

11.apríl 2011

## Valkostir í peninga- og gjaldeyrismálum

Friðrik Már Baldursson<sup>1</sup>

Viðskiptadeild Háskólans í Reykjavík

Í þessari greinargerð er farið stuttlega yfir þá kosti sem koma til greina að því er varðar fyrirkomulag peningamála eftir að gjaldeyrishöftum hefur verið aflétt. Greinargerðin er rituð að beiðni efnahags- og viðskiptaráðuneytisins sem nokkurs konar athugasemd – af lengra taginu þó – við skýrslu Seðlabanka Íslands um peningastefnu eftir höft (Seðlabanki Íslands, 2010).

Nokkurrar svartsýni hefur gætt um áætlun Seðlabankans um afnám gjaldeyrishafta og að aðstæður þær sem þurfa að vera fyrir hendi til að óhætt sé að afnema höftin geti skapast. Þetta er sérstakt umfjöllunarefni sem ekki verður fjallað um hér. Þó er ljóst að því trúverðugra sem það fyrirkomulag er sem á að taka við eftir að höftin eru afnumin, því líklegra er það að afnám þeirra gangi snurðulaust fyrir sig. Það er því mjög mikilvægt að undirbúa peningastefnu eftir að gjaldeyrishöftum verður aflétt og fjármagnsflutningar gefnir frjálsir að nýju. Jafnframt þarf að móta stefnu, ramma og vinnubrögð í í opinberum fjármálum og girða fyrir að hagstjórnarmistök undangenginna ára verði endurtekin.

### *Skýrsla Seðlabanka Íslands*

Seðlabanki Íslands birti nýlega skýrsluna „Peningastefna eftir höft“; titillinn lýsir innihaldinu. Þar kemur m.a. fram, og telst til tíðinda, að Seðlabankinn fellst á að tilraunin um verðbólguþröskulmarkmið hafi mistekist. En það er eftirtektarvert að skýrslan inniheldur ekki afgerandi tillögur um hvað taki við „eftir höft“. Niðurstaðan er að vísu sú að „verðbólguþröskulmarkmið-plús“, sem er verðbólguþröskulmarkmið að viðbættum ýmiss konar hliðarráðstöfunum sem eiga að bæta úr ágöllum hins upprunalega verðbólguþröskulmarkmiðs, sé það sem helst komi til greina. Samt er það fremur illa skilgreint hvað átt er við með þessum plástri á verðbólguþröskulmarkmiðið og margt sem getur falist í „plúsinum“.

Skýrslan bendir á en tekst ekki sérstaklega vel á við rannsóknir sem sýna að vegna undirliggjandi breytileika í framleiðslu og verðbólgu á Íslandi verður erfitt að viðhalda lágri og stöðugri verðbólgu nema þá á kostnað mikilla sveiflna í framleiðslu og atvinnustigi. Þetta þýðir að lág og stöðug verðbólga fæst ekki nema með miklum sveiflum í hagvexti, og öfugt að minni sveiflum í hagvexti fást ekki nema með miklum sveiflum í verðbólgu.<sup>2</sup> Þegar litið er til hagsögunnar virðast þessi býti milli sveiflna í verðbólgu og framleiðslu vera mun lakari á Íslandi en í öðrum löndum; raunar eru töluverðar sveiflur í báðum þessum breytum óháð því hvort slegið er af kröfum um jafna verðbólgu eða hagvöxt. Almennt má ætla að stjórnvöld setji hagvöxt frammar stöðugu verðlagi, þannig hefur það a.m.k. verið á Íslandi. Af því leiðir – ef tekið er mark á þessum rannsóknum – að tilhneigingin verður í átt að miklum sveiflum í

<sup>1</sup> Axel Hall, Jóni Steinssyni og Katrínu Ólafsdóttur eru þakkaðar gagnlegar ábendingar við drög að þessari greinargerð.

<sup>2</sup> Sbr. Honjo og Hunt (2006) og Þórarinn G. Pétursson (2010).

verðbólgu. Þetta er óháð því hvaða form peningastefnu er stuðst við og er ástæðan fyrir því að allar útgáfur peningastefnu sem hafa verið reyndar á Íslandi hafa hingað til siglt í strand. Það þurfa að verða grundvallarbreytingar á samhengi verðbólgu og hagvaxtar til að breyta þessari niðurstöðu.

Skýrsla Seðlabankans setur fram þá hugmynd að takast á við sveiflur með því að lengja sjóndeildarhring verðbólgu markmiðsins. Það þýðir að tímabil verðbólgu og verðhjöðnunar þurfa að skiptast á til að ná lágri verðbólgu að jafnaði. Það er ekki sérlega sannfærandi lausn – þýðir m.a. að raunvextir geta orðið háir á tímum samdráttar og verðhjöðnunar. Miklu líklegra er að miklar sveiflur í verðbólgu haldist í hendur við háa verðbólgu að jafnaði.

Ekki skal fullyrt um orsök mikilla hagsveiflna á Íslandi, en eflaust er að það er að einhverju leyti smæð og fábreytni sem veldur sveiflum. Það er ekki hægt að breyta þeirri staðreynd að Ísland er lítið hagkerfi. En fábreytileikinn er e.t.v. helst á sviði útflutnings og fram á síðari ár áttu flestar kollsteypur rætur að rekja þangað, þ.e. þegar gengið féll í kjölfar afkomubrests í sjávarútvegi. Hins vegar er of mikið gert úr því að sveiflur hljóti að verða miklar vegna fábreytni og sveiflna í útflutningi: Í alþjóðlegum samanburði sést að sveiflur í landsframleiðslu á Íslandi eru mun meiri en sveiflur í útflutningi og viðskiptakjörum gefa tilefni til; megnið af óstöðugleikanum er heimatilbúinn.

Það er því líklegt að breytileikinn eigi sér rætur í slakri hagstjórn. Það ætti því að vera hægt að minnka undirliggjandi hagsveiflur verulega með betri hagstjórn og breyta til betri vegar því óhagstæða samhengi milli sveiflna í verðlagi og hagvexti sem áður var lýst.

#### *Peningastefna eftir höft – valkostir*

Það koma ýmsir kostir til greina að því er varðar peningastefnu eftir að gjaldeyrishöft hafa verið afnumin og fjármagnsflutningar gefnir frjálssir. Niðurstaða í aðildarviðræðum Íslands við ESB ræður miklu um það hvaða kostir eru í boði:

1. Án ESB aðildar:
  - a. Verðbólgu markmið („plús“) með fljótandi krónu. Getur verið yfirlýst eða óyfirlýst.
  - b. Einhliða fastgengisstefna, þ.e. án aðildar að ERM-II, hugsanlega með vikiörkum.
  - c. „Hreyfanlegt gengisviðmið“ (*crawling peg*); nokkurs konar fastgengi með hægubreytilegu viðmiði.
2. Með ESB aðild:
  - a. Aðild að ERM-II; þýðir að gengi krónunnar er fest gagnvart evru en getur þó sveiflast innan allt að 15% vikmarka.
  - b. Full aðild að Evrusvæðinu (EMU); evran er tekin upp sem lögeyrir.

Í því sem fer hér á eftir verður gert ráð fyrir að ásamt sveigjanlegu gengi (fljótandi krónu) sé jafnframt stuðst við yfirlýst verðbólgu markmið. Sjaldnast verður gerður greinarmunur á verðbólgu markmiði og verðbólgu markmiði-plús.

Með hreyfanlegu gengisviðmiði er viðurkennt að verðbólga verði að jafnaði hærri en í viðskiptalöndum og gengið er markvisst en hægt og bítandi látið veikjast til að halda raungengi í grennd við langtímameðaltal.

Ef velja á eina mynt til viðmiðunar/notkunar á Íslandi þá er það varla annað en evran sem kemur til greina því utanríkisviðskipti landsins eru að meirihluta við Evrusvæðið (að meðtalinni Danmörku sem bindur gengi dönsku krónunnar við evru). „Tap“ vegna þess að sjálfstæð peningastefna myndi glatast yrði því langminnst með því að velja evruna.<sup>3</sup> Hér á eftir verður því miðað við tengingu við evruna þegar rætt er um fast gengi.

Vegna þeirra skilyrða sem sett eru fyrir aðild að Evrusvæðinu kemur hún vart til greina fyrr en nokkrum árum eftir að höft á fjármagnsflutninga hafa verið afnumin og eftir hugsanlega inngöngu í ESB. Burtséð frá kostum og göllum þess að Ísland gerist aðili að Evrusvæðinu þá kemur það því ekki til álita sem fyrsta fyrirkomulag eftir að höftum á fjármagnsflutninga hefur verið aflétt. Hér verður því ekki fjallað nánar um kosti og galla þess að ganga inn í Evrusvæðið.

Fyrir nokkrum misserum var töluvert rætt um einhliða upptöku evrunnar eða annarra mynta. Slíkt fyrirkomulag hefur ókosti umfram þá sem fylgja fullri aðild að evrusvæðinu: Stóran varasjóð þarf til að það sé trúverðugt, myntsláttuhagnaður fer forgörðum og ekki er neinn lánveitandi til þrautavara fyrir bankakerfið. Síðara atriðið er mjög mikilvægt við þær aðstæður sem nú ríkja í íslenskum efnahagsmálum; án lánveitanda til þrautavara væru verulegar líkur á áhlaupi á bankakerfið í kjölfar einhliða upptöku annarrar myntar. Ekki er hægt að útiloka að slíkt fyrirkomulag geti komið til álita að einhverjum tíma liðnum, þegar staða þjóðarbúsins, fjármálakerfisins og hins opinbera er orðin mun traustari en nú er; þá er minni þörf fyrir stóran varasjóð til að geta staðist áhlaup. Sennilega tekur það nokkur ár, jafnvel hátt í áratug, að skapa slíkar aðstæður. Tenging krónunnar við við evru með myntráði er svipuðu marki brennd. Þessir valkostir verða því ekki teknir til frekari umfjöllunar hér.

#### *Fast gengi eða fljótandi?*

Í umræðu um fyrirkomulag peningamála er yfirleitt fyrst spurt hvort henti betur að hafa fljótandi gengi eða fast gengi. Mörkin á milli fastgengis og fljótandi gengis eru að vísu ekki alveg skýr í reynd. Til dæmis er hægt að viðhafa verulegan sveigjanleika í gengi og vöxtum við fastgengisfyrirkomulag – jafnt einhliða sem tvíhliða (ERM-II) – með því að leyfa genginu að sveiflast í kringum tiltekið viðmið en innan tiltölulega víðra vikmarka. Engu að síður er gagnlegt að styðjast við þessa flokkun.

Þar til nýlega hefur almennt verið talið að vegna þess að áföll og búhnykkir á Íslandi væru af öðrum uppruna en í Evrópu þá þyrfti gengið að vera sveigjanlegt. Áður fyrr var röksemdafærslan einfaldlega sú að það þyrfti að vera hægt að fella gengi krónunnar til að

---

<sup>3</sup> Gæsalappirnar í kringum „tap“ eru settar vegna þess að það er alls ekki ljóst að sjálfstæð peningastefna hafi skilað Íslandi miklum ávinningi í gegnum tíðina.

bæta stöðu útflutningsgreinanna þegar þörf væri á, en á síðari árum hefur þessi rökfærsla færst yfir í að það þurfi að vera mögulegt að viðhafa sjálfstæða peningastefnu og breyta vöxtum til að bregðast við innlendri hagsveiflu. Krónan hefur svo, að öðru óbreyttu, tilhneigingu til að styrkjast með hærri vöxtum og veikjast með lágum vöxtum. Verðbólguþröngun er ætlað að viðhalda þessum sveigjanleika og jafnframt að stýra verðbólgu í tiltekið meðaltal sem algengt er að sé 2%, en hér á landi hefur viðmiðunin verið eilítið hærri eða 2,5%.<sup>4</sup>

Þetta líkan hefur á margan hátt brugðist. Með frjálsum fjármagnsflutningum hefur sveigjanleikinn sem fylgir fljótandi krónu og verðbólguþröngun orðið uppspretta fjármálalegs óstöðugleika vegna vaxtamunarviðskipta – ekki aðeins á Íslandi heldur mun víðar.<sup>5</sup> Í stað þess að tekið væri á undirliggjandi hagstjórnarvanda hér á Íslandi voru stýrivextir hækkaðir í því skyni að styrkja gengi krónunnar. Afleiðingin varð að upp hlóðst gríðarlegur stabbí skammtímafjár sem enn er að verulegu leyti til staðar og er ein orsök þess að erfitt er að aflétta höftum á fjármagnsflutninga.

Rétt er að taka fram að þessi óstöðugleiki kemur síður en svo fram alls staðar þar sem verðbólguþröngun er beitt. Til að vaxtamunarviðskipti fari úr böndunum þarf að koma til þensla sem verður þess valdandi að vaxtamunur við útlönd eykst úr hófi. Í aðdraganda íslensku bankakreppunnar leiddi vaxtamunurinn ekki aðeins til þess að inn streymdi mikið af erlendu fé í leit að hárri ávöxtun: Fyrirtæki, og í vaxandi mæli einstaklingar, tóku lán í erlendri mynt til að spara sér vaxtagreiðslur; stýrivextir urðu þar með máttlítið hagstjórnartæki og grafið var undan fjármálalegum stöðugleika.

Sennilegt er að þeim löndum sem hefur gengið vel með verðbólguþröngun myndi einnig farnast vel með annars konar fyrirkomulag peningamála. Það má einnig spyrja hve sjálfstæð peningastefnan er í reynd í þessum löndum: Rannsóknir hafa sýnt að langtímavextir í slíkum löndum hafa fylgt bandarískum langtímavöxtum.<sup>6</sup>

Í hefðbundinni greiningu er fast gengi valkosturinn við fljótandi gengi. Þegar gengi er fest án vaxtakröngulags eða með mjög þröngum vaxtakröngulagum er yfirleitt reiknað með því að vextir séu fastir og ákvarðaðir utan lítils hagkerfis á borð við Ísland. Við bætist áhættuálag sem er háð aðstæðum í viðkomandi landi. Þetta var reyndin í Evrópu fyrir fjármálakreppuna; vextir á skuldabréfum ríkissjóða í löndum sem voru komin eða á leið inn í evrusvæðið urðu nánast þeir sömu og í þungamiðju svæðisins, Þýskalandi. Álag vegna landsbundinnar áhættu var sáralítið. Þessi staða hefur gerbreyst í þá veru að vaxtaálag hefur aukist mikið á ríkissjóðum þeirra landa sem eru talin í hættu á að eiga í vandræðum með að greiða af skuldum sínum (sér í lagi á skuldabréfum Grikklands, Írlands, Portúgals, og Spánar). Það er ekki beint samband á milli of mikils hagvaxtar („þenslu“) og þess að ríkissjóður lendi í vanda og ekki er heldur einboðið að áhættuálag vegna þess að líkur á greiðsluvanda ríkissjóðs hafi aukist leiði til þess

<sup>4</sup> Að öðru óbreyttu verður afleiðingin til lengri tíma lítið veikning gengis krónunnar gagnvart myntsvæðum þar sem verðbólga er lægri.

<sup>5</sup> Umræðan virðist raunar færast í þá átt að skynsamlegt sé að hefta fjármagnsflutninga til skemmri tíma að einhverju leyti. Spurningin er hvort það myndi duga, þ.e. hvort innstreymi yrði þá ekki bara í lengri pappíra.

<sup>6</sup> Sjá t.d. grein Más Guðmundssonar (2008).

að langtímavextir endurspegli „réttu“ vexti fyrir tiltekið land frá sjónarmiði hagstjórnar; ekki eru líkur á mikilli þenslu á Írlandi eða í Grikklandi á næstunni en skuldabréfavextir himinháir. Engu að síður þá er líklegt að langtímavextir í löndum þar sem þensla eykst og verðbólga siglir umfram meðaltalið á evrusvæðinu eigi eftir að endurspegla betur aðstæður í hverju landi fyrir sig og að vextir á skuldabréfum í hverju landi verði að því leytnu til betur viðeigandi.<sup>7</sup>

Fastgengiskerfi, eins og það sem var viðhaft á Íslandi fram til marsmánaðar 2001 (einhliða ákveðið fastgengi með vikmörkum), þ.e. áður en verðból gumarkmið var tekið upp eða ERM-II þar sem vikmörk í gengi eru allt að 15% í hvora átt (sum lönd hafa ákveðið að nýta þessi vikmörk ekki eða aðeins að hluta), gefur kost á töluverðu sjálfstæði í peningastefnu ásamt sveigjanlegu gengi. Þetta gildir þó aðeins meðan vikmörkin njóta trúverðugleika og gengið er ekki komið nálægt eða í önnur hvor mörkin. Hafa ber í huga að öflugan gjaldeyrisvarasjóð þarf til að einhliða fastgengisfyrirkomulag sé trúverðugt.

Rannsóknir benda til þess að ef gengi krónunnar væri fest á trúverðugan hátt við evruna eða ef evran yrði tekin upp sem lögeyrir myndu viðskipti við evrusvæðið aukast og jafnframt yrðu hagsveiflur á Íslandi meira í takt við það sem gerist í Evrópu.<sup>8</sup> Betri samsvörun í hagsveiflum á Íslandi og í Evrópu myndi minnka þörfina á sjálfstæðri peningastefnu á Íslandi.

Það má draga þessa þanka þannig saman að því eru mörk sett hve miklu er hægt að búast við af peningastefnu sem fylgir verðból gumarkmiði með fljótandi gengi. Miðlun og virkni peningastefnunnar verður að vera sem skyldi. Jafnframt þurfa opinber fjármál og aðrir þættir hagstjórnarinnar að vinna með peningastefnunni þannig að vaxtamunur við útlönd verði ekki of mikill. Jafnvel þar sem þetta kerfi (verðból gumarkmið) virkar þá er það í reynd þannig að vextir bandaríska seðlabankans hafa sterk áhrif á langtímavexti. Það er því spurning hve mikill munur er á verðból gumarkmiði og t.d. fastgengiskerfi með vikmörkum þegar upp er staðið. Jafnframt myndi tenging krónu við evru (eða upptaka evru) leiða til þess að hagsveifla á Íslandi yrði meira í takt við þá evrópsku.

Að öllu þessu sögðu þá verður að benda á að umræðan um fast gengi eða fljótandi (með verðból gumarkmiði) er að vissu leyti rangur byrjunarpunktur í umræðu um peningastefnu á Íslandi eftir höft. Bæði fast gengi og fljótandi krefst þess að hagstjórnin styðji við peninga- og/eða gengisstefnuna og geri hana þannig trúverðuga.<sup>9</sup> Til að hægt sé að ná tókum á verðbólgu til frambúðar þarf að bæta hagstjórn, minnka sveiflur í eftirspurn, og bæta miðlun og auka virkni stjórnþækja peningamála að svo miklu leyti sem svigrúm er til sjálfstæðrar beitingar þeirra. Til þess að þetta geti gengið eftir þarf að taka á nokkrum mikilvægum þáttum hagstjórnarinnar.

---

<sup>7</sup> Samkeppnisstaða ríkja á borð við Spán og Írland varð lakari á árunum fyrir fjármálakreppu vegna verðbólgu umfram meðaltalið á evrusvæðinu. Þetta dregur úr hagvexti og tekjuöflun viðkomandi ríkissjóðs til lengri tíma litið. Réttar væntingar um þetta hefðu átt að endurspeglast í herra áhættuálagi á vexti í þessum ríkjum. Það hefði aftur dregið úr þenslu.

<sup>8</sup> Sbr. Frankel og Rose (1998) og Rose (2008).

<sup>9</sup> Þetta var ekki reyndin í aðdraganda íslensku bankakreppunnar – skattar voru lækkaðir og útlán íbúðalánasjóðs aukin, samhliða því að hið opinbera stóð að miklum fjárfestingum í orkuvinnslu.

### *Miðlun og virkni peningastefnunnar*

Það hefur sýnt sig að sjálfstæð peningastefna er einskis nýt ef hún hefur lítil sem engin áhrif á raunhagkerfið. Hugmyndin með peningastefnu samkvæmt hefðbundnu verðbólguþætti er sú að stýrivextir Seðlabankans hafi áhrif á markaðsvexti – þetta er *miðlun* peningastefnunnar. Markaðsvextirnir hafa síðan áhrif á verðbólguvæntingar, gengi og eftirspurn. Markmiðið er að verðbólga haldist í námunda við sett markmið.

Geta Seðlabankans til að hafa áhrif á verðbólguvæntingar er mjög mikilvægur þáttur í að vel takist til. Verðbólguvæntingar hafa áhrif á ákvarðanir um verðlagningu fyrirtækja og á kjarasamninga, og hafa jafnframt áhrif á peningamarkaðinn. Vextir á óverðtryggðum skuldabréfum ásamt verðbólguvæntingum yfir lánstíma ákveða væntingar um raunvexti á slíkum pappírnum. Það hefur aftur áhrif á (raun)vexti á verðtryggðum bréfum.

Miðlun peningastefnunnar hefur brugðist að því leyti til að stýrivextir hafa haft lítil áhrif á langtímavexti. Þetta þýðir að áhrif peningastefnunnar á fjárfestingar eru lítil, en það er sá þáttur eftirspurnar sem vextir eru líklegastir til að hafa mikil áhrif á. Jafnframt hafa verðbólguvæntingar endurspeglad vantrú á að Seðlabankanum tækist að ná tökum á verðbólgunni. Almennt hefur Seðlabankanum gengið illa að skapa sér trúverðugleika að því er varðar getu hans til að vinna bug á verðbólgu.<sup>10</sup> Áhrif peningastefnunnar á verðlag hafa því að mestu takmarkast við gengisfarveginn.

Að öllum líkindum er það helst þrennt sem veldur því hve miðlun stýrivaxta hefur verið veik. Í fyrsta lagi hefur Seðlabankanum gengið mjög illa að hafa áhrif á verðbólguvæntingar. Í öðru lagi verður að teljast líklegt að miðlunarferli peningastefnunnar hafi veikt vegna vaxtarmunarviðskipta því þau stuðluðu að því að halda vöxtum til lengri tíma niðri; sterka vísbendingu um þetta má finna í því að það var ekki fyrr en lokaðist á þessi viðskipti snemma á árinu 2008 að marktæk fylgni komst á milli stýrivaxta og ávöxtunarkröfu á óverðtryggðum ríkisskuldabréfum. Í þriðja lagi voru (og eru) verðtryggð lán með föstum vöxtum ráðandi í lánnum sem veitt eru í íslenskum krónum til lengri tíma, sér í lagi á húsnæðismarkaðnum.

Burtséð frá því hvort Seðlabankinn bregður opinberlega á það ráð að fara á nokkurs konar gengismarkmið líkt og gerðist hér á árunum fyrir hrun þá vita markaðsaðilar af því að gengið er nánast eini farvegurinn fyrir peningastefnuna. Það þýðir að þeir reikna með því að Seðlabankinn taki mið af genginu við vaxtaákvarðanir. Þetta skapar nokkurs konar vítahring sem komst á snúning fyrir hrun: Seðlabankinn tók að leggja mikla áherslu á gengi krónunnar í yfirlýsingum sínum. Það gaf spákaupmennsku með krónuna, vaxtamunarviðskiptum, byr undir báða vængi; skammtímafé streymdi inn í landið og styrkti gengið til skamms tíma. Þetta var nánast eina virka leiðin frá stýrivöxtum til verðlags, en þegar upp var staðið veikti þetta miðlun peningastefnunnar enn frekar.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Sjá Friðrik Már Baldursson og Axel Hall (2008).

<sup>11</sup> Sjá umfjöllun um vaxtamunarviðskipti, óbeint gengismarkmið Seðlabankans og miðlun og virkni peningastefnunnar í 3. kafla Portes og Baldursson (2007). Sjá einnig umræðu í Seðlabanki Íslands (2010).

Ráðandi staða erlendra mynta í lánum til fyrirtækja og í auknum mæli líka hjá einstaklingum (sem má segja að sé ein birtingarmynd vaxtamunarviðskipta) takmarkaði síðan virkni peningastefnunnar. Ennfremur voru áhrif peningastefnunnar á húsnæðismarkað nánast engin; Íbúðalánasjóður lánaði (og lánar) út á föstum vöxtum sem lækkuðu í mestu þenslunni árin 2004-2007 í samkeppni um markaðshlutdeild í lánum til íbúðakaupa við bankana.

Miðlun og virkni peningastefnunnar er öflugri nú en áður. Það er vegna gjaldeyrishaftanna sem útiloka vaxtamunarviðskipti og lántöku í erlendra mynt. Þó það taki hugsanlega einhvern tíma mun sú breyting ganga til baka eftir að gjaldeyrishöft verða afnumin, verði ekkert að gert.

Það þarf því að leita leiða til að styrkja miðlun og virkni peningastefnunnar. Minni möguleikar á vaxtamunarviðskiptum myndu bæta miðlun peningastefnunnar. Mikilvægast er þó að Seðlabankinn nái að hafa áhrif á verðbólguvæntingar. Reynslan hefur sýnt að það er ekki auðvelt verkefni. Og þrátt fyrir að verðbólga hafi nú náðst niður í kjölfar mikils samdráttar í eftirspurn og í skjóli gjaldeyrishafta sem gera Seðlabankanum kleift að stýra genginu er ekki hægt að treysta á að það nægi til að skapa trú á að bankanum takist að hafa hemil á gengi og verðbólgu þegar gjaldeyrishöft verða afnumin. En þetta er engu að síður lykilatridi í því að vel takist til.

Til að styrkja virkni peningastefnunnar þarf að tryggja að fleiri farvegir hennar en gengið séu opnir. Eitt skref í þá átt er að draga úr notkun erlendra myntar í lánakerfinu – þetta fer einnig saman við meiri fjármálalegan stöðugleika.<sup>12</sup> Í þessu skyni kemur til greina að beita beinni reglusetningu en heppilegra er þó að beita efnahagslegum hvötum – t.a.m. reglum um það hvernig lán í erlendra mynt koma inn í eiginfjárgrunn banka – til að stuðla því að fjármögnun leiti fremur í íslenskar krónur. Jafnframt er æskilegt að draga úr notkun verðtryggingar til að auka bit vaxta. Afnáam verðtryggingar á löngum lánum, t.d. til húsnæðiskaupa, myndi að óbreyttu þýða að slíkar lánveitingar myndu leggjast af. En fljótandi verðtryggðir vextir í stað fastra myndu veita áhrifum stýrivaxta betur út um hagkerfið og bæta þar með miðlun og virkni peningastefnunnar.

Betri miðlun og virkni peningastefnunnar, og betri hagstjórn að öðru leyti, leiðir til þess að þörfin á miklum vaxtahækkunum á þenslutímum verður minni. Það dregur aftur úr líkum á því að til mikilla vaxtamunarviðskipta komi. En það kemur einnig til greina að fresta því að afnema allar hömlur á skammtímahreyfingum með krónuna til að stemma stigu við slíkum viðskiptum.

Fyrir hrun dró Seðlabankinn markvisst úr beitingu stjórnækja annarra en vaxta. Í hinni nýju skýrslu bankans er hins vegar rætt um beitingu reglusetningar ýmiss konar („þjóðhagsvarúð“) bæði til að hafa áhrif á eftirspurn og til að stuða að fjármálalegum stöðugleika.<sup>13</sup> Slík tæki geta eflaust haft áhrif í þá átt að draga úr sveiflum og minnka líkur á fjármálalegum

<sup>12</sup> Hér er reiknað með því að þegar höftum verður aflétt muni aftur opnast á fjármögnun fyrirtækja og heimila í erlendra mynt.

<sup>13</sup> Sjá töflu 4 í Seðlabanki Íslands (2010).

óstöðugleika. Ýmsir kostir koma til greina en það er óljóst hvað myndi henta best hér á landi. Þó má benda á að reglur um útlán í erlendri mynt myndu falla undir þjóðhagsvarúð. Spurningin er hvort reglusetning af þessu tagi dugir til.

### *Opinber fjármál*

Stefnan í opinberum fjármálum í víðum skilningi – það innifelur stefnu í íbúðalánnum og framkvæmdum á vegum Landsvirkjunar, Orkuveitu Reykjavíkur, og annarra fyrirtækja í opinberri eigu – hefur yfirleitt magnað hagsveifluna fremur en að dempa hana.

Dæmi um það hvernig stefnan í opinberum fjármálum hefur verið þensluhvetjandi eru skattalækkningar, aukning ríkisútgjalda og stórfelldar fjárfestingar opinberra fyrirtækja í orkugeiranum samhliða þenslunni sem fylgdi í kjölfar einkavæðingar bankanna og uppgangs á fjármálamarkaði frá árinu 2003. Annað dæmi frá sama tímabili eru breytingar á útlánareglum Íbúðalánasjóðs árin 2003-2007 sem juku eftirspurn á íbúðamarkaði og voru þensluhvetjandi. Sjóðurinn magnaði síðan uppsveifluna á húsnæðismarkaði enn frekar með lækkunum útlánsvaxta á sama tíma og Seðlabankinn var að reyna að hækka vexti til að slá á þenslu. Oft var bent á að þetta væru óskynsamlegar aðgerðir, en allt kom fyrir ekki. Það væri bjartsýni að ætla að lærdómarnir sem draga má af þenslunni fyrir fall bankanna sitji svo fast í fólki að ekki sé hætt á að mistök af þessu tagi endurtaki sig. Það er því nauðsynlegt að koma á umbótum varðandi þennan þátt hagstjórnarinnar.

Hugmyndir hafa verið settar fram um að hið opinbera bindi hendur sínar með því að setja reglur sem eiga að takmarka möguleika á þensluhvetjandi fjármálastefnu. Það virðist óraunhæft að löggjafarvaldið bindi hendur sínar með því móti. Til að hrinda umbótum af því tagi sem til þarf í framkvæmd þarf því fyrst og fremst grundvallarbreytingar á viðhorfi, stefnu og vinnubrögðum í hagstjórn. Þetta er eina raunhæfa leiðin til að koma megi í veg fyrir sambærileg mistök og voru gerð á árunum 2003-2007. Atriði á borð við markvissa beitingu á rammafjárlögum til nokkurra ára í senn og að fram fari sjálfstæð og óháð greining á ríkisfjármálum á vegum óháðrar stofnunar gætu stutt við markvissa stefnu í opinberum fjármálum og framkvæmd hennar.<sup>14</sup>

Umbætur að þessu leyti eru lykilatriði varðandi stöðugleika í peningamálum og skiptir þá engu hvort stuðst er við verðbólguþröskulmörk, fastgengisfyrirkomulag eða að evran verði tekin upp sem lögeyrir.

### *Samningar á vinnumarkaði*

Sveigjanlegur vinnumarkaður hefur löngum verið talinn til styrkleika íslensks efnahagslífs. Þrátt fyrir þetta hafa aðilar vinnumarkaðarins sjaldnast megnað að gera kjarasamninga sem samrýmast stöðugu verðlagi og jöfnum og þéttum kjarabótum – framleiðnivöxtur hefur verið ofmetinn sem þýðir að launahækkningar fara út í verðlag. Þarna verður að undanskilja þjóðarsáttarsamningana, sem gerðir voru á samdráttar- og atvinnuleysistímum.

---

<sup>14</sup> Slíkar stofnanir eru víðast hvar í nágrannalöndunum, t.d. *Det økonomiske råd* í Danmörku.



Þetta þarf að breytast í framtíðinni ef verðbólga á að haldast á svipuðu róli og í viðskiptalöndum Íslands. Ríkið getur haft töluverð áhrif á þetta ferli með því að stuðla að trúverðugri peningastefnu sem miðar að stöðugri og lágri verðbólgu. Aðkoma ríkisins að kjarasamningum að öðru leyti hlýtur að vera takmörkuð. Þó má benda á að hefð er fyrir innkomu ríkisins í kjarasamninga með hliðaraðgerðum ýmiss konar er gjarnan varða almenn málefni vinnumarkaðar. Þetta getur verið gagnlegt ef þess er gætt að slík inngríp falli inn í skynsamlega fjármálastefnu ríkisins.

#### *Framtíðarfyrirkomulag*

Það er lykilatriði að það fyrirkomulag peninga- og gengismála sem valið er sé trúverðugt; almenn trú á að fyrirhugað kerfi geti virkað mun styðja við það; að sama skapi er óráð að velja kerfi sem ekki nýtur slíkrar tiltrúar – það er nánast fyrirfram dæmt til að mistakast. Með þetta í huga má skipta hugsanlegu fyrirkomulagi eftir að höftum er aflétt í tvo flokka:

1. Fyrirkomulag þar sem ekki er ráðist í miklar umbætur á fyrirkomulagi hagstjórnarinnar. Þá má reikna með því að sveiflur á Íslandi verði ávallt meiri en í viðskiptalöndunum. Því verði ómögulegt að viðhalda lágri og stöðugri verðbólgu samhliða stöðugum og sjálfbærum hagvexti og lágu atvinnuleysi.
2. Fyrirkomulag þar sem gerðar eru grundvallarbreytingar á umgjörð efnahagskerfisins þannig að dregið sé úr sveiflum og virkni efnahagslegra stjórnækja aukin í því skyni að viðhalda lágri og stöðugri verðbólgu samhliða stöðugum og sjálfbærum hagvexti ásamt lágu atvinnuleysi.

Í fyrri flokknum er einfaldlega gefist upp fyrir hagsögunni og fallist á að verðbólga verði ávallt hærri á Íslandi en í helstu viðskiptalöndum. Í þessu tilviki væri annars vegar hægt að nota verðbólguþröskulmið með háu viðmiði (t.d. á bilinu 5-10%) og víðum vikið. Gengið væri fljóttandi en myndi óhjákvæmilega hafa tilhneigingu til að veikjast gagnvart myntum annarra iðnríkja. Hins vegar væri hægt að styðast við hreyfanlegt gengisviðmið með víðum vikið (10-15%). Að því gefnu að miðlun stýrivaxta verði svipuð og nú er – þ.e. mjög veik – gæti síðara fyrirkomulagið (hreyfanlegt gengisviðmið) hentað betur. Þetta er ekki aðlaðandi kostur en líklega sá skásti ef hagstjórn og virkni efnahagslegra stjórnækja verður áfram með svipuðum hætti og undanfarna áratugi.

Í síðari flokknum er reiknað með því að gerðar verði djúpstæðar umbætur sem miða að stöðugra efnahagssumhverfi. Eðli þeirra breytinga sem til þarf hefur verið rakið að framan. Hér koma þrjár kostir í peningamálum helst til greina:

1. Verðbólguþröskulmið „plús“, þar sem plúsinn (sbr. skýrslu Seðlabankans) er hluti af þeim umbótum sem ráðist yrði í með það að markmiði að bæta miðlun og virkni peningastefnunnar verulega.
2. Einhliða ákvarðað fastgengi með tiltölulega þröngum vikið (t.d. allt að 5%).
3. Aðild að ESB og ERM-II, sem er tvíhliða fastgengi með þröngum eða jafnvel engum vikið.

Ef ekki er reiknað með aðild að ESB (a.m.k. ekki á því stigi sem höftum er aflétt) þá virðist verðbólguþröskur ásamt fljótandi gengi vera álitlegri kostur en fastgengi. Þetta er sett fram í ljósi reynslunnar, þar sem ytra áfall (t.d. aflabrestur) getur sett mikinn þrýsting í átt til lækkunar á gengi sem leiðir til þess að ekki er hægt að verja vökmörkin; að öðrum kosti þyrfti að hafa til reiðu mikinn gjaldeyrisforða til að mæta slíkum aðstæðum sem er mjög kostnaðarsamt til lengdar. Það yrði erfitt að byggja upp traust á hvoru kerfinu sem er; Ísland hefur reynt bæði fastgengi og verðbólguþröskur og mistekist í báðum tilvikum. Það er raunar erfitt að ímynda sér að krónan geti farið á flot án hafta á skammtímahreyfingar, a.m.k. í upphafi. Í öllu falli þyrfti mjög vandaðan undirbúning þar sem hugað er að öllum þáttum hagstjórnar til að hvort kerfið sem er eigi einhvern möguleika.

Aðild að ERM-II er áreiðanlega heppilegasta fyrirkomulag peninga- og gengismála fyrir Ísland. Það er vegna þess að Evrópski seðlabankinn aðstoðar við að halda krónunni innan tilskilinna vökmarka og tryggir þannig trúverðugleika kerfisins. Til þess að þetta geti orðið þarf Ísland að ganga í ESB. Aðild að ERM-II dregur hins vegar ekki úr þörf á betri hagstjórn – endurtekning á hagstjórnarmistökum undanfarinna áratuga myndi fljótlega leiða til meiri verðbólgu en í ESB sem aftur leiddi til þess að breyta þyrfti viðmiðunargengi og fella þar með krónuna. Þar með væri fyrirkomulagið fallið í fyrri flokkinn sem nefndur var að framan þar sem fyrirfram er ákveðið að halda áfram í gamla farinu.

## Heimildir

Frankel, J. A. and Rose, A. K. (1998), The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *The Economic Journal*, 108: 1009–1025.

Friðrik M. Baldursson og Axel Hall (2008). Out of reach? Convergence to an inflation target in the Central Bank of Iceland's macroeconomic model. *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, Special issue 2008, 83–106.

Honjo, K., og B. Hunt (2006). Stabilizing inflation in Iceland. IMF, Working Paper Series, nr. 06/262.

Már Guðmundsson (2008). Financial globalisation: Key trends and implications for the transmission mechanism of monetary policy. Í *Financial market developments and their implications for monetary policy*. BIS, Papers, nr. 39, 7-29.

Portes, R., og Friðrik Már Baldursson (2007). The internationalisation of Iceland's financial sector. *Viðskiptaráð Íslands*, nóvember 2007.

Rose, A.K. (2008). Is EMU Becoming an Optimum Currency Area? The Evidence on Trade and Business Cycle Synchronization, draft paper available at <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose>.

Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefna eftir höft. Sérít nr. 4.

Þórarinn G. Pétursson (2010). Inflation control around the world: Why are some countries more successful than others? Í bókinni *Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*. Ritstjórar D. Cobham, Ø. Eitrheim, S. Gerlach og J. F. Qvigstad. Cambridge: Cambridge University Press.