

Umsögn um skýrslu Seðlabanka um peningastefnu eftir höft

1. Inngangur

Skýrsla Seðlabankans er tilraun til að leggja grunn að peningastefnu eftir að höft á gjaldeyrisviðskiptum hafa verið afnumin. Reynt er að leggja mat á reynsluna af því fyrirkomulagi sem beitt hefur verið á undanförunum áratugum, sérstaklega er lögð áhersla á að kanna og leggja mat á reynsluna af beitingu verðbólguþröskuls frá 2001. Þar kemur til álita annars vegar slakur árangur við að ná því verðbólguþröskuli sem að var stefnt og hins vegar að hvaða marki peningastefnan, framkvæmd hennar eða mistök við framkvæmd hennar, stuðlaði að fjármála- og gjaldeyriskreppunni 2008. Þá er stuðst og vísað til að reynslunnar af fastgengiskerfum undanfarinna áratuga við mat á möguleikum þess að fastgengisstefna gæti verið raunhæfur kostur við val á peningastefnu.

Tilgangur skýrslunnar er að draga fram og fjalla um þá kosti sem eru í boði og ræða sjónarmið með og móti þeim.

2. Aðildarumsókn að ESB

Í bakgrunni þessarar umfjöllunnar skýrslunnar er umsókn Íslands um aðild að ESB sem þýðir, leiði hún til aðildar, að kostir Íslands í peningamálum einfaldast þar sem ný aðildarríki ESB undirgangast að gerast aðilar að Evrusamstarfinu þegar skilyrði fyrir þátttöku eru uppfyllt, hin svokölluðu Maastricht-skilyrði¹. Við aðild að ESB hefst m.a. aðlögun að Evrusamstarfinu, með þátttöku ERM II kerfinu sem er fastgengiskerfi innan ákveðinna vörðmarka með stuðningi Evrópska seðlabankakerfisins (ESCB). Vörðörkin eru nú víðust 15% til hvorrar handar frá ákveðnu miðgengi. ERM II kerfið er hugsað sem undirbúningur að upptöku evru og árangursrík þátttaka í því fullnægir Maastricht-skilyrðinu um gengisstöðugleika.

1

Maastricht-skilyrðin eru alls fimm:

- Verðbólga má ekki vera meira en 1,5% yfir meðaltali verðbólgu hjá þeim þremur ESB ríkjum sem lægsta hafa verðbólguna.
- Langtíma stýrivextir mega ekki vera meira en 2% hærra en að meðaltali í þeim þremur ríkjum þar sem verðlag er stöðugast.
- Halli á rekstri ríkissjóðs má ekki vera meiri en 3% af vergri landsframleiðslu.
- Heildarskuldir hins opinbera mega ekki vera yfir 60% af vergri landsframleiðslu.
- Landið skal hafa verið aðili að gengissamstarfi Evrópu (Exchange Rate Mechanism, ERM II) í a.m.k. tvö ár og haldið gengi gjaldmiðils innan ákveðinna vörðmarka.

3. Umfjöllun skýrslunnar og niðurstöður

Hér fer á eftir tilraun til að draga saman í örstuttu formi helstu umfjöllunarefni skýrslunnar og meginniðurstöður. Samantektin byggir á kaflaskiptingu skýrslunnar.

- Í öðrum kafla skýrslunnar er fyrst fjallað um markmið peningastefnunnar. Slegið er föstu að markmið hennar sé að hámarka velferð mælt á mælikvarða hagvaxtar. Komist er að þeirri niðurstöðu að stöðugt verðlag sé heppilegast þar sem það dragi úr hagsveiflum. Vikið er að þeirri staðreynd að fjármálalegur óstöðugleiki getur myndast þrátt fyrir að markmið um stöðugt verðlag hafi náðst, sbr. margra erlendra ríkja. Síðan er fjallað ítarlega um reynslu ríkja af upptöku og notkun verðbólgaumarkmiðs sem kjölfestu stefnunnar í peningamálum. Niðurstaðan virðist vera sú að ekki sé hægt að hafna þeirri tilgátu að beiting verðbólgaumarkmiðs hafi hjálpað flestum ríkjum sem hafa beitt því til að ná betri tókum á verðlagsþróun. Almennt hefur þó verðbólga farið minnkandi í heiminum frá þeim tíma sem verðbólgaumarkmið komst í tísku. Sama virðast gilda um hagsveiflur sem einnig hafa farið minnkandi frá 1990, þ.e. eftir að beiting verðbólgaumarkmiðs varð algeng víða um heim.
- Í þriðja kafla er fjallað um peningastefnu á Íslandi. Gefið er stutt yfirlit um slakan árangur Íslendinga í verðlagsmálum alltr frá því að tenging við dönsku krónuna var rofin 1920. Aðaláherslan er þó á árangur peningastefnunnar frá því að verðbólgaumarkmið var tekið upp 2001. Fram kemur að meðalverðbólga tímabilsins frá 2001 til dagsins í dag er 6,5% en 4,2% ef áhrifum hrunsins sleppt og aðeins er horft til loka árs 2007. Velt er vöngum yfir ástæðum þessa slaka árangurs. Bent er á að íslenskt efnahagslíf sé einhæfara og sveiflukenndara en mörg önnur hagkerfi. Einhæfni geri Ísland háðara hrávörumörkuðum en þar hafi verðlag verið sveiflukenndara en á öðrum mörkuðum. Sveiflur í aflabrögðum sjávarfangs hafi einnig mikil áhrif. Rætt er um þann forgang sem íslensk stjórnsmál setja á hátt atvinnustig og meðal annars fjallað um stefnuna í fjármálum hins opinbera og afskipti ríkisvaldsins að stóriðju- og virkjunarframkvæmdum. Þá er fjallað um skort á trúverðugleika stefnunnar í peningamálum í ljósi slakrar reynslu af peningamálastjórn Seðlabankans, tíðrar stjórnsmálalegrar gagnrýni á vaxtaákvæðanir Seðlabankans og skipunar fyrrverandi stjórnsmálaleiðtoga í ædstu stöður í bankanum. Sérstaklega er fjallað um beitingu stýrivaxta bankans á þessum árum og komist að þeirri niðurstöðu að brugðist hafi verið of seint við uppsveiflunni í hagkerfinu og stýrivextir verið of lágir nánast allt tímabilið frá 2001 til dagsins í dag miðað við Taylor-reglu, algenga viðmiðun um hverjir stýrivextir eiga að vera miðað við spáða verðbólgu og framleiðsluspennu. Talið er að þetta kunni að stafa af vanmati á vaxandi eftirspurn í hagspám Seðlabankans. Rætt er sérstaklega um þann vanda sem skapaðist vegna ofgnóttar alþjóðlegs fjármagns á þessum árum og innstreymis þess í íslenska hagkerfið. Greint er frá athugunum Rannsóknarnefndar Alþingis (RNA) á framkvæmd peningastefnunnar á þessum árum. Er m.a. tekið fyrir að inngripum á gjaldeyrismarkaði var ekki beitt, bindiskylda lækkuð 2003 og 2008, lausafjárkröfur ekki hækkaðar og lausafjárstýring ómarkviss sem leiddi til þess að Seðlabankinn missti tók á peningamagni í umferð, að lánastarfsemi bankans hafi verið komin út

fyrir ramma hefðbundinna markaðsaðgerða og ekki hafi verið hugað að tryggingum lána. Ekki er fjallað um þessar ályktanir RNA að öðru leyti en í 5. kafla skýrslunnar. Rætt er ítarlega um miðlunarferli peningastefnunnar, þ.e. hvernig stýrivextir Seðlabankans hafi áhrif á aðra vexti á fjármálamarkaðnum, sérstaklega vexti á lengri skuldbindingum. Bent er á áhrif aðgengis að erlendum mörkuðum og minnt á ofgnótt fjár á alþjóðlegum fjármálamörkuðum sem veikti áhrif vaxta á aðra innlenda vexti en jók áhrif stýrivaxta á gengi. Talið að er lítil útgáfa ríkisskuldabréfa hafi veikt áhrif stýrivaxtanna. Fjallað er um verðtryggingu hér á landi og komist að þeirri niðurstöðu að verðtrygginarformið eitt og sér dragi ekki úr áhrifum peningastefnunnar. Í heild virðist niðurstaða kaflans að slakan árangur megi rekja til marga þátta svo sem skorts á trúverðugleika bankans, aðhaldsleysis í eftirspurnarstjórn, tæknilegra mistaka bankans við mat á þörf á vaxtaaðgerðum, sérstakra aðstæðna á alþjóðlegum mörkuðum og galla í skipulagi innlands fjármálamarkaðar, sérstaklega útbreidda notkun langtímalána með föstum vöxtum og sérstakrar stöðu Íbúðalánasjóðs í lánakerfinu.

- Í fjórða kafla er fjallað um hugsanlegar útfærslur á fastgengisstefnu. Raktir eru kostir fastgengisstefnu til að draga úr óvissu og áhættu í alþjóðaviðskiptum. Bent er á þau þekktu áhrif að fastgengisstefna takmarkar svigrúm til að beita sjálfstæðri peningastefnu til að mæta hagsveiflum. Fallað er um áhrif þess þegar hagsveiflur ríkja sem gengistengd eru ósamhverfar og sýnt að minni fylgni er milli hagsveiflna hér á landi og ESB en milli landa innan ESB. Velt er upp þeirri tilgátu að samhverfni kunní að aukast með tengingu gjaldmiðla. Fjallað er um kosti varðandi viðmið og komist að þeirri niðurstöðu að evran sé augljós kostur vegna vægis hennar í vöruviðskiptum. Ræddir eru kostir varðandi fyrirkomulag tengingar við evruna svo sem einhliða fastgengisstefna, myntráð, einhliða upptaka erlends gjaldmiðils og loks innganga í evrusamstarfið. Ekki er lagt heildarmat í þessa kosti, en hugsanlega ráða má af umfjölluninni að ef innganga í evrusamstarfið er frátalin sé myntráð ef til vill heppilegasti kosturinn.
- Í fimmta kafla er fjallað um umbætur á umgjörð efnahagsstefnunnar. Í raun er þar fjallað að mestu um þann lærdóm að verðstöðugleiki tryggir ekki fjármálastöðugleika og fjármálakerfinu er mikil hættu búin við skilyrði frjálsræðis í fjármálastarfsemi og óheftra fjármagnshreyfinga milli landa. Þannig geta veikleikar í fjármálakerfinu eða fjármálahrún valdið verulegum efnahagslegum skaða. Þessi umræða er í raun endurvakin umræða frá lokum tíunda áratugarins sem kom í kjölfar fjármálahruns og/eða gjaldeyriskreppna í nokkrum löndum, svo sem Skandinavíu, Rússlands auk þeirra erfiðleika sem urðu í Austur-Asíu, svo sem Suður-Kóreu, Indónesíu og Tælandi. Bent er á aukið aðhald í peningamálastjórn til að hefta ofris innlendrar hagsveiflu getur magnað innstreymi erlends lánsfjár og þannig grafið undan peningalegu aðhaldi og skapað í nýja veikleika í hagkerfinu, svo sem eignabólu eða útþandar fjármálastofnanir. Við þessu þurfi að bregðast við stjórnþækjum sem kalla mætti þjóðhagsvarúðartæki (e. macro-prudential tools). Vaxandi áhugi virðist vera á alþjóðavettvangi að beita slíkum tækjum, þó engar ákvarðanir hafi verið teknar og hugsanlegt að áhugi hverfi þegar líður frá áföllunum 2008 eins og gerðist eftir árið 1998. Hér eru á ferðinni ýmis gamalkunnug tól auk nokkurra nýrra svo sem: Inngríp (stýfð) á gjaldeyrismarkaði, sterkur gjaldeyrisforði, bindiskylda, lausafjárreglur, skattlagning gjaldeyrisinnflæðis, sveiflujafnandi eiginfjárákvæði fyrir

fjármálafyrirtæki, kröfur um aukið eigið fé ef útlánavöxtur er hraður, hámark á láns- eða veðhlutföllum vegna tiltekinna útlána, t.d. íbúðalána, kröfur um greiðslumat lánþega og ýmislegt fleira. Þessum tækjum er annars vegar ætlað að mynda aukin viðnámsprótt við áföllum og hins vegar að hefta myndun eignabóla eða hægja á úþenslu efnahagsreikninga fjármálafyrirtækja. Að hluta til virðist hugmyndin vera að bregðast við vísbendingum um ójafnvægi með sveigjanlegum og ekki endilega almennum hætti, heldur laga úrræðin að þeim einkennum sem fram koma.

- Í sjötta og lokakafla skýrslunnar er velt upp nokkrum lagfæringum sem til greina gætu komið á tæknilegri útfærslu verðbólgaumarkmiðsins. Rætt er um þann kost að hækka markmiðið til að skapa aukin sveigjanleika m.a. til að auðveldara verði að bregðast við áföllum svo sem fjármálakreppum með lágum vöxtum. Þá er einnig skoðað hvort gefi eigi Seðlabankanum lengri tíma til að ná verðbólgaumarkmiðinu verði frávik frá því. Þetta getur aukist sveigjanleika og dregið úr sveiflum í stýrivöxtum. Ennfremur er fjallað um hvort víkka eigi vikmörk verðbólgaumarkmiðsins. Allar þessar þrjár leiðir eru til fallnar að auka sveigjanleika en jafnframt geta þær grafið undan trúverðugleika peningastefnunnar. Loks er fjallað um hvaða verðlagsmælikvarða á að leggja til grundvallar. Einkum er staðnæmst við hvort húsnæðisliðurinn eigi að vera meðtaltalinn í viðmiðunarvísitölunni eða ekki.

4. Umfjöllun um kafla 2

Ekki þarf að eyða löngu máli að skynsamlegt sé að peningastefnan miði að því að hámarka velferð. Um það má deila hvort hagvöxtur eða landsframleiðsla mæld sem aukning eða samtala virðisauka í hagkerfinu eða einhverjir aðrir mælikvarðar séu heppilegri en meðan ekki er völ á öðrum betri verður að styðjast við þann kvarða til að meta velferð. Í kaflanum er lítið fjallað um rannsóknir á samspili verðbólgu og hagvaxtar og ekki raktar fræðilegar rannsóknir þar sem kannað er hvort saman fari lág verðbólga og mikill eða meiri hagvöxtur eða hvort reynsla þjóða sé sú að með lækkandi verðbólgu náist aukinn hagvöxtur. Þá er ekki skoðaður árangur þeirra landa sem tekið hafa upp verðbólgaumarkmið í samanburði við lönd sem ekki hafa gert það. Gagnlegt væri fyrir umræðu um þessi mál hér á landi að rifja upp helstu niðurstöður fræðilegra rannsókna á þessu sviði. Þá liggur nú fyrir í allmörgum löndum reynsla af beitingu verðbólgaumarkmiðs í allt að 20 ár. Fróðlegt væri að athuga hvaða áhrif verðbólgaumarkmiðsetningin hefur haft á hagvöxt í þessum löndum og hvort hagvöxtur þar hafi orðið meiri en í þeim löndum sem ekki tóku upp verðbólgaumarkmið.

Eins og rakið er í kaflanum hefur verðbólga minnkað í þeim löndum sem beitt hafa verðbólgaumarkmiði en reyndar einnig í þeim löndum sem svo hafa ekki gert. Almennt hefur verðbólga í heiminum verið minni síðustu 20 ár en á 20 árunum þar á undan. Skýringar þess eru að líkindum margar en stór þáttur er vafalaust stóraukið vöruframboð frá lágkostnaðarsvæðum svo sem A-Evrópu, Kína, Indlandi og öðrum nýmarkaðslöndum. Vöruframboð frá þessum löndum hefur lækkað vöruverð í heiminum og stuðlað að tilfærslu framleiðslu til þessara landa og því hægt á hagvexti í iðnríkjum á sama tíma. Þannig hefur atvinnuleysi verið hátt í iðnríkjum á þessu tímabili þrátt fyrir margvíslegar aðgerðir til að draga úr því. Hugsanlegt er því að árangur verðbólgaumarkmiðs megi rekja til slíkra þátta fremur en aðferðin sem slík sé að skila árangri. Áhugavert hefði verið að skýrslan miðlaði slíkum upplýsingum ef þær eru tiltækar.

5. Umfjöllun um kafla 3

Umfjöllunarefnið í þriðja kafla er í raun tvíþætt þótt það fléttist saman og sé að einhverju leyti nátengt. Annar vegar það að Seðlabankanum mistókst að ná settum verðbólgu markmiðum og hins vegar að mistök bankans í peningamálastjórn og ekki síður í fjármálastöðugleikastjórn voru hluta til ástæða fjármálahrunsins ásamt reyndar fjölmörgum öðrum þáttum. Ástæða er til þess að greina þessa í sundur þar sem annað, þ.e. að erfiðleikar við að ná settu verðbólgu markmiði er viðvarandi vandamál en hitt eignabóla og fjármálahrun gerist með löngu millibili í einstökum ríkjum og kann að vera afleiðing margra samverkandi þátta, m.a. peningamálastjórnar. Umfjöllunarefni þessa kafla leiðir umræðu um hann óhjákvæmilega að umfjöllun um framkvæmd peningamálastefnunnar frá árinu 2001 og skort á aðgerðum af hálfu bankans til að tryggja fjármálastöðugleika.

Í kaflanum er fjallað um ýmsa þætti sem juku á eftirspurn í hagkerfinu á þessu tímabili svo sem stefnuna í ríkisfjármálum, breytingar á starfsemi Íbúðalánasjóðs, miklar stóriðjuframkvæmdir. Þá er fjallað um trúverðugleika Seðlabankans í ljósi slaks árangurs í fortíð, vals á forystumönnum bankans og tíðrar gagnrýni á aðgerðir hans (vaxtahækkunar) frá stjórnvöldum og hagsmunaaðilum (t.d. SA og ASÍ). Allt er þetta rétt. Hitt er þó mikilvægara að bankanum var veitt sjálfstæði til að ná settu verðbólgu markmiði með nýjum lögum 2001. Þau lög byggðust m.a. á þeirri grundvallarforsendu að verðbólga er “ávallt peningalegt fyrirbæri”, a.m.k. til langs tíma lítið, og seðlabankar hafa tók á að koma í veg fyrir hana með aðgerðum sínum. Undantekning frá þessu er utanaðkomandi verðhækkun, svo sem hækkun olíuverðs svo dæmi sé tekið. Á tímabilinu frá september 2003 til september 2008 var að meðaltali um rúmlega 40% aukning á peningamagni (M3) í umferð ári. Mest fyrsta árið í kjölfar lækkunar bindiskyldu á lánastofnanir á árinu 2003 en allt þetta tímabil langt umfram vöxt landsframleiðslu að nafnvirði. Óhjákvæmilegt var að slíkt aukning peningamagns leiddi til verðbólgu umfram markmið. Þá var jafnframt augljóst að þessi gríðarlega aukning peningamagns væri að fódra þá gríðarlegu hækkun eignaverðs sem átti sér stað á þessu tímabili. Með hverju ári varð líklegra að sú bóla sem var að myndast gæti sprungið með hveli. Ekkert er í skýrslunni fjallað um hvers vegna Seðlabankinn setti kíkinn á blinda augað gagnvart þessari þróun og taldi ekki ástæðu til þess að bregðast við henni?

Eftirspurnaraukandi aðgerðir í ríkisfjármálum kunna að torvela framkvæmd peningastefnunnar eing og rakið er í kaflanum og kallað á meira aðhald en ella en eigi að síður er það á valdi Seðlabankans að koma í veg fyrir aukningu verðbólgu. Meginspurningin er því hvers vegna gerðist það ekki í því umhverfi sem Seðlabankanum var skapað með lögnum frá árinu 2001? Hvers vegna skorti Seðlabankann staðfestu til að fylgja eftir verðbólgu markmiðinu?

Þá eru í kaflanum raktar þær sérstöku aðstæður sem ríktu á alþjóðamörkuðum á þessum árum þ.e. ofgnótt fjármagns og mikið innstreymi slíks fjár til landsins allt frá árinu 2003. Enginn vafi er á að innstreymi erlends fjár torvelaði peningamálastjórn Seðlabankans og stuðlaði að lækkun vaxta á skuldabréfamarkaði þvert á aðgerðir bankans. Að minnsta kosti hefði Seðlabankinn átt að vera meðvitaður um þessa hættu þar sem á árinu 2001

skilaði Joseph Stiglitz sérstakri skýrslu að beiðni bankans um þær hættur sem litlu og opnu hagkerfi væru búnar við skilyrði frjálsra fjármagnshreyfinga. Niðurstaða skýrslu Stiglitz var að þrátt fyrir að æskilegt væri að bregðast við þessum vanda með alþjóðlegum aðgerðum væri ólíklegt að það yrði gert.

“Á meðan ættu ríki eins og Ísland að axla ábyrgð á eigin velferð og stýra þessari áhættu. Það kallar á aðgerðir sem minnka líkindi þess að fjármálakreppa eigi sér stað og lágmarka kostnað þess ef hún gerist engu síður. Skattaaðgerðir og eftirlitsaðgerðir (þar með talið eftirlit með fjármálastarfsemi og birtingu upplýsinga) geta og ætti að beita til að forða kreppu og minnka kostnaðinn af henni. Slíkar aðgerðir geta haft áhrif á skammtímahreyfingar fjármagns sem hafa verið í brennidepli nýlegra fjármálakreppa. Það eru röksemdir fyrir því að beita verðingri og –takmörkunum með setningu varúðarreglna í fjármálalöggjöf” (J. Stiglitz, Working Paper no. 15, Central Bank of Iceland, November 2001).

Meðal þeirra úrræða sem Stiglitz leggur til að skoðuð verði eru: Lausafjárreglur, takmarkanir á óvarin gjaldeyrislán, takmarkanir á erlendar lántökur í heild, hömlur á útlánaaukningu, hærri eiginfjárvæðing á fjármálafyrirtæki og ýmislegt fleira. Allt virðist þetta hafa verið skynsamlegar tillögur í ljósi þess sem varð.

Þá var það velþekkt að fjármálakerfi eftir frjálsræði hafði verið veitt í fjármálastarfsemi og höft afnumin af gjaldeyrisviðskiptum hefðu tilhneigingu til þess að ofríska og valda eignabólu. Reynsla Finnlands, Noregs og Svíþjóðar á árunum 1990 – 1992 var nærtæk og velþekkt en þar leiddi ofnotkun erlends lánsfjár og ofvöxtur í fjármálakerfinu til fjármála- og gjaldeyriskreppu á árunum 1992 – 1993. Sama gerðist að einhverju leyti í Suður-Asíu kreppunni (S-Kórea, Indónesía, Malasía og Tæland) svokölluðu 1998. Að einhverju leyti var reynsla þessara þjóða til þess að óskað var eftir álit Stieglitz á þeim hættum sem gætu steðjað að Íslandi og hvernig bregðast mætti við þeim.

Þrátt fyrir þetta virðist sem Seðlabankinn hafi ekki verið meðvitaður um þær hættur og vanda sem blasti við allt frá árslokum 2005 fyrr en snemma á árinu 2008 en í árslok 2005 voru erlendar skuldir þjóðarbúsins komnar yfir fimmfalda landsframléiðslu. Um það vitna skýrslur bankans um fjármálastöðugleika og m.a. grein Arnórs Sighvatssonar, aðalhaf fræðings bankans, 2007 sem bar nafnið *Að róa í alþjóðlegum hafstraumum*, þar sem áherslan var á að hættan frá alþjóðlega umhverfinu væri frá eftirspurnarhliðinni. Þegar hættan virðist hafa orðið Seðlabankanum ljós á vormánuðum 2008 voru viðbrögðin fálmkennd og einkenndust af aðgerða- og ráðaleysi eins og rakið er í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþings.

Hin undirliggjandi vandamál voru gríðarlegt innstreymi erlends fjármagns og ofvöxtur bankakerfisins. Við þessum vanda hefði Seðlabankinn geta brugðist með notkun þeirra stjórnækja sem hann hafði yfir ráða og hafði fullt sjálfstæði til að beita, svo sem bindiskyldu, lausafjárskyldu og inngripum á gjaldeyrismarkaði. Á seinni hluta tímabilsins þegar endurhverf viðskipti bankans voru komin langt umfram öll skynsamleg mörk hefði bankinn getað takmarkað fyrirgreiðslu sína til lánastofnana og bundið frekari fyrirgreiðslu sína margvíslegum skilyrðum, svo sem mörkum á útlánum eða tilteknum

útlánum eða sölu eigna til að laga lausafjárstöðu viðkomandi stofnana. Í ljósi þess að vandinn var þekktur, úrræði voru til staðar og ekki var gripið til þeirra verður umfjöllun skýrslunnar í fjórða kafla um þjóðhagsvarúðartæki sérkennileg. Hvers vegna skyldi bankinn átta sig á og bregðast við eignabólu næst þegar hún myndast?

6. Umfjöllun um 4. kafla

Niðurstöður þessa kafla eru koma ekki mikið á óvart miðað við þau sjónarmið sem hafa verið í tísku undanfarin ár, þ.e. að evran sé heppilegasta akkerið fyrir Ísland sé fastgengisstefna sá kostur sem valinn er við stjórn peningamála. Reyndin er sú að frá upplausn Bretton-Woods kerfisins snemma á áttunda áratug síðustu aldar og fram til upptöku verðbólguarmiðs árið 2001 var gengisviðmið Seðlabankans gengisvísitala fremur en tenging við ákveðinn gjaldmiðil. Sá háttur var hafður á vegna þess að utanríkisviðskiptin eru fremur drefið og þó einstakir gjaldmiðlar svo Bandaríkjadalur og nú evra hafa mikla hlutdeild er vægi þeirra ekki yfirgnæfandi. Vægi evrulanda í vöruviðskiptum er nú liðlega 50%. Það þýðir að aðrir gjaldmiðlar hafa tæplega helmingssvog. Að auki skipta þjónustu- og fjármagnsviðskipti einnig máli og þar er vægi evru að líkindum minna. Þá skiptir einnig máli að þó viðskipti séu við við evrulönd, kann undirliggjandi verð viðkomandi vöru að vera fastsett í öðrum gjaldmiðli. Dæmi um þetta eru olúviðskipti þar sem viðskiptin kunna að eiga sér við evruland en olía verðlögð í Bandaríkjadal. Gildir þetta um fjölmargar vörutegundir.

Tenging við tiltekin gjaldmiðil, sérstaklega einn af stóru alþjóðlegu gjaldmiðlunum ykir áhrif af sveiflum alþjóðlegum gjaldmiðlanna á innlent efnahagslíf. Þeir sveiflast eðli máls samkvæmt gagnvart hvor öðrum. Lækkun eins þeirra er hækkun hinna. Viðmiðun við gengisvísitölu er því til þess til þess fallin að draga úr gengissveiflum sem ætti að vera eftirsóknarvert fyrir lítið hagkerfi eins og það íslenska. Athyglisvert er að þessi kostur fær nánast enga umfjöllun í þessum kafla.

Annað mikilsvert álitaefti sem ekki fær hér umfjöllun en hlýtur að skipta máli við mat á gengisfyrirkomulagi er hlutur gengisins í hagsveiflunni sjálfri. Því er gjarnan haldið fram sveigjanleiki í gengisskráningu sé mikilvægur þáttur í aðlögun hagkerfisins eftir efnahagsáföll. Það kann að vera rétt. En þeirri spurningu hefur einnig verið varpað fram hvort krónan kunni að vera þáttur í ofrasi hagkerfisins í aðdraganda efnahagsáfalla og þannig bæði sjúkdómur og lækning. Gagnlegt væri í tengslum við umræðu um peningamálastjórnina að fjallað væri um þetta atriði.

7. Umfjöllun um 5. kafla.

Umræðuefti þessa kafla er þörf og löngu tímabær umræða um stjórnartæki sem nauðsynlegt kann að vera að beita ásamt stýrivöxtum til að tryggja fjármálastöðugleika, nú nefnd þjóðhagsvarúðartæki. Hér er vikið frá þeim hugmyndum sem nánast hafa verið kreddubundnar að hinn frjálsi markaður sé það stöðugur að eina stjórnartækið sem þurfi að beita af hálfu peningamálayfirvalda séu vextir seðlabankans. Þessi kredda gengur þvert á reynslu markaðshagkerfa þar sem ítrekaðar fjármála- og gjaldeyriskreppur ganga yfir með stuttu millibili. Tölfræðirannsóknir sýna að slík áföll verða á fárra ára fresti einhvers staðar í heiminum.

Þær hugmyndir sem hér eru reifaðar eru fæstar nýjar af nálinni. Mörgum þeirra hefur verið beitt á undanförunum áratugum. Í raun eru þessi úrræði þrenns konar. Í fyrsta lagi einhver konar hömlur, laga- eða reglubundnar, á eftirspurnarstjórnun með aðaláherslu á fjármál hins opinbera. Í öðru lagi sérhæfðar aðgerðir til að bregðast við rýrnun eignagæða fjármálafyrirtækja, svo sem örum útlánavexti eða aukinni áhættusækni og í þriðja lagi aðgerðir til að tryggja stöðugleika fjármálakerfisins í heild, svo sem lausafjárreglur, gjaldeyrissjafnaðarreglur, efling gjaldeyrisforða og höft (magntakmarkanir eða skattar) á tiltekna gjaldeyrishreyfingar.

Meginhugsunin er að ójafnvægi í hagkerfinu eða bjartsýnar væntingar geta leitað í ýmsa farvegi frá einum tíma til annars og nauðsynlegt er að bregðast við þeim með sveigjanlegum en jafnframt markvissum (e. targeted) hætti. Þessar hugmyndir eru góðra gjalda verðar. Vandinn er þó augljóslega sá að iðulega getur verið erfitt að á átta sig á þeim vanda. Glögg dæmi um þetta er meginorsök hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu sem nú er glímt við. Undirliggjandi rót hennar liggur í ofvexti ótraustra lána til íbúðafjármögnunar í Bandaríkjunum og Evrópu sem leiddi til eignabólu á fasteignamarkaði. Nýlegar fjármálaafurðir leiddu síðan til þess að þessi vandi drefiðist til flestra alþjóðlegra fjármálastofnana. Menn reyndust hvorki sjá fyrir hversu ótraust þessi lán reyndust né hversu mikil áhrif þeirra gætu orðið á efnahag alþjóðlegra fjármálafyrirtækja. Algerlega fórst fyrir að meta áhrif þessa á þjóðarbúskapinn í víðtækari skilningi. Reynslan sýnir að mikilsvert er að sjónum peningamálayfirvalda sé beint að sveigjanlegum stjórnstækjum til að takast á við misvægi á fjármálamarkaði og hverfa frá kreddufastri beitingu stýrivaxta og oftrú á jafnvægisleitni markaðshagkerfisins.

Eins og áður segir er vandinn sem Seðlabanki Íslands glímir við tvíþættur. Annars vegar viðvarandi árangursleysi að ná settu verðbólgu markaði hins vegar að hafa misst með afdrifaríkum hætti tók á fjármálastöðugleika í landinu sem leiddi til algjörs fjármálahruns. Í umfjöllun þessa kafla eru, án þess að það sé beint sagt, settar fram væntingar um að beiting þjóðhagsvarúðartækja geti stuðlað að betri árangri á báðum þessum sviðum. Það er ekki sjálfgefið. Þó má vænta þess að beiting reglusetningar til að hefta vöxt eftirspurnar geti stuðlað að því að ríkisfjármálastefnan og peningamálastefnan séu meira samstiga og minna reiptog milli þeirra. Rétt er þó að hafa í huga að einbeitt stjórn peningamála getur ávallt komið í veg fyrir verðbólgu óháð því hversu slök eftirspurnarstjórnin er eins og áður er sagt. Ljóst er þó að beiting ýmissa þjóðhagsvarúðarstjórnstækja gæti auðveldað peningamálstjórninni að ná settu marki, sérstaklega við skilyrði fjálsra fjármagshreyfinga.

8. Umfjöllun um 6. kafla.

Þær hugmyndir sem hér eru reifaðar um lúta að því að auka sveigjanleika seðlabankans við framkvæmd verðbólgu markmiðsins. Rétt er, eins og fram kemur í kaflanum að þær eru líklegar til þess að draga úr ágreiningi milli seðlabankans og annarra stjórnvalda um framkvæmd peningamálastefnunnar, sérstaklega þegar tekist er á við verðbólguþrýsting. Veikleiki þessara hugmynda, eins og einnig kemur fram í kaflanum, er að þær eru jafnframt líklegar til að veikja trúverðugleika Seðlabankans og þar með grafa undan árangri hans við að ná settu marki. Slík getur varla hentað hér á landi þar sem skortur á trúverðugleika Seðlabankans er einn meginvandi hans við að ná markmiðum sem honum

er sett. Breytingar af þessu tagi eru því ekki líklegar einar og sér til að leysa þann vanda sem peningamálastefnan hefur glímt við undanfarin áratug.

9. Almennar athugasemdir

Erfitt er að skilja tilgang þessarar skýrslu á annan hátt að henni sé meðal annars ætlað að kynna með nokkuð tæmandi hætti þá kosti sem standa boða við stjórn peningamála þegar höftin hafa verið afnumin og svigrúm skapast til að velja aðra kosti en þá stefnu stöðugs gengis sem nú er beitt í kjölfar hrunsins. Þegar hefur verið bent á að ekki er fjallað um þann kost að fastgengisstefna miðist við gengisvísitölu sem tekur mið af samsetningu utanríkisviðskipta. Það er athyglisvert í ljósi þess að sá kostur var almennt talin heppilegastur á fastgengistímanum fyrir upptöku verðbólguþröskulmáls árið 2001. Þá virðist núverandi fastgengisstefna vera hugsuð ú frá gengisvísitölu frekar en fastri viðmiðun við evru eða annan tiltekin gjaldmiðil. Merkilegt er því að þessi kostur fái ekki meiri umfjöllun.

Annað fyrirkomulag sem enga umföllun fær í skýrslunni er skoðun á peningamagnsstjórn (monetary targeting). Gagnlegt hefði verið að skýrslan hefði tekið þann kost til umfjöllunar ekki síst í ljósi þess að þeir kostir sem fjallað er um í skýrslunni, fastgengisstefna og verðbólguþröskulmál hafa til þessa ekki tekist vel á Íslandi. Ljóst er að þetta fyrirkomulag hefur ekki notið vinsælda hjá iðnríkjum undanfarna áratugi (ef frá er talið Sviss) en mörg þóunarlönd styðjast við peningamagn eða grunnfé seðlabanka (e. monetary base) sem akkeri við stjórn peningamála.

Stór hluti skýrslunnar er umfjöllun um árangurinn eða árangursleysi af beitingu Seðlabankans á verðbólguþröskulmáli frá árinu 2001. Þó auðvitað sé áhugavert að fá álit Seðlabankans á þessu viðfangsefni skortir hann augljóslega hæfi til þess að gera trúverðugt mat í því efni. Sama gildir um greiningu Seðlabankans á aðdraganda fjármálahrunsins. Hér er þörf á utanaðkomandi mati. Að takmörkuðu leyti hefur það verið gert með skýrslu RNA en full ástæða er til að kalla til sérfræðinga á sviði peningamála til að gera ítarlega úttekt á þessu þætti. Þetta endurmat er nauðsynlegur grundvöllur að mati á þeim kostum sem boða standa við stjórn peningamála eins og Seðlabankinn virðist átta sig á með þeirri umfjöllun sem er um þessi mál í skýrslu bankans.

Lokaorð

Skýrsla Seðlabankans er gagnlegt innlegg í þá umræðu og endurskoðun sem þarf að fara fram um kosti í Íslands á komandi árum við stjórn peningamála. Ýmsa þætti þessa máls þarf þó að skoða nánar eins og reyndar boðað er af hálfu Seðlabankans. Gagnlegt er að sú vinna haldi áfram. Mikilvægt er að kalla eftir mati utanaðkomandi aðila á reynslu peningamálastjórnarinnar hér á landi síðasta áratuginn. Slíkt mat gæti orðið trúverðugur grundvöllur að mótun peningastefnu ef ekki kemur til aðildar Íslands að ESB. Nauðsynlegt er jafnframt að leggja mat á þann kost ef Ísland gerist aðili að ESB og þar með væntanlegur aðili að Evrusamstarfinu. Ljóst er að aðild að ESB þó hann einfaldi kosti í peningamálum skapar ýmsan vanda frá sjónarmiði hagstjórnar ekki síst í landi sem um langa hríð hefur átt í vanda við stjórn verðlags eða verðbólgu.

