting fyrirfram veldur það samdrætti og öfugt.
- Peningalegur sparnaður hvað er það ? Sparifé sem er á því formi að hægt er að miðla áfram til lántaka eða fjárfesta í markaðsskuldabréfum – ef til vill svipað og hugtakið “loanable funds”

# Hvað ræður vöxtum

- Lengi vafist fyrir hagfræðingum hvernig vextir ákvarðast.
- Nú almennt samstaða um að langtímavextir (t.d. vexti bundnir til 10 ára) ráðist af samspili arðsemi fjárfestinga (eftirspurn) og framboði peningalegs sparnaðar (loanable funds)
  - Með peningalegum sparnaði er átt við sparifé sem ávaxtað er í fjármálafyrirtækjum eða sjóðum sem veita lán eða fjárfesta í skuldaskjöllum
- Peningastefna seðlabanka og óvænt verðbólga hefur áhrif á skammtímavexti (binditími innan árs) og veldur því að þeir sveiflast í kringum langtímavextina
- Þetta er í meginatriðum svo kölluð “loanable fund” kenning varðandi langtímavexti en skammtíma sveiflur/frávik vaxta ráðast af einhverskonar Keynesískri peningaeftirspurn. (sjá t.d. The determinants of real long-term interest rates 17,- country pooled time series evidence, OECD working paper no. 155)
- Samkvæmt þessu geta stjórnvöld haft áhrif á skammtímavexti með peningamálastjórn en langtímavextir ákvarðast af þáttum sem stjórnvöld hafa lítil tök á svo sem framboði sparnaðar og lánsfjarþörf atvinnulífs og heimila

# Skuldabréfavextir frá 1300



# Vaxtastefna eftirstríðsáranna

- Peningamálastefna eftirstríðsáranna – lágvaxtaumhverfi
  - Heimskreppan á fjórða áratugnum mótaði stefnuna og ótti við efnahagslægð eins og eftir fyrstu heimstyrjöldina
  - Keynes ráðlagði að halda vöxtum lágum til að örva fjárfestingar
  - Radcliffe skýrslan, unnin fyrir bresk stjórnvöld 1959, taldi peningastjórn tilgangslitla, mælti með að halda vöxtum lágum en stýra frekar með ýmiskonar takmörkunum á útlán
- Horfið frá þessum sjónarmiðum í Evrópu í kjölfar flots USD (1971) og verðbólguþröskots í kjölfar fyrstu olíukreppunar (1974)
- Þegar vaxtaumhverfið var gefið frjálst skutust raunvextir upp í iðnríkjunum lækkuðu fljótlega aftur
  - Afnáam hafta í gjaldeyrisviðskiptum stuðlað meðal annars að lækkun vaxta –fjármagn streymdi til hávaxtalanda til lágsvaxtalanda og jafnaði út vexti

# Höft á Íslandi til ársins 1987

- Opinber afskipti af vöxtum eiga sér langa sögu hér á landi.
  - Ákvæði í Grágás hinni fornu lögbók um hámarksvexti (10%)
  - Dönsk okurákvæði fram til 1933, hámark 4% -6% vextir á lánum með fasteignaveði
  - Íslensk okurlög 1933 hámarksvextir 8%, beitt á bankavaxtabréf veðdeilda banka frá 1942
  - Ný okurlög 1960, Seðlabanka Íslands falið að ákveða hámark vaxta
  - Ný vaxtalög 1987, vextir gefnir frjálssir
  - Ákvæði um hámark vaxta á neytendalánnum, í lögum frá árinu 2016 (hámark á hlutfallstölu kostnaðar) lögfest upphaflega 50% á ári nú 35%
- Höft mun umfangsmeiri og stóðu lengur en í öðrum iðnríkjum
- Vegna meiri verðbólgu hér en í öðrum iðnríkjum voru raunvextir fjárskuldbindinga mun neikvæðari hér en annars staðar
- Mun meiri rýrnun peningalegs sparnaðar hér en annars staðar

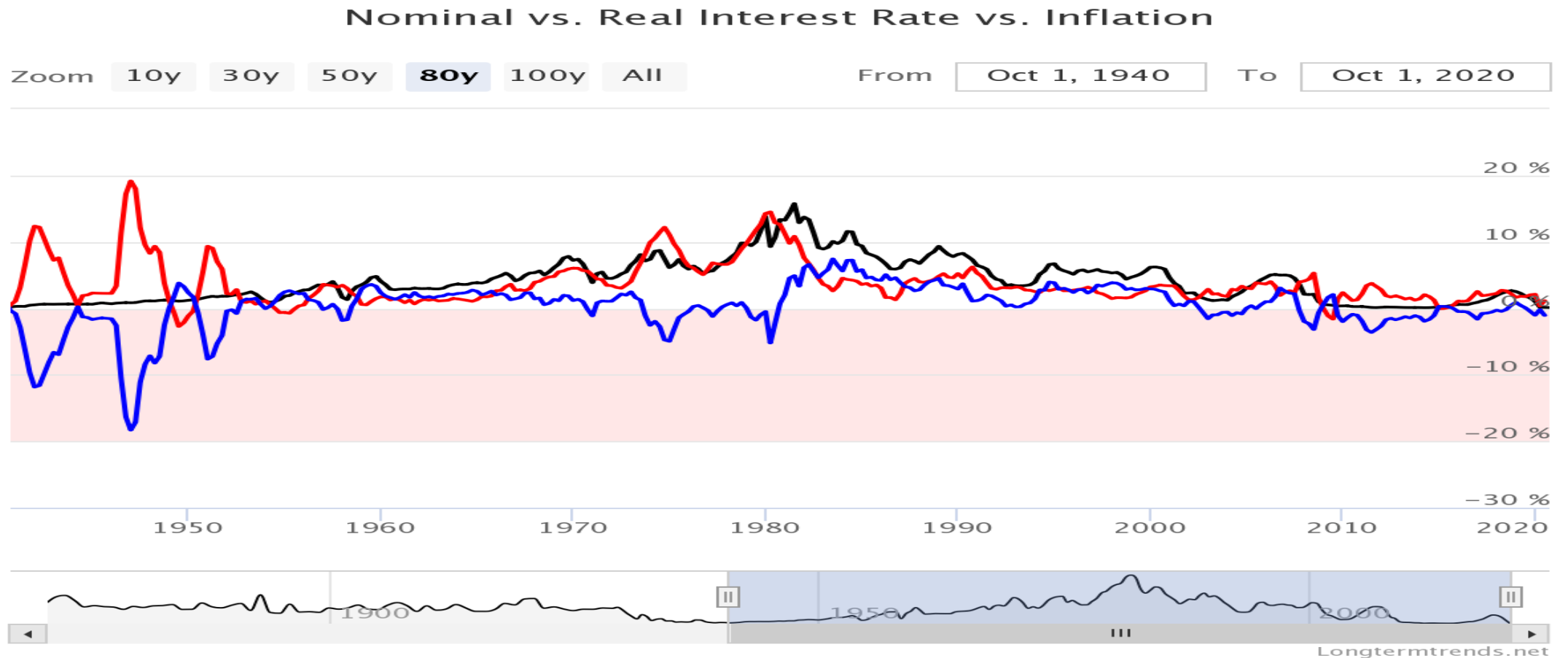
# Lánsfjáarkreppan

- Vaxtastýringin leiddi til neikvæðra raunvaxta og samdráttar í sparnaði
  - Lánsfjárkeppa sem fólst í því að erfitt var að fá lán hjá lánastofnunum
- Brugðist var við því með skömmun á lánsfé í gegnun opinbert lánakerfi fjárfestingarlánasjóða
  - Fjárfesting sett í forgang
  - Fjármagnaðir með framlögum frá ríki og síðar þvinguðum skuldabréfakaupum frá atvinnuleysistryggingasjóði og síðar lífeyrissjóðum
- Einnig hafði ríkissjóður aðgang að Seðlabanka til að fjármagna halla rekstur
  - Peningaprentum sem magnaði verðbólgu
  - Gerði raunvexti enn neikvæðari – vítahringur

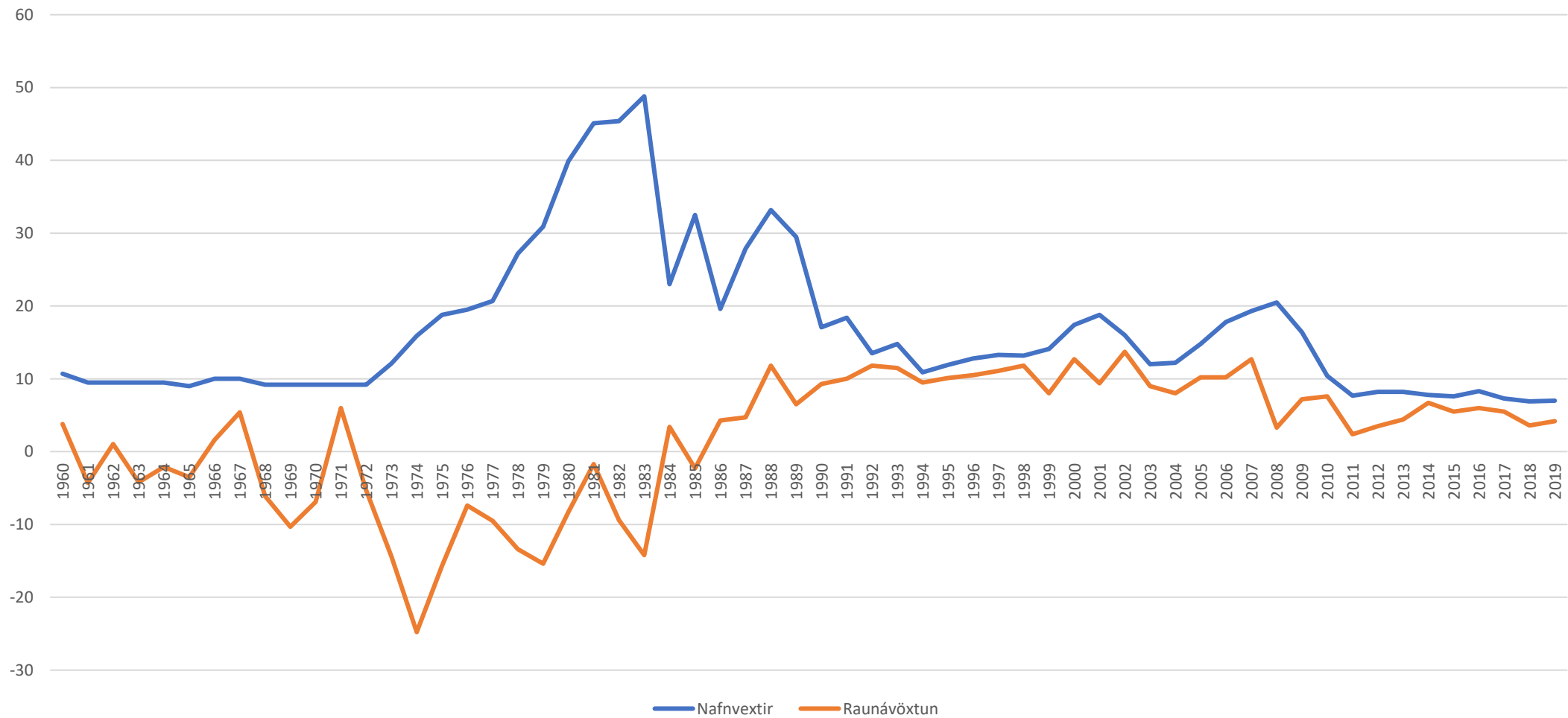


# Nafnvextir, verðbólga og raunvextir í USA frá 1940

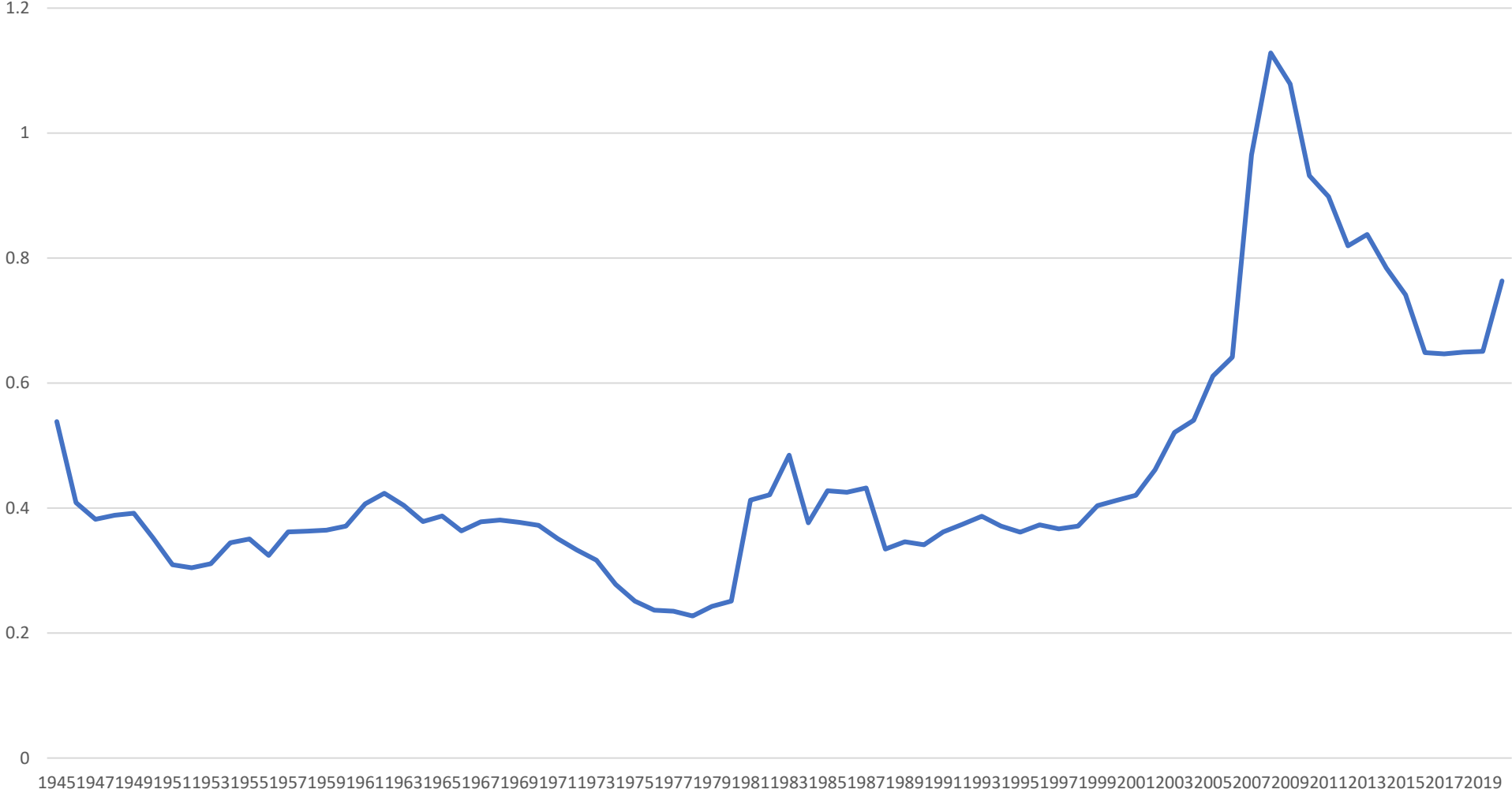
Nafnvextir = svartur ferill, raunvextir = blár ferill, verðbólga = rauður ferill



## Nafnvextir og raunávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa banka og sparisjóða 1960 - 2019



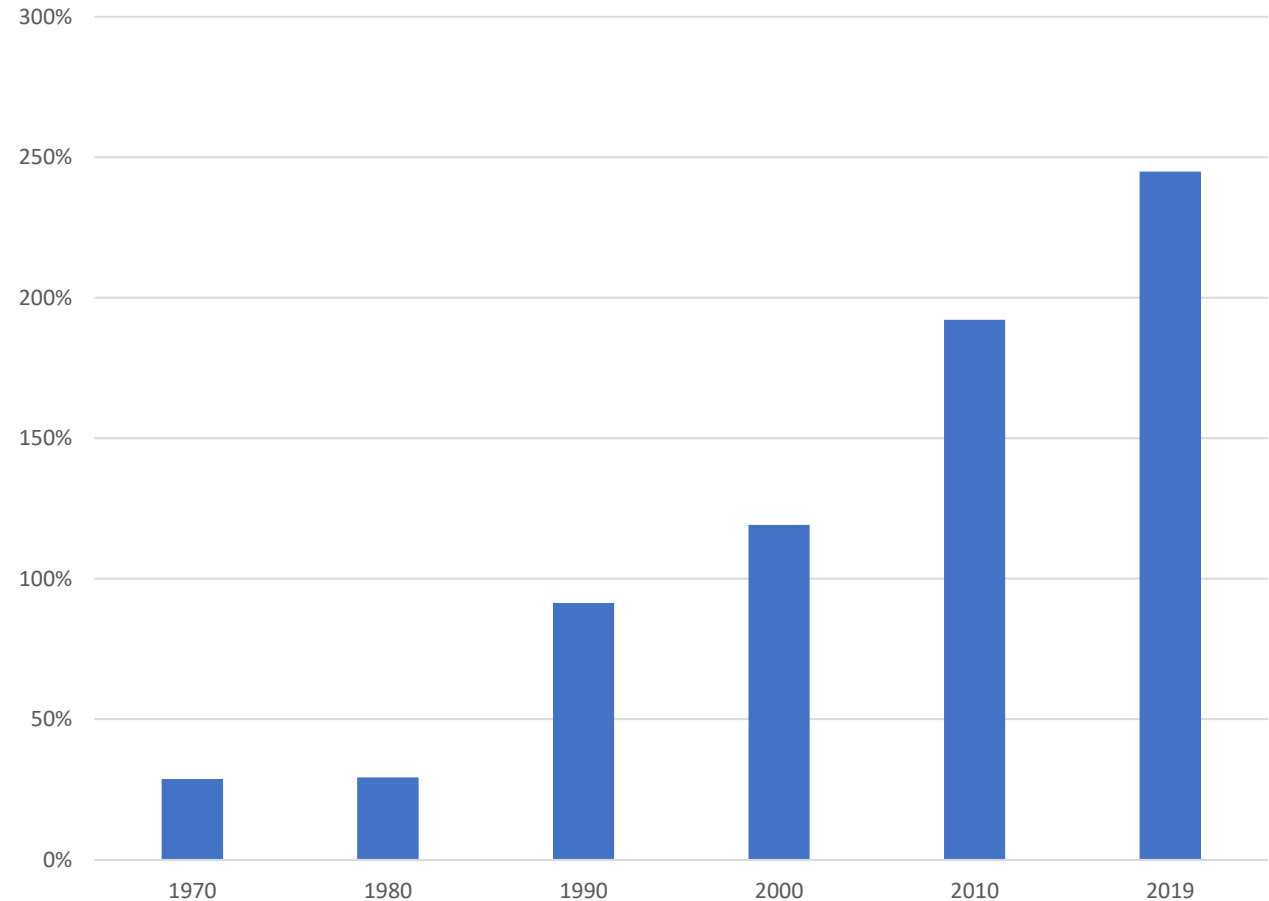
# Innlán innlendra aðila % af VLF



# Þróun peningalegs sparnaðar 1970 -2019

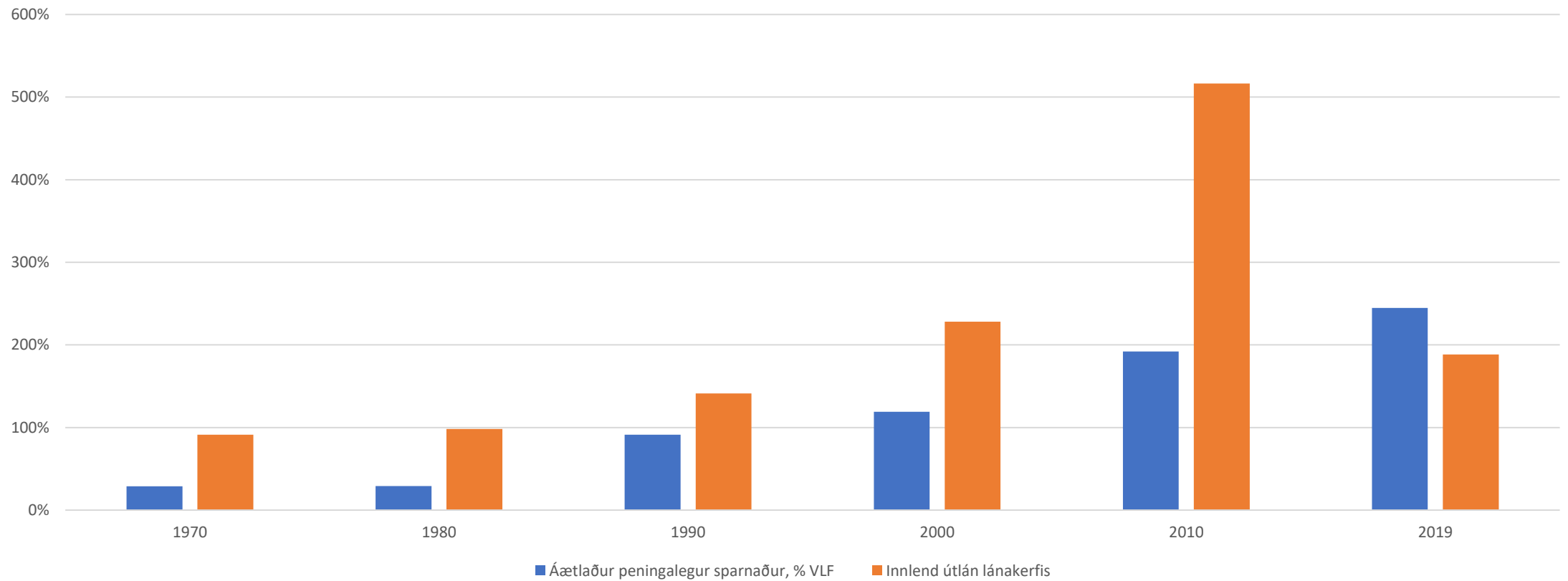
- Neikvæðir raunvextir rýrðu sparna fram til þess að vextir vor gefnir frjálsir árið 1987
- Heimild til notkunar verðtryggingar á árinu 1979 á inn- og útlán sparnaði þó við rýrnum sparnaðar á níunda áratugnum.
- Peningalegur sparnaður er hér reiknaður til einföldunar sem samtala eftirtalinna eigna þar sem samræmd tímaröð er ekki til fyrir allt tímabilið:
  - Innlán almennings og fyrirtækja
  - Eignir lífeyrissjóða
  - Verðbréfasparnaður (sjóðir) almennings og fyrirtækja
  - Eigið lánastofnana

Áætlaður peningalegur sparnaður, % VLF

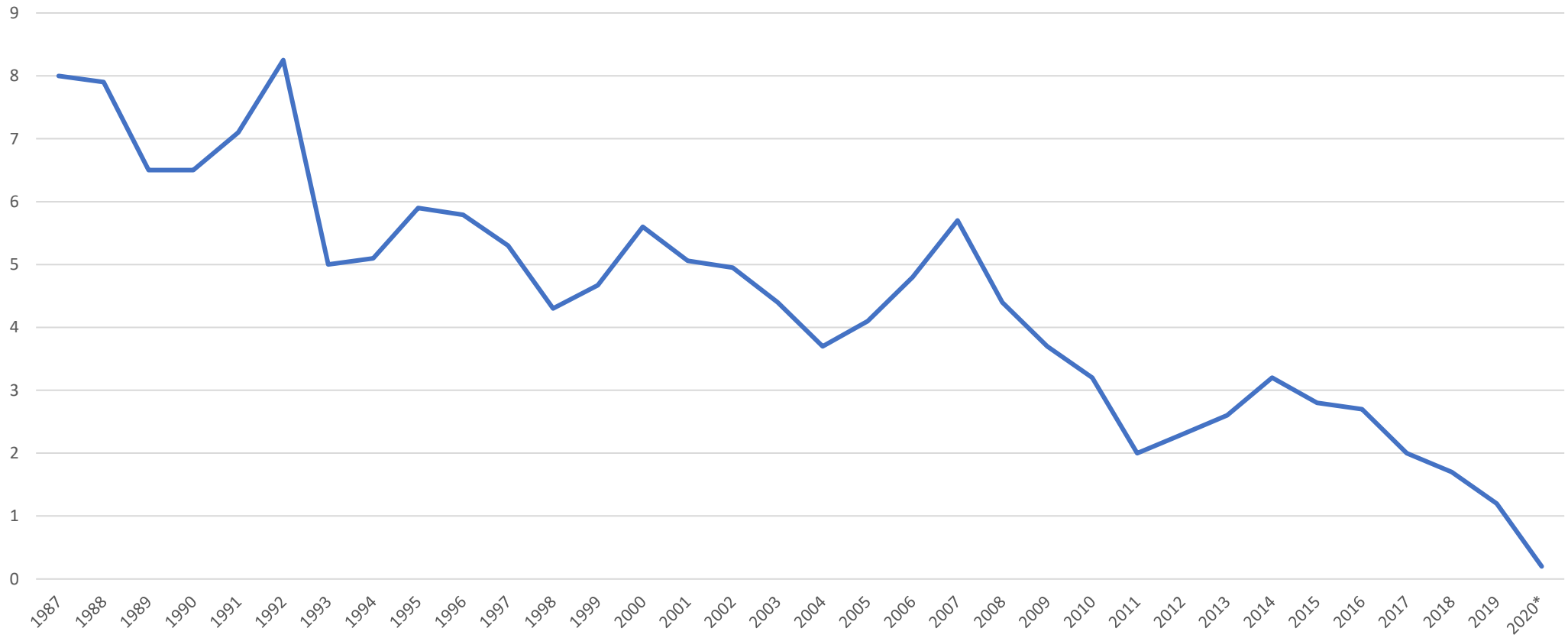


# Peningalegur sparnaður og innlend útlán

Chart Title



## Raunávöxtun 10 ára verðtryggðra RSK á eftirmarkaði Árslok hvers árs



# Of mikið af peningalegum sparnaði í heiminum?

- Langvarandi friður (stöðugleiki) í iðnríkjum hefur aukið traust á peningalegum sparnaði umfram sparnaði á öðrum formum (fasteignir, góðmálmar osfrv).
- Sterk lagaleg umgjörð um sparnað ýtir undir peningalegan sparnað (innstæðutryggingar, eftirlitskerfi með fjármálafyrirtækjum)
- Langvarandi ójafnvægi í utanríkisviðskiptum (Kína, olíuríki, sovereign wealth funds) hefur leitt til uppbyggingar fjárfestingarsjóða
- Áhersla á sjóðsöfnun vegna lífeyris, frjáls eða kerfisbundin
- Allt þetta hefur leitt til mikillar aukningar peningalegs sparnaðar

# Lágir vextir eru komnir til að vera

- Mikið innlent framboð lánsfjár mun halda langtímavöxtum lágum
  - Raunvextir ríkisskuldabréfa gætu verið að sveiflast á bilinu -1% til +1%
- Stýrivextir munu sveiflast í kringum þá vexti eftir stöðu hagsveiflunnar og stefnunni í peningamálum.
- Lágvaxtaumhverfi ekki bundið Ísland heldur alþjóðlegt
  - Lágri ávöxtun innanlands verður ekki auðveldlega mætt er erlendum fjárfestingum
- Til lengri tíma mun að líkindum draga úr sparnaði og notkun fjármagns aukast (hærra capital output hlutfall)
  - Vextir munu hækka aftur
  - Fær tæplega staðist að vextir á ríkisskuldabréfum sé að sveiflast kringum núllið.



# Ýmsar hugsanlegar afleiðingar

- Óbundnir innlánsvextir mun smá saman ýtast niður núllið verði stýrivextir viðvarandi nálægt núlli
- Ásókn í aukna ávöxtun kann að ýta undir áhættusækni eða sókn í fjárfestingarkosti þar sem áhætta er vanmetin samanber orsakir fjármálakreppunnar 2007 – 2008 (húsnæðislánafningar)
  - Kann að valda auknum óstöðugleika í fjármálakerfinu
- Ýmis starfsemi sem byggð hefur verið að verulegu leyti á ávöxtun kann að þurfa að endurskoða rekstrarlíkön sín
  - Dæmi lífeyrissjóðir og hugsanlega tryggingafélög (tryggingasjóður)
- Verði vextir ríkisskuldabréfa (áhættulausir vextir) viðvarandi undir 3,5% gæti þurft að hækka iðgjöld til lífeyrissjóða eða skerða réttindi, eða bæði
  - Sjóðsuppbyggingarlíkanið fyrir lífeyrissjóði minna spennandi í lágvaxtaumhverfi

# Jákvæð áhrif

- Framleiðslukostnaður í atvinnustarfsemi þar sem framleiðslutími er langur kann að lækka
  - Dæmi byggingariðnaður, mannvirkjagerð
- Vaxtakostnaður íbúðarkaupenda lækkar
  - Áhrif vaxtalækkana til hækkunar á húsnæðisverði vega á móti ábata.
- Vaxtakostnaður hins opinbera lækkar
  - Gerir aukna skuldsetningu mögulega

# Ný hagvaxtarbraut ?

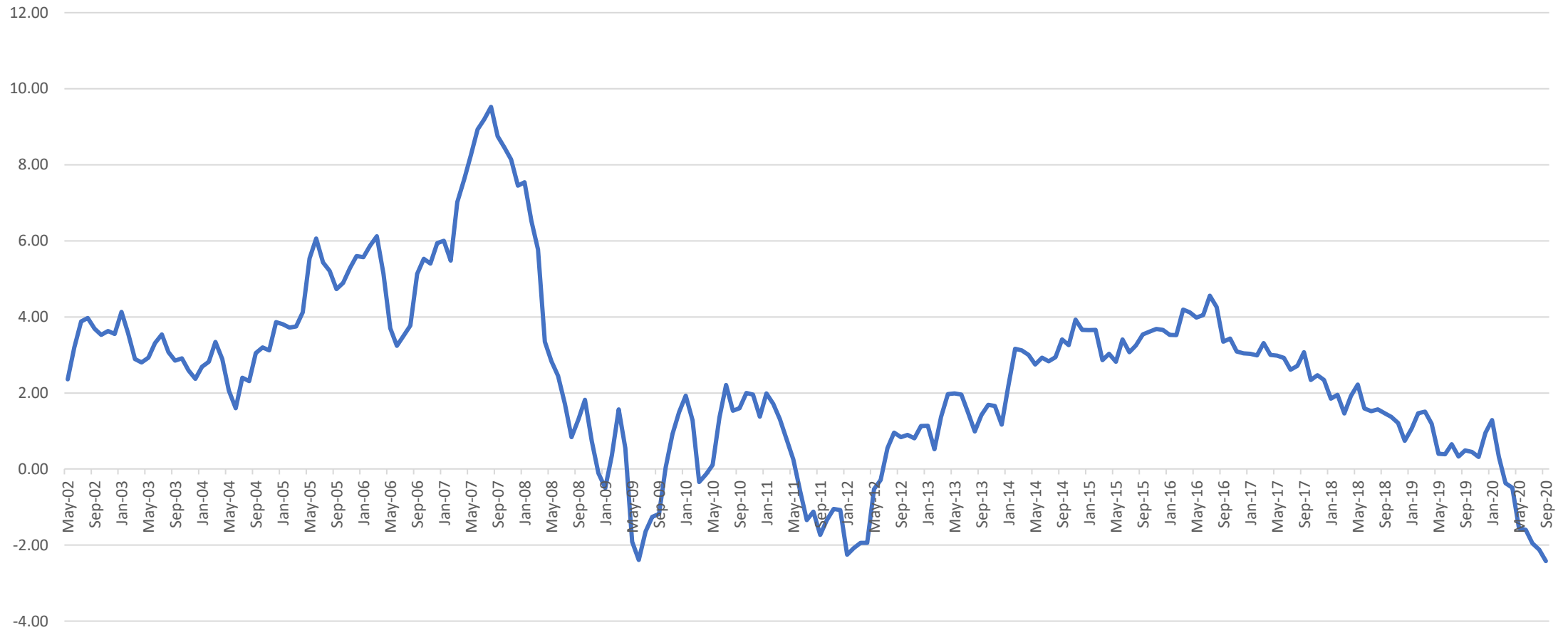
- Til eru hagvaxtarkenningar sem telja að samsetning hagvaxtar milli notkunar vinnuafls og fjármagns ráðist af launum og vöxtum (kostnaði framleiðsluþáttanna)
  - Séu vextir hlutfallslega háir leiti hagkerfi í það far að nota vinnuafll frekar en fjármagn og öfugt
  - Í hagkerfum þar sem fjármagn er dýrt (vextir háir) sé hlutfallslega mikið vinnuafll notað
    - Endurspeglast í því að vinnuafll er með lága framleiðni
  - Ísland kann að hafa verið á slíkri “hagvaxtarbraut” undanfarna áratugi
  - Lækkun vaxta og meira samræmi við nágrannalönd kann að ýta meiri notkun fjármagns og minni notkunar vinnuafls. Það myndi birtast sem aukin framleiðni.
  - Líklega leiða til hærri dagvinnulauna án þess að hafa veruleg áhrif á heildarlaun

# Samandregið

- Langvarandi neikvæðir raunvextir á sparifé rýrðu peningalegan sparnað fram að því að vextir voru gefnir frjálssir 1987.
- Skortur á peningalegum sparnaði leiddi til þess að raunvextir skutust upp í kjölfara vaxtafrelsisins og hafa haldist háir í alþjóðlegum samanburði til skamms tíma
- Peningalegur sparnaður hefur farið vaxandi frá 1987 og stuðlað að lækkun raunvaxta
- Nafnvextir hafa líka lækkað eftir því sem tók á stjórn peningamála hafa batnað. Samdráttur vegna Covid 19 er að hafa sérstök áhrif
- Lækkun raunvaxta er alþjóðleg þróun sem endurspeglar uppbygging peningalegs sparnaðar á alþjóðavísu
- Lágir raunvextir eru líklega komnir til að vera þar sem jafnvægi á fjármagnsmarkaði breytist hægt.

# Raunstýrivextir Seðlabanka Íslands 2002 - 2020

Miðað við liðna verðbólgu 12 mánuði aftur á bak



# Raunstyrivextir og raunávöxtun 10 ára verðtryggðra ríkisskuldabréfa, Fylgni 0,54

Heimild Seðlabanki Íslands

