



SÉRRIT

SEÐLABANKI ÍSLANDS

Nr. 4

Peningastefnan eftir höft

*Skýrsla Seðlabanka Íslands til efnahags-
og viðskiptaráðherra*

Desember 2010

Seðlabanki Íslands

Peningastefnan eftir höft

Höfundarréttur: Seðlabanki Íslands.

Heimilt er að nota efni úr ritinu, enda sé heimildar getið.

Ritið er á vefsíðu Seðlabanka Íslands (<http://www.sedlabanki.is>)

ISSN 1670-8830

Peningastefnan eftir höft

Skýrsla Seðlabanka Íslands til efnahags- og viðskiptaráðherra 16. desember 2010

Samantekt

Meginviðfangsefni þessarar skýrslu er að gera grein fyrir helstu sjónarmiðum er koma til álita þegar tekin er ákvörðun um fyrirkomulag gengis- og peningamála á Íslandi eftir að efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðgjaldeyrissjóðsins lýkur og gjaldeyrishöft hafa verið afnumin.

Mikilvægt er að skoða þá valkosti sem standa til boða í ljósi þess að árangur þeirrar peningastefnu sem tekin var upp snemma á þessum áratug hefur ekki reynst nægur. Þótt fyrirkomulagið hafi verið byggt á hugmyndum hagfræðinnar um besta fyrirkomulag peningamála og reynslu fjölda landa sem náð hafa góðum árangri í stjórn peningamála, hefur árangur Seðlabankans í viðureigninni við verðbólgu verið slakur nánast allt tímabilið frá því að verðbólguþröskulur var tekið upp og verri en í öðrum ríkjum með sambærilegt fyrirkomulag (sjá **kafla 2**).

Vætanlega eru margar ástæður fyrir slökum árangri. Þ.á m. má nefna að gerð íslensks þjóðarbúskapar gerir sjálfstæða peningastefnu erfiða viðfangs, óvenjulegar aðstæður voru í bæði alþjóðlegum og innlendum efnahagsmálum og fjármálamörkuðum og ákveðinn misbrestur var í framkvæmd peningastefnunnar, sem tókst ekki að ávinna sér nægilegan trúverðugleika. Þessu til viðbótar er líklegt að vaxandi alþjóðavæðing innlands fjármálakerfis og ofvöxtur þess hafi orðið til þess að veikja miðlun peningastefnunnar út í efnahagslífið og skapa áhættu í fjármálakerfinu sem magnaði gengissveiflur sem reyndust erfiðar viðureignar fyrir peningastefnuna. Stefnan í opinberum fjármálum var einnig mjög á skjön við stefnuna í peningamálum sem jók á neikvæð hliðaráhrif peningalegs aðhalds (sjá **kafla 3**).

Fastgengisstefna hefur bæði kosti og galla. Meðal helstu kosta eru að óvissa tengd gengissveiflum verður minni, a.m.k. ef tekst að varðveita fastgengið og forðast spákaupmennskuárásir. Á móti kemur að sjálfstæðri peningastefnu verður ekki beitt með innlendar efnahagsaðstæður í huga. Aðlögun þjóðarbúskaparins í kjölfar ytri skella á sér því stað í meira mæli í gegnum raunstærðir líkt og atvinnu og framleiðslu. Þetta er þó ekki einhlítt, því að innlendar hagsveiflur kunna einnig að eiga rót sína að rekja til gengissveiflna að nokkru leyti. Ef fallið yrði frá sjálfstæðri peningastefnu með fljóttandi gjaldmiðil og tekin upp fastgengisstefna væri heppilegast út frá hagrænum sjónarmiðum að festa gengi krónunnar við evruna. Mismunandi útfærslur eru mögulegar. Innganga í Myntbandalag Evrópu, sem fylgir aðild að Evrópusambandinu,

virðist þó augljósasti kosturinn í samanburði við aðra tengimöguleika (sjá **kafla 4**).

Reynslan af fjármálakreppunni, bæði hér á landi og erlendis, bendir til þess að skjóta þurfi fleiri stoðum undir peningastefnuna og efnahagsstefnuna almennt. Draga má þá ályktun af reynslu síðustu ára að mikilvægt sé að beita efnahagsstefnunni þannig að hamlað sé gegn hraðri og ósjálfbærri hækkun eignaverðs, sem jafnan fer saman við óhóflegan útlánavöxt, aukna skuldsetningu og áhættutöku, sem að lokum getur endað með snörpum straumhvörfum og í versta falli fjármálaáfalli. Jafnframt þarf að forðast að leyfa bankakerfinu að búa til áhættu sem ekki verður ráðið við með innlendu afli. Fjármálakreppan hefur leitt í ljós alvarlega galla í gerð hins alþjóðlega fjármálakerfis og eftirliti hins opinbera með því. Seðlabankar þurfa að horfa til fleiri þátta en verðstöðugleika, því að fjármálakerfi getur orðið óstöðugt óháð því hvort verðstöðugleiki er til staðar eða ekki. Annar lærdómur sem draga má af fjármálakreppunni er að hið hefðbundna vaxtataeki seðlabanka þarf ekki endilega að vera besta tækið til að vinna á móti undirliggjandi ójafnvægi á fjármálamörkuðum. Ekki er heldur hægt að byggja eingöngu á vaxtataekinu ef tryggja á peningalegan og fjármálalegan stöðugleika á sama tíma. Til þess þarf fleiri stjórnæki. Í skýrslunni er fjallað um ýmsar útfærslur á slíkum viðbótartækjum sem hlotið hafa samheitið „þjóðhagsvarúðartæki“ (e. macro-prudential tools). Meðal slíkra varúðartækja má t.d. nefna reglur um breytileg hámarksveð- og eiginfjárhlutföll og takmarkanir á lausafjár- og gengisáhættu. Til viðbótar við þessar reglur kæmu einnig aukin notkun gjaldeyrisinngripa til að vinna gegn sveiflum í gjaldeyrisinnstreymi sem magna útlánasveiflur og eignaverðsbólur og draga í leiðinni í einhverjum mæli úr óhóflegum gengissveiflum. Þá gæti söfnun gjaldeyrisforða til að geta notað þegar á bjátar stuðlað að fjármálastöðugleika. Að lokum er nauðsynlegt að bæta umgjörð stefnunnar í opinberum fjármálum, t.d. með notkun fjármálareglna, og kerfisbundnara samspil stefnunnar í peningamálum og stefnunnar í opinberum fjármálum (sjá **kafla 5**).

Ástæða er til þess að skoða hvort styrkja þurfi umgjörð verðbólgu markmiðsins sem slíks. Til álita kemur að lengja sjóndeildarhring peningastefnunnar, þ.e.a.s. þann tíma sem miðað er við að verðbólgu markmiðinu sé náð að jafnaði. Þannig mætti hugsanlega auka svigrúm peningastefnunnar til að vinna á móti undirliggjandi ójafnvægi á eignamörkuðum. Einnig kæmi til álita að miða við aðra verðvísitölu en nú er gert til samræmis við önnur Evrópuríki, þótt rökin fyrir því séu ekki afdráttarlaus (sjá **kafla 6**).

Ofangreindar umbætur á verðbólgu markmiðinu sjálfu, kerfisbundin notkun inngripa á gjaldeyrismarkaði, aukin beiting þjóðhagsvarúðartækja og endurbætur á framkvæmd stefnunnar í opinberum fjármálum, má einu nafni nefna „verðbólgu markmið-plús“. Þessari skýrslu er ætlað að veita almenna yfirsýn yfir mögulegar úrbætur, en nákvæm útfærsla fyrir íslenskar aðstæður bíður ákvörðunar um að stefna í þessa átt.

1 Inngangur

Stjórn peningamála undanfarin tvö ár hefur markast af því að gjaldeyrishöftum og um hríð inngrípum á gjaldeyrismarkaði hefur verið beitt ásamt hinu hefðbundna vaxtataeki í því skyni að stuðla að stöðugu gengi og hjöðnun verðbólgu. Þannig hefur verið búið í haginn fyrir endurskipulagningu efnahags fjármálafyrirtækja, annarra fyrirtækja og einstaklinga. Gjalddeyrishöft geta ekki varað til lengdar eftir að efnahagsáætlun með stuðningi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins lýkur að óbreyttri grundvallarstefnu Íslands í efnahags- og alþjóðamálum. Auk þess að hafa í för með sér óæskilegan viðskiptakostnað eru höftin á skjön við alþjóðlegar skuldbindingar Íslands, m.a. samninginn um Evrópska efnahagssvæðið. Þegar samstarfinu við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn lýkur þarf því ný stefna í peningámálum að liggja fyrir. Óhjákvæmilegt er að í þeirri vinnu verði tekið mið af slökum árangri sjálfstæðrar peningastefnu hér á landi undanfarinn áratug og raunar stefnunnar í gengis- og peningámálum allt frá því að íslenska krónan var skilin frá hinni dönsku. Því er knýjandi spurning hvernig hægt sé að stuðla að sambærilegum peningalegum stöðugleika og náðst hefur í flestum öðrum ríkjum, jafnt í þróuðum ríkjum sem og nýmarkaðsríkjum. Í júní 2009 samdi Seðlabankinn að beiðni forsætisráðherra stutta skýrslu um málið.¹ Í þessari skýrslu eru þeir kostir sem taldir eru koma til greina í þessu sambandi útfærðir nánar.

Meginviðfangsefni þessarar skýrslu er því að draga fram helstu sjónarmið er koma til álita þegar lagt er mat á það hvernig best sé að haga fyrirkomulagi gengis- og peningamála á Íslandi með krónuna sem gjaldmiðil. Ákvarðanir í þeim efnum þurfa auðvitað að taka mið af því að nú standa yfir viðræður um aðild Íslands að Evrópusambandinu (ESB). Niðurstaða þeirra viðræðna og þjóðaratkvæðagreiðslu um málið mun ráða fyrirkomulagi peningamála til lengri tíma litið. Hún mun hins vegar ekki liggja fyrir þegar efnahagsáætluninni lýkur. Því þarf að móta stefnu í peningámálum sem hægt er að fylgja þar til að stefnan í Evrópumálum skýrist og eins til lengri tíma litið ef aðildarsamningi yrði hafnað í þjóðaratkvæðagreiðslu. Einnig þarf að hafa í huga að jafnvel þótt aðild að ESB og upptaka evru yrði samþykkt gætu liðið nokkur ár þar til að evran yrði tekin í notkun hér á landi.

Verði aðild að ESB og þar með aðild að Myntbandalagi Evrópu (EMU) hafnað, er líklegt að peningastefna og gjaldmiðill Íslands verði áfram sjálfstæð. Hvort sem um er að ræða varanlega framtíðarstefnu eða skammtímafyrirkomulag sem byggt yrði á fram að upptöku evru þarf að móta sem traustasta umgjörð um stefnuna í gengis- og peningámálum.

Meginniðurstaða þessarar skýrslu er að núverandi fyrirkomulag peningastefnu með verðbólguþætti sé ekki fullnægjandi eitt og sér. Horfa þarf til fleiri þátta við framkvæmd stefnunnar en verðlagsþróunar. Sérstaklega er nauðsynlegt að huga að undirliggjandi ójafnvægi sem birtist í óhóflegum sveiflum í útlánvexti, skuldsetningu og eignaverði. Til

¹ Seðlabankinn, *Kostir og gallar þess að breyta umgjörð peningastefnunnar*. Skýrsla til forsætisráðherra 30. júní 2009.

Þess að Seðlabankinn geti brugðist við slíkum hættumerkjum er æskilegt að bankinn ráði yfir fleiri stjórnþækjum sem annað hvort yrði beitt af honum sjálfum eða af öðrum yfirvöldum í samræmi við tilmæli bankans. Í skýrslunni er fjallað um ýmiss konar útfærslu á slíkum þækjum. Þar á meðal eru tæki sem flokkast undir það sem kallað er „þjóðhagsvarúðartæki“ (e. macro-prudential tools) og miða að stöðugleika fjármálakerfisins í heild en ekki aðeins einstakra eininga þess. Ætla má að framkvæmd þjóðhagsvarúðar muni alla jafna leggjast á sveif með peningastefnunni, sérstaklega við aðstæður líkar þeim sem ríktu hér á landi í aðdraganda fjármálakreppunnar. Meðal slíkra varúðartækja má t.d. nefna reglur um breytileg hámarksveð- og eiginfjárhlutföll og takmarkanir á lausafjár- og gengisáhættu. Til viðbótar við þessar reglur kæmi einnig aukin notkun gjaldeyrisinngripa til að vinna gegn óhóflegu fjármagnsinnstreymi og tilheyrandi gengissveiflum og söfnun og notkun gjaldeyrisforða með fjármálastöðugleika að leiðarljósi. Að auki er ástæða til þess að skoða hvort styrkja þurfi umgjörð verðbólgaumarkmiðsins að öðru leyti. Til álita kemur að lengja sjóndeildarhring peningastefnunnar, þ.e.a.s. þann tíma sem miðað er við að verðbólgaumarkmiðinu verði náð að jafnaði. Þannig mætti hugsanlega auka svigrúm peningastefnunnar til þess að vinna á móti undirliggjandi ójafnvægi á eignamörkuðum. Einnig kæmi til álita að miða við aðra verðvísitölu en nú er gert til samræmis við önnur Evrópuríki.

Til viðbótar því sem nefnt hefur verið hér að ofan er æskilegt að stefnan í opinberum fjármálum leggist á sveif með peningastefnunni í meiri mæli en raunin hefur verið á undanförunum áratugum. Fjármálareglur gætu verið hluti af því bæta samspil peningastefnunnar og stefnunnar í opinberum fjármálum, eins og vikið var að í fyrrnefndri skýrslu til forsætisráðherra.

Samantekið ættu þær umbætur á framkvæmd peningastefnunnar sem minnst er á hér að ofan ásamt með stuðningi frá skipulögðum inngripum á gjaldeyrismarkaði, þjóðhagsvarúð og opinberum fjármálum að auka líkurnar á að verðbólgaumarkmiðið náist án of mikillar áraunar á gengi krónunnar og fjármálastöðugleika. Þessar breytingar mætti einu nafni nefna „verðbólgaumarkmið-plús“ þar sem hún felur í sér viðbætur við verðbólgaumarkmiðsstefnuna eins og hún var framkvæmd fyrir fjármálakreppuna.

Þessari skýrslu er ætlað að veita almenna yfirsýn yfir hugsanlegar viðbætur, en nákvæmari útfærsla fyrir íslenskar aðstæður bíður þess að ákveðið verði að stefna í þessa átt.

Skýrslan er byggð upp þannig að í næsta kafla er fjallað um almenn viðfangsefni peningastefnunnar. Í kafla 3 er reynt að draga fram helstu ástæður þess hve erfiðlega hefur gengið að tryggja verðstöðugleika á Íslandi undanfarin áratug. Í kafla 4 er fjallað um mismunandi útfærslu á hugsanlegri fastgengisstefnu, allt frá hefðbundinni einhliða fastgengisstefnu til einhliða upptöku annars gjaldmiðils eða þátttöku í myntbandalagi. Í kafla 5 er fjallað um nauðsynlegar umbætur á framkvæmd efnahagsstefnunnar, þ.á m. þjóðhagsvarúðartæki sem stutt gætu við peningastefnuna og fjármálareglur er stuðlað gætu að bættu

samspili peningastefnunnar og stefnunnar í opinberum fjármálum. Lokakaflinn fjallar síðan um hugsanlegar umbætur á umgjörð verðbólguþróunarmarkmiðsins sjálfs.

2 Viðfangsefni peningastefnunnar

2.1 Markmið peningastefnunnar

Almennt má segja að hlutverk hagstjórnar ætti að vera að hámarka efnahagslega velferð almennings. Í því felst m.a. að stuðla að eins miklum hagvexti og vöxtur framleiðslugetu þjóðarþúsins leyfir, þ.e. að hagvöxtur og vöxtur atvinnu sé eins mikill og kostur er án þess að efnahagslegt jafnvægi raskist, sem m.a. birtist í vaxandi verðbólgu. Í þessu felst einnig að draga eins og kostur er úr hagsveiflum sem eru til þess fallnar að auka óvissu og draga úr skilvirkri nýtingu framleiðsluþátta. Ýktar hagsveiflur geta í versta fallið leitt til gjaldeyris- og/eða bankakreppu sem hefur jafnan í för með sér mikinn félagslegan kostnað og grefur undan fjármálum hins opinbera.

Peningastefnan er mikilvægur þáttur hagstjórnar og því eðlilegt að markmið hennar séu hugsuð með svipuðum hætti og hagstjórnar almennt. Við útfærslu og framkvæmd peningastefnunnar var fyrir fjármálakreppuna hins vegar jafnan gengið út frá því að í meginatriðum ráði stjórnvöld peningamála aðeins yfir einu stjórnþæki þ.e.a.s. vöxtum seðlabanka og að því hefði peningastefnan einungis möguleika á að ná einu markmiði sem væri að stuðla að lítilli og stöðugri verðbólgu. Rökin voru byggð niðurstöðum rannsókna en ekki síður alþjóðlegri reynslu af verðbólguárum áttunda áratugar síðustu aldar. Þessi viðhorf hafa hins vegar að einhverju leyti breyst eftir fjármálakreppuna og fleiri viðurkenna að seðlabankar ráði í raun yfir fleiri stjórnþækjum þegar allt kemur til alls (eða ættu a.m.k. að gera það) sem einnig sé hægt að nota til að stuðla að fjármálalegum stöðugleika (sjá t.d. Blanchard o.fl., 2010).

Framkvæmd peningastefnu sem leiðir til stöðugleika verðlags og gefur verðbólguvæntingum kjölfestu ætti að draga úr hagsveiflum, því að minni sveiflur í verðbólguvæntingum hafa í för með sér að bæði raunvextir og raungengi verða stöðugri en ella, sem aftur dregur úr sveiflum í eftirspurn og framleiðslu. Hafi verðbólguvæntingar trausta kjölfestu, þ.e.a.s. ef markaðsaðilar treysta því að stjórnvöld peningamála muni ná verðbólguþróunarmarkmiðinu, ætti einnig að þurfa minni vaxtabreytingar til þess að ná tókum á verðbólguþróuninni þegar tímabundin frávik verða en ef verðbólguvæntingar eru nærmar fyrir nýlegri verðlags- eða gengisþróun. Svigrúm peningastefnunnar til að bregðast við efnahagslegum áföllum verður því meira eftir því sem kjölfesta verðbólguvæntinga er traustari.

Þetta samspil verðstöðugleika og minni hagsveiflna birtist hvað skýrast þegar verðbólga eykst vegna þess að eftirspurn vex umfram framleiðslugetu. Aukið aðhald peningastefnunnar leiðir þá til þess að eftirspurn aðlagast framleiðslugetu og verðbólguþrýstingur minnkar. Hið sama gildir þegar slaki myndast og verðbólga verður minni en markmið

stjórnvalda kveður á um: minna aðhald peningastefnunnar leiðir bæði til aukinnar nýtingar framleiðsluþátta og aukinnar verðbólgu.²

Verðbólga getur aukist tímabundið af öðrum ástæðum en þegar eftirspurn er meiri en framleiðslugeta. Við þær aðstæður verður framkvæmd peningastefnunnar erfiðari. Þetta á sérstaklega við um verðhækkanir sem rekja má til framboðshliðar þjóðarbúskaparins, t.d. hækkunar olú- eða hrávöruverðs. Í því tilviki fara jafnan saman aukin verðbólga og rýrnandi viðskiptakjör, sem að öðru óbreyttu draga úr efnahagssumsvifum. Aukið aðhald peningastefnunnar til að draga úr verðbólgu gæti þá aukið enn frekar á samdráttinn. Í því tilviki getur því verið rétt að leyfa verðbólgu að rísa tímabundið í trausti þess að það hafi ekki áhrif á langtímaverðbólguvæntingar og hafi því lítil áhrif á verðbólguþróun til lengri tíma litið. Sé peningastefnan hins vegar ekki nægilega trúverðug er hætta á því að tímabundin aukning verðbólgu hafi áhrif á langtímaverðbólguvæntingar. Hafi verðbólguvæntingar trausta kjölfestu eykur það svigrúm peningastefnunnar til þess að örva efnahagslífið þegar áföll verða.³

Ofangreind lýsing á framkvæmd peningastefnu eru byggð á þeirri forsendu að með því að stuðla að stöðugleika verðlags sé einnig stuðlað að fjármálalegum stöðugleika. Hin alþjóðlega fjármálakreppa síðustu ára hefur hins vegar sýnt að fjármálalegur óstöðugleiki getur myndast þrátt fyrir stöðugt verðlag. Því kann að vera nauðsynlegt að færa seðlabönkum fleiri stjórnþæki í hendur ef þeim er úthlutað því markmiði að stuðla að fjármálalegum stöðugleika. Nánar er fjallað um þessar hugmyndir í kafla 5.

2.2 Peningastefna á grundvelli verðbólguþáttmarkmiðs

Í mars árið 2001 tók Seðlabanki Íslands upp verðbólguþáttmarkmið og með lagabreytingu í maí sama ár var verðstöðugleiki gerður að meginmarkmiði peningastefnunnar í takt við ofangreindar hugmyndir um áherslur í stjórn peningamála og reynslu annarra þjóða. Markmiðið um verðstöðugleika var skilgreint nánar í samkomulagi ríkisstjórnar og Seðlabankans sem tölusett verðbólguþáttmarkmið. Samkvæmt samkomulaginu átti Seðlabankinn því að tryggja að verðbólga væri sem næst 2% á ársgrundvelli.

Þetta fyrirkomulag var svipað þeirri umgjörð peningamála sem hafði rutt sér rúms víða um heim frá því að Nýja-Sjáland tók upp verðbólguþáttmarkmið snemma árs 1990. Í lok árs 1998 voru 10 ríki á formlegu verðbólguþáttmarkmiði, fimm árum síðar hafði fjöldinn u.þ.b. tvöfaldast og nú eru 29 ríki sem byggja peningastefnu sína á formlegu verðbólguþáttmarkmiði (sjá nánar umfjöllun í grein Þórarins G. Péturssonar, 2010, og Hammond, 2010). Eins og mynd 1 sýnir hefur fjölgunin á síðasta áratug að mestu leyti verið bundin við hóp nýmarkaðsríkja.⁴

² Þetta er stundum kölluð „hin guðdómlega tilviljun“ (e. divine coincidence).

³ Það breytir því ekki að peningastefnan getur ekki komið í veg fyrir breytingar á hlutfallslegum verðum og áhrif þeirra á heimili og fyrirtæki.

⁴ Finnland og Spánn tóku upp verðbólguþáttmarkmið er þau hurfu frá fastgengisstefnu snemma á tíunda áratug síðustu aldar, en gerðust aðilar að EMU árið 1999. Slóvakía

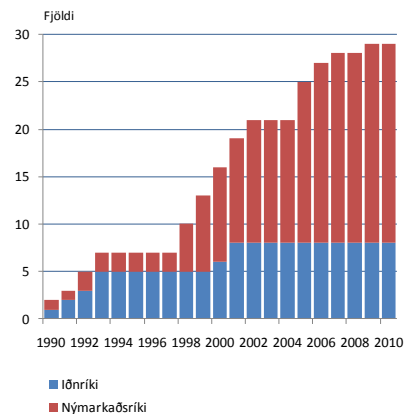
Eitt af helstu markmiðum þess að taka upp verðbólguþætti er að skapa verðbólguþætti traustari kjölfestu en ella. Þannig er leitast við að auka virkni peningastefnunnar í viðureigninni við verðbólgu og auka svigrúm hennar til þess að stuðla að almennri velmegun innan þess ramma sem verðbólguþættið setur, eins og lýst er að ofan. Þótt nákvæm útfærsla stefnunnar sé breytileg milli ríkja (sjá t.d. Hammond, 2010), má í meginatriðum lýsa stefnunni þannig að verðstöðugleiki sé gerður að meginmarkmiði peningastefnunnar út frá þeim rökum sem rakin eru í kafla 2.1. Verðstöðugleiki er skilgreindur nánar með tölulegu verðbólguþætti sem birt er opinberlega til þess að stuðla að því að verðbólguþætti verði í samræmi við markmiðið og að auðvelda almenningi að fylgjast með hvort stjórnvöld peningamála nái því markmiði sem þeim hefur verið sett.⁵ Til þess að verja seðlabankann fyrir pólitískum þrýstingi og tryggja þannig að langtímasjónarmið séu höfð að leiðarljósi við mótun peningastefnunnar en ekki þröngir skammtímahagsmunir, er sjálfstæði seðlabankans gagnvart pólitískum stjórnvöldum jafnframt aukið. Aukið gagnsæi og aukin áhersla á miðlun upplýsinga til almennings eru einnig meðal helstu einkenna peningastefnu sem byggist á verðbólguþætti.⁶

2.3 Alþjóðleg reynsla af peningastefnu á grundvelli verðbólguþætts

Fjöldi rannsókna hefur verið birtur á síðustu árum þar sem reynt er að meta hvort upptaka verðbólguþætts hafi skilað þeim árangri í viðureigninni við verðbólgu sem að var stefnt. Eins og sjá má í töflu 1 hefur verðbólga meðal verðbólguþættsríkja minnkað að meðaltali úr 12,6% fyrir upptöku þætts í 4,4% eftir að þættið var tekið upp. Verðbólguþættir hafa að sama skapi minnkað. Þessa þróun má sjá bæði meðal iðnríkja og nýmarkaðsríkja sem tekið hafa upp verðbólguþætti, þótt árangurinn hjá seinni hópnum sé sýnu meiri. Upptaka verðbólguþætts virðist því fara saman við minni og stöðugri verðbólgu. Erfitt er þó að fullyrða að bættur árangur sé vegna upptöku verðbólguþætts þar sem svipaða þróun má einnig sjá meðal ríkja sem ekki hafa tekið upp verðbólguþætti.

Til þess að kveða úr um þetta er því nauðsynlegt að grípa til tölfræðilegra rannsókna þar sem tekið er tillit til þess að verðbólga hefur almennt farið minnkandi og orðið stöðugri í heiminum. Fjöldi slíkra rannsókna bendir til þess að upptaka verðbólguþætts hafi leitt til minni og stöðugri verðbólgu, jafnvel þegar búið er að taka tillit til hjaðnandi heimsverðbólgu og annarra efnahagsþátta (t.d. Þórarinn G. Pétursson,

Mynd 1
Fjöldi ríkja með verðbólguþætti



Heimildir: Þórarinn G. Pétursson (2010), Hammond (2010).

tók einnig upp verðbólguþætti árið 2005 en hvarf af því við inngöngu í EMU í byrjun árs 2009. Með vissum rökum má einnig segja að Ísland hafi horfið tímabundið frá verðbólguþætti í kjölfar fjármálakreppunnar. Þrátt fyrir að nokkur ríki hafi horfið frá verðbólguþættsrammanum hefur hann reynt vera eitt endingarbesta fyrirkomulag peningamála í sögu peningamála (sjá t.d. Mihov og Rose, 2008).

⁵ Hafi peningastefnan mörg og illa skilgreind markmið er ákaflega erfitt fyrir almenning að meta árangur hennar.

⁶ Reyndar má segja að mörg þessara einkenna eigi nú almennt við um peningastefnu flestra ríkja, óháð því hvort hún byggist á verðbólguþætti eða ekki, þótt verðbólguþættsríkin hafi haft frumkvæði að mótun þeirra og gengið jafnvel lengra í þeim en önnur ríki.

2005 og 2010, Vega og Winkelried, 2005, og Mishkin og Schmidt-Hebbel, 2007).⁷

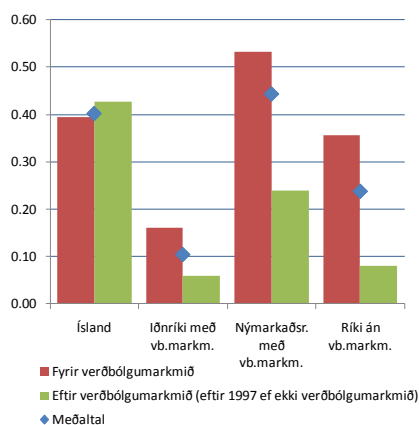
Tafla 1 Verðbólga og hagsveiflur 1989-2004

| | Verðbólga (%) | | Verðbólgu-sveiflur (%) | | Hagsveiflur (%) | |
|--------------------|---------------|-------|------------------------|-------|-----------------|-------|
| | Fyrir | Eftir | Fyrir | Eftir | Fyrir | Eftir |
| Verðbólguþáttur | | | | | | |
| Öll ríki | 12,6 | 4,4 | 3,9 | 2,6 | 3,0 | 2,2 |
| Iðnríki | 4,7 | 2,3 | 2,2 | 1,4 | 2,0 | 2,2 |
| Nýmarkaðsríki | 18,6 | 6,0 | 5,2 | 3,6 | 3,8 | 2,3 |
| Án verðbólguþáttur | | | | | | |
| Án verðbólguþáttur | 4,0 | 2,1 | 1,4 | 0,8 | 4,0 | 2,1 |

Taflan sýnir meðalverðbólgu, staðalfrávik verðbólgu og staðalfrávik hagsvaxtar fyrir og eftir upptöku verðbólguþáttur í verðbólguþátturríkjum og fyrir og eftir 1997 (meðalár upptöku verðbólguþáttur) fyrir ríki sem ekki eru með verðbólguþáttur.
Heimild: Schmidt-Hebbel og Mishkin (2007).

Rannsóknir hafa sýnt að upptaka verðbólguþáttur hafi almennt ekki einungis leitt til minnkandi verðbólgu og minni verðbólgu-sveiflna, heldur einnig gert hana fyrirsjáanlegri (Corbo o.fl., 2001) og dregið úr „tregðu“ hennar (e. persistence), þ.e. varanlegir verðlagsskellir höfðu minni áhrif á verðbólgu og vörðu skemur en fyrir upptöku verðbólguþáttur (sjá t.d. grein Þórarins G. Péturssonar, 2005, og Siklos, 1999). Rannsóknir benda einnig til þess að upptaka verðbólguþáttur hafi styrkt tök peningastefnunnar á verðbólguþáttur. Johnson (2002) kemst t.d. að því að upptaka verðbólguþáttur hafi leitt til hjaðnandi verðbólguþáttur. Gurkaynak o.fl. (2006 og 2007) sýna þar að auki að skammtímaefnahagsfréttir hafa mun meiri áhrif á langtíma-verðbólguþáttur í ríkjum sem ekki eru með verðbólguþáttur en í ríkjum sem eru með verðbólguþáttur. Að lokum má sjá í Walsh (2009) og Siklos (2010) hvernig upptaka verðbólguþáttur hefur leitt til þess að dregið hefur úr breytileika í spurningarkönnunum um verðbólguþáttur og hafa þessar væntingar smám saman færst í átt að verðbólguþátturinu og haldist þar stöðugar þrátt fyrir að mæld verðbólga hafi stundum tímabundið hækkað nokkuð umfram markmiðið.

Mynd 2
Áhrif lækkunar gengis á verðbólgu
Uppsöfnuð áhrif 1% gengislækkunar á 2 árum



Heimild: Þórarinn G. Pétursson (2010).

Upptaka verðbólguþáttur virðist einnig hafa farið saman við minnkandi áhrif gengissveiflna á verðbólgu (e. exchange rate pass-through). Þetta má sjá á mynd 2 sem sýnir að áhrif gengisbreytinga hafa minnkað töluvert eftir upptöku verðbólguþáttur, þótt enn séu þau nokkru hærrí meðal nýmarkaðsríkja en iðnríkja. Myndin sýnir hins vegar að svipuð þróun hefur átt sér stað meðal ríkja sem ekki hafa tekið upp verðbólguþáttur og því ekki ljóst hvort þessa breytingu megí rekja til upptöku verðbólguþáttur eða til annarrar almennrar þróunar, eins og t.d. almennt minnkandi verðbólgu í heiminum. Niðurstöður Mishkins og Schmidt-Hebbels (2007) og Edwards (2007) gefa hins vegar til kynna að

⁷ Þessar niðurstöður eru sérstaklega skýrar þegar horft er til nýmarkaðsríkja sem tekið hafa upp verðbólguþáttur en síður þegar iðnríki með og án verðbólguþáttur eru eingöngu borin saman (sjá t.d. Ball og Sheridan, 2005).

Þessa þróun megi að einhverju leyti rekja til upptöku verðbólgu markmiðs.

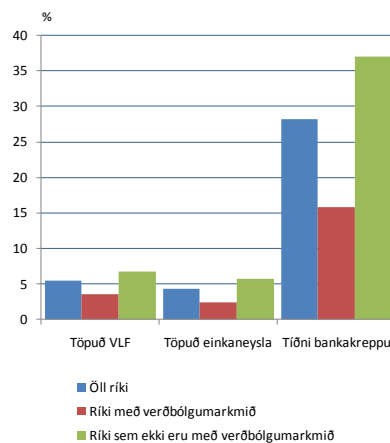
Meningagnrýnin á verðbólgu markmiðsfyrirkomulagið meðal hagfræðinga hefur verið sú að of mikil áhersla á viðureignina við verðbólgu sé hugsanlega á kostnað annarra markmiða hagstjórnar, þá helst stöðugleika raunhagkerfisins (t.d. Friedman, 2004). Sé þetta rétt ætti upptaka verðbólgu markmiðs að fara saman við meiri hagsveiflur og jafnvel minni hagvöxt. Eins og sjá má í töflu 1 hefur upptaka verðbólgu markmiðs hins vegar yfirleitt farið saman við minnkandi hagsveiflur. Hagsveiflur hafa reyndar einnig minnkað í ríkjum sem ekki hafa tekið upp verðbólgu markmið og benda niðurstöður Corbos o.fl. (2001) og Walsh (2009) til þess að þessa þróun megi rekja til almennt meiri stöðugleika í heimsbúskapnum á þessum tíma frekar en til upptöku verðbólgu markmiðs. Sé hins vegar eingöngu horft til nýmarkaðsríkja, virðist sem upptaka verðbólgu markmiðs hafi ekki eingöngu dregið úr sveiflum í verðbólgu heldur einnig hagsveiflum (Goncalvas og Salles, 2008). Ekki virðist minni og stöðugri verðbólga í kjölfar upptöku verðbólgu markmiðs heldur hafa verið á kostnað hagvaxtar (sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson, 2005, og Walsh, 2009).

Þessu til viðbótar má nefna að niðurstöður Þórarins G. Péturssonar (2009) gefa einnig til kynna að upptaka verðbólgu markmiðs hafi ekki leitt til þess að „umframsveiflur“ í gengi gjaldmiðla hafi almennt aukist, þ.e. þær gengissveiflur sem ekki er hægt að skýra sem viðbrögð gengis gjaldmiðla við sveiflum í grunnefnahagsþáttum.

Að lokum má geta þess að í rannsókn sinni á ástæðum mismunandi afleiðinga alþjóðlegu fjármálakreppunnar á efnahagsaðstæður 46 meðal- og hátekjuríkja komast þeir Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2010) að því að verðbólgu markmiðsríkin hafi að jafnaði komið betur út úr kreppunni en ríki sem ekki höfðu verðbólgu markmið þegar búið er að taka tillit til mismunandi efnahagsþátta í aðdraganda kreppunnar (sjá mynd 3). Þannig virðist efnahagssamdrátturinn hafa verið minni að meðaltali í verðbólgu markmiðsríkjunum og líkurnar á kerfislægri bankakreppu minni (sjá einnig Carvalho Filho, 2010).

Í ljósi þess hve upptaka verðbólgu markmiðs hefur almennt haft jákvæð áhrif er sláandi hve ólík reynsla Íslendinga af upptöku verðbólgu markmiðs hefur verið. Það tókst að vísu að ná tökum á verðbólgunni og halda henni við markmið frá miðju ári 2002 og fram á mitt ár 2004, eftir verðbólgu skot í kjölfar þess að krónan var sett á flot. Eftir það jókst verðbólga hins vegar smám saman og var lengst af umtalsvert yfir markmiðinu. Niðurstöður Þórarins G. Péturssonar (2009) benda jafnframt til þess að Ísland sé eitt fárra ríkja þar sem umframsveiflur í gengi hafi aukist við upptöku verðbólgu markmiðs. Eins og mynd 2 sýnir virðast áhrif gengissveiflna á verðbólgu jafnframt ekki hafa minnkað, ólíkt reynslunni í öðrum löndum. Að lokum er ljóst að afleiðingar hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu eru mun alvarlegri á Íslandi en víðast annar staðar: efnahagssamdrátturinn varð meiri og langvinnari en í flestum öðrum ríkjum, bankakreppan varð mun víðtækari en þekktist í öðrum ríkjum og að auki skall á gjalddeyriskreppa. Af hverju reynsla

Mynd 3
Áhrif fjármálakreppunnar á ríki með og án verðbólgu markmiðs



Heimild: Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2010).

Íslendinga er svona slæm í samanburði við aðrar þjóðir er því knýjandi spurning. Leitast verður við að svara henni í næsta kafla.

3 Peningastefnan á Íslandi

3.1 Verðbólguþróun í sögulegu samhengi

Fram til ársins 1920 var íslenska krónan á pari við dönsku krónuna en á því ári var ákveðið að skrá gengi hennar sérstaklega. Gengi dönsku krónunnar er nú um 20 íslenskar krónur. Ef tekið er tillit til myntbreytingarinnar árið 1981 er gengi dönsku krónunnar u.þ.b. 2.000 gamlar íslenskar krónur. Verðgildi krónunnar gagnvart hinni dönsku er því aðeins 0,05% af því sem það var árið 1920, sem jafngildir rýrnun um 99,95% á þessu 90 ára tímabili.

Kaupmáttur krónunnar gagnvart neysluvörum og þjónustu hefur rýrnað enn meir. Miðað við vísitölu neysluverðs í heild (VNV) nam virði hvernar krónu í júní árið 1944 7.147 gömlum krónum (71,47 nýkrónum) í ágúst sl. Ef miðað er við VNV án húsnæðis er hlutfallið hins vegar 10.337 gamlar krónur (103,37 nýkrónur) sem jafngildir því að verðgildi krónunnar hafi rýrnað um 99,99%. Saga peningastefnu og gjaldmiðlamála á Íslandi er því þyrnum stráð allt frá upphafi, óháð því hvernig gengis- og peningastefnan hefur verið útfærð.

Tafla 2 Meðalverðbólga á mismunandi tímabilum (%)

| Áratugir | Vísitala neysluverðs | Vísitala neysluverðs án húsnæðis |
|-----------|----------------------|----------------------------------|
| 1941-1951 | 12,9 | 14,3 |
| 1951-1961 | 4,5 | 6,4 |
| 1961-1971 | 12,0 | 12,8 |
| 1971-1981 | 37,9 | 38,9 |
| 1981-1991 | 29,0 | 29,2 |
| 1991-2001 | 3,2 | 3,0 |
| 2001-2009 | 6,2 | 5,4 |

Taflan sýnir meðaltal ársverðbólgu á mismunandi áratugum.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Verðrýrnun krónunnar hefur þó ekki verið jöfn allan tímann en tímabil þar sem verðbólga var lítil eru fá og stutt. Eins og tafla 2 sýnir er það einungis á tíunda áratug síðustu aldar sem hægt er að tala um að verðbólgan hafi ekki verið mikil miðað við verðbólgu í öðrum löndum.⁸ Á þessum tíma miðaðist stjórn peningamála við að halda gengi krónunnar föstu gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Ef undan eru skildar gengislækkarnir á árunum 1992 og 1993 tókst Seðlabankanum að halda gengi krónunnar nokkuð stöðugu frá árinu 1991 og fram til ársins 2000. Vikmörk gengisstefnunnar voru fyrst víkkuð þegar gengissveiflur tóku að aukast og í mars 2001 var horfið frá fastgengisstefnunni, gengi krónu látið fljóta og tekin upp peningastefna sem miðaðist við

⁸ Jafnvel á þessu tímabili var verðbólga hér þó heldur meiri en víðast meðal OECD-ríkja. Munurinn var þó minni en oftast áður og einnig síðar.

verðbólguþróun, eins og rakið er í kafla 2. Á þeim tíma var orðin nokkuð breið samstaða um það að ef fjármagnsflutningar til og frá landinu væru frjálssir væri ákaflega erfitt að viðhalda einhliða fastgengisstefnu, sérstaklega á svo litlu gjaldmiðilssvæði.

3.2 Verðbólguþróun frá upptöku verðbólguþróunarmarkmiðs

Eins og rakið er í kafla 2, var með yfirlýsingu stjórnvalda og Seðlabankans frá 27. mars 2001 tekið upp 2½% verðbólguþróunarmarkmið (*Peningamál 2001/2*, bls. 45). Yfirlýsing stjórnvalda og Seðlabankans frá mars 2001 skilgreinir einnig ±1½ prósentu þölmörk í kringum 2½% markmiðið. Hafa þölmörkin þann tilgang fyrst og fremst að gera kröfu til Seðlabankans um greinargerð þegar farið er yfir mörkin. Fyrsta árið voru efri mörk þölmörkanna reyndar hærri eða 6% en lækkuðu í 4½% árið 2003 og hafa verið 4% frá árinu 2004. Mynd 4 sýnir þróun verðbólgu í samhengi við verðbólguþróunarmarkmiðið og vikmörk þess. Eins og sjá má á myndinni tókst að halda verðbólgu nálægt markmiði og vel innan þölmörka frá miðju ári 2002 fram á mitt ár 2004 en þá jókst hún smám saman og fór yfir efri mörkin snemma árs 2005. Hefur verðbólga verið yfir þölmörkunum þar til nú nýverið, ef frá eru skilin stutt tímabil um mitt ár 2005 og mitt ár 2007.

Tafla 3 Verðbólguþróun og verðbólguþróunarmarkmið á Íslandi (%)

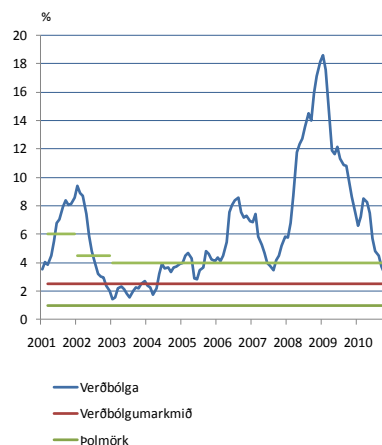
| | VNV | VNV án húsnæðis | HICP |
|---------------------------------------|-----|-----------------|------|
| Meðaltal | | | |
| Apríl 2001 – des. 2004 | 4,2 | 3,6 | 3,9 |
| Apríl 2001 – des. 2007 | 4,7 | 3,2 | 3,6 |
| Apríl 2001 – des. 2010 | 6,3 | 5,9 | 6,3 |
| Staðalfrávik | | | |
| Apríl 2001 – des. 2004 | 2,5 | 3,2 | 2,9 |
| Apríl 2001 – des. 2007 | 2,2 | 2,8 | 2,6 |
| Apríl 2001 – des. 2010 | 4,0 | 5,6 | 5,4 |
| Tölugildi fráviks frá markmiði | | | |
| Apríl 2001 – des. 2004 | 2,0 | 2,4 | 2,3 |
| Apríl 2001 – des. 2007 | 2,4 | 2,2 | 2,0 |
| Apríl 2001 – des. 2010 | 3,9 | 4,4 | 4,4 |
| Fjöldi tilvika ofan þölmörka | | | |
| Apríl 2001 – des. 2004 | 35 | 33 | 37 |
| Apríl 2001 – des. 2007 | 55 | 32 | 37 |
| Apríl 2001 – des. 2010 | 65 | 49 | 54 |

Taflan sýnir meðaltal, staðalfrávik og tölugildi fráviks frá 2½% verðbólguþróunarmarkmiði fyrir ársverðbólgu á þremur mismunandi tímabilum. Taflan sýnir einnig fjölda tilvika fyrir ofan þölmörk, þ.e. hlutfall mánaða fyrir ofan 4% efri þölmörk af heildartímabilinu. VNV er vísitala neysluverðs, VNV án húsnæðis er vísitala neysluverðs án húsnæðis og HICP er samræmd neysluverðsvísitala ESB.

Heimild: Eigin útreikningar byggðir á gögnum Hagstofu Íslands.

Tafla 3 sýnir að verðbólga hefur að meðaltali verið töluvert fyrir ofan markmiðið og sveiflast mikið. Jafnframt má sjá að árangurinn fór smám saman versnandi: verðbólga jókst og sveiflaðist meira, frávik frá markmiði jukust og tilvikum utan efri vikmarka fjölgaði. Taflan sýnir einnig svipaða þróun fyrir VNV án húsnæðis og hina samræmdu neysluverðsvísitölu ESB, HICP, en báðar þessar vísitölur undanskilja húsnæðisverð úr mælingum sínum. Þótt staðalfrávik þeirra sé meira en

Mynd 4
Verðbólga og verðbólguþróunarmarkmið



Heimild: Hagstofa Íslands.

VNV hefur verðbólga samkvæmt þeim sjaldnar farið út fyrir efri vikmörkin.

Þar sem verðbólguþróunin var tekið upp í kjölfar þess að fastgengisstefna beið skipbrot var ljóst að verðbólga myndi aukast tímabundið í kjölfar gengislækkunar, enda var mikill þrýstingur til gengislækkunar á lokaskeiði fastgengiskerfisins. Því gæti verið eðlilegt að líta fram hjá fyrstu misserum verðbólguþróunarinnar þar sem verðbólguþróunin á því tímabili endurspeglar fyrst og fremst áhrif þeirrar gengislækkunar, en jafnvel þótt eingöngu sé horft á tímabilið frá ársbyrjun 2003 er árangurinn slakur. Meðalverðbólga frá árinu 2003 til dagsins í dag er 6,4% en 4,2% sé einungis horft fram til ársins 2007.

3.3 Hugsanlegar orsakir slaks árangurs í viðureigninni við verðbólgu

Hugsanlegar ástæður slaks árangurs í viðureigninni við verðbólgu og slaks árangurs innlendrar efnahagsstjórnunnar almennt eru sjálfsgat margar. Hér á eftir verða þær helstu tíundaðar. Fyrir utan peningastefnuna sjálfa og samspil hennar við aðra efnahagsstjórn virðist ástæðnanna helst að leita í uppbyggingu íslensks þjóðarbúskapar og óvenjulegum aðstæðum í alþjóðlegum efnahagsmálum á síðustu árum. Jafnframt er líklegt að slakur árangur stafi af samspili allra þessara þátta.⁹

3.3.1 Uppbygging þjóðarbúskaparins

Það atriði sem flestir staldra fyrst við þegar kemur að gerð íslensks efnahagslífs er smæð þess og einhæfni. Þessi atriði valda því líklega að íslenskur þjóðarbúskapur verður fyrir hlutfallslega stærri skellum (e. shocks) en stærri efnahagskerfi sem búa við fjölbreyttara atvinnulíf. Þetta er í sjálfu sér ekki bundið við Ísland heldur öll lítil þjóðfélög sem þurfa að reiða sig töluvert á utanríkisviðskipti en jafnframt að sérhæfa sig í tiltölulega afmörkuðum atvinnugreinum. Samspil þess hve land er opið og sérhæft gerir það berskjaldaðra fyrir viðskiptakjaraskellum og efnahagslífið því óhjákvæmilega óstöðugra.¹⁰

Tiltölulega einhæf atvinnuuppbygging gerir þjóðarbúinu erfiðara að takast á við mikil fjárfestingaráform, auk þess sem einstaka atvinnugrein og áföll innan hennar geta haft hlutfallslega mikil áhrif á þróun þjóðarbúskaparins í heild. Fjármálakerfið er einnig oft vanþróaðra í svo smáum þjóðarbúskap og fjármálaafurðir því fábreyttari og þ.a.l. erfiðara að dreifa áhættu en í stærri ríkjum sem geta dreift áhættu innan stærri hóps einstaklinga. Sveiflujöfnun heimila og fyrirtækja verður því erfiðari en ella.

Atvinnuuppbygging Íslands gerir það einnig að verkum að efnahagssveiflur verða að jafnaði meiri hér en í mörgum öðrum efnahagskerfum. Hátt vægi auðlinda- og hrávöruvinnslu gerir íslenskt efnahagslíf berskjaldaðra fyrir sveiflum í alþjóðlegu hrávöruverði (sjá mynd 5). Sveiflukennt hrávöruverð kemur því fram í sveiflukenndari

⁹ Líklega eru miklar hagsveiflur á Íslandi ekki einungis utanaðkomandi skellum, eins og viðskiptakjaraskellum, að kenna heldur ekki síður slakri efnahagsstefnu, og þar með talið slakri peningastefnu.

¹⁰ Furceri og Karras (2007) finna t.d. greinilegt neikvætt samband milli stærðar efnahagskerfa og hagsveiflna.

viðskiptakjörum hér á landi en víðast hvar. Eins og fjallað var um í kafla 2, gerir það framkvæmd peningastefnunnar jafnan sérstaklega erfiða. Að auki hafa sveiflur í aflabrögðum einnig mikilvæg áhrif á innlenda hagsveiflu, sem eru í litlum tengslum við hina alþjóðlega hagsveiflu (sjá t.d. niðurstöður í rannsókn Más Guðmundssonar o.fl., 2000), þótt aflamarkskerfið dragi að einhverju leyti úr slíkum sveiflum miðað við það sem áður var. Eins og reynsla undanfarinna ára sýnir glögglega getur verið ákaflega erfitt að reka sjálfstæða peningastefnu á litlu gjaldmiðilssvæði þar sem innlend hagsveifla er á skjön við þá erlendu. Að lokum fylgir því líklega hlutfallslega meiri fastur kostnaður að byggja upp faglegar og skilvirkar stofnanir sem unnið geta gegn hagsveiflum í smærri efnahagskerfum en stærri.¹¹

Eins og kemur fram í Honjo og Hunt (2006) er samspil sveiflna í verðbólgu og framleiðslu töluvert óhagstæðara hér á landi en í öðrum litlum opnum verðbólgu markmiðsríkjum. Að öðru óbreyttu verður því mun erfiðara fyrir Seðlabanka Íslands að ná sambærilegum árangri og í öðrum verðbólgu markmiðsríkjunum í að halda verðbólgu lágri og stöðugri. Fram að alþjóðlegu fjármálakreppunni höfðu hagsveiflur víðast hvar minnkað töluvert (e. great moderation) og fór Ísland ekki varhluta af þessari þróun. Enn eru sveiflur í verðbólgu og framleiðslu þó meiri hér en í öðrum iðnríkjum, eins og sjá má á mynd 6.¹² Honjo og Hunt (2006) og Arnór Sighvatsson (2007) benda einnig á að efnahagsskellir hér á landi kunni að vera það stórir að Seðlabankinn þurfi að beita stjórnþækjum sínum þannig að það framkalli meiri samdrátt í framleiðslu og atvinnu en seðlabankar í nágrannalöndunum til að halda verðbólgu lítili og stöðugri. Tiltölulega hár skammtíma fórnarkostnaður verðbólguhjónunar hér á landi getur einnig grafið undan trúverðugleika markmiðsins ef almenningur og fyrirtæki draga í efa að Seðlabankinn og stjórnvöld séu í raun tilbúin að gera það sem þarf til þess að verðbólga sé í samræmi við markmið. Það gerir baráttuna við verðbólgu mun erfiðari en ella.

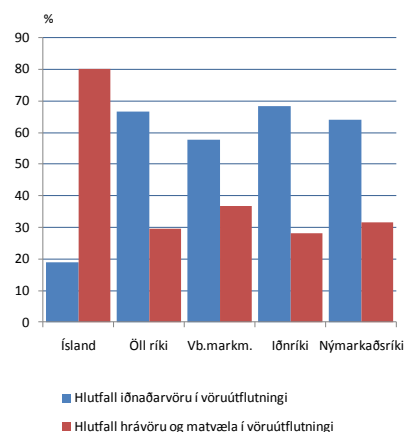
Í þessu samhengi er einnig athyglisvert að atvinnustig hefur löngum verið hátt á Íslandi og atvinnuleysi lítið, og reyndar mun minna en þekkist í nálægum löndum. Hins vegar hefur verðbólga einnig verið mun meiri en þar þekkist. Þetta kann að endurspeglar það að almenningur og stjórnvöld telji atvinnuleysi meira bøl en verðbólgu, öfugt við það sem skoðanakannanir benda til að sé raunin erlendis (sjá t.d. Fischer og Huizinga, 1982).¹³ Þetta mat á verðbólgu og atvinnuleysi kann að valda því að minni skilningur sé á nauðsyn aðgerða í peningamálum. Þótt

¹¹ Þessar miklu hagsveiflur á Íslandi eru sérstaklega áberandi þegar sveiflur í einkaneyslu eru skoðaðar en síður þegar sveiflur í landsframleiðslu eru bornar saman. Að hluta til endurspeglar þetta mikla notkun lítilla þjóða á utanríkisviðskiptum til að jafna hagsveiflur. Miklar sveiflur í einkaneyslu geta líka tengst slakri hagstjórn og sveiflum í gengi krónunnar. Sjá umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamálum 2010/2*, bls. 42-46.

¹² Enn er deilt um hvort minni hagsveiflur megi rekja til bættrar hagstjórnar, breyttrar atvinnuuppbyggingar eða einfaldlega heppni (sjá t.d. umfjöllun í Walsh, 2009). Ásgeir Daníelsson (2008) telur að minni hagsveiflur hér á landi megi að stærstum hluta rekja til breytinga á aðstæðum í sjávarútvegi fremur en til bættrar hagstjórnar.

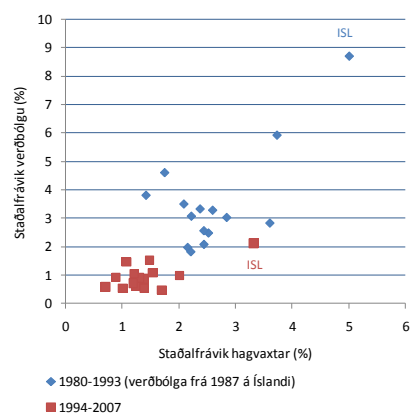
¹³ Ef sú er raunin að almenningur og stjórnvöld hér á landi líti mildilegar á verðbólgu en aðrar þjóðir gæti verið að mikil notkun verðtryggingar fjárskuldbindinga ætti þar hlut að máli. Almennungur teldi að verðtryggður sparnaður hans væri tryggður fyrir eyðileggjarmætti verðbólgunnar öfugt við það sem gildir í mörgum öðrum ríkjum.

Mynd 5
Samsetning vöruútflutnings 2006



Heimild: Gagnagrunnur Sameinuðu þjóðanna (UNCTAD).

Mynd 6
Sveiflur í verðbólgu og hagvexti í 15 iðnríkjum



Heimildir: Hagstofa Íslands og Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn.

seðlabankar þurfi oft að grípa til óvinsælla aðgerða er mikilvægt að nokkur skilningur ríki á aðgerðum seðlabanka og að þær njóti almenns stuðnings. Ef mat almennings hér á landi á því böli sem fylgir atvinnuleysi annars vegar og verðbólgu hins vegar er verulega frábrugðið því sem gerist annars staðar og hann er þess vegna mótfallinn fórnnum sem þarf að færa til skamms tíma með auknu atvinnuleysi til að tryggja verðbólguþröskulmið Seðlabankans og stjórnvalda er hætt við að Seðlabankanum muni reynast mjög erfitt að ná markmiðinu.¹⁴

Annað atriði sem kann að tengjast smæð hagkerfisins eru mikil áhrif gengisbreytinga á verðlag. Eins og rakið er í kafla 2 virðast áhrif gengisbreytinga á verðbólgu meiri hér en meðal annarra verðbólguþröskulmiðsríkja en nær því sem gerist í nýmarkaðsríkjum. Ólíkt þróuninni í öðrum ríkjum virðast áhrifin jafnframt ekki hafa minnkað hér á undanförunum árum (sjá mynd 2). Þetta gæti skýrst af því að það er hlutfallslega kostnaðarsamara fyrir erlenda seljendur vöru til Íslands að kanna markaðsaðstæður hér á landi og því sé meiri tilhneiging til að verðleggja vörur í gjaldmiðli framleiðandans (e. producer-currency pricing) en á stærri markaðssvæðum. Það kann einnig að auka áhrif gengissveiflna á verðbólgu hér á landi að innflytjendur vöru til Íslands eru oft ekki í samkeppni við innlenda framleiðendur svipaðrar vöru heldur einungis við aðra innflytjendur sömu vöru sem verða fyrir sams konar áhrifum af gengisbreytingum. Eins og Þórarinn G. Pétursson (2009 og 2010) hefur bent á geta mikil áhrif gengisbreytinga á verðbólgu á Íslandi einnig tengst skorti á trúverðugleika peningastefnunnar. Mikil áhrif séu því ekki eingöngu afleiðing af smæð íslenska markaðarins og einhæfri framleiðslu heldur tengist einnig slökum árangri við stjórn peningamála (sjá einnig Marías Gestsson, 2010). Þannig geta mikil áhrif gengisbreytinga á innlent verðlag að nokkru leyti orðið víthringur sem erfitt er að brjótast út úr.

3.3.2 Alþjóðlegar aðstæður lausafjárgnóttar og lágra vaxta

Slakur árangur peningastefnunnar undanfarin ár verður ekki fyllilega skilinn nema í samhengi við þær sérstöku aðstæður sem ríktu á erlendum fjármálamörkuðum á mesta framkvæmdaskeiði íslenskrar hagsögu (sjá nánar í grein Arnórs Sighvatssonar, 2007). Á þessum tíma ríkti sannkölluð lausafjárgnótt á erlendum fjármálamörkuðum: aðgengi að lánsfé var óvenjuauðvelt, alþjóðlegir vextir voru í sögulegu lágmarki og áhættusækni alþjóðlegra fjárfesta töluverð. Þessar aðstæður nýttu innlendir aðilar sér ótæpilega, jafnt fjármálafyrirtæki, atvinnufyrirtæki sem og heimili.

Mikil áhættusækni auðveldaði mörgum ríkjum eins og Íslandi að fjármagna mikinn viðskiptahalla á óvenjulágum vöxtum. Þessar óvenjulegu alþjóðlegu aðstæður fóðruðu einnig innlenda

¹⁴ Rétt er að ítreka þá almennu niðurstöðu hagfræðinnar að aðgerðir í peningamálum sem miði að því að minnka verðbólgu með því að hækka vexti til að minnka eftirspurn auki atvinnuleysi einungis til skamms tíma. Til lengri tíma eru það aðrir þættir en peningastefnan sem ákvarða efnahagsumsvif, þótt reynslan bendi reyndar til þess að há og sveiflukennend verðbólga geti skaðað efnahagslífið til lengri tíma lítið.

eignaverðsbólu, sem birtist í mikilli hækkun fasteignaverðs, gengis hlutabréfa og gengis krónunnar (sjá mynd 7).

Þessar aðstæður voru þó ekki eingöngu bundnar við Ísland. Svipuð þróun varð í mörgum litlum opnum hagkerfum, t.d. Írlandi (sjá t.d. Lane, 2010), og var í raun óháð fyrirkomulagi peningamála. Aðrar rannsóknir komast að svipaðri niðurstöðu: lítið samband virðist hafa verið á milli peningalegs aðhalds í einstökum ríkjum og eignarbólumyndunar og áhættutöku og virðist hin alþjóðlega lausafjárnótt því hafa skipt meira máli. Sem dæmi má nefna að niðurstöður Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2009a) benda ekki til neins sambands á milli peningalegs aðhalds í einstökum ríkjum og hækkunar húsnæðisverðs og Merrouche og Nier (2010) finna takmarkað samband á milli peningalegs aðhalds í einstökum ríkjum og áhættutöku í innlendum bankarekstri.

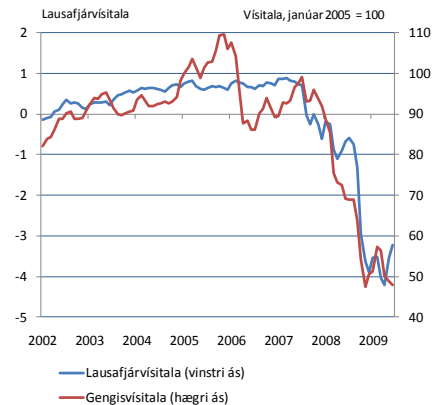
3.3.3 Misbrestur í framkvæmd peningastefnu Seðlabanka Íslands

Önnur hugsanleg ástæða slægs árangurs í viðureigninni við verðbólgu undanfarin ár er að framkvæmd peningastefnunnar hafi verið ábótavant. Í almennri umræðu um peningastefnu Seðlabanka Íslands virðast flestir sammála um að á henni hafi verið töluverðir ágallar og að mistök hafi verið gerð. Ágreiningur er hins vegar um í hverju þessir ágallar liggja (sjá t.d. yfirlitsgrein Ásgeirs Daníelssonar, 2010).

Ásgeir Jónsson (2009), Friðrik Már Baldursson (2009) og Jón Daníelsson og Gylfi Zoëga (2009) hafa t.d. gagnrýnt Seðlabankann fyrir að hafa beitt vaxtataekinu óhóflega og hækkað vexti of mikið. Telja þeir að vaxtafarvegurinn hafi nánast verið óvirkur í aðdraganda fjármálakreppunnar vegna mikillar erlendrar lántöku, almennrar notkunar verðtryggingar og auðvelds aðgengis að lánsfé í gegnum Íbúðalánasjóð. Ofnotkun vaxtataekisins hefði einungis leitt til mikillar hækkunar gengis krónunnar sem hafi skapað fölsk auðsáhrif og þannig ýtt undir innlenda eftirspurn í stað þess að draga úr henni.

OECD (2006, 2008), Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2007) og Rannsóknarnefnd Alþingis (2009) hafa hins vegar gagnrýnt Seðlabankann fyrir að hafa hækkað vexti of lítið og of seint. Það hafi valdið því að bankinn náði aldrei tókum á verðbólgu og verðbólguvæntingum, sem leiddi til þess að vextir þurftu að fara hærra en ella hefði verið nauðsynlegt. Þessir aðilar benda á að vaxtahækkunar, t.d. árið 2005, hafi verið of litlar miðað við versnandi verðbólguhorfur og það, ásamt skilaboðum bankastjórnar á þeim tíma, hafi leitt til alvarlegra efasemda um raunverulegan ásetning Seðlabankans um að ná tókum á verðbólgunni. Þessar efasemdir hafi einnig dregið úr áhrifum vaxtahækkana bankans á langtíma vexti. Reynt var að styrkja væntingafarveg peningastefnunnar með útgáfu skilyrtrar spár um vaxtaferil bankans frá árinu 2007 en verulegar efasemdir voru um að hann endurspeglaði skoðanir bankastjórnar sem aftur dró úr gagnsemi slíkra skilaboða.¹⁵

Mynd 7
Alþjóðlegt lausafé og gengi krónunnar



Lausafjárvisitalan sýnir fjölda staðalfrávika frá meðaltali. Hún er hreyfanlegt meðaltal nýu mismunandi lausafjármælikvarða staðlað út frá meðalgildi árunna 1999-2004.

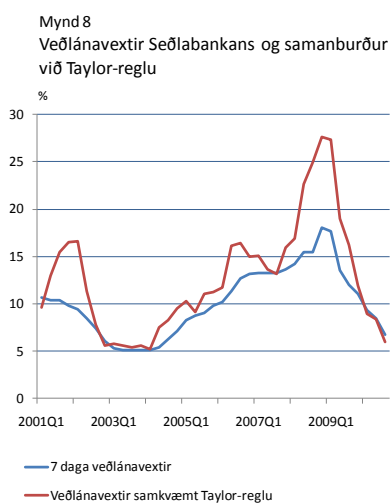
Heimildir: Englandsbanki, Seðlabanki Íslands.

¹⁵ Aður höfðu seðlabankar Nýja-Sjálands, Svíþjóðar, Noregs og Tékklands hafið birtingu slíks vaxtaferils með góðum árangri. Sjá t.d. Mishkin (2004) og Walsh (2009).

Hefðbundin leið til þess að meta hvort aðhald peningastefnunnar sé hæfilegt er að bera saman vexti seðlabanka við vexti sem eru reiknaðir með svokallaðri Taylor-reglu (sjá t.d. Taylor, 1993) en hún hefur þótt gefa góða lýsingu á hegðun seðlabanka víða um heim.¹⁶ Til reglunnar er því oft vísað í umræðu um peningastefnu í fjölmiðlum, í fræðilegum rannsóknum og innan seðlabanka. Í sinni einföldustu og algengustu mynd er reglan þessi (miðað við 2½% verðbólgu markmið Seðlabanka Íslands):

$$R_t = (RR_t + 2,5) + 1,5(\pi_t - 2,5) + 0,5Y_t$$

þar sem R eru vextir Seðlabankans, RR eru svokallaðir „náttúrulegir raunvextir“,¹⁷ π er ársverðbólga (án áhrifa neysluskatta) og Y er framleiðsluspenna. Mynd 8 sýnir samanburð á veðlávaxtum Seðlabankans og vöxtum samkvæmt ofangreindri Taylor-reglu.¹⁸ Eins og sjá má virðast vextir Seðlabankans hafa verið lækkaðir of hratt við upphaf verðbólgu markmiðsfyrirkomulagsins og hafa verið of lágir þar til snemma árs 2003 er þeir verða nokkurn veginn í samræmi við Taylor-vextina. Þegar ofþenslan fer hins vegar að gera vart við sig þegar líða tekur á árið 2004 virðast vextir hins vegar hafa hækkað of lítið og of hægt og eru þeir of lágir nánast allt tímabilið. Í fjármálakreppunni virðast þeir jafnframt hafa verið allt of lágir en það endurspeglar væntanlega áhrif gjaldeyrishaftanna sem gáfu Seðlabankanum möguleika á að hafa vexti töluvert lægri en ella hefði verið mögulegt. Samanburður vaxta Seðlabankans við Taylor-vexti virðist því fremur styðja skoðun þeirra sem gagnrýndu peningastefnuna fyrir að vera of aðhaldslitla í aðdraganda fjármálakreppunnar en þeirra sem gagnrýndu hana fyrir of mikið aðhald.¹⁹



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Aðrir þættir framkvæmdar peningastefnunnar á þessum árum hafa einnig verið gagnrýndir. T.d. benda Portes og Friðrik Már Baldursson (2007) á að Seðlabankinn hafi undir það síðasta látið leiða sig út í að þurfa að verja gengið falli sem hafi gefið alþjóðlegum fjárfestum nánast áhættalaus hagnaðartækifæri.²⁰ Þannig hafi bankinn óviljandi ýtt enn

¹⁶ Sjá t.d. rammagrein 5 í *Peningamálum* 2002/2 og rammagrein 1-2 í *Peningamálum* 2007/3.

¹⁷ Þetta eru þeir vextir sem endurspeglar innra og ytra jafnvægi þjóðarþúsins og ráðast þeir af efnahagsþáttum eins og framleiðni fjármagns, sparnaðarhneigð og langtíma vexti framleiðslugetu. Vegna tiltölulega hárrar framleiðni fjármagns og lágs sparnaðarstígs má ætla að þessir vextir séu nokkru hærrí hér á landi en í stærri og þróaðri efnahagskerfum. Samkvæmt mati Ásgeirs Daníelssonar (2009a) er líklegt að þessir vextir hafi verið rúmlega 4% fyrir fjármálakreppuna og er hér miðað við að þeir séu 4,5%. Í kjölfar kreppunnar er hins vegar gert ráð fyrir að þeir hafi lækkað í 3% en taki síðan smám saman að hækka aftur í fyrra stig þegar líða tekur á árið 2011.

¹⁸ Stundum inniheldur Taylor-reglan tafðan vaxtalið sem á að endurspeglar þá viðleitni peningastefnuyrivalda að vilja að jafnaði taka lítil skref í einu (e. interest rate smoothing). Í sögulegum samanburði vaxta er hins vegar eðlilegra að sleppa þessum lið því að hann þvingar jafnan Taylor-vaxtaferilinn til að vera mjög nálægt raunverulegum vöxtum og skapar þá tálmynd að peningastefnan hafi verið í meira samræmi við Taylor-regluna en raunin varð.

¹⁹ Líklegt er þó að myndin ofmeti frávik miðað við þær upplýsingar sem Seðlabankinn hafði í höndunum á hverjum tíma. Bæði voru jafnvægisraunvextirnir metnir lægri þá en síðar hefur komið í ljós og svo hefur endurskoðun á framleiðsluspennunni leitt í ljós að hún var töluvert meiri, sérstaklega frá árinu 2004, en talið var á þessum tíma.

²⁰ Þetta er í eðli sínu svipuð gagnrýni og beinst hefur að Alan Greenspan, fyrrverandi seðlabankastjóri Bandaríkjanna, fyrir að hafa í raun búið til gólf undir hlutabréfaverð í Bandaríkjunum (svo kallaður „Greenspan-söluréttur“).

frekar undir innflæði óstöðugs fjármagns og því magnað ójafnvægið. Þrátt fyrir að erfitt sé að finna nákvæman fót fyrir þessari gagnrýni í yfirlýsingum stjórnenda Seðlabankans á þessum tíma (sjá t.d. Ásgeir Danielsson, 2010), lýsir þessi gagnrýni vel þeim ógöngum sem peningastefnan getur lent í við aðstæður mikils ójafnvægis í innlendri eftirspurn og gengismálum þar sem innlendir efnahagsreikningar eru berskjaldaðir fyrir snarpri leiðréttingu gengisins. Hún gefur því tilefni til að Seðlabankinn skoði rækilega hvernig koma megi í veg fyrir þessa hættu á ný, eins og fjallað er um í kafla 5.

Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (2009) kemur einnig fram gagnrýni á ýmislegt í framkvæmd peningastefnunnar. Má þar nefna gagnrýni á að bankinn skuli ekki hafa beitt öðrum tækjum, eins og inngripum á gjaldeyrismarkaði til að byggja upp gjaldeyrisforða, að bindiskylda skuli hafa verið lækkuð í kjölfar einkavæðingar viðskiptabankanna árið 2003 og aftur á innstæður erlendis árið 2008, að lausafjárkröfur á bankana hafi ekki verið hækkaðar, að lausafjástýring bankans hafi verið óskilvirk sem gert hafi það að verkum að bankinn missti stjórn á peningamagni í umferð og að lánastarfsemi bankans hafi undir það síðasta verið komin langt út fyrir ramma hefðbundinna markaðsaðgerða og lánin hafi því í reynd verið lán til þrautavara án þess að bankinn hafi gætt nægilega vel að gæðum þeirra veða sem lágu þar að baki.²¹ Seðlabankinn hefur þegar tekið á sumu þessa en um aðra þætti er fjallað nánar í kafla 5.

3.3.4 Hnökkrar í miðlunarferli peningastefnunnar

Forsenda þess að peningastefnan beri árangur er að miðlun vaxtabreytinga seðlabankans frá skammtíma markaðsvöxtum til langtíma markaðs- og útlánavaxta og að lokum til raunhagkerfisins sé sæmilega kerfisbundin og fyrirsjáanleg. Töluvert hefur skort á að svo hafi verið hér á landi á undanförunum árum. Væntanlega eru margar ástæður fyrir þessu og líklegt að flestar þeirra séu innbyrðis háðar.

Ljóst er að samspil alþjóðlegrar lausafjárgnóttar, vanmats á áhættu og grunns innlends skuldabréfamarkaðar varð til þess að veikja vaxtafarveg peningastefnunnar og setja æ meiri þunga á gengisfarveginn. Þetta birtist m.a. í vaxandi vaxtamunarviðskiptum (e. carry trade) en ekki síður í gegnum skammtímalántökur innlendra viðskiptabanka á erlendum fjármálamörkuðum og endurlán þeirra til innlendra aðila.²² Þessar skammtímastöður, sem að nokkru leyti fjármögnuðu gríðarlegan viðskiptahalla, gerðu miðlun peningastefnunnar viðkvæma fyrir skyndilegum breytingum á áhættumati fjárfesta og framkvæmd peningastefnunnar því erfiðari en ella. Þessar aðstæður leiddu einnig til þess að neikvæð hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu urðu meiri en ella. Aukið vægi gengisfarvegarsins leiddi til þess að miðlun

²¹ Í skýrslu Rannsóknarnefndarinnar er því einnig velt upp hvort undirbúningur verðbólguarkmiðsfyrirkomulagsins hafi verið nægjanlegur. Því hafi skort skilning meðal almennings og stjórnáamanna og ekki ljóst hvort breið samstaða væri á bak við það. Þetta er ólíkt t.d. undirbúningi upptöku verðbólguarkmiðs í Noregi á sama tíma sem átti sér lengri aðdraganda.

²² Hagstætt lánshæfismat bankanna veitti þeim lengi vel nánast ótakmarkaðan aðgang að erlendu lánsfé með útgáfu skuldabréfa sem mörg hver voru vafin inn í flókna fjármálagjörninga sem byggðust á þessu hagstæða lánshæfismati.

peningastefnunnar varð óvissari og ófyrirsjáanlegri, en skilvirk peningastefna byggist á því að áhrif hennar séu tiltölulega fyrirsjáanleg. Vandinn við gengisfarveginn er hins vegar að ákaflega erfitt er að spá fyrir um skammtíma gengishorfur, einkum þegar mikið ójafnvægi er í þjóðarþúskapnum og erlent skammtímalánsfé fjármagnar mikinn halla á viðskiptum við útlönd.

Því má einnig halda fram að með aukinni alþjóðavæðingu hafi vaxtafarvegur peningastefnunnar í litlum opnum hagkerfum að einhverju leyti veikst á kostnað gengisfarvegsins (sjá t.d. grein Más Guðmundssonar, 2008).²³ Eftir því sem fjármálamarkaðir verða samtengdari segja hagfræðikenningar að innlendir langtímavextir ákvarðist í æ ríkari mæli af alþjóðlegum langtímavöxtum og svigrúm innlendirar peningastefnu til að hafa áhrif á þá minnkar. Vísbendingar um þetta mátti sjá á Íslandi á þensluárunum, þegar hækkun skammtímaxta hafði lítil áhrif á innlenda langtímavexti, þótt aðrir þættir, eins og vikið er að hér að neðan, hafi líklega einnig verið þar að verki.

Jafnframt er líklegt að peningastefnunni hafi verið gert erfiðara um vik með takmarkaðri útgáfu ríkisskuldabréfa, en vextir þeirra mynda jafnan grunn fyrir vaxtarófið sem miðlar áhrifum vaxta Seðlabankans út í efnahagslífið. Grunnur markaður með ríkisskuldabréf leiddi til þess að verðmyndun varð óskilvirk og óstöðug. Því varð verðlagning annarra skuldabréfa, sem jafnan er byggð ofan á verðlagningu ríkisskuldabréfa, einnig óskilvirk. Tregða stjórnvalda til að halda úti virkum ríkisskuldabréfamarkaði á tímum þegar ríkissjóður var skuldlíttill hamlaði því líklega miðlun peningastefnunnar og var til þess fallin að draga úr áhrifum hennar á lengri enda vaxtarófsins.

Hið gríðarlega stóra innlenda bankakerfi flækti einnig mjög framkvæmd peningastefnunnar á þensluárunum. Viðleitni bankanna til að verja eigið fé hafði t.d. afdrifaríkar afleiðingar fyrir þróun gengis krónunnar og hörð samkeppni bankanna við Íbúðalánasjóð um markaðshlutdeild á íbúðamarkaði, sem bankarnir fjármögnuðu að stórum hluta erlendis frá, dró úr áhrifamætti peningastefnunnar á lengri enda vaxtarófsins. Auðvelt aðgengi heimila og fyrirtækja að erlendu lánsfé í gegnum bankana gerði peningastefnunni síðan enn erfiðara fyrir. Stór hlutdeild bankanna í innlendum gjaldeyris-, peninga- og skuldabréfamarkaði skóp einnig fákeppnisaðstæður og gróf undan skilvirkri markaðsverðlagningu. Þegar loks kreppti að á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og efasemdir jukust um fjárhagslega stöðu bankanna gróf það enn frekar undan krónunni og truflaði verðmyndun á innlendum verðbréfamörkuðum. Helstu miðlunarleiðir peningastefnunnar voru því orðnar nánast óvirkar undir lokin.

Þótt verðtrygging fjárskuldbindinga sé langt frá því að vera séríslenskt fyrirbæri, er jafn útbreidd notkun verðtryggingar eins og hér á landi sjaldgæf. Þessi mikla notkun verðtryggingar getur haft áhrif á það

²³ Um þetta ríkir þó ekki einhugur meðal hagfræðinga. Sjá t.d. umfjöllun í rammagrein III-1 í *Peningamálum* 2007/3, bls. 22-3.

hvernig áhrif peningastefnunnar miðlast út í efnahagskerfið í gegnum vaxtafarveginn og hugsanlegt er að svo umfangsmikil verðtrygging hafi dregið úr áhrifamætti peningastefnunnar í þeirri viðleitni að nota hærri vexti til að draga úr innlendri eftirspurn og verðbólguþrýstingi.²⁴ Þó er mikilvægt að hafa í huga að í sjálfu sér er það ekki verðtryggingarformið eitt og sér sem getur dregið úr áhrifamætti peningastefnunnar. Peningastefnan virkar í gegnum áhrif sín á vænta raunvexti. Sé innlendir skuldabréfamarkaður sæmilega skilvirkur og einhver staðkvæmd milli óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa ættu áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans að koma fram með svipuðum hætti í verðtryggðum vöxtum og í raunvöxtum óverðtryggðra skuldabréfa. Það sem víðtæk verðtrygging hefur hins vegar gert mögulegt er að veita aðgang að langtímalánum, sem jafnan eru með föstum raunvöxtum, sem ella væru ekki í boði. Með því fá skuldarar að einhverju leyti meira skjól fyrir peningastefnunni sem veikir áhrifamátt hennar, a.m.k. til skamms tíma.²⁵ Það sem líklega dregur enn frekar úr áhrifamætti peningastefnunnar er sú staðreynd að stór hluti þessara langtíma verðtryggðu lána er á jafngreiðsluformi en í því tilviki er greiðslubyrði vegna hárra vaxta við lántöku dreift yfir mjög langt lánstímabil í stað þess að lántakendur þurfi að taka á sig tiltölulega þunga greiðslubyrði framan af. Þá dró það einnig úr áhrifamætti peningastefnunnar á þensluárunum að lánakjör Íbúðalánasjóðs virtust tiltölulega ónæm fyrir aðhaldsstigi peningastefnunnar (sjá t.d. ítarlega umfjöllun í OECD, 2008).

Að lokum er, eins og rætt var um í kafla 2.2, mikilvægt fyrir árangursríka peningastefnu að hún hafi skýrt lagalegt sjálfstæði gagnvart pólitískum stjórnvöldum. Ákvæði í þessa veru var sett inn í lög um Seðlabanka Íslands árið 2001, nokkru seinna en í löggjöf flestra annarra seðlabanka. Sjálfstæði Seðlabankans er þó e.t.v. ekki eins vel tryggt í lögum og best verður á kosið. Þá hefur verið gagnrýnt (t.d. af OECD, 2009) að fyrrverandi stjórnmalaleiðtogar hafi verið ráðnir sem bankastjórar Seðlabankans. Það hafi gert það að verkum að almenningur hafi álitnið sjálfstæði bankans í raun minna en lagabókstafurinn gaf til kynna. Efasemdir um raunverulegt sjálfstæði Seðlabankans hafi aukið efasemdir um vilja bankans til að beita peningastefnunni til að ná tókum á verðbólgunni á þensluárunum og þannig veikt miðlunaráhrif hennar.

Hugsanlegt er að efasemdir um staðfestu Seðlabankans við að ná verðbólguþrýstingnum kunnir að skýra hvers vegna almenningur og fyrirtæki virðast hafa talið að verðbólguþrýstingur bankans væri í raun

²⁴ Hér verður ekki fjallað ítarlega um kosti og galla verðtryggingar (sjá t.d. grein Ásgeirs Daníelssonar, 2009b). Hins vegar er hægt að hafa í huga að þótt verðtrygging geti verið góð fyrir skuldara að því leyti að hún tryggir fyrirsjáanlegt raungreiðslufæði fjárskuldbindinga og auðveldar aðgang að lánum til mjög langs tíma, sem ella væru ekki í boði, getur hún einnig skaðað lántakendur ef hún verður til þess að beita þarf peningastefnunni harkalegar en ella þar sem bitmáttur hennar verður minni. Verðtryggingin getur einnig gert viðureignina við verðbólgu erfiðari að því leyti sem stuðningur við þá viðureign verður minni þar sem hún ver mögulega lántakendur betur fyrir skaðsemi hárrar verðbólgu.

²⁵ Almenn notkun langtíma húsnæðislána með föstum vöxtum er þó ekki einskorðuð við Ísland, heldur þekkist t.d. í Bandaríkjunum og mörgum Evrópuríkjum (sjá t.d. OECD, 2008). Rannsóknir benda til þess að áhrifamáttur peningastefnunnar sé minni í ríkjum þar sem langtímalán með föstum vöxtum eru algengari en langtímalán með breytilegum vöxtum. Sjá t.d. Miles (2004).

ekki hið yfirlýsta 2½% heldur hærra, t.d. hin 4% efri þolmörk. Þessar efasemdir komu einnig fram í viðvarandi væntingum um að skammt væri í að vextir bankans tækju að lækka á ný, en það skýrir að hluta af hverju langtímavextir brugðust takmarkað við hækkunum vaxta Seðlabankans.²⁶ Þessar efasemdir um ásetning bankans kunna að hafa orðið til þess að draga úr áhrifum peningastefnunnar. Alþjóðavæðing innlends fjármálakerfis, útbreidd notkun langtímalána með föstum vöxtum og sérstök staða Íbúðalánasjóðs skýra því líklega veika miðlun vaxta Seðlabankans út í langtímaraunvexti aðeins að nokkru leyti. Væntingar um lækkun skammtímaxta héldu langtímaxöxtum niðri og skortur á trúverðugri kjölfestu fyrir verðbólguvæntingar fól í sér að væntir langtíma raunvextir voru lægri en ella.

Hluti vandans fólst hins vegar að líkindum einnig í verulegu vanmati á vexti eftirspurnar og verðbólguþrýstingi í uppsveiflunni, bæði í hagspám Seðlabankans en þó sérstaklega í hagspám annarra greinenda. Þetta á sérstaklega við um upphaf hagsveiflunnar, t.d. árið 2004. Lengst af spáðu aðrir greinendur t.d. töluvert minni verðbólgu en Seðlabankinn.

3.3.5 Samspil peninga- og fjármálastefnu hins opinbera

Reynsla undanfarinna ára sýnir einnig að samspil og samræming stefnunnar í peningamálum og fjármálastefnu hins opinbera var áfátt hér á landi. Færa má rök fyrir því að þessir mismunandi armar hagstjórnarinnar hafi togað hvor í sína áttina á þenslutímanum fyrir hrun fjármálakerfisins í október 2008.

Nokkur afgangur var á þessum tíma af rekstri hins opinbera, aðallega vegna mikilla tímabundinna skatttekna ríkisins af veltu og tekjum á þenslutímanum. Lærdómurinn af þensluskeiðinu er hins vegar sá að afgangur í fjármálum hins opinbera er ekki fullnægjandi mælikvarði á aðhaldsstig opinberrar fjármálastefnu og framlag hennar til hagstjórnarinnar (sjá t.d. Kaminsky o.fl., 2004). Betri mælikvarði er breyting á útgjöldum og sköttum, en hann bendir til þess að aðhaldsstig opinberra fjármála hér á landi hafi alls ekki verið fullnægjandi fram að fjármálakreppunni. Skattar voru lækkaðir töluvert og útgjöld fóru kerfisbundið fram úr áætlunum.

Samspil fjármálastefnu hins opinbera og peningastefnunnar verður jafnvel enn óhagstæðara þegar litið er á fjármálastefnuna í víðara samhengi. Ljóst er að stórfelldar framkvæmdir með tilstuðlan hins opinbera á fyrri hluta þessa áratugar reyndu mjög á innviði þjóðarbúsins og efnahagsstjórnina og hefðu að öðru óbreyttu kallað á mun aðhaldssamari fjármálastefnu hins opinbera til mótvægis.²⁷ Einkavæðing

²⁶ Langtímavextir ráðast í meginatriðum af skammtímaxöxtum í dag, auk væntinga um skammtímaxvexti yfir líftíma lengra skuldabréfsins. Seðlabankar geta því hækkað langtímaxvexti með hækkun skammtímaxta nú og/eða með því að skapa væntingar um háa skammtímaxvexti um einhverja framtíð. Rannsóknir benda til þess að það séu þessar væntingar um framtíðarvexti (væntingafarvegur peningastefnunnar) sem ráði meiru en hreyfingar skammtímaxta frá degi til dags (sjá t.d. Woodford, 2003).

²⁷ Þar sem hið opinbera átti töluverða hlutdeild í ákvörðunum um mikla fjárfestingu í virkjunum og orkufrekum iðnaði (bæði í Kárahnjúkavirkjun og stækkun álversins á Grundartanga) má í hagstjórnarlegu tilliti líta á þessar framkvæmdir sem opinberar framkvæmdir. Til að gefa hugmynd um umfang þessara framkvæmda má nefna að fjárfesting í orku- og álverum nam um 10½-12½% af landsframleiðslu á árunum 2005

stóru viðskiptabankanna og breytingar á umgjörð innlends húsnæðismarkaðar, sem urðu til þess að aðgangur að lánsfé jókst verulega og hinn opinberi íbúðalánasjóður og einkareknar lánastofnanir háðu harða samkeppni um hagstæðustu kjör húsnæðislána, var einnig einstaklega óheppilegt framlag til efnahagsstjórnunarinnar og stuðlaði að enn frekari aukningu eftirspurnar og hækkun húsnæðisverðs (sjá t.d. Lúðvík Elíasson og Þórarinn G. Pétursson, 2009).

Lítill stuðningur frá annarri hagstjórn leiddi til þess að of mikið reyndi á peningastefnuna. Óæskileg hliðaráhrif hennar urðu því meiri en þörf var á sem m.a. kom fram í meiri vaxtamuni gagnvart útlöndum en ella með tilheyrandi gengishækkunaráhrifum í gegnum vaxtamunaviðskipti. Fjármálastefna hins opinbera sem í ríkari mæli hefði tekið mið af verðbólgu markmiðinu hefði líklega skilað betri árangri. Afdráttarlausari stuðningur stjórnvalda við verðbólgu markmið Seðlabankans hefði líklega einnig aukið trúverðugleika þess.²⁸

4 Mismunandi útfærsla fastgengisstefnu

Í þessum kafla er fjallað um helstu sjónarmið er varða möguleikann á að tengja gengi krónunnar við annan gjaldmiðil. Fjallað er í stuttu máli um helstu rökin með og á móti slíkri leið. Einnig er fjallað um hvaða gjaldmiðill kæmi helst til greina, yrði sú leið valin. Í lokin er fjallað um mismunandi leiðir til að festa gengi krónunnar við annan gjaldmiðil, þ.e. einhliða fastgengisstefnu og myntráð. Einnig er fjallað um þann möguleika að leggja gjaldmiðilinn af og taka upp annan, annað hvort með einhliða upptöku annars gjaldmiðils eða með inngöngu í myntbandalag. Ítarlegri umfjöllun um þessa kosti mun þó bíða viðamikillar skýrslu um kosti og galla aðildar að EMU, sem nú er í vinnslu innan Seðlabankans og áætlað er að gefa út seint á næsta ári eða á fyrri hluta árs 2012.

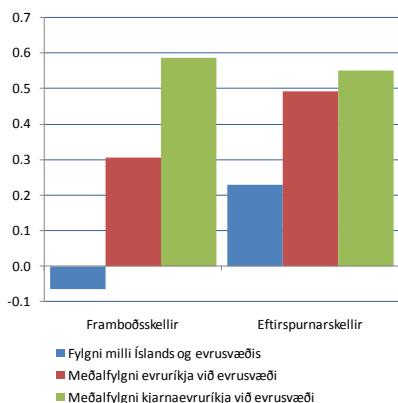
4.1 Kostir og gallar fastgengisstefnu

Sjálfstæðum gjaldmiðli fylgir ýmis kostnaður. Þar má t.d. nefna kostnað við útgáfu gjaldmiðilsins og kostnað við að byggja upp stofnanir til að móta og framkvæma sjálfstæða peninga- og gjaldeyrisstefnu. Ætla má að þessi kostnaður sé hlutfallslega meiri í litlum ríkjum en stórum. Sjálfstæðum gjaldmiðli fylgja jafnframt meiri gengissveiflur sem geta aukið óvissu og áhættu í alþjóðaviðskiptum og dregið úr gagnsæi í verðmyndun og þannig úr aðhaldi alþjóðlegrar samkeppni gagnvart innlendri framleiðslu. Sjálfstæður gjaldmiðill virðist einnig draga úr aðgengi innlendra aðila að alþjóðlegum fjármálamörkuðum en það dregur úr möguleikum þeirra til að dreifa áhættu með skilvirkum hætti. Draga má úr þessum kostnaði með því að festa gengi krónunnar við annan gjaldmiðil en stærsti ábatinn í formi sparnaðar, aukinnar skilvirkni

og 2006 og á tímabilinu sem meginframkvæmdir stóðu yfir, þ.e.a.s. árunum 2003-7, nam þessi fjárfesting um 47% af landsframleiðslu ársins 2003.

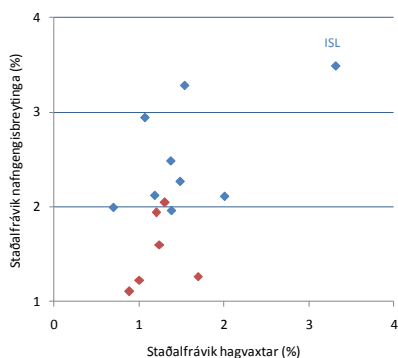
²⁸ Ítrekuð ummæli leiðtoga ríkisstjórna á þessum árum um að vexti þyrfti að lækka voru einnig til þess fallin að grafa undan trúverðugleika peningastefnunnar (sjá t.d. OECD, 2008).

Mynd 9
Fylgni framboðs- og eftirspurnarskella



Kjarnaríkin eru: Belgía, Holland, Lúxemborg, Frakkland, Ítalía og Þýskaland.
Heimild: OECD (2009).

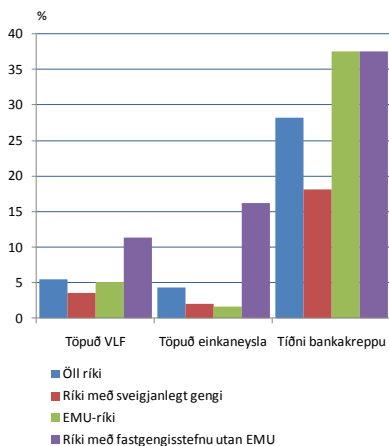
Mynd 10
Sveiflur í nafngengi og hagvexti í 15 iðnríkjum 1994-2007



Myndin sýnir staðalfrávik hagvaxtar og staðalfrávik ársfjórðungslegs meðalnafngengis. Bláir tíglar sýna ríki með sveigjanlega gengisstefnu og rauðir tíglar sýna ríki með fastgengisstefnu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og BIS.

Mynd 11
Áhrif fjármálakreppunnar á ríki með mismunandi gengisfyrirkomulag



Heimild: Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2010).

og aukinna viðskipta næst ekki nema með upptöku gjaldmiðils stærra gjaldmiðlasvæðis (sjá Breedon og Þórarinn G. Pétursson, 2006).

Fastgengisstefnu geta hins vegar fylgt gallar sem í meginatriðum felast í því að sjálfstæðri peningastefnu verður ekki beitt í því skyni að mýkja samdráttaráhrif innlends efnahagsáfalls með lækkun vaxta og gengis krónunnar. Peningastefnan ákvarðast þess í stað í því ríki sem gefur út gjaldmiðilinn sem gengi krónunnar er fest við (eða er ákveðin sameiginlega í gjaldmiðlabandalagi með heildarhagsmuni bandalagsríkjanna í huga). Þetta er sérstaklega slæmt í því tilviki þar sem hagsveiflan er ósamhverf, þ.e. ef t.d. niðursveifla er á Íslandi en uppsveifla í ríkinu sem gengi krónunnar er fest við. Í því tilviki gæti farið saman aukið peningalegt aðhald í kjarnaríkinu á sama tíma og þörf væri á auknum peningalegum slaka hér á landi. Fastgengisstefnan væri þá til þess fallin að auka á efnahagssamdráttinn hér á landi. Kostur sveigjanlegs gengis getur falist í því að þegar efnahagsáfall ríða yfir eigi aðlögun sér að nokkru leyti stað fyrir tilstilli gengisbreytingar sem dragi úr þörf fyrir aðlögun raunstærða, eins og atvinnu og framleiðslu, sem ætla má að sé kostnaðarsamari. Þessi ábati sveigjanlegs gengis ætti að vera því meiri sem innlend hagsveifla er laustengdari hagsveiflu þess ríkis eða svæðis sem festa á gengið við. Eins og mynd 9 sýnir virðast t.d. tengsl innletrar hagsveiflu við evrusvæðið vera tiltölulega lítil miðað við tengsl annarra ríkja á svæðinu.²⁹

Ýmsir hafa þó dregið í efa mikilvægi þessa galla. Sé þetta alvarlegt vandamál ættu efnahagsveiflur í fastgengisríkjum að vera meiri en í ríkjum með sveigjanlegri gengisstefnu. Niðurstöður fjölda rannsókna bendir til þess að svo sé ekki (sjá t.d. Baxter og Stockman, 1989, og Flood og Rose, 1995). Þetta má einnig sjá á mynd 10 sem bendir til lítills munar á hagsveiflum í ríkjum með fast og fljótandi gengi. Sjálfstætt fljótandi gengi gjaldmiðils virðist því frekar vera uppspretta sveiflna en að stuðla að sveiflujöfnun (sjá einnig Þórarinn G. Pétursson, 2009).

Í kjölfar hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu hefur umræða um kosti og galla fastgengisstefnu aukist. Sumir hafa bent á kosti þess að geta látið gengi gjaldmiðilsins lækka í kjölfar fjármálakreppunnar. Þannig megi draga úr áhrifum kreppunnar á raunhagkerfið og flýta fyrir efnahagsbata. Á móti hafa aðrir bent á hættuna á því að lenda í gjaldeyriskreppu sem jafnan gerir efnahagsáfallið enn alvarlegra en ella (sjá t.d. Hutchinson og Noy, 2005). Samanburðarrannsókn Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Þórarins G. Péturssonar (2010) gefur til kynna að efnahagsáfallið hafi leikið ríki með fastgengisstefnu utan EMU sérstaklega illa, en ríkin innan gjaldmiðlabandalagsins hafi staðið áfallið betur af sér (mynd 11). Þannig virðist raunsamdrátturinn hafa verið svipaður að meðaltali meðal EMU-ríkja og ríkja með sveigjanlega gengisstefnu.

²⁹ Myndin sýnir fylgni milli framboðs- og eftirspurnarskella sem fengnir eru með VAR-líkani metið fyrir tímabilið 1997-2007. Sjá OECD (2009, bls. 76-77). Már Guðmundsson o.fl. (2000) nota sömu aðferðafræði fyrir tímabilið 1960-1998 og fá nánast sömu fylgnistíka fyrir Ísland.

4.2 Gagnvart hvaða gjaldmiðli?

Þegar metið er gagnvart hvaða gjaldmiðli heppilegast er að festa gengi innlends gjaldmiðils eru almennt þrjú atriði sem þarf að hafa í huga. Í fyrsta lagi er æskilegt að peningastefna þess ríkis sem gengið er fest við sé traust. Með því er trúverðugleiki peningastefnu kjarnaríkisins að hluta fluttur inn og stuðlar að stöðugleika innanlands. Eins og rakið er að ofan, er einnig æskilegt að innlend hagsveifla sé áþekk hinni erlendu. Það er síðan nátengt umfangi viðskipta við viðkomandi ríki, þar sem hagsveiflan og framleiðsluuppbygging eru jafnan nátengd í ríkjum sem eiga mikil viðskipti sín á milli.

Þegar utanríkisviðskipti Íslands eru skoðuð kemur í ljós að næstum helmingur vöruviðskipta Íslendinga er við evruríkin eða ríki sem hafa fastgengi við evruna (sjá mynd 12). Þar langt á eftir kemur Bandaríkjadollar, breskt pund og síðan norska og sænska krónan.³⁰ Verði fastgengisstefna gagnvart einstökum gjaldmiðli fremur en körfu gjaldmiðla fyrir valinu hníga því veigamikil efnahagsleg rök að því að festa gengið við evru, frekar en t.d. Bandaríkjadal, breskt pund eða þá norrænu gjaldmiðla sem fljóta sjálfstætt.³¹

Þessu til viðbótar skapast sérstök vandamál ef tengja á gengi krónunnar við t.d. Bandaríkjadal sem jafnan er talinn öruggt skjól fjárfesta í krepnum og hefur því tilhneigingu til að hækka þegar alþjóðlegur efnahagssamdráttur ríður yfir, í stað þess að lækka sem væri líklega hagstæðara fyrir Ísland við slíkar aðstæður.³² Að sama skapi gætu skapast vandamál við að tengja gengi krónunnar við gjaldmiðla olíuútflutningsríkja eins og Noregs.

4.3 Mismunandi form fastgengis

4.3.1 Einhliða fastgengisstefna

Með einhliða fastgengisstefnu, svipaðri og rekin var hér á landi fram til ársins 2001, mætti ná sumum kostum þess að festa gengi krónunnar við annan gjaldmiðil en ekki alla. Nafngengissveiflur myndu vissulega minnka, en hinn rekstrarhagræni ábati sem fylgir aðild að stærra gjaldmiðlasvæði yrði minni. Það sama má segja um áhrif á alþjóðaviðskipti. Rannsóknir sýna að það er fyrst og fremst sameiginlegur gjaldmiðill frekar en minni nafngengissveiflur sem stuðla að auknum alþjóðaviðskiptum (sjá t.d. Breedon og Þórarinn G. Pétursson, 2006).

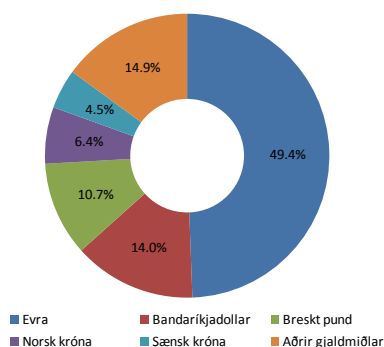
Reynslan sýnir að stærsta vandamál einhliða fastgengisstefnu er hve viðkvæm hún er fyrir spákaupmennskuárás. Efnahagslegur kostnaður þess að verja fastgengisstefnu sem er undir þrýstingi getur verið gífurlegur, eins og t.d. reynslan frá fjölda Evrópuríkja á fyrstu árum tíunda áratugar síðustu aldar og reynslan frá Suðaustur-Asíu á seinni

³⁰ Danska krónan er talin með evrugjaldmiðilssvæðinu. Vægi evrusvæðisins sjálfs er 41% og vægi Bandaríkjanna tæplega 10%.

³¹ Eins og áður hefur komið fram, má einnig ætla að nokkurt hagræði fylgi upptöku gjaldmiðils stærra gjaldmiðilssvæðis. Veigamikil rök hníga því að tengingu við stærri gjaldmiðil eins og evru og Bandaríkjadollar en síður við smærri gjaldmiðilssvæði eins og norsku eða sænsku krónunnar.

³² Þetta þarf í sjálfu sér ekki að vera einskorðað við Bandaríkjadal. Hið sama gæti átt við um evruna og jafnvel norsku krónuna.

Mynd 12
Vægi gjaldmiðilssvæða í vöruviðskiptum Íslands 2000-2009



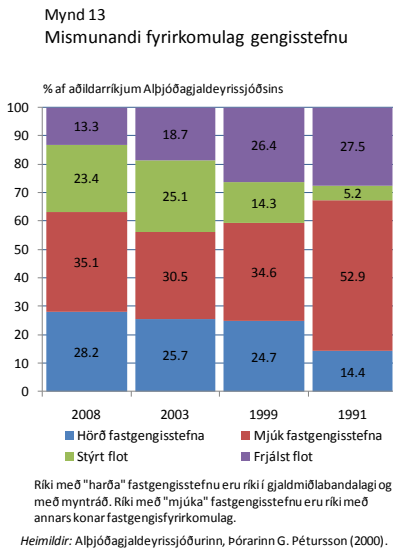
83 ríki þar sem vægi í vöruviðskiptum við Ísland árin 2000-2009 er stærra en 0,01%. Vægi ríki með fastgengisstefnu við evru og Bandaríkjadollar telst með viðkomandi gjaldmiðilssvæði.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hluta tíunda áratugar síðustu aldar sýnir glögglega. Þetta vandamál er sérstaklega alvarlegt í umhverfi nútíma fjármálakerfis, þar sem fjármagnsflutningar milli ríkja eru lítið sem ekkert heftir. Hætt er við því að slíkri stefnu þyrfti að fylgja óhemjumikill gjaldeyrisforði og jafnvel áframhaldandi gjaldeyrishöft.

Hefðbundinni einhliða fastgengisstefnu myndu því fylgja vandamál sem erfitt yrði að laga án stuðnings seðlabanka kjarnaríkisins og vafamál að slík stefna yrði til bóta í samanburði við þá stefnu sem nú þegar er fylgt.³³ Fyrr eða síðar myndi reyna á fastgengisstefnuna og hætt við því að á endanum gefi hún eftir með töluverðum efnahagslegum kostnaði. Hafa rannsóknir sýnt að líftími slíkrar stefnu er jafnan tiltölulega stuttur (sjá t.d. Mihov og Rose, 2008).

Því er engin tilviljun að ríkjum sem fylgja slíkri einhliða fastgengisstefnu hefur smám saman fækkað. Eins og mynd 13 sýnir var um helmingur aðildarríkja Alþjóðagjaldeyrissjóðsins með fastgengisstefnu af einhverju tagi árið 1991 en hefur fækkað í um þriðjung nú. Ríkjum sem fylgja harðara formi fastgengisstefnu, þ.e. aðild að gjaldmiðlabandalagi eða myntráði, hefur hins vegar fjölgað á tímabilinu. Fjölgunin hefur í meginatriðum farið saman við fækkun ríkja sem hafa leyft gjaldmiðli sínum að fljóta frjálst. Ríkjum sem reyna að stýra gjaldmiðlinum að einhverju leyti en án þess að hafa yfirlýst markmið um hvert gengið eigi að vera hefur einnig fjölgað töluvert og má ætla að sú þróun hafi haldið áfram í kjölfar fjármálakreppunnar.



4.3.2 Myntráð

Einn meginókostur hefðbundinnar einhliða fastgengisstefnu er að skuldbinding stjórnvalda til að halda genginu föstu getur aldrei verið fullkomlega hafin yfir vafa. Fjárfestar vita að einhvern tímann geti svo stórt efnahagsáfall riðið yfir að kostnaðurinn við að halda fastgenginu verði óásættanlega mikill og þá verði gengið fellt. Til þess að auka lífvænleika fastgengisins gæti því verið æskilegt að gera kostnaðinn við að hverfa frá því enn meiri og jafnvel svo mikinn að stjórnvöld muni hika við að fella gengið þegar á bjátar.

Ein leið til að gera fráhrarf frá fastgenginu kostnaðarsamara er að taka upp svokallað myntráð (e. currency board). Ef myntráð yrði sett á fót hér á landi og gengi krónunnar fest við evru, myndi Seðlabankinn tryggja að hægt yrði að skipta krónum yfir í evrur á ákveðnu gengi hvenær sem almenningur óskar. Seðlabankinn myndi tryggja þetta með því að eiga nægilega mikinn gjaldeyrisforða til þess að mæta þessum óskum. Til að auka trúverðuleika myntráðsins enn frekar er jafnframt algengt að

³³ Tvíhliða samstarf um fastgengisstefnuna við seðlabanka grunn gjaldmiðilsins gæti hins vegar skapaði traustari grunn undir stefnuna. Í tilviki fastgengisstefnu við evruna myndi Evrópski Seðlabankinn þá skuldbinda sig til að styðja við gengi krónunnar verði hún undir þrýstingi. Það ætti að draga úr viðkvæmni fastgengisstefnunnar og auka lífvænleika hennar, sbr. reynslu Dana, enda hæpið að ráðast á gjaldmiðil sem útgefandi grunn gjaldmiðilsins gæti verið tilbúinn að verja. Hins vegar er mikilvægt að hafa í huga í þessu samhengi að það er ekki ESB sem myndi ákveða slíkan stuðning heldur Evrópski Seðlabankinn, sem nýtur fulls sjálfstæðis gagnvart pólitískum stjórnvöldum. Nánast útilokað er að Evrópski Seðlabankinn sé tilbúinn að nota peningastefnu sína til að verja gengi gjaldmiðils lands sem er utan ESB.

lögbinda fastgengið, þannig að lagabreytingu þyrfti til að breyta því (jafnvel, í sumum tilvikum, breytingu á stjórnarskrá).³⁴

Myntráðið virkaði þá þannig að í hvert skipti sem Seðlabankinn gæfi út íslenskar krónur, þyrfti hann að kaupa jafngildi þeirra í evrum. Peningastefnan yrði því enn síður sjálfstæð en í tilviki fastgengisstefnu sem gerir ráð fyrir einhverjum sveigjanleika.

Til þess að myntráðið njóti nægilegs trausts er hins vegar ekki nóg að eiga gjaldeyrisforða sem samsvarar útistandandi seðlum og mynt í krónum, því að hægt er að nota lausar bankainnstæður til að umbreyta í evrur. Yfirleitt er því talin þörf á að seðlabankar eigi gjaldeyrisforða sem samsvari a.m.k. seðlum og mynt í umferð og innstæðum fjármálastofnana í seðlabankanum og jafnvel einnig lausum innstæðum í bankakerfinu, þ.e. fyrir peningamagni í umferð í þröngri merkingu (M1). Í lok október sl. námu seðlar og mynt í umferð og innstæður fjármálastofnana í Seðlabankanum rúmlega 348 ma.kr. en M1 tæplega 488 ma.kr. Gjaldyrisforði bankans nam á sama tíma tæplega 473 ma.kr., eða um 136% af ofangreindum skuldbindingum Seðlabankans en 97% af M1. Sé hins vegar tekið tillit til þess að gjaldeyrisforðinn er að stærstum hluta fenginn að láni, verður þekja gjaldeyrisforðans mun minni. Því er ljóst að Seðlabankinn þyrfti að ráða yfir mjög miklum gjaldeyrisforða og til þess að myntráðið njóti nægilegs trausts væri æskilegt að hreinn forði sé mun meiri en hann er nú.

Söfnun og viðhald mikils gjaldeyrisforða yrði kostnaðarsamt. Kostnaðurinn verður áleitnara vandamál ef eingöngu er litið á myntráðið sem tímabundna ráðstöfun á leið í EMU, því að með aðild að EMU yrði innlendu peningamagni í umferð skipt út fyrir evrur Íslendingum að kostnaðarlausu.

Annað vandamál við myntráð er að geta Seðlabankans til að veita innlendum fjármálastofnunum þrautavarálán yrði meiri takmörkunum háð. Þetta skapar óvissu komi vandamál upp í fjármálakerfinu og gæti grafið undan stöðugleika þess, sérstaklega þegar staða þess er veik og traust skortir eins og um þessar mundir.³⁵

4.3.3 Einhliða upptaka annars gjaldmiðils

Annar kostur, sem oft hefur verið nefndur í umræðunni, er einhliða upptaka annars gjaldmiðils, þá yfirleitt evrunnar. Kostir einhliða evruvæðingar eru á margan hátt svipaðir og kostir myntráðs. En þar sem ekki er lengur um notkun innlends gjaldmiðils að ræða í innlendum viðskiptum er ekki lengur um tengingu gjaldmiðla að ræða. Því er enn meira umhendis að fara til baka og taka upp flotgengi á ný. Trúverðugleiki fyrirkomulagsins er því enn meiri. Einnig er líklegt að

³⁴ Dæmi um ríki sem hafa notast við myntráð eru Bosnía-Hersegóvína, Búlgaría, Eistland, Hong Kong, Litháen og nokkur smáríki í Kyrrahafi. Argentína notaðist einnig við myntráð á árunum 1991-2002. Framan af var árangurinn mjög góður en að lokum hrundi myntráðið með gríðarlegum efnahagslegum kostnaði.

³⁵ Þetta væri minna vandamál væru innlend fjármálafyrirtæki í erlendri eigu, þannig að þau gætu sótt sér lausafjáraðstoð í sinn heimaseðlabanka í gegnum móðurfélög sín.

samband innlendra og erlendra vaxta verði enn sterkara en í tilfelli myntráðs.³⁶

Ókostirnir eru einnig áþekkir en til viðbótar kemur að slit seðla og hvarf myntar yrði á kostnað landsins en hagur þess lands hvers mynt væri tekin upp. Upptakan yrði kostnaðarsöm því að nota þyrfti gjaldeyrisforðann til að skipta út innlendu peningamagni, sérstaklega ef haft er í huga að umskiptin yrðu ókeypis ef gengið yrði í EMU, eins og áður segir. Hér er einnig veigamikill ókostur að möguleikar Seðlabankans til að veita lausafjáraðstoð eða vera lánveitandi til þrautavara myndu að öllu leyti takmarkast af evrueign bankans. Til viðbótar hefur skýrt komið fram að einhliða upptaka evrunnar yrði gegn vilja Evrópska Seðlabankans og ESB. Vafamál er því hvort innlend fjármálafyrirtæki hefðu tryggan aðgang að lausafjárfrigreiðslu frá Evrópska Seðlabankanum (sjá t.d. Buiter, 2000).

Einnig hefur pólitískur trúverðugleiki einhliða upptöku evru verið dreginn í efa þar sem peningastefnan sé að fullu framseld Evrópska Seðlabankanum án þess að unnt sé að gera hann ábyrgan fyrir peningalegum og fjármálalegum stöðugleika á Íslandi þar sem Ísland er ekki aðili að ESB (Buiter, 2000, og Winkler o.fl., 2004).

4.3.4 Innganga í myntbandalag

Innganga í EMU, sem fylgir aðild að ESB, virðist því besti kosturinn, eigi á annað borð að festa gengi krónunnar við evru eða taka hana upp sem innlenda mynt. Þannig áynnust kostir trúverðugrar fastgengisstefnu með minni tilkostnaði en bæði upptaka myntráðs og einhliða upptaka evru. Seðlabanki Íslands fengi einnig aðild að Evrópska Seðlabankanum og hlutdeild í myntsláttuhagnaði (e. seigniorage) bandalagsins. Innlend fjármálafyrirtæki fengju jafnframt aðgang að lausafjárfrigreiðslu í evrum hjá Seðlabanka Evrópu, í gegnum Seðlabanka Íslands sem yrði hluti evrópska seðlabankakerfisins.

Hins vegar er rétt að ítreka að óháð því hvort Ísland gerist að lokum aðili að EMU þarf að huga að ýmsum umbótum á núverandi peningastefnu, því að nokkur ár munu líða áður en af aðild getur orðið. Þar að auki hefur nýleg reynsla innan gjaldmiðlabandalagsins sýnt að brýn þörf er á ýmsum endurbótum í framkvæmd peningastefnunnar og efnahagsstefnunnar almennt. Sumar umbætur sem lýst er hér á eftir er því einnig nauðsynlegt að gera þótt Ísland verði þátttakandi í gjaldmiðlabandalaginu.

5 Umbætur á umgjörð efnahagsstefnunnar

Alþjóðlega fjármálakreppan hefur leitt í ljós alvarlega ágalla í uppbyggingu hins alþjóðlega fjármálakerfis og eftirliti hins opinbera með því. Hún hefur einnig sýnt fram á ýmis vandamál við fyrirkomulag stjórnar peningamála víða um heim. Þeir gallar tengjast hins vegar ekki sérstaklega verðbólgu markmiðsfyrirkomulaginu sem slíku, enda var

³⁶ Ekvador, El Salvador og Panama hafa tekið upp Bandaríkjadal en Kósóvo og Svartfjallaland hafa tekið upp evru.

uppspretta kreppunnar í Bandaríkjunum sem byggja ekki á formlegu verðbólguþéttum og hún breiddist út um allan heim, óháð því hvort viðkomandi ríki byggði peningastefnu sína á verðbólguþéttum eða ekki. Reyndar bendir nýleg reynsla til þess að verðbólguþéttum ríki hafi að jafnaði komið betur út úr kreppunni en önnur ríki (sjá mynd 3). Auk þess er ekkert í verðbólguþéttum fyrirkomulaginu sem kemur í veg fyrir að peningastefnunni sé beitt til að vinna á móti áhrifum fjármálaáfalla. Í slíku tilfalli fer jafnan saman erfiðari aðgangur að lánsfé, neikvæð auðsáhrif, minnkandi umsvif og minni verðbólguþéttur. Við slíkar aðstæður bregst peningastefnan við með slakara aðhaldi að öðru óbreyttu,³⁷ sem er í fullkomnu samræmi við verðbólguþéttum. Jafnvel má færa fyrir því rök að trúverðugt verðbólguþéttum geti dregið úr hættunni á verðhjöðnun, sem myndi hjálpa til við að draga úr hættu á frekari skuldadrifnum samdrætti (sjá t.d. Walsh, 2009).

Hins vegar er ljóst að fjármálakreppan hefur kallað á endurskoðun peningastefnunnar, bæði í ríkjum sem fylgja verðbólguþéttum og ríkjum sem fylgja annars konar fyrirkomulagi. Hún hefur sýnt að þörf er á að seðlabankar leggi meiri áherslu á fjármálalegan stöðugleika, ekki síður en verðstöðugleika og hún hefur sýnt að jafnvel þótt verðstöðugleiki sé tryggður geti undirliggjandi ójafnvægi kraumað á lánsfjá- og eignamarkaði sem síðar getur brotist í eignaverðsbólu og að lokum í fjármálakreppu þegar bólan springur. Kreppan hefur því undirstrikað mikilvægi þess að seðlabankar horfi meira til útlánaþróunar og eignaverðs við mótun peningastefnunnar en áður hefur tíðkast.

Annar lærdómur af fjármálakreppunni er að þótt hið hefðbundna tæki peningastefnunnar, vextir, feli í sér verð skuldsetningar og virki því að öðru óbreyttu hamlandi á hana, þá er það eitt og sér ekki nægilegt til að ná þessum markmiðum. Vaxtatækið nýtist fyrst og fremst til þess að hafa áhrif á almenna lánsfjáreftirspurn en hentar illa til að takast á við undirliggjandi brotalamir í fjármálakerfinu. Vaxtatækið er einnig almennt tæki sem er ekki hægt að beita á ákveðna geira þar sem vandinn er talinn eiga sér uppsprettu. Þar að auki getur peningastefnan við ákveðin skilyrði jafnvel ýtt undir bólumyndun á einum eignamarkaði þegar verið er að vinna gegn bólumyndun á öðrum eignamarkaði. Augljóst dæmi er í litlum opnum hagkerfum þar sem vaxtahækkun til að vinna á móti bólu á fasteigna- eða hlutabréfamarkaði getur á sama tíma ýtt undir bólu á gjaldeyrismarkaði. Að lokum er ljóst að ekki er hægt að nota vaxtatækið eitt til að tryggja bæði verðstöðugleika og fjármálalegan stöðugleika. Til þess þurfa seðlabankar fleiri stjórntæki. Umræðan undanfarið hefur því að hluta snúist um hvaða viðbótartæki sé hægt að láta seðlabanka í té til þess að ná þessum markmiðum.

Sú skoðun nýtur vaxandi fylgis að þessi viðbót við vaxtatækið felist í því sem nefnt hefur verið þjóðhagsvarúðartæki (e. macro-prudential tools) (sjá Crockett, 2000). Með almennum hætti má skilgreina þessi

³⁷ Í íslensku samhengi gegnir „að öðru óbreyttu“ lykilhlutverki, þar sem hér á landi varð einnig gjaldeyriskreppa sem kallaði á aðhaldssamari peningastefnu en ella til að verja berskjaldaða efnahagsreikninga skuldugra heimila og fyrirtækja fyrir frekari gengisóstöðugleika.

Þjóðhagsvarúðartæki sem reglur og önnur verkfæri sem snúa að stöðugleika fjármálakerfisins í heild fremur en að einstökum fjármálastofnunum. Nánar tiltekið er með þessum tækjum reynt að horfa á samspil þjóðarbúsins í heild, tengsl milli fjármálastofnana og þeirra markaða sem þau starfa á og verðlagningar áhættu í fjármálakerfinu (sjá t.d. Turner, 2010). Markmið þjóðhagsvarúðartækja verður þá annars vegar að draga úr hvata til ósjálfbærrar skuldsetningar á þenslutíma og hins vegar að gera fjármálakerfið betur í stakk búið til þess að takast á við fjármálaáfall (sjá t.d. Corbo, 2010). Almennt þykja þessi viðbótartæki henta betur í viðureigninni við lánsfjárdrífna eignabólur en vaxtatækið, þótt líklegt sé að á endanum verði þessi verkfæri nýtt samhliða. Hér á eftir verður fjallað um nokkrar leiðir sem nefndar hafa verið og gætu stuðlað að þessum markmiðum. Rétt er þó að hafa í huga að enn sem komið er eru sumar þessara hugmynda komnar tiltölulega skammt á veg og takmörkuð alþjóðleg reynsla er fyrir beitingu þeirra ef frá er skilin reynsla nokkurra Asíuríkja. Enn á eftir að útfæra margar þessara hugmynda nákvæmlega og hugsa áhrif þeirra til enda. Lýsingin á þeim verður því óhjákvæmilega almenn.

Einnig er rétt að hafa í huga að aldrei verður hægt að koma algerlega í veg fyrir fjármálaáfall. Markmið slíkra tækja er fyrst og fremst að reyna að draga úr líkum á fjármálaáfallum og minnka efnahagslegan skaða þeirra skelli slík fjármálakreppa á.

Að lokum er rétt að ítreka að aukin áhersla á fjármálalegan stöðugleika og samspil hans við peningalegan stöðugleika breytir engu um rökin fyrir því að meginmarkmið peningastefnunnar skuli eftir sem áður vera verðstöðugleiki. Þessi tæki munu því ekki koma í stað hefðbundinnar peningastefnu heldur vera stuðningstæki sem jafnan leggst á sömu sveif og peningastefnan. Aukið vægi fjármálalegs stöðugleika í framkvæmd peningastefnunnar mun hins vegar óhjákvæmilega flækja framkvæmdina, jafnvel þótt sín hvor nefndin innan seðlabankans tæki ákvarðanir sem lúta að fjármálastöðugleika annars vegar og verðlagsstöðugleika hins vegar (þ.e. peningastefnufnd og fjármálastöðugleikanefnd). Við þær aðstæður kynni að reyna enn meira á sjálfstæði seðlabanka og kröfur um gagnsæi ákvarðana að aukast. Mögulega þyrfti að skerpa á löggjöf seðlabanka þannig að þeir hafi skýrt umboð stjórnvalda til þess að beita sér af fullu afli þegar þeim virðist fjármálalegt ójafnvægi vera að byggjast upp. Löggin kynni einnig að þurfa skoða með það í huga að ekki sé grafið undan getu sjálfstæðrar peningastefnu til að beita sér svo að tryggja megi verðstöðugleika.

Vanda þarf útfærslu hinna nýju viðbótartækja svo að tryggja megi að hefðbundnar miðlunarleiðir peningastefnunnar skaðist sem minnst. Líklegt er t.d. að samband vaxta seðlabanka og vaxta á lánnum til heimila og fyrirtækja muni breytast. Einnig gæti fjármagnskostnaður eitthvað hækkað. Eins og Ingves o.fl. (2010) benda á má hins vegar hugsa þessa hækkun fjármagnskostnaðar sem tryggingariðgjald sem þjóðfélagið sé tilbúið til að greiða til að draga úr líkum á fjármálakreppum. Þeir benda einnig á að hægt sé að hugsa aukinn kostnað fyrir fjármálakerfið sem dæmi um „Pigou-skatt“ (sem yfirleitt er hugsaður í samhengi við

skattlagningu á fyrirtæki sem menga umhverfið án þess að bera beint kostnaðinn af því). Í þessu samhengi yrði því lagður á aukinn kostnaður í formi eins konar Pigou-skatts sem lánveitendur og lántakendur bera til þess að draga úr neikvæðum „ytri áhrifum“ (e. externality) fjármálakreppu á skattborgara sem jafnan bera stóran hluta kostnaðar fjármálaáfallsins á endanum.

5.1 Sveiflujöfnun gagnvart eignaverði

Hagfræðingar hafa um árabil deilt um hvort nota eigi peningastefnuna til þess að vinna gegn hugsanlegum eignaverðsbólum (sjá t.d. Ingves o.fl., 2010). Sumir telja rétt að reyna að jafna sveiflur í eignaverði (e. leaning against the wind). Þegar eignaverð hækkar eykst aðgengi að lánsfé þar sem virði hins undirliggjandi veðs hækkar. Ráðstöfunarfé til neyslu og kaupa á fleiri eignum eykst því og útkoman getur orðið ósjálfbær lánsfjárdrifinn neysluvöxtur. Hækkandi eignaverði virðist einnig oft fylgja tilhneiging til að vanmeta áhættu á viðsnúningi eignaverðs og því skekkt áhættumat og hækkandi lánshlutföll (e. loan-to-value ratios). Allt þetta getur síðan fódrað enn frekari hækkun eignaverðs sem kemur af stað vítahring þenslu og hækkandi eignaverðs sem að lokum endar með hörðum skelli þegar eignaverðsbólan springur.³⁸ Sveiflur í eignaverði geta því ýkt hagsveiflur og valdið verulegum efnahagslegum skaða og áraun á fjármálakerfið. Því geti verið rétt að reka aðhaldssamari peningastefnu á uppsveiflutímum heldur en verðbólguhorfur einar og sér kalla á í því skyni að hamla gegn hækkun eignaverðs. Með því að draga úr hækkun eignaverðs í uppsveiflu megi þá einnig draga úr lækkun þess þegar hagsveiflan snýst við og þannig minnka skaðann af verðlækkuninni. Þannig megi draga úr hagsveiflum og því megi réttlæta slíka sveiflujöfnun bæði út frá sjónarmiði verðstöðugleika og fjármálalegs stöðugleika.

Vandinn við þessa nálgun er fyrst og fremst sá að stundum er erfitt er að meta hvenær hækkun eignaverðs er eðlileg og hvenær hækkunin er ósjálfbær bóla, en það er forsenda þess að hægt sé að grípa til aðgerða tímanlega. Því er ákveðin hættu á að eðlileg hækkun eignaverðs verði kæfð í fæðingu og sá efnahagslegi ábati sem slíkri hækkun fylgir tapist, enda oft erfitt að meta hvort um eignaverðsbólu sé að ræða fyrr en eftir á. Beiti seðlabankinn sér of harkalega eða of seint gæti skapast hættu á snörpum viðsnúningi eignaverðs. Annar mögulegur vandi snýr að pólitískum þrýstingi á seðlabankann, verði farið að nota peningastefnuna beinlínis til þess að vinna gegn hækkun eignaverðs sem bankinn telur ósjálfbæra. Hætt er við því að slíkar aðgerðir skapi bankanum miklar óvinsældir meðal þeirra sem hafa hag af hækkun eignaverðs, en það getur brotist út í pólitískum þrýstingi og hótunum um að draga úr

³⁸ Í litlum opnum hagkerfum birtist eignabólan einnig jafnan í stækkandi efnahagsreikningi gagnvart útlöndum og vaxandi viðskiptahalla. Skyndileg vandamál við fjármögnun slíks halla (e. sudden stop) veldur jafnan snarpri lækkun gengis og harkalegum samdrætti innlendrar eftirspurnar sem einnig getur ýtt enn frekar undir verðlækkun annarra eigna sem ýtir undir enn frekari samdrátt, sbr. reynsluna af fjármálakreppunni hér á landi. Eins og De Gregorio (2010) bendir á, getur markmiðið að draga úr eignaverðsbólum því vel farið saman við markmiðið að draga úr líkum á greiðslujafnaðarkreppu (e. balance of payment crisis).

sjálfstæði bankans.³⁹ Því er mikilvægt að löggjöf seðlabanka sé endurskoðuð með það að markmiði að verja hann enn frekar fyrir pólitískum þrýstingi. Einnig er ljóst að sveiflujöfnun gegn eignaverði gerir auknar kröfur um gagnsæi og miðlun upplýsinga af hendi seðlabankans. Víst er að erfiðara verður að láta seðlabankann standa reikningsskil gerða sinna, eins og ávallt þegar honum eru sett mörg markmið sem sum hver verður erfitt að mæla nákvæmlega.

Af þessum sökum hafa aðrir hagfræðingar talið að betra sé að nota peningastefnuna eingöngu til að lágmarka skaðann eftir að bólan springur með snarpri slökun á peningalegu aðhaldi. Líklegt er hins vegar að reynslan af alþjóðlegu fjármálakreppunni hafi að einhverju leyti breytt skoðun manna á gagnsemi þessarar nálgunar. Þannig hefur það t.d. sýnt sig að hún virðist til þess fallin að gera viðbrögð peningastefnunnar við eignaverðssveiflum ósamhverf, þ.e. peningastefnan lætur hækkun eignaverðs óátalda en bregst harkalega við þegar eignaverð lækkar til þess að koma í veg fyrir áhrif lækkunarinnar á raunhagkerfið. Slík stefna getur haft í för með sér freistnivanda (e. moral hazard) í fjármálakerfinu sem eykur enn frekar á áhættutöku og ójafnvægi í fjármálakerfinu. Sú skoðun virðist því njóta vaxandi fylgis að seðlabankar verði að beita sér gegn lánsfjárdrifinni bóllumyndun, með vaxtatækinu og öðrum tækjum sem seðlabankar þurfa að bæta í vopnabúr sitt (sjá t.d. Blinder, 2010). Vandamál sveiflujöfnunar eru einfaldlega talin vega minna en sá mikli kostnaður sem fylgt getur fjármálakreppu í kjölfar þess að lánsfjárdrifin eignaverðsbóla springur. Í þessu felst þó ekki að seðlabankar setji sér eða þeim séu sett sérstök markmið um eignaverð með svipuðum hætti og um verðbólgu.

5.2 Inngrip á gjaldeyrismarkaði

Þar sem flest verðbólgu markmiðsríki eru tiltölulega lítil og opin fyrir alþjóðaviðskiptum, skiptir gengisþróunin jafnan töluverðu máli fyrir innlenda verðbólguþróun og mótun peningastefnunnar í viðkomandi ríki. Gengisbreytingar eru mikilvægur farvegur miðlunar peningastefnunnar beint í gegnum verð innfluttrar vöru og þjónustu (sérstaklega þar sem áhrif gengissveiflna á verðbólgu eru mikil, sbr. mynd 2) og óbeint í gegnum áhrif gengisbreytinga á efnahagssumsvif. Gengi gjaldmiðla leikur einnig mikilvægt hlutverk í aðlögun þjóðarbúskaðans að utanaðkomandi skellum, t.d. sveiflum í alþjóðlegu hrávöruverði (sjá einnig umfjöllun í kafla 4).

Hins vegar má færa rök fyrir því að æskilegt sé að gengisþróun hafi jafnvel meira vægi við ákvarðanir í peningamálum þegar um lítil opin hagkerfi með tiltölulega vanþróað fjármálakerfi er að ræða, eins og Ísland og fjöldi annarra verðbólgu markmiðsríkja. Í slíkum tilvikum geta miklar gengisbreytingar valdið verulegum skaða, ekki síst ef lántökur

³⁹ Hækkun húsnæðisverðs víða um heim virtist vera öllum til bóta, a.m.k. áður en ljóst varð að um ósjálfbæra húsnæðisbólgu var að ræða: lágtekjuheimili áttu auðveldara með að eignast húsnæði, umsvif og atvinna í byggingargeira jukust, afkoma fjármálageirans batnaði, tekjur ríkissjóðs af öllu saman jukust og vinsældir stjórnmálamanna að sama skapi (sjá t.d. Corbo, 2010). Dæmi um þetta er þegar ástralski seðlabankinn hækkaði vexti til að stemma stigu við hækkanði eignaverði, en þá gagnrýndu t.d. ýmsir ráðherrar seðlabankann harkalega (sjá Ball, 2004).

innlendra aðila í erlendum gjaldeyri eru miklar, eins og algengt er í litlum opnum hagkerfum með vanþróað fjármálakerfi, gallað regluverk, veikt fjármálaeftirlit og óhagstæða verðbólguögu. Í slíkum tilvikum getur snörp gengislækkun valdið efnahagsreikningum innlendra aðila verulegum búsifjum og við ákveðin skilyrði leitt til fjöldagjaldþrota og að lokum til fjármálakreppu.

Alþjóðlega fjármálakreppan og aðdragandi hennar hefur einnig sýnt með skýrum hætti hættuna sem getur fylgt of mikilli hækkun gengis gjaldmiðla. Mikil gengishækkun grefur ekki einungis undan samkeppnishæfni útflutningsgreina, sem jafnvel getur verið erfitt að endurvinnna þegar gengið lækkar á ný, heldur getur hún tengst innflæði fjármagns sem fóðrar innlenda eignaverðsbólu (sjá t.d. Plantin og Shin, 2010). Hætta er á að slíkt innflæði geti stöðvast skyndilega, en það leiðir til þess að gengið fellur og magnar samdrátt innlendra eftirspurnar vegna fyrrnefndrar viðkvæmni innlendra efnahagsreikninga fyrir gengisbreytingum.

Of miklar gengissveiflur geta einnig leitt til aukinnar óvissu sem getur verið skaðleg. Þar sem stór hluti varanlegrar neysluvöru og fjárfestingarvöru á Íslandi er innfluttur geta þessi neyslu- og fjárfestingarútgjöld þjappast saman á tímabil þegar gengið er sterkt og framleiðsluþættir nýst á óhagkvæman hátt. Of miklar gengisbreytingar geta því haft slæmar afleiðingar í för með sér og við ákveðin skilyrði ýkt hagsveiflur í stað þess að stuðla að því að minnka þær, eins og fjallað var um í kafla 4.

Það eru því gild rök fyrir því að æskilegt sé að seðlabankar reyni að koma í veg fyrir ýktar gengissveiflur. Ekki er hins vegar víst að vextir seðlabanka séu besta tækið til þess. Ef gengishækkun endurspeglar aukna bjartsýni, mikla gírur og hraða stækkun efnahagsreikninga og eignaverðsbólu, gætu áhrif vaxtalækkunar verið takmörkuð og jafnvel orðið til þess að fóðra bólu enn frekar í gegnum hækkun innlends eignaverðs. Við aðstæður þar sem verðbólga er einnig vandamál, gæti vaxtalækkun einnig grafið undan trúverðugleika seðlabankans í viðureigninni við verðbólgu.

Til að vinna gegn óhóflegum gengissveiflum kæmi því einnig til álita að nota inngrip á gjaldeyrismarkaði.⁴⁰ Inngripin yrðu hins vegar að vera stýfð (e. sterilised interventions) eigi þau ekki að hafa áhrif á peningamagn í umferð. Seðlabankinn kaupir þá t.d. erlendan gjaldeyri þegar gengi gjaldmiðilsins er að styrkjast og safnar gjaldeyrisforða en dregur á sama tíma úr umferð það innlenda lausafé sem við það myndast með mótvirkandi aðgerðum. Stýfingin getur reyndar aukið innflæðið með því að þrýsta innlendum vöxtum upp. Við sumar aðstæður getur jafnframt verið erfitt að stýfa inngrip að fullu nema með vaxtahækkun, sem einnig stuðlar að meira innflæði. Því er ólíklegt að stýfð inngrip hafi

⁴⁰ Fjármálastefna hins opinbera getur einnig leikið mikilvægt hlutverk með því að draga úr innlendra eftirspurn og þar með úr halla í viðskiptum við útlönd. Þannig léttir hún á ytri fjármögnun þjóðarþúsins og dregur úr óæskilegum hliðaráhrifum aðhaldssamrar peningastefnu sem birtist í auknum viðskiptahalla. Hún dregur því einnig úr hættunni á snöggum viðsnúningi í ytri fjármögnun og snarpri lækkun á gengi innlends gjaldmiðils.

mikil langvarandi áhrif á gengið (sjá t.d. Sarno og Taylor, 2001). Meiri gjaldeyrisforði sem af þeim leiðir getur hins vegar aukið traust á peningastefnuna þar sem hægt er að nota hann til að styðja við gjaldmiðilinn þegar hann er undir þrýstingi til lækkunar.

Aukinn gjaldeyrisforði getur einnig treyst fjármálastöðugleika, t.d. með því að auka traust á bankakerfið eða vinna gegn erlendum lausafjávanda. Þannig nýttu t.d. mörg lönd gjaldeyrisforða sinn í þessu skyni þegar áhlaup varð á erlenda fjármögnun alþjóðlegra banka í framhaldi af falli Lehman-bankans í september 2008.

Kerfisbundin og gagnsæ notkun stýfðra inngripa til að vinna gegn gengissveiflum þarf ekki að vera í mótsögn við verðból gumarkmiðsrammann. Inngripin geta hjálpað við að draga úr gengissveiflum, en það gæti stuðlað að minni hagsveiflum eins og fyrr segir. Hættan á snörpum viðsnúningi gengis, sem gæti haft veruleg áhrif á eftirspurn og verðbólgu, yrði jafnframt minni. Þótt stýfð inngrip hafi jafnan takmörkuð áhrif á gengi gjaldmiðla til lengri tíma litið gætu þau gefið Seðlabankanum viðbótartæki til að draga úr skammtíma gengissveiflum, að svo miklu leyti sem fjármagn er ekki fullkomlega hreyfanlegt, sem á líklega við til tiltölulega skamms tíma (sjá t.d. Blanchard o.fl., 2010). Vaxtataekið væri þá hægt að nota áfram gegn innlendum verðbólguþrýstingi í samræmi við verðból gumarkmiðið.

Notkun stýfðra inngripa er hins vegar ekki án vandkvæða, m.a. af ofangreindum ástæðum. Reynslan af slíkum inngripum í aðdraganda þess að krónan var sett á flot árið 2001 gefur t.d. til kynna afar takmörkuð áhrif á gengið (sjá Gerður Ísberg og Þórarinn G. Pétursson, 2003). Einnig er umhugsunarefni hversu miklu inngrip á gjaldeyrismarkaði hefðu skilað í aðdraganda fjármálakreppunnar. Ef til vill hefði verið hægt að beita inngripum á gjaldeyrismarkaði þegar krónan var sem sterkust árið 2005 til að byggja upp gjaldeyrisforða til að mæta væntri leiðréttingu gengisins síðar. Slík leiðrétting varð árið 2008, en miðað við þann alvarlega lausafjárskort í erlendum gjaldeyri sem innlendar fjármálastofnanir stóðu frammi fyrir hefði þurft gríðarlega mikinn gjaldeyrisforða til að stemma stigu við þeim þrýstingi á gengið sem lausafjárþröng bankanna olli. Þó er ekki útilokað að jöfn uppbygging forða í kerfisbundnum inngripum hefði temprað gengishækkun krónunnar og þannig dregið úr nauðsynlegri leiðréttingu sem síðar varð. Afar erfitt er að segja til um það, en reynsla annarra þjóða, eins og Brasilíu og Chíle, af forðasöfnun í hækkunarferlinu í aðdraganda alþjóðlegu fjármálakreppunnar virðist jákvæð (sjá t.d. De Gregorio, 2010, og Meirelles, 2010), þótt ójafnvægið og lausafjávandi innlands fjármálakerfis hafi að sönnu verið mun minni þar en varð hér á landi.⁴¹

Varast ber hins vegar að beita inngripum í því skyni að verja tiltekið gengisstig. Reynslan sýnir að slíkt sé mjög erfitt, enda eru áhrif stýfðra

⁴¹ Ástralal hafa einnig áralanga reynslu af notkun stýfðra inngripa til að jafna gengissveiflur í samhengi við verðból gumarkmiðsfyrirkomulagið (sjá t.d. Kim og Sheen, 2002). Seðlabanki Nýja-Sjálands hefur á síðustu árum einnig gripið nokkrum sinnum til inngripa á gjaldeyrismarkaði í þeim tilgangi að jafna gengissveiflur og tryggja virkni gjaldeyrismarkaðar (sjá t.d. Eckhold og Hunt, 2005).

gengissveiflumum. Kerfisbundin og gagnsæ stýfð inngrip geta því verið gagnleg viðbót við núverandi efnahagsstefnu, þótt ekki sé þess að vænta að hún geri meira en slétta úr hæstu toppum og lægstu lægðum gengisþróunarinnar, nema til komi aðrar aðgerðir sem hefta að einhverju leyti flæði á gjaldeyrismarkaði.

Önnur leið til að vinna á móti óæskilegu ofrasi innlands gjaldmiðils, sem nýtur vaxandi athygli, gæti því verið skattlagning innflæðis fjármagns. Æ fleiri nýmarkaðsríki hafa gripið til þessarar leiðar að undanfögnu. Má þar t.d. nefna Brasilíu og Suður-Kóreu, þar sem erlend fjárfesting á innlendum skuldabréfamarkaði hefur verið skattlögð sérstaklega, og Taíland, þar sem hluti innflæðisins er bundinn vaxtalaus í innlendum seðlabanka og er binditíminn styttri eftir því sem fjárfest er til lengri tíma. Fleiri lönd hafa gripið til slíkra reglna eða íhuga slíkt.

5.3 Þjóðhagsvarúð

Í kjölfar fjármálakreppunnar komu vandamál tengd skorti á markaðsaga og ófullkominni „eindarvarúð“ (e. microprudential policy) skýrt fram.⁴⁴ Endurskoðun á regluverki fjármálamarkaða er því mikilvægt verkefni um þessar mundir. Talsverð vinna tengd þessari endurskoðun hefur verið innt af hendi á alþjóðavettvangi. Til viðbótar er unnið að því að þróa ýmis þjóðhagsvarúðartæki. Nefnd á vegum Alþjóðagreiðslubankans benti fyrst á nauðsyn slíkra varúðartækja á áttunda áratug síðustu aldar en nú fyrst virðast þær hugmyndir vera að öðlast almennt fylgi (Clement, 2010). Mikil vinna hefur átt sér stað, en enn er þó langt í land að skýrt skilgreindur rammi sem alþjóðleg samstaða er um líti dagsins ljós (sjá nánar í Caruana, 2009, 2010b, c, og Borio, 2010). Eins og áður hefur verið vikið að snúa markmið þjóðhagsvarúðar að stöðugleika fjármálakerfisins í heild, en ekki endilega einstakra hluta þess. Þannig tengir hún í raun saman þjóðhagsgreiningu seðlabanka og tæki fjármálaeftirlits.

Engan þarf að undra að umræðan um þjóðhagsvarúð hafi gengið í endurnýjun lífdaga eftir efnahagslegt umrót síðustu missera og margir spyrja sig eflaust hvort slíkt regluverk hefði getað dregið úr því ójafnvægi sem síðan leiddi til fjármálahrunsins. Á uppsveiflutímum ríkir jafnan mikil bjartsýni og oft virðist byggjast upp óraunsætt mat á langlífi þess ástands og væntingar um að eignaverð muni áfram haldast hátt og jafnvel hækka enn frekar. Algengt er á slíkum tímum, eins og sást greinilega í aðdraganda alþjóðlegu fjármálakreppunnar, að fjármálafyrirtæki, atvinnufyrirtæki og heimili auki skuldsetningu sína verulega og stækki efnahagsreikninga sína með aukinni gírun þeirra. Hún hefur síðan tilhneigingu til að fóðra ósjálfbæra eignaverðsbólu enn frekar og ýta undir innlenda eftirspurn. Um síðir springur bólan og efnahagssumsvif dragast snögglega saman. Eftir standa berskjaldaðir efnahagsreikningar skuldugra heimila og fyrirtækja og fjármálafyrirtæki með vaxandi útlánatap. Þessi skellur á efnahagsreikninga magnar síðan samdráttinn enn frekar og afleiðingin getur orðið alvarleg fjármálakreppa.

⁴⁴ Eindarvarúð snýr að stöðugleika einstakra fjármálafyrirtækja (sjá t.d. Yue, 2001).

Kerfislæg áhætta í fjármálakerfinu er að nokkru leyti sprottin af sjálfum kjarna bankarekstrar, svokallaðri eignaubreytingu (e. asset transformation). Er þá átt við þá meginstarfsemi banka að taka skammtímalán (í gegnum millibankamarkað og með viðtöku innlána) og umbreyta þeim í langtímalán til fyrirtækja og einstaklinga. Þar sem útlánvöxtur hefur tilhneigingu til að fylgja hagsveiflunni, þýðir þetta að lausafjánhætta bankakerfisins hefur tilhneigingu til að aukast í uppsveiflu. Þegar hagsveiflan snýst við geta hins vegar orðið straumhvörf og bankar skyndilega staðið frammi fyrir lausafjávanda. Þeir þurfa því að draga efnahagsreikning sinn saman og endurskipuleggja hann, sem jafnan felst í minnkandi útlánum og sölu eigna, sem eru síðan aftur til þess fallin að dýpka samdráttinn enn frekar. Afleiðingin getur orðið fjármálakreppa.

Tafla 4 Mismunandi útfærsla á þjóðhagsvarúðartækjum

| Stjórtæki | Dæmi |
|--|---|
| <i>Hafa hemil á kerfisáhættu yfir hagsveifluna</i> | |
| „Stuðpúði“ á eigið fé tengdur þróun hagstærða | Kína ¹ (útlánvöxtur), Nýja-Sjáland ¹ (lánshlutfall) |
| Sveiflujafnandi tillag í afskriftarsjóð útlána | Kína, Kólumbía, Indland, Spánn |
| Breytilegt lánshlutfall | Kína, Hong Kong, Suður-Kórea, Singapur, Malasía, Taíland, Nýja-Sjáland ¹ |
| Bein takmörkun á útlánum til ákveðinna geira | Suður-Kórea, Malasía, Filippseyjar, Singapur |
| Breytilegt hlutfall afborgana og tekna | Hong Kong, Suður-Kórea, Malasía, Taíland |
| Breyting Basel-voga | Indland, Tyrkland |
| Breytilegt hlutfall lána á móti innstæðum | Argentína, Hong Kong, Kína, Nýja-Sjáland, Suður-Kórea |
| Breytilegt viðbótarálag á eigið fé | Til athugunar hjá Basel-nefndinni |
| Breyting á álagi eða frádragi á fjármögnunarsamningum | Tillaga frá CGFS ² |
| Viðbótarálag ofan á vexti lána með veð í íbúðarhúsnæði | Nýja-Sjáland ¹ |
| <i>Hafa hemil á kerfisáhættu á öllum tímum</i> | |
| Viðbótarálag á eigið fé kerfislega mikilvægra banka | Kína, Indland, Filippseyjar, Singapur |
| Reglur um lausafjánhlfall | Indland, Suður-Kórea, Filippseyjar, Singapur |
| Takmörkun á „gjaldmiðlamisræmi“ (e. currency mismatch) | Indland, Malasía, Filippseyjar, Pólland |
| Hlutfall húsnæðislána af heildarútlánum | Hong Kong |
| Stífara greiðslumat lántakenda (t.d. m.v. hærri vexti en samningur kveður á) | Kanada |
| Takmörkun á hversu oft má sækja um lán til fasteignakaupa á þeim svæðum þar sem spákaupmennska er vandamál | Suður-Kórea |
| Aukin skattlagning söluhagnaðar vegna fasteignaviðskipta umfram annan söluhagnað | Suður-Kórea, Nýja-Sjáland ¹ |
| Takmörkun á íbúðakaup erlendra aðila | Malasía |
| Liðkun á framboðshlið fasteignamarkaðar | Nýja-Sjáland ¹ |
| Skattur á skuldir fjármálastofnana umfram innstæður viðskiptavina | Suður-Kórea |
| Takmörkun á ráðstöfun hagnaðar | Tillaga frá CGFS ² |
| Takmörkun á útlánvexti | Tillaga frá CGFS ² |
| Takmörkun á útlánum í erlendum gjaldmiðlum | Tillaga frá CGFS ² , Ungverjaland |
| Dótturfélagavæðing (e. subsidiarisation) | Tillaga frá CGFS ² |
| Takmörkun á lengd lánasamninga | Tillaga frá CGFS ² |
| Reglur um virðisimat lánasamninga | Tillaga frá CGFS ² |
| Takmörkun á samþjöppun á millibankamarkaði | Tillaga frá CGFS ² , Indland |

1. Til athugunar á þeim tíma þegar heimildir voru ritaðar. 2. Nefnd um alþjóðlega fjármálakerfið (e. Committee on the Global Financial System).
 Heimildir: Committee on the Global Financial System (2010), Seðlabanki Nýja-Sjálands (2006), Saurina (2009), Seðlabanki Indlands (2009), Alþjóðagreiðslubankinn (2009), Fjármálaráðuneyti Kanada (2010), Chang-Lok (2006), Yung (2006), Hong Kong Monetary Authority (2002) og Seðlabanki Malasíu (2009).

Þar sem þau atriði sem hér hafa verið nefnd eru oft á tíðum meginuppsprettur óstöðugleika og aukinnar kerfislegrar áhættu í fjármálakerfinu er mikilvægt að seðlabankar hafi yfir að ráða tækjum til að draga úr margföldunaráhrifum fjármálaeðrar gírunar og ekki síður úr líkum á að óhófleg lausafjárahætta byggist upp í kerfinu. Þetta eru þó ekki einu vandamálin sem fjármálakerfið stendur frammi fyrir. Mikilvægt vandamál fyrir fjármálakerfi lítilla opinna hagkerfa, eins og Íslands, er gjaldmiðlamisræmi (e. currency mismatch). Ef lántakendur skulda í erlendum gjaldmiðlum eða hafa lán sem tengd eru gengisþróun annarra gjaldmiðla en hafa tekjur í krónum geta miklar gengisbreytingar haft talsverð áhrif á efnahagsreikning þeirra og jafnvel komið þeim í þrot.

Stungið hefur verið upp á mörgum verkfærum sem nýst gætu í baráttunni gegn þeim vanda sem hér hefur verið vikið að og þar með stuðlað að fjármálalegum stöðugleika. Tafla 4 sýnir yfirlit yfir þau helstu sem nefnd hafa verið í innlendri og alþjóðlegri umræðu. Þessum verkfærum er hægt að skipta í annars vegar sveiflujafnandi tæki og hins vegar þau sem taka á kerfisáhættu. Þessi skipting er þó ekki einhlít, mörkin á milli flokkanna eru í sumum tilfellum óljós þar sem útfæra má stjórnækin á mismunandi hátt.

5.3.1 Sveiflujafnandi stjórnæki

Eins og áður hefur verið vikið að hefur sú hugmynd að vinna gegn sveiflukenndu ójafnvægi á fjármálamörkuðum notið vaxandi fylgis í kjölfar fjármálakreppunnar. Áður hefur komið fram að ólíklegt sé að vaxtækið dugi eitt og sér og því sé þörf á fleiri stjórnækjum seðlabanka. Ákjósanlegir eiginleikar þessara tækja eru að beiting þeirra sé einföld og gagnsæ í framkvæmd og einnig er kostur að stjórnækki séu tiltölulega sjálfvirk eða tengd þróun einhverra efnahagsstærða. Tækin geta beinst að ákveðnum geirum þar sem ójafnvægi er að myndast eða að fjármálakerfinu í heild ef ójafnvægið er ekki bundið við ákveðinn hluta þess. Einnig er mikilvægt að virkni þessara stjórnækja sé samhverf, þ.e. að þau myndi mótvægi bæði í uppsveiflu og niðursveiflu (sjá t.d. Committee on the Global Financial System, 2010).

Í gegnum árin hefur Basel-II-regluverkið verið gagnrýnt þar sem það þykir til þess fallið að ýta undir sveiflu á fjármálamörkuðum. Ákvæði um samsetningu eiginfjár valda því að í uppsveiflu losnar um þessar kvaðir m.a. vegna hækkandi eignaverðs sem gerir bönkum kleift að stækka efnahagsreikninga sína á meðan á uppsveiflunni stendur. Þegar syrtir í álinn gildir hið gagnstæða, eignaverð lækkar sem gerir það að verkum að samsetning eignahliðar efnahagsreiknings fjármálastofnana breytist. Sala eigna er því oft óhjákvæmileg til að standast ákvæði Basel-II-staðlanna. Eignirnar seljast oft en ekki á verði sem er undir bókfærðu virði þeirra. Þetta getur valdið frekari eignaverðslækkun með tilheyrandi sölu eigna og því getur vítahringur frekari lækkana og sölu eigna farið í gang.

Basel-regluverkið er í stöðugri þróun og hefur þriðja útgáfa staðlanna nú verið kynnt og verður hún tekin upp í skrefum á næstu árum. Helsta breytingin felst í því að eiginfjárkröfur samanstanda af tveimur þáttum,

fastri lágmarkskröfu og hagsveiflutengdri eiginfjárkröfu ofan á hana. Með þessu er fjármögnun banka gerð dýrari sem mun endurspeglast í hærri lántökukostnaði. Það eitt og sér dregur úr skuldsetningu einkageirans og útlánaáhættu bankakerfisins. Með þessu er því unnið gegn óhóflegum útlánavexti á góðæristímum og þar með hættu á myndun eignaverðsbólu. Bankar yrðu einnig þvingaðir til að leggja meira til hliðar í varasjóð á góðæristímum sem hægt væri að nýta þegar verr áraði. Í tillögum Basel-nefndarinnar er einnig gert ráð fyrir viðbótartækjum sem ætlað er að stuðla að þjóðhagsvarúð en slíkar viðbætur yrðu lagaðar að aðstæðum í hverju landi fyrir sig (Caruana, 2010a).

Seðlabankar víðs vegar um heiminn hafa verið meðvitaðir um vankanta Basel-II og lagt til ýmsar umbætur til að takast á við vandamálin. Seðlabanki Nýja-Sjálands (2006) hefur til að mynda bent á nauðsyn þess að huga að veikleikum Basel-II-regluverksins. Telur hann að hugsanlega væri hægt að tengja eiginfjárkröfur fjármálafyrirtækja við leyfileg lánshlutföll á hverjum tíma. Hærra lánshlutfalli myndi þar af leiðandi fylgja lægri eiginfjárvöð sem myndi rýmka fyrir útlánunum í niðursveiflum og virka sem hemill á fjármálastofnanir í uppsveiflu. Auk þessa hefur í Kína verið til athugunar að koma á sveiflujafnandi öryggislagi á eigið fé sem tengt yrði útlánavexti. Reynslan hefur sýnt að þegar mikill vöxtur er í útlánunum komi að þeim tímamarki að bankar veiti áhættumeiri lán en áður. Þegar straumhvörf verða á mörkuðum eru þessir lántakendur fyrstir til að lenda í greiðsluvandræðum og því er rétt að skylda banka til þess að binda meira eigið fé á móti þessum áhættusömu lánunum sem slæðast inn í lánasöfn þeirra þegar útlánavöxtur er mikill. Önnur leið til að ná svipuðum mótvægisáhrifum er að í stað þess að breyta eiginfjárvöð væri hægt að tengja tillag í afskriftarsjóð útlána við útlánavöxt (e. dynamic provisioning). Slíkt fyrirkomulag er til staðar á Spáni en spænski seðlabankinn hefur útfært reiknireglu sem ákvarðar tillag í afskriftarsjóð útlána með þessum hætti. Önnur ríki á borð við Indland og Kólumbíu hafa mótað svipað stjórnæki byggt á spænska fyrirkomulaginu. Reynsla Spánverja gefur þó til kynna að slík regla dugar ekki til að koma í veg fyrir eignaverðsbólur þótt hún dragi úr vexti útlánaáhættu hjá fjármálastofnunum (Saurina, 2009).

Önnur leið til að hafa áhrif á samsetningu efnahagsreiknings banka er að breyta áhættuvogum Basel-reglnanna. Eiginfjárlutfall samkvæmt Basel-regluverkinu er reiknað sem vegið meðaltal eignaflokka þar sem vogirnar byggjast á metinni áhættu hvers eignaflokks. Hægt væri að tengja vogirnar við hreyfingu efnahagsstærða og ná þannig fram sveiflujöfnun á eiginfjárlutfallið. Það myndi hvetja viðkomandi banka til að endurskipuleggja eignasamsetningu sína eftir því hvernig áhættuvogirnar breytast því ella þyrfti hann að binda meira eigið fé. Einnig væri hægt að nota breytingu Basel-voga til að draga úr gjaldmiðlamisræmi en þá væri erlendum eignum gefið minna vægi við útreikning eiginfjárlutfalls (nánar verður vikið að gjaldmiðlamisræmi hér á eftir). Einnig hefur verið stungið upp á að setja reglur um fjármögnun fjármálastofnana. Sem dæmi má nefna að hægt er að setja hámark á hlutfall lána á móti innstæðum, þ.e. hvort stofnunin fjármagni sig með innlánunum eða á

heildsölumarkaði. Þannig væri hægt að koma í veg fyrir að bankar ráðist í mikinn útlánavöxt umfram aukningu á innlánnum, þ.e. að stýra framboði mögulegs lánsfjármagns. Þessar hugmyndir eru í takt við fyrrnefnda endurskoðun á Basel-regluverkinu.

Reglur af þessum toga stuðla ekki eingöngu að því að draga úr óhófinu á þenslutímum og að uppbyggingu öflugri varasjóða sem hægt er að nýta þegar verr gengur, heldur eru þær einnig til þess fallnar að draga úr óhóflegri áhættutöku og líkum á því að bankar séu veiktir innan frá með miklum arð- og bónusgreiðslum á góðæristímum. Ásamt því að beina reglum að eigin fé og samsetningu þess mætti draga úr undirverðlagningu kerfisáhættu með því að setja breytilegt lágmarksálag eða frádrag á lánasamninga fjármálastofnana. Beiting þessa tækis myndi minnka líkur á snöggum samdrætti framboðs heildsölulána gegn veði ef veðhæfi eigna lækkaði skyndilega.

Eins og alþjóðlega fjármálakreppan sýndi svo glögglega geta lán sem virðast veitt gegn góðum veðum skyndilega orðið verðlaus þegar hagsveiflan snýst við og umsvif taka að dragast saman og þá sérstaklega ef viðsnúningurinn fer saman við snarpa lækkun eignaverðs. Því hafa einnig komið fram tillögur sem beinast að eignahlið efnahagsreiknings fjármálastofnana. Ýmsar hugmyndir að regluverki varðandi útlán hafa verið settar fram á síðustu árum og ber hæst að setja hámark á lánshlutfall húsnæðislána. Slíkt hlutfall væri hægt að tengja t.d. við útlánavöxt og gæti því dregið úr ofhitnun á húsnæðismarkaði þar sem lánþegar þyrftu hærra eiginfjárframlag sem gæti dregið úr eignaverðsbólum og unnið gegn hrakvalsanda (e. adverse selection) meðal lánþega. Annað hlutfall sem rætt hefur verið um að nota er hlutfall afborgana og tekna. Þannig væri unnt að setja hámark á hversu mikið einstaklingar geta skuldsett sig og því mögulegt að bæta greiðsluhæfi þeirra í niðursveiflum. Ef rétt er með farið myndi þetta draga úr berskjöldun lánasafna banka fyrir niðursveiflunni. Í grein frá Seðlabanka Nýja-Sjálands (2006) kemur sú hugmynd fram að leggja breytilegt viðbótarálag ofan á almenna vexti veðlana í íbúðarhúsnæði. Væri slíkt viðbótarálag tengt útlánavexti eða verðbreytingu í veði væri mögulegt að stemma stigu við frekari vexti útlána og hugsanlegri eignaverðsbólu. Að lokum má nefna að ýmis ríki í Asíu, s.s. Suður-Kórea, Malasía, Filippseyjar og Singapúr, styðjast við regluverk sem heimilar takmörkun útlána fjármálastofnana til ákveðinna geira. Þannig takmarka þeir útlán til geira þjóðarbúskaparins þar sem of mikil þensla er og draga þannig úr hættu á snörpum umskiptum síðar meir.

Enn eitt verkfærið til að draga úr hættu á auknu ójafnvægi er sveiflujafnandi skattlagning fjármálaviðskipta. Til að mynda ætti núverandi fyrirkomulag stimpilgjalda hér á landi að vinna á móti þróun fasteignaverðs, því þau eru reiknuð sem hlutfall af fjárhæð skuldabréfs í fasteignaviðskiptum. Auk þess er hluti stimpilgjaldsins tengdur fasteignamati eignarinnar. Þar með veldur hækkandi fasteignaverð hærrí stimpilgjöldum. Hægt væri að hugsa sér kerfi þar sem hlutfallið væri breytilegt yfir hagsveifluna. Þannig væri e.t.v. hægt að styrkja mótvægisáhrif skattsins. Einnig væri hægt að hugsa sér sveiflujafnandi

fasteignagjöld sem myndu hækka með kerfisbundnum hætti tengdum fasteignaverði. Enn önnur leið til að nýta skattkerfið til sveiflujöfnunar er að tengja fyrirtækjaskatta við þróun eignaverðs (Cable, 2008).

5.3.2 Stjórnþæki gegn kerfisáhættu

Vaxandi kerfislegt ójafnvægi gerir fjármálakerfið jafnan berskjaldað fyrir áföllum. Sem dæmi má nefna þegar bankakerfið verður of stórt í samhengi við þjóðarbúskapinn. Stórt bankakerfi fer oft á tíðum saman við aukna áhættu. T.d. eykur stórt bankakerfi hættu á óeðlilegum áhrifum fjármálakerfisins á eftirlit og löggjöf með því og aukið verulega á freistnivandann (sjá t.d. Demircuc-Kunt og Serven, 2009). Eftir því sem bankakerfið verður stærra, því stærri hluti starfsemi þeirra er alþjóðleg. Stærri hluti efnahagsreiknings þess verður því jafnan í erlendri mynt. Þetta getur orðið alvarlegt vandamál í ríki sem notar gjaldmiðil sem telst ekki vera „alþjóðlegur sjóðsgjaldmiðill“ (e. reserve currency). Í því tilviki hefur innlendur seðlabanki mjög takmörkuð tök á að tryggja aðgengi fjármálakerfisins að lausafé í þeirra meginstarfsgjaldmiðli nema að hafa gríðarlega mikinn gjaldeyrisforða sem væri mjög kostnaðarsamur (sjá t.d. Buiters og Sibert, 2008). Reynslan hér á landi sýnir einnig að svo stórt fjármálakerfi getur grafið undan stöðugleika innlands greiðslukerfis og fjármálum hins opinbera og valdið alvarlegri greiðslujafnaðarkreppu fyrir þjóðarbúið í heild.⁴⁵

Þegar bankar verða svo kerfislega mikilvægir að óhjákvæmilegt þykir að bjarga þeim fremur en að leyfa þeim að verða gjaldþrota (e. too big to fail) getur einnig skapast freistnivandi þar sem bankar taka ekki tillit til neikvæðra ytri áhrifa sem viðskipti þeirra kunna að hafa á fjármálakerfið og efnahagslífið í heild. Svipaður freistnivandi getur komið upp í litlum opnum hagkerfum með eigin gjaldmiðil vegna gjaldmiðlamisræmi (e. currency mismatch) eigna og skulda einkaaðila. Mikil sókn íslenskra heimila og fyrirtækja í lán í erlendum gjaldeyri, sérstaklega frá seinni hluta ársins 2007, jók t.d. verulega á kerfisáhættu innlands fjármálakerfis. Að því leyti sem viðkomandi lántakendur höfðu ekki tekjur í erlendum gjaldeyri, jók þetta verulega hættu á alvarlegri skuldakreppu ef gengi krónunnar myndi lækka mikið, eins og raunin varð. Freistnivandi skapaðist þar sem hvorki lánveitendur né lántakendur tóku nægilegt tillit til þeirrar hættu sem þessi lántaka skapaði fyrir efnahagslífið í heild. Þetta vandamál var langt í frá einskorðað við Ísland: ýmis ríki í Austur-Evrópu lentu í svipuðum vanda og sams konar skuldakreppur hafa komið upp í fyrri fjármálakreppum, eins og t.d. í Suður-Ameríku á níunda og tíunda áratug síðustu aldar og í Suðaustur-Asíu á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar.

Með sama hætti og með sveiflujafnandi stjórnþæki er æskilegt að tækin sem nota á til að hamla gegn vaxandi kerfisáhættu séu eins og kostur er einföld og gagnsæ í notkun. Þau tæki sem hér verða tekin til umfjöllunar eiga það sameiginlegt að hafa verið notuð til að vinna beint gegn

⁴⁵ Rannsókn Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Þórarins G. Péturssonar (2010) gefur til kynna að ríki með stór bankerfi komu verr út úr fjármálakreppunni sem hófst árið 2008: efnahagssamdrátturinn varð dýpri og meiri hætta var á kerfislægri banka- og gjaldeyriskreppu.

myndun kerfisáhættu. Líkt og áður hefur verið vikið að eru skilin á milli þessara verkfæra og hinna sem eru sveiflujafnandi ekki alltaf skýr. Vafalaust væri hægt að útfæra einhver þeirra þannig að þau tækju einnig á sveiflujöfnun og öfugt.

Nokkur ríki í Asíu hafa brugðið á það ráð að leggja viðbótarálag á eigið fé kerfislega mikilvægra banka. Þannig er ætlunin að draga úr hvata fjármálafyrirtækja til að vaxa óhóflega. Viðbótarálagið veldur því að bankar taka að einhverju leyti tillit til þeirra ytri áhrifa sem þeir hafa á stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Þessi leið er þó ekki gallalaus. Þannig yrði framkvæmdin t.d. nokkuð snúin hér á landi þar sem færa má rök fyrir því að í jafn litlu og grunnu fjármálakerfi og Íslendingar búa við séu flestir ef ekki allir bankar kerfislega mikilvægir. Annað sem hafa þarf í huga er að slík regla verði ekki til þess að beina fjármálaþjónustu út úr hefðbundnu bankakerfi og út í afkima þess þar sem eftirlit hins opinbera er e.t.v. ekki eins öflugt.

Önnur leið til að draga úr vexti banka er að leggja skatt á skuldir umfram innstæður viðskiptavina þeirra. Þannig mætti draga úr hvata til útþenslu efnahagsreiknings fjármagnaðar með heildsölulánum. Því má halda fram að fjármálakerfi sem í grunninn er fjármagnað með innstæðum sé ekki eins berskjaldað fyrir skyndilegum skorti á lánsfjármagni og þar með er kerfisáhætta líklega minni en ella.⁴⁶ Aðrar hugmyndir snúa t.d. að takmörkunum á ráðstöfun hagnaðar fjármálafyrirtækja, t.d. varðandi bónus- og arðgreiðslur (sjá t.d. Committee on the Global Financial System, 2010).

Eitt þekktasta tækið sem snýr að eignahlið efnahagsreiknings fjármálafyrirtækja er án efa reglur um bindiskyldu. Með þeim eru fjármálafyrirtæki þvinguð til að halda ákveðnum hluta eigna sinna á reikningi hjá Seðlabankanum sem nemur ákveðnu hlutfalli innstæðna. Áhrif bindiskyldu velta meðal annars á því hvaða vextir eru greiddir af henni. Séu þeir lægri en markaðsvextir jafngildir hún skattlagningu á bankakerfið og eykur vaxtamun þess sem getur í einhverjum mæli dregið úr útlánavexti. Eftir því sem fjármögnun bankakerfisins byggist meira á innlánum og markaðir eru heftari hafa breytingar bindiskyldu einnig magnáhrif til lækkunar útlánavaxtar. Beinar takmarkanir á útlánavexti og vöxt útlána ættu að hafa svipuð áhrif að svo miklu leyti sem þær virka.

Annað tæki sem snýr að eignahliðinni og hefur meðal annars verið notað hér á landi og í nokkrum ríkjum Suðaustur-Asíu eru reglur um lausafjárhlutfall (e. liquidity ratio) fjármálafyrirtækja. Þetta hlutfall er jafnan skilgreint sem hlutfall lausafjár og skammtímaskulda og endurspeglar því hve stóran hluta þeirra mætti greiða með stuttum fyrirvara.

Dæmi um enn annað tæki er hámark á hlutfall húsnæðislána af heildarútlánum banka, sem stjórnvöld í Hong Kong settu á árið 1994 til að bregðast við aukinni þenslu á húsnæðismarkaði. Það var afnumið

⁴⁶ Reynslan af núverandi fjármálakreppu bendir til þess að bankar séu viðkvæmari fyrir „áhlaupi“ fjármálamarkaða, þ.e. snörpum viðsnúningi í aðgengi að lausafé á markaði, en hefðbundnu áhlaupi sparifjäreigenda (sjá t.d. Borio, 2009).

fjórur árum síðar eftir að markaðir höfðu róast á ný (sjá Hong Kong Monetary Authority, 2002). Þessar aðgerðir yfirvalda í Hong Kong sneru að lánveitendum. Hins vegar eru til dæmi um stjórnþæki sem snúa að lánþegum. Í Kanada hefur t.d. þeirri aðferð verið beitt að herða greiðslumat lántakenda. Segja má að lántakendur séu settir í nokkurs konar álagspróf þar sem greiðslugeta þeirra er metin miðað við hærri vexti en þeim standa til boða á þeim tíma sem lánið er tekið, sem hefur sjálfkrafa í för með sér takmörkun skuldsetningar. Þannig eru lántakendur betur í stakk búnir til að mæta auknu aðhaldi í stjórn peningamála. Sem annað dæmi má nefna að meðal viðbragða Seðlabanka Suður-Kóreu við ofhitnun á húsnæðismarkaði á árunum 2003-6 var takmörkun á hversu oft mætti sækja um lán til fasteignakaupa á þeim svæðum þar sem spákaupmennska var talin vera vandamál og aukin skattlagning söluhagnaðar vegna fasteignaviðskipta umfram annan söluhagnað. Viðbrögð seðlabankans eru talin hafa átt þátt í að koma í veg fyrir húsnæðisbólgu án þess að hægja um of á öðrum geirum þjóðarbúskaparins.

Eins og áður hefur verið nefnt gengur bankastarfsemi í grunninn út á eignaumbreytingu. Við það myndast misræmi á líftíma eigna og skulda banka (e. maturity mismatch) þar sem bankinn fjármagnar sig með innstæðum og öðrum skammtímalánum en lánar út til lengri tíma. Aukist misræmið getur það aukið kerfisáhættu, eins og reynslan frá Íslandi sýndi þar sem innlendir bankar reiddu sig í vaxandi mæli á skammtíma heilðsölufjármögnun. Þeir lentu því í vandræðum við endurfjármögnun eftir að lánalínur þeirra höfðu lokast. Til að bregðast við slíkum vanda hefur nefnd um alþjóðalega fjármálakerfið því stungið upp á að setja takmörk á lengd lánasamninga, sem ná bæði til fjármögnunar banka og útlána þeirra (Committee on the Global Financial System, 2010).

Eins og áður hefur verið rakið getur misræmi í bankarekstri einnig stafað af gjaldmiðlasamsetningu eigna og skulda. Slíkt gjaldmiðlamisræmi veldur kerfisáhættu ef tekjur lánþega eru að miklu leyti í öðrum gjaldmiðlum en skuldir þeirra. Til að sporna gegn þessu er mögulegt að setja reglur sem hamla eða koma í veg fyrir slíka áhættutöku. Þær gætu verið í formi banns eða aukinna eiginfjárfarfna á banka vilji þeir veita slík lán. Með nægjanlega háu álagi yrði niðurstaðan hin sama: lán í erlendum gjaldmiðli til þeirra sem hafa ekki tekjur í sama gjaldmiðli yrðu ekki lengur í boði, annaðhvort vegna þess að þau yrðu bönnuð eða svo óhagstæð að hvorki væri framboð né eftirspurn eftir þeim.⁴⁷ Slíkar reglur þekkjast í nokkrum ríkjum. Svo að dæmi séu tekin hafa ný lán í erlendum gjaldmiðli verið bönnuð í Ungverjalandi, og í Póllandi þarf hærri útborgun í húsnæðisviðskiptum sé húsnæðislánið í erlendum gjaldmiðli. Reglur sem notaðar hafa verið á Indlandi fela í sér takmarkanir á erlendum skuldum banka sem tengjast ekki alþjóðaviðskiptum, bönn við ýmsum fjármálagerningum tengdum gjaldmiðlum og takmarkanir á íbúðakaupum erlendra aðila á innlendum markaði (Seðlabanki Indlands, 2009).

⁴⁷ Eins og Ingves o.fl. (2010) benda á má einnig hugsa um lánveitingar í erlendum gjaldmiðli sem kostnað sem bankakerfið leggur á allt fjármálakerfið og skattgreiðendur og því sé eðlilegt að skattleggja þessi ytri áhrif með Pigou-skatti.

Einnig hefur verið rætt um að innleiða regluverk varðandi verðmat lánasamninga og „möguleika á að gera framboðshlið fasteignamarkaðarins sveigjanlegri svo að draga megi úr verðhækkunum vegna umframeftirspurnar. Dótturfélagavæðing hefur einnig verið nefnd sem lausn á vanda sem verður til þegar samstæða er með útibú í öðrum ríkjum. Með því að skylda samstæðuna til að stofna dótturfélag utan um erlend útibú er hægt að takmarka áhrif erlendra starfsemi á innlenda kerfisáhættu.⁴⁸ Nærtækt dæmi eru innstæðureikningar Landsbankans í Bretlandi og Hollandi. Einnig mætti skerpa á reglum varðandi samþættingu fjármálastofnana er snúa að eignarhaldi og umfangi viðskipta þeirra á milli. Þannig mætti minnka kerfisáhættu og vinna gegn því að vandamál einstakra banka smitist um allt fjármálakerfið (sjá t.d. Seðlabanki Indlands, 2009).

5.3.3 Framkvæmd þjóðhagsvarúðar

Framkvæmd þjóðhagsvarúðar er mismunandi á milli landa þótt áhrifin séu svipuð, ef ekki þau sömu. Helst liggur munurinn í því hversu kerfisbundin framkvæmdin er. Kerfisbundin framkvæmd þjóðhagsvarúðar hefur þann kost að hún er gagnsærri og markaðsaðilar vita hvað er í vændum frá eftirlitsaðilanum. Kerfisbundin framkvæmd hefur einnig þann kost að hún minnkar þau áhrif sem pólitískur þrýstingur gæti haft á ákvarðanir eftirlitsaðilans. Hins vegar getur stundum þurft að beita ókerfisbundnum aðgerðum.

Að lokum er rétt að leggja áherslu á að verkfærin sem hér hefur verið fjallað um eru ekki töfralausn sem tryggir að fjármálaáföll heyrir sögunni til. Sem dæmi má nefna að verkfæri sem einblína á einn ákveðinn geira þjóðarbúskaparins geta valdið ójafnvægi í öðrum geirum sem það tekur ekki til. Markaðsaðilar munu bregðast við með því að reyna að sveigja fram hjá reglunum með ýmsu móti. Einnig er mögulegt að hvatar brenglist og áhættusækni aukist á þeim mörkuðum sem falla ekki undir reglurnar. Einnig er, eins og áður hefur verið nefnt, mjög erfitt að greina hvort eignabóla sé að myndast eða hvort um eðlilega verðhækkun sé að ræða. Ef um eðlilega verðhækkun er að ræða gæti beiting tækja sem taka á bóllumyndun haft brenglandi áhrif á þjóðarbúskapinn.

5.4 Opinber fjármálastefna og samskipt hennar við peningastefnuna

Þótt peningastefnunni sé í lögum falið það markmið að stuðla að stöðugu verðlagi og beri að vinna að því markmiði hver sem efnahagsstefna stjórnvalda er að öðru leyti, getur stefnan í opinberum fjármálum og efnahagsstefnan í heild ýmist auðveldað eða torveldað seðlabankanum að ná markmiðum sínum og því haft áhrif á fórnarkostnað þess að ná þeim. Stefnan í opinberum fjármálum getur einnig ýmist dregið úr eða aukið möguleg neikvæð áhrif sem peningastefnan getur haft, t.d. í formi aukins halla í viðskiptum við útlönd sem aðhaldssamri peningastefnu fylgir óhjákvæmilega. Með því dregur fjármálastefna hins opinbera úr líkum á því að eftirspurnin aukist of mikið og að vaxtamunur við útlönd verði óhóflegur. Eins og reynslan frá undanförunum árum sýnir skýrt eykur

⁴⁸ Þetta er ekki heimilt samkvæmt EES-samningnum og reglum ESB en hefur þó verið til skoðunar af nefnd um alþjóðlega fjármálakerfið.

slík efnahagsstefna hættu á miklu fjármagnsinnstreymi sem á augabragði getur snúist í andhverfu sína þegar óvissa og áhættufælni aukast. Þetta er sérstaklega mikilvægt í litlu og opnu hagkerfi þar sem byrði aðhaldsaðgerða peningastefnunnar getur lagst mjög misjafnt á innlenda atvinnugeira og samkeppnisgeira. Það getur ýtt undir gagnrýni á peningastefnuna og grafið undan stuðningi við hana. Við slíkar aðstæður er mikilvægt að fjármálastefna hins opinbera leiki stærra hlutverk og dragi úr þessum vanda (sjá t.d. Schmidt-Hebbel, 2006). Þetta á jafnvel enn frekar við íslenskar aðstæður þar sem hagsveiflan er ýktari en að jafnaði í öðrum ríkjum, eins og rætt var um í kafla 3.

Eins og fjallað er um í kafla 3 sýnir reynsla undanfarinna ára að samhæfingu peninga- og fjármálastefnu hins opinbera var töluvert áfátt hér á landi sem leiddi til þess að of mikið reyndi á peningastefnuna og jók það óæskileg hliðaráhrif hennar í gegnum vaxandi viðskiptahalla og of sterkt gengi krónunnar.

Reynslan af alþjóðlegu fjármálakreppunni hefur einnig sýnt að nauðsynlegt er fyrir stjórnvöld að safna í frekari sjóði þegar vel gengur til að geta stutt við efnahagslífið þegar áfall ríður yfir. Því virðist ljóst að stjórnvöld þurfa að keppa að því að reka hið opinbera með töluvert meiri afgangi þegar vel gengur en að jafnaði hefur verið rætt um áður (sjá t.d. Blanchard o.fl., 2010). Þetta er einnig mikilvægur þáttur trúverðugar stefnu um hvernig taka eigi á miklum skuldum hins opinbera í kjölfar fjármálakreppunnar. Það er ekki einungis mikilvægt svo að tryggja megi sjálfbærni opinberra fjármála, heldur einnig forsenda þess að verðbólgaþolmiðinu verði náð með skilvirkum hætti (sjá t.d. Leeper, 2010).

Til þess að gera megi opinbera fjármálastefnu skilvirkari og auka getu hennar til að styðja við peningastefnuna er einnig nauðsynlegt að fara í ýmsar umbætur á framkvæmd hennar. Skoða þarf hvort æskilegt sé að fylgja fordæmi margra nágrannaríkja og setja á fót sjálfstæða stofnun sem kostnaðarmeti áætlanir og leggi mat á hvort þær séu í samræmi við markmiðið um sjálfbærni opinberra fjármála, hvort sem er á ríkis- eða sveitarstjórnarstiginu. Þessi stofnun gæti jafnframt verið stjórnvöldum til ráðgjafar varðandi hagstjórnaraðgerðir svo að draga megi úr líkum á að mistök síðustu ára sem rakin eru að ofan verði endurtekin.

Aðrar umbætur, eins og notkun á vel skilgreindum fjármálareglum (e. fiscal rules), eru einnig hjálplegar. Með því má auka gagnsæi ákvarðana í opinberum fjármálum og auka aðhaldið með þeim. Við það eykst trúverðugleiki áætlana um að ná tókum á mikilli skuldsetningu hins opinbera, en það getur einnig bætt miðlunaráhrif peningastefnunnar (sjá t.d. Leeper, 2010). Útgjaldamarkmið á nafnvirði í stað raunvirðis, eins og miðað er við í efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, eru einnig til mikilla bóta. Með því að setja útgjaldamarkmið í samræmi við verðbólgaþolmið eykst sjálfvirk sveiflujöfnun opinberra fjármála, auk þess sem eignarhald hins opinbera á verðbólgaþolmiðinu er undirstrikað sem er til þess fallið að auka trúverðugleika þess og þannig hjálpa peningastefnunni við að halda verðbólgu við markmið.

Að lokum er mikilvægt að stjórnvöld hugi að langtímaáhrifum aðhaldsaðgerða sem nauðsynlegar eru eftir að skuldir hins opinbera jukust verulega í kjölfar fjármálakreppunnar. Fjöldi rannsókna og reynsla annarra ríkja sýna að hægt er að ná varanlegri árangri við lækkun skulda hins opinbera með aðhaldsaðgerðum á útgjaldahlið fremur en með hækkun skatta. Sögulega séð hefur það reynst árangursríkasta leiðin út úr skuldsetningu að stuðla að auknum hagvexti að því marki sem hann er ekki skuldsettur og fer framúr framleiðslugetu þjóðarbúsins. Skattar geta hins vegar dregið hvötum til tekjumyndunar, sérstaklega ef þeir leggjast á kvika skattstofna. Því gætu aðgerðir á tekjuhlið opinberra fjármála frekar verið til þess fallnar að skaða hagvaxtargetu þjóðarbúsins en aðgerðir á útgjaldahlið og því að öðru óbreyttu erfiðara verði að ná tókum á skuldunum en í gegnum útgjaldalækkun (sjá t.d. Alesina og Perotti, 1996, og Collier og Gunning, 1999).

6 Breytingar á útfærslu verðbólguþolmarkmiðsins

Í þessum kafla eru raktar hugsanlegar breytingar á útfærslu verðbólguþolmarkmiðs Seðlabanka Íslands í ljósi reynslu undanfarinna ára, bæði hér á landi og alþjóðlega. Velt er upp kostum og göllum þess að breyta verðbólguþolmarkmiðinu, lengja sjóndeildarhring markmiðsins, víkka vikmörk þess eða breyta um viðmiðunarvísitölu markmiðsins. Verði gerðar breytingar á útfærslu þess, yrði það til viðbótar við þau þjóðhagsvarúðartæki og gjaldeyrisinngripastefnu sem áður voru ræddar.

6.1 Breyting verðbólguþolmarkmiðsins

Nefnt hefur verið í umræðunni hér á landi hvort rétt sé að hækka verðbólguþolmarkmið Seðlabankans. Svipuð umræða hefur einnig átt sér stað alþjóðlega, sérstaklega í kjölfar fjármálakreppunnar, en þó á allt öðrum forsendum. Alþjóðlega hefur umræðan snúist um lágt verðbólguþolmarkmið í helstu efnahagskerfum veraldar, eins og á evrusvæðinu og Bandaríkjunum og meðal helstu verðbólguþolmarkmiðsríkja en þar er formlegt eða óformlegt markmið peningastefnunnar að halda verðbólgu sem næst 2%. Komið hafa fram hugmyndir um að svo lítil verðbólga valdi því að erfiðara sé að bregðast við alvarlegum efnahagsáfallum, eins og hinni alþjóðlegu fjármálakreppu, með lækkun vaxta. Þegar verðbólga er svo lítil eru vextir að jafnaði mjög lágir líka og því lítið svigrúm til lækkunar þeirra áður en rekist er á „núll-gólflið“ (nafnvextir geti ekki orðið neikvæðir). Blanchard o.fl. (2010) spyrja því hvort æskilegt sé að hækka verðbólguþolmarkmið þessara ríkja í t.d. 4% þar sem efnahagsskaðinn sem felst í að geta ekki lækkað vexti nógu mikið vegna núll-gólfsins í alvarlegu efnahagsáfalli sé e.t.v. meiri en hinn efnahagslegi kostnaður sem jafnan fylgir meiri verðbólgu. Hættan samfara því að geta ekki slakað nægilega á aðhaldi peningastefnunnar er m.a. að þjóðarbúskapurinn festist í vítahring verðhjöðnunar og efnahagsamdráttar þar sem verðhjöðnun gerir það að verkum að raungreiðslubyrði skulda með föstum nafnvöxtum fer sífellt hækkandi en það dýpkar efnahagsamdráttinn enn frekar sem aftur eykur enn frekar á

verðhjöðnun. Reynsla Japana bendir til að erfitt geti verið að komast út úr slíkum vítahring.

Þótt þetta séu gild rök hafa viðbrögðin á heildina litið verið neikvæð.⁴⁹ Bent hefur verið á að hætt sé við að slík endurskoðun grafi undan þeim trúverðugleika sem tókst að vinna eftir áralanga og sársaukafulla baráttu við verðbólgu, auk þess sem að hærra verðbólguþingi fylgir jafnan sveiflukennandi verðbólga, sem hafi í för með sér efnahagslegan viðbótarkostnað. Hugmyndin um hærra verðbólguþingi gengur einnig gegn niðurstöðum annarra rannsókna sem gefa til kynna að hagkvæmasta verðbólguþingi sé í raun í kringum 2% eða lægra, jafnvel þegar tekið er tillit til núll-gólfins (sjá t.d. Coibion o.fl., 2010, og Schmidt-Grohe og Uribe, 2010).

Þessar röksemdir fyrir hækkun verðbólguþingis eiga hvort sem er ekki nema að mjög litlu leyti við á Íslandi þar sem verðbólguþingið er hærra, auk þess sem verðbólga hefur um langt skeið verið töluvert fyrir ofan verðbólguþingið Seðlabankans og vextir því langt fyrir ofan núll-gólf. Umræðan hér hefur því meira snúist um það hvort viðureignin við verðbólgu sé svo erfið hér á landi að hækkun þingis gæti aukið líkurnar á því að því verði náð. Rökin fyrir hærra verðbólguþingi vegna þess að það myndi draga úr líkum á verðhjöðnun og skaðlegum áhrifum hennar eiga einnig af öðrum ástæðum síður við hér á landi. Þar sem landið er svo lítið og opið fyrir alþjóðaviðskiptum er að jafnaði tiltölulega auðvelt að framkalla aukinn verðbólguþrýsting með lækkun á gengi krónunnar. Hagvöxtur hér á landi hefur þar að auki jafnan verið drifinn áfram af útflutningi sem verðhjöðnun ætti fremur að örva en letja vegna þess að hún myndi að öðru óbreyttu styrkja samkeppnisstöðu útflutningsvinnugreina. Þessu til viðbótar ver útbreidd verðtrygging fjárskuldbindinga skuldara fyrir alvarlegum afleiðingum verðhjöðunar: í stað þess að raungreiðslubyrði skulda aukist, eins og gerist ef um lán með föstum nafnvöxtum er að ræða, helst raungreiðslubyrði verðtryggðra lána óbreytt. Verðhjöðnun myndi því að öðru óbreyttu hafa jákvæð áhrif á efnahag heimila og fyrirtækja þar sem skuldir þeirra í innlendum gjaldmiðli lækka að nafnvirði. Lækkun launa og afurðaverðs á innlendum markaði, sem að öðru jöfnu myndu fylgja verðhjöðnun myndi þó augljóslega vega þar á móti.

Hækkun verðbólguþingis Seðlabankans myndi því skila takmörkuðum ábata. Hún myndi fyrst og fremst valda því að verðbólguþingingar myndu aðlagast nýju markmiði og langtímanafnvextir hækka sem því samsvarar. Reynsla annarra þjóða bendir einnig til þess að hætt sé við að grafið yrði enn frekar undan trúverðugleika peningastefnunnar og hækkunin túlkuð á þann veg að markmiðið verði einfaldlega hækkað á ný næst þegar takast þurfi á við verðbólguþrýsting. Þannig bendir reynslan frá Brasilíu til þess að brasilíski seðlabankinn hafi þurft að halda vöxtum kerfisbundið hærra en ella eftir að verðbólguþingið bankans var

⁴⁹ Má þar t.d. nefna viðbrögð margra ráðamanna evrópska seðlabankans, t.d. þeirra Jean-Claude Trichets, Axel Webers, Jurgen Starks og Athanasios Orphanides, og seðlabankastjóra Bandaríkjanna, Ben Bernankes (sjá t.d. frétt í *Business Week* fyrir á þessu ári (<http://www.businessweek.com/news/2010-02-25/ecb-officials-reject-imf-proposed-inflation-target-update1-.html>)).

hækkað snemma á þessum áratug. Svipaðar afleiðingar virðist mega sjá í Tyrklandi eftir hækkun verðbólgu markmiðsins þar í landi árið 2008 (sjá t.d. Danske Bank, 2008).

6.2 Lenging sjóndeildarhrings verðbólgu markmiðsins

Við útfærslu verðbólgu markmiðsins þarf að tilgreina yfir hvaða sjóndeildarhring eigi að ná markmiðinu. Of stuttur sjóndeildarhringur gæti magnað stýrivandann, þ.e. erfiðara verður að ná verðbólgu markmiðinu og hætt við að því fylgdu auknar sveiflur í vöxtum sem aftur gætu leitt til aukinnar óvissu og hagsveiflna. Hætt er hins vegar við að of langur sjóndeildarhringur valdi því að raunverulegur ásetningur peningastefnunnar um að halda verðbólgu í skefjum verði dreginn í efa. Peningastefna sem skortir trúverðugleika getur því ekki leyft sér að horfa eins langt fram á við eins og peningastefna sem hefur náð að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu. Því er t.d. algengt að seðlabankar setji sér skammtíma verðbólgu markmið á meðan aðlögun verðbólgu að lægra langtíma markmiði stendur.⁵⁰

Sjóndeildarhringur markmiðsins hefur yfirleitt verið miðaður við þær tafir sem verða á miðlun peningastefnunnar út í eftirspurn og verðbólgu, sem jafnan er talin vera 2-3 ár (sjá t.d. Smets, 2003). Jafnframt er litið til þess að sjóndeildarhringurinn sé nægilega langur svo að tímabundin áhrif breytinga á hlutfallslegum verðum og ýmissa kostnaðarbreytinga á verðbólgu nái að hverfa án þess að koma þurfi til vaxtabreyting. Þannig má t.d. draga úr kostnaði sem fylgja myndi hækkun vaxta vegna meiri verðbólgu sem rekja má til framboðsskella, eins og fjallað var um í kafla 2.1.

Svipuð rök má nota varðandi gengissveiflur. Þannig gæti verið rétt að horfa fram hjá áhrifum sterks gengis á verðbólgu við ákvarðanir í peningamálum og líta lengra fram á veginn þegar gengið hefur lækkað á ný (sjá t.d. Már Guðmundsson, 2009).

Í kjölfar fjármálakreppunnar hefur því sjónarmiði einnig vaxið fylgi að rétt sé að lengja sjóndeildarhring peningastefnunnar svo að hún eigi auðveldara með að bregðast við langtímaáhrifum undirliggjandi ójafnvægis í eignaverði sem t.d. má rekja til eignaverðsbólu eða ósjálfbærs útlánvaxtar (sjá t.d. Borio og White, 2004). Eignaverðsbólur og efnahagslegt ójafnvægi tengt þeim hafa tilhneigingu til að byggjast upp á tiltölulega löngum tíma og því getur verið rétt að lengja þann sjóndeildarhring sem ákvarðanir í peningamálum miðast við. Með lengri sjóndeildarhring yrði þannig auðveldara að rökstyðja aukið aðhaldsstig þótt útlit sé fyrir hóflega verðbólgu næstu 2-3 ár, þar sem eignaverðsbólan getur komið fram í aukinni verðbólgu horft lengra fram á veginn, sem lyktað gæti með því að bólan springur með skaðlegum afleiðingum fyrir efnahag heimila og fyrirtækja, eins og rakið er í kafla 5. Einnig hefur því verið haldið fram (sjá t.d. Mishkin, 2004) að rétt sé að

⁵⁰ Þetta má einnig sjá í því hvernig framkvæmd peningastefnunnar t.d. í Ísrael og Nýja-Sjálandi hefur smám saman breyst eftir því sem traust á verðbólgu markmiðið hefur aukist. Framan af, meðan traustið var minna, var markmiðið og sjóndeildarhringur þess túlkuð mjög strangt en hefur síðan breyst og orðið sveigjanlegra eftir því sem þessir seðlabankar hafa áunnið sér traust. Sjá umfjöllun í Þórarinn G. Pétursson (2005).

lengja sjóndeildarhring peningastefnunnar svo að auðveldara verði að halda vöxtum lágum í kjölfar alvarlegs fjármálaáfalls án þess að þurfa að bregðast við tímabundinni hækkun verðbólgu sem gæti fylgt kröftugum mótvægisáðgerðum í peninga- og ríkisfjármálum til að minnka efnahagssamdráttinn.

Því má færa veigamikil rök fyrir því að rétt sé að lengja sjóndeildarhring verðbólgu markmiðs Seðlabanka Íslands í þá átt sem t.d. miðað er við í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi, en þar hefur viðmið markmiðsins smám saman þróast yfir í að leitast sé við að halda verðbólgu í markmiði „yfir hagsveifluna“ frekar en að vera á öllum tímum í markmiði eins og markmiðið hefur hingað til verið útfært hér á landi. Þannig eigi peningastefnan auðveldara með að bregðast við óvæntum skellum sem hefðu í för með sér tímabundið frávik verðbólgu frá markmiði án þess að það grafi undan trausti almennings á peningastefnunni. Á móti kemur að skortur á trúverðugleika peningastefnu Seðlabankans gæti sett slíkri breytingu takmörk, a.m.k. fyrst um sinn. Því er hugsanlegt að árangur Seðlabankans við að halda verðbólgu í markmiði um einhvern tíma sé forsenda þess að lengri sjóndeildarhringur skili betri árangri.

6.3 Víkkun vikmarka verðbólgu markmiðsins

Eins og áður hefur komið fram skilgreindir yfirlýsing stjórnvalda og Seðlabankans frá mars 2001 um verðbólgu markmiðið einnig $\pm 1\frac{1}{2}$ prósentu þolmörk í kringum $2\frac{1}{2}\%$ markmiðið. Önnur leið til að auka sveigjanleika verðbólgu markmiðsins væri því að víkka þolmörkin. Með því væru send skilaboð um að við vissar aðstæður (t.d. vegna viðskiptakjaraskella) væri hægt að þola talsverð tímabundin frávik verðbólgu frá markmiði án þess að það teldist vera vandamál sem þyrfti að bregðast við með breytingu á aðhaldsstigi peningastefnunnar. Að sama skapi getur verið að búa þurfi við stærri og langvinnari frávik verðbólgu frá markmiði, eigi einnig að beita peningastefnunni til að vinna gegn óhóflegum eignaverðssveiflum.

Sömu kostir og gallar eiga hins vegar við og um lengd sjóndeildarhrings markmiðsins: of þröng vikmörk gætu kallað á of ýktar hreyfingar í vöxtum en of við mörk gætu grafið undan trú almennings á raunverulegan ásetning seðlabankans. Þar að auki þarf það ekki að vera sérstakt áhyggjuefni ef verðbólga fer tímabundið út fyrir vikmörk ef það endurspeglar áhrif viðskiptakjaraskella sem peningastefnan vill ekki bregðast sérstaklega við. Þau gefa henni jafnvel tækifæri til að skýra út frávikin og hvernig hún muni tryggja að verðbólga fari aftur í markmið til lengri tíma litið.

Þessi rök eiga e.t.v. enn frekar við hér á landi þar sem undirliggjandi hagsveiflur eru meiri og samspil sveiflna í verðbólgu og hagvexti óhagstæðara en í öðrum verðbólgu markmiðsríkjum, sbr. umfjöllun í kafla 3. Í samræmi við reynslu annarra þjóða (sjá t.d. Seðlabanki Svíþjóðar, 2010) hefur Seðlabanki Íslands hins vegar smám saman dregið úr áherslu á þolmörk markmiðsins og hefur á síðustu árum hætt að fjalla um þau í samhengi við mótun peningastefnunnar.

Kostir þess að taka aftur upp þolmörkin og víkka þau á sama tíma eru því ekki augljósir og aftur þarf að hafa í huga að takmarkaður trúverðugleiki peningastefnunnar getur sett svigrúmi hennar til að skilgreina mjög við vikmörk nokkur takmörk. Eins kemur vel til álita að afnema þolmörkin með öllu. Þau voru á sínum tíma fyrst og fremst hugsuð sem tæki til þess að auka reikningsskil peningastefnunnar, með því að kalla á skýrslu frá Seðlabankanum um hvernig hann hyggist bregðast við. Þar sem bankinn gefur út ítarlegar spár og greiningu í *Peningamálum* fjórum sinnum á ári má hins vegar draga í efa gagnsemi frekari skýrslugjafar. Auk þess er sá annmarki á núverandi reglum að einungis er kallað eftir skýrslu þegar verðbólga fer út fyrir þolmörkin, en engin kvöð fylgir því þótt verðbólga sé árum saman utan þolmarka. Þannig birti Seðlabankinn slíkt bréf síðast í september 2005, þrátt fyrir að verðbólga hafi þar til fyrir stuttu verið fyrir utan mörkin.

6.4 Breyting á viðmiðunarvísitölu verðbólgu markmiðsins

Verðbólgu markmið Seðlabanka Íslands miðast við árlega verðbólgu út frá vísitölu neysluverðs (VNV), eins og hún er mæld af Hagstofu Íslands. Er það í samræmi við fyrirkomulag verðbólgu markmiðs í flestum öðrum ríkjum þar sem markmiðið er skilgreint út frá almennri VNV, þótt víða sé einnig horft á þróun verðbólgu út frá mismunandi mælikvörðum á „undirliggjandi“ verðbólgu eða svokallaða „kjarnaverðbólgu“ (sjá t.d. Hammond, 2010). Hugmyndin á bak við slíka mælikvarða er að taka út sveiflukennda þætti, þætti sem endurspeglar framboðsskelli eða sem eru utan áhrifasviðs peningastefnunnar út frá þeim rökum sem rakin voru í kafla 2.1.⁵¹

Þetta skiptir sérstaklega miklu máli í litlum opnum hagkerfum þar sem viðskiptakjaraskellir geta haft töluverð áhrif á verð innfluttrar vöru og þjónustu og þar með á VNV. Í þessu ljósi hafa t.d. Clarida o.fl. (2002) bent á að réttara sé að miða verðbólgu markmiðið við innlent verðlag fremur en VNV. Þessu til viðbótar eru fræðileg rök fyrir því að markmiðið eigi að miða við þá verðvísitölu sem sýnir mesta tregðu (e. persistence), sem gæti þá jafnvel verið launaþróun fremur en verðlagsþróun (sjá t.d. Aoki, 2001, og Woodford, 2003). Notkun kjarnamælikvarða er í samræmi við þessi sjónarmið þar sem þar er litið fram hjá sveiflukenndum liðum. Áherslan á að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu er einnig í samræmi við þetta því að með því er verið að leggja áherslu á að koma í veg fyrir annarrar umferðar áhrif verðbreytinga á verð- og launaþróun til millilangs tíma og því óbeint einnig verið að horfa til launaverðbólgu.

Það er hins vegar sérstakt við útfærslu verðbólgu markmiðsins á Íslandi að VNV sem markmiðið miðast við inniheldur markaðsverð húsnaðis í gegnum liðinn reiknaða húsaleigu. Ástæða þess er í meginatriðum sú að húsnaðiseign er mjög almenn á Íslandi (yfir 80%) og húsaleigumarkaður

⁵¹ Seðlabanki Íslands hefur einnig horft til fjölda mismunandi mælikvarða á slíkri kjarnaverðbólgu við mótun peningastefnunnar. Í fyrsta lagi verðvísitölu þar sem verðlag búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns er tekið í burtu, í öðru lagi verðvísitölu þar sem til viðbótar er tekið í burtu verðlag opinberrar þjónustu og í þriðja lagi verðvísitölu þar sem til viðbótar er tekið í burtu áhrif raunvaxta húsnaðislána. Þessu til viðbótar er einnig horft á VNV og kjarnavísitölur þar sem áhrif breytinga á neyslusköttum eru tekin í burtu.

því takmarkaður, auk þess sem húsaleiga lýtur oft opinberum afskiptum (sjá t.d. rammagrein 1 í *Peningamálum 2003/4*).

Til greina kom að miða við VNV án húsnæðis. Ástæður þess að sú leið var ekki farin voru nokkrar. Í fyrsta lagi var horft til almennrar notkunar VNV til verðtryggingar fjárskuldbindinga. Það var metið svo að æskilegt væri að viðmið markmiðsins næði til sem breiðasts úrvals vöru og þjónustu, sem endurspeglaði raunverulegt neyslumynstur almennings, og að óheppilegt væri fyrir trúverðugleika markmiðsins að það væri frábrugðið þeirri verðvísitölu sem lægi til grundvallar verðtryggingunni sem gæti dregið úr stuðningi almennings við fyrirkomulagið. Í öðru lagi bentu niðurstöður Þórarins G. Péturssonar (2002) til þess að mælikvarðar á verðbólgu sem innihéldu húsnæðisverð væru ekki eins sveiflukenndir og mælikvarðar þar sem húsnæðisverð væri útilokað (sjá einnig töflu 3 í kafla 3) og að húsnæðisliðurinn hefði tölfræðilega marktækt forsagnargildi fyrir framtíðarverðbólgu. Í þriðja lagi var tekið tillit til þess að viðmiðun við vísitölu sem inniheldur húsnæðislið fæli í sér innbyggða sveiflujöfnun gagnvart ósjálfbærum breytingum eignaverðs sem mjög hefur verið fjallað um undanfarin ár, sérstaklega í kjölfar hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu (sjá nánar í kafla 5.1). Aukin verðbólga vegna hækkunar húsnæðisverðs myndi þá framkalla aukið aðhald peningastefnunnar sem bæði fæli í sér að unnið væri á móti mögulegum framtíðarverðbólguþrýstingi sem fylgdi aukinni einkaneyslu vegna auðsáhrifa hækkunar húsnæðisverðs og væri til þess fallin að vinna á móti hugsanlegri húsnæðisverðbólgu.

Notkun VNV sem inniheldur húsnæðisverð sem viðmið verðbólgu markmiðsins er hins vegar ekki gallalaus.⁵² Í fyrsta lagi má segja að það gangi gegn ofangreindum fræðilegum niðurstöðum um að heppilegt sé að miða markmiðið við tiltölulega tregbreytanlega verðvísitölu. Þar að auki þykir ekki heppilegt að setja peningastefnunni markmið um efnahagsstærð sem hún hefur takmörkuð tækifæri til að hafa áhrif á. Húsnæðisverð getur haft tilhneigingu til að sveiflast nokkuð, eins og önnur eignaverð. Þar sem áhrif vaxtatakisins á eignaverð eru stundum takmörkuð, eins og áður hefur verið rakið, gæti því verið eðlilegt að miða verðbólgu markmiðið við VNV án húsnæðis.

Með því að taka húsnæðisliðinn út úr viðmiðun verðbólgu markmiðsins væri þó ekki verið að hverfa frá því sjónarmiði að heppilegt sé að reyna að vinna á móti óhóflegum sveiflum í húsnæðisverði. Áfram væri hægt að horfa til húsnæðisverðs (og eignaverðs almennt) og VNV með húsnæði við mótun peningastefnunnar þótt formleg viðmiðun hennar væri VNV án húsnæðis. Möguleikar Seðlabankans við að ná markmiðinu gætu hins vegar aukist og þar með trúverðugleiki verðbólgu markmiðsins (sjá t.d. töflu 3). Rökin fyrir því að taka húsnæðisliðinn út úr viðmiðun verðbólgu markmiðsins eru þó ekki afdráttarlaus.

Verði ákveðið að breyta viðmiðun verðbólgu markmiðs Seðlabanka Íslands lægi líklega beinast við að miðað yrði við samræmda neysliverðvísitölu Evrópska efnahagssvæðisins (HICP). Vísitalan byggist

⁵² Nýlega gagnrýni á þetta fyrirkomulag má t.d. finna í skýrslu OECD (2009).

á alþjóðlega samræmdri aðferðafræði og er notuð sem viðmiðun evrópska seðlabankans við mótun á peningastefnu á evrópska gjaldmiðilssvæðinu sem og af ýmsum ríkjum utan EMU, eins og t.d. Englandsbanka.⁵³ Skilyrði Maastricht-sáttmálans taka einnig mið af þessari vísitölu og verði aðild að ESB samþykkt í þjóðaratkvæðagreiðslu, gæti verið eðlilegt að taka þá þegar mið af henni við mótun peningastefnunnar á Íslandi áður en til aðildar að EMU kemur.⁵⁴

⁵³ Vísitalan nær enn sem komið er ekki til eigin húsnæðis en unnið er að því að bæta húsnæðislið við vísitöluna, þótt markaðsverð húsnæðis muni ekki hafa sambærileg áhrif og í húsnæðislið VNV hér á landi. Englandsbanki hefur einnig tekið til skoðunar kosti og galla þess að bæta eignaverði í viðmiðunarvísitölu verðbólgu markmið síns.

⁵⁴ Verði þessi ákvörðun tekin væri æskilegt að gera það þegar verðbólga mæld með HICP er svipuð eða hærri en verðbólga mæld með VNV. Með því væri dregið úr grunsemdum um að í breytingunni fælist minni áhersla á verðstöðugleika. Einnig þyrfti að skoða hvort nauðsynlegt væri að breyta viðmiðunarvísitölu verðtryggingar nýrra fjárskuldbindinga til samræmis.

Heimildaskrá

- Alesina, A., og R. Perotti (1996). Fiscal adjustment in OECD countries: Composition and macroeconomic effects. NBER, *Working Paper Series*, nr. 5730.
- Allen, W. A., og R. Moessner (2010). Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9. BIS, *Working Papers*, nr. 310.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2007). *Iceland: 2007 Article IV Consultation – Staff Report*. International Monetary Fund.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009a). *World Economic Outlook: Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations*. International Monetary Fund.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009b). Iceland: Staff Report for First Review under Stand-By Arrangement and Requests for Extension of the Arrangement, Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, and Rephasing of Access. *IMF Country Report* nr. 09/306. International Monetary Fund, október 2009.
- Alþjóðagreiðslubankinn (2009). *BIS 80th Annual Report*. Bank for International Settlements.
- Aoki, K., (2001). Optimal monetary policy response to relative price changes. *Journal of Monetary Economics*, 48, 55-80.
- Arnór Sighvatsson (2007). Að róa í hafstraumum alþjóðlegs fjármagns – Reynsla Íslands af framkvæmd peningastefnu í litlu opnu hagkerfi í hnattvæddum heimi. *Fjármálatíðindi*, 54, 56-79.
- Ásgeir Daníelsson (2008). The great moderation Icelandic style. Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, nr. 38.
- Ásgeir Daníelsson (2009a). QMM: A steady state version. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 44.
- Ásgeir Daníelsson (2009b). Verðtrygging og peningastefna. Seðlabanki Íslands, *Efnahagsmál*, 1.
- Ásgeir Daníelsson (2010). Vextir og gengi þegar peningastefnan er á verðbólguþröskulmiði. Seðlabanki Íslands, *Efnahagsmál*, 3.
- Ásgeir Jónsson (2009). *Why Iceland?* New York: McGraw-Hill.
- Ball, L., og N. Sheridan (2005). Does inflation targeting matter? Í bókinni *The Inflation Targeting Debate*. Ritstjórar B. S. Bernanke og M. Woodford. Chicago: University of Chicago Press.
- Ball, S., (2004). Inflation-plus targeting at the Reserve Bank of Australia. *The Australian Economic Review*, 37, 391-401.
- Baxter, M., og A. C. Stockman (1989). Business cycles and the exchange rate regime. *Journal of Monetary Economics*, 23, 377-400.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia og P. Mauro (2010). Rethinking macroeconomic policy. IMF, *Staff Position Note*, 10/03.
- Blinder, A. S., (2010). How central should the central bank be? *Journal of Economic Literature*, 48, 123-133.

- Borio, C., (2009). Ten propositions about liquidity crises. BIS, *Working Paper*, nr. 293.
- Borio, C., (2010). Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism. Aðalræða á BIS-HKMA-ráðstefnunni Financial Stability: Towards a Macroprudential Approach. Hong Kong, 5.-6. júlí 2010.
- Borio, C., og W. White (2004). Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes. BIS, *Working Paper*, nr. 147.
- Breedon, F., og Þórarinn G. Pétursson (2006). Out in the cold? Iceland's trade performance outside the European Union and European Monetary Union. *Cambridge Journal of Economics*, 30, 723-736.
- Buiter, W. H., (2000). Is Iceland an optimal currency area? Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 10.
- Buiter, W. H., og A. Sibert (2008). The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas. CEPR, *Policy Insight*, nr. 26.
- Cable, V., (2008). Ræða á ársþingi Institute of Fiscal Studies. Bloomberg (London). 7. júlí 2008.
- Caruana, J., (2009). The international policy response to financial crises: Making the macroprudential approach operational. BIS, *Speeches*, 21.-22. ágúst 2009.
- Caruana, J., (2010a). Basel III: Towards a safer financial system. BIS, *Speeches*, 15. september 2010.
- Caruana, J., (2010b). Macroprudential policy: Working towards a new consensus. BIS, *Speeches*, 23. apríl 2010.
- Caruana, J., (2010c). The great financial crisis: Lessons for the design of central banks. BIS, *Speeches*, 20. maí 2010.
- Carvalho Filho, I. de, (2010). Inflation targeting and the crisis: An empirical assessment. IMF, *Working Paper Series*, nr. 10/45.
- Chang-Lok, K., (2006) Perspectives on macroprudential supervision from individual financial institutions. *IMF Macprudential Supervision Conference: Challenges for Financial Supervisors*.
- Clarida, R., J. Galí og M. Gertler (2002). A simple framework for international monetary policy analysis. *Journal of Monetary Economics*, 49, 877-904.
- Clement, P., (2010). The term „macroprudential“: Origins and evolution. BIS, *Quarterly Review*, mars 2010.
- Coibion, O., Y. Gorodnichenko og J. Wieland (2010). The optimal inflation rate in New Keynesian models. Grein í vinnslu. College of William and Mary og University of California, Berkeley, ágúst 2010.
- Collier, P., og J. W. Gunning (1999). The IMF's role in structural adjustment. IMF, *Working Paper Series*, nr. 99/18.

- Committee on the Global Financial System (2010). Macroprudential instruments and frameworks: A stocktaking of issues and experiences. *CGFS Papers*, nr. 38.
- Corbo, V., (2010). Financial stability in a crisis: What is the role of the central bank? Í *Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis*. BIS, *Papers*, nr. 51, 27-30.
- Corbo, V., C. Landerretche og K. Schmidt-Hebbel (2001). Assessing inflation targeting after a decade of world experience. *International Journal of Finance and Economics*, 6, 343-368.
- Crockett, A., (2000). Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability. BIS, *Speeches*, 21. september.
- Danske Bank (2008). Turkey: TCMB raises inflation target... huge blow to credibility. Danske Bank, *Flash Comment*, 5. júní 2008.
- De Gregorio, J., (2010). Recent challenges of inflation targeting. Í *Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis*. BIS, *Papers*, nr. 51, 9-13.
- Demirguc-Kent, A., og L. Serven (2009). Are the sacred cows dead? Implications of the financial crisis for macro and financial policies. World Bank, *Policy Research Working Paper*, nr. 4807.
- Eckhold, K., og C. Hunt (2005). The Reserve Bank's new foreign exchange intervention policy. Reserve Bank of New Zealand, *Bulletin*, 68, 12-22.
- Edwards, S., (2007). The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited. Í bókinni *Monetary Policy Under Inflation Targeting*. Ritstjórar F. S. Mishkin og K. Schmidt-Hebbel. Santiago: Banco de Chile.
- Fischer, S., og J. Huizinga (1982). Inflation, unemployment, and public opinion polls. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 14, 1-19.
- Fjármálaráðuneyti Kanada (2010). *Government of Canada takes action to strengthen housing financing* (<http://www.fin.gc.ca/n10/10-011-eng.asp>).
- Flood, R. P., og A. K. Rose (1995). Fixing exchange rates: A virtual quest for fundamentals. *Journal of Monetary Economics*, 36, 3-37.
- Friedman, B. M., (2004). Why the Federal Reserve should not adopt inflation targeting. *International Finance*, 7, 129-136.
- Friðrik Már Baldursson (2009). Hvaða lærdóm má draga af hagþróun og hagstjórn á Íslandi á 20. öld? – Sérfræðingar á sviði hagsögu svara Sveini Agnarssyni. *Saga*, 47, 17-19.
- Furceri, D., og G. Karras (2007). Country size and business cycle volatility. *Journal of the Japanese and International Economies*, 21, 424-434.
- Gerður Ísberg og Þórarinn G. Pétursson (2003). Inngrip Seðlabanka Íslands á innlendum gjaldeyrismarkaði og áhrif þeirra á gengi krónunnar. *Peningamál* 2003/1, 47-71.

- Goncalvas, C. E. S., og J. M. Salles (2008). Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? *Journal of Development Economics*, 85, 312-318.
- Gurkaynak, R. S., A. T. Levin og E. T. Swanson (2006). Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the US, UK and Sweden. Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, 2006-09.
- Gurkaynak, R. S., A. T. Levin, A. N. Marder og E. T. Swanson (2007). Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the Western Hemisphere. Í bókinni *Monetary Policy Under Inflation Targeting*. Ritstjórar F. S. Mishkin og K. Schmidt-Hebbel. Santiago: Banco de Chile.
- Hammond, G., (2010). State of the art of inflation targeting. Centre for Central Banking Studies, *Handbook no. 29*. Bank of England.
- Hong Kong Monetary Authority (2002). Bank lending and property prices in Hong Kong. *Quarterly Bulletin* 8/2002.
- Honjo, K., og B. Hunt (2006). Stabilizing inflation in Iceland. IMF, *Working Paper Series*, nr. 06/262.
- Hutchinson, M. M., og I. Noy (2005). How bad are twins? Output costs of currency and banking crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37, 725-752.
- Ingves, S., M. Apel og E. Lenntorp (2010). Monetary policy and financial stability – Some future challenges. Sveriges Riksbank, *Economic Review* 2/2010, 5-28.
- Johnson, D. R., (2002). The effects of inflation targeting on the behavior of expected inflation: Evidence from an 11 country panel. *Journal of Monetary Economics*, 49, 1521-1538.
- Jón Daníelsson og Gylfi Zoëga (2009). Hagkerfi bíður skipbrot. Grein í vinnslu. London School of Economics og Háskóli Íslands.
- Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart og C. A. Végh (2004). When it rains, it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies. NBER, *Working Paper*, nr. 10780.
- Kim, S. J., og J. Sheen (2002). The determinants of foreign exchange intervention by central banks: Evidence from Australia. *Journal of International Money and Finance*, 21, 619-649.
- Lane, P., (2010). Ireland and the global financial crisis. Grein útbúin fyrir ráðstefnuna The Euro Area and the Financial Crisis, Bratislava í Slóvakíu, 6.-8. september 2010.
- Leeper, E. M., (2010). Monetary science, fiscal alchemy. Erindi flutt á ráðstefnu Seðlabanka Kansas í Jackson Hole, Wyoming, ágúst 2010.
- Lúðvík Elíasson og Þórarinn G. Pétursson (2009). The residential housing market in Iceland: Analysing the effects of mortgage market restructuring. *Housing Studies*, 24, 25-45.

- Mariás H. Gestsson (2010). Monetary uncertainty, trade and pricing in general equilibrium. Í bókinni *Essays on Macroeconomics and Economic Policy*. Doktorsritgerð frá háskólanum í Árósum, 2010.
- 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.
- Már Guðmundsson (2009). Monetary union or inflation targeting plus for small open economies. Panel comments at the Eur50 Group. París, 20. nóvember 2009.
- Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson (2000). Optimal exchange rate policy: The case of Iceland. Í bókinni *Macroeconomic Policy: Small Open Economies in an Era of Global Integration*. Ritstjórar Gylfi Zoëga, Már Guðmundsson og Tryggvi Þ. Herbertsson. Reykjavík: Háskólaútgáfan, 2000.
- Meirelles, H., (2010). Crisis lesson: Better to rely on international reserves than IMF credit says Brazil. Viðtal við MercoPress.com (<http://en.mercopress.com/2010/03/24/crisis-lesson-better-to-rely-on-international-reserves-than-imf-credit-says-brazil>).
- Merrouche, O., og E. Nier (2010). What caused the global financial crisis? Evidence on the drivers of financial imbalances 1997-2007. IMF, *Working Paper Series*, nr. 10/265.
- Mihov, I., og A. K. Rose (2008). Is old money better than new? Duration and monetary regimes. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 2, 2008-13.
- Miles, D., (2004). *The UK Mortgage Market: Taking a Longer Term View*. London: HM Treasury.
- Mishkin, F. S., (2004). Can central bank transparency go too far? Í bókinni *The Future of Inflation Targeting*. Ritstjórar C. Kent og S. Guttman. Canberra: Reserve Bank of Australia.
- Mishkin, F. S., og K. Schmidt-Hebbel (2007). Does inflation targeting make a difference? Í bókinni *Monetary Policy Under Inflation Targeting*. Ritstjórar F. S. Mishkin og K. Schmidt-Hebbel. Santiago: Banco de Chile.
- OECD (2006, 2008, 2009). Iceland. *OECD Economic Surveys*. OECD Publishing.
- OECD (2010). Norway. *OECD Economic Surveys*. OECD Publishing.
- Plantin, G., og H. S. Shin (2010). Carry trades and speculative dynamics. Grein í vinnslu. Toulouse School of Economics og Princeton University, maí 2010.
- Portes, R., og Friðrik Már Baldursson (2007). The internationalisation of Iceland's financial sector. Viðskiptaráð Íslands, nóvember 2007.
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2009). *Skýrsla Rannsóknarnefndar Alþingis*, 1. bindi. Reykjavík: Alþingi Íslands.

- Sarno, L., og M. P. Taylor (2001). Official intervention in the foreign exchange market: Is it effective and, if so, how does it work? *Journal of Economic Literature*, 34, 839-868.
- Saurina, J., (2009). Dynamic provisioning – The experience of Spain. The World Bank Group, *Crisis Response Note*, nr. 7.
- Schmidt-Grohe, S., og M. Uribe (2010). The optimal rate of inflation. Í bókinni *Handbook of Monetary Economics Vol. 3*. Ritstjórar B. M. Friedman og M. Woodford. Amsterdam: Elsevier/North-Holland.
- Schmidt-Hebbel, K., (2006). New Zealand's monetary and exchange-rate policy in international comparison. Í bókinni *Testing Stabilisation policy limits in a Small Open Economy: Proceedings From a Macroeconomic Forum*. Ritstjórar B. Buckle og A. Drew. Wellington: Reserve Bank of New Zealand.
- Seðlabanki Indlands (2009). *Report on Trend and Progress of Banking in India 2008-2009*. Reserve Bank of India.
- Seðlabanki Malasíu (2009). *Financial Stability and Payment Systems Report 2009*. Central Bank of Malaysia.
- Seðlabanki Nýja-Sjálands (2006). Supplementary stabilisation instruments. Reserve Bank of New Zealand, *Bulletin*, 69, 40-43.
- Seðlabanki Svíþjóðar (2010). The Riksbank removes the tolerance interval from its specified monetary policy target. Tilkynning frá sænska seðlabankanum, 31. maí 2010.
- Siklos, P. L., (1999). Inflation-targeting design: Changing inflation performance and persistence in industrial countries. Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, 81, 46-58.
- Siklos, P. L., (2010). Relative price shocks, inflation expectations, and the role of monetary policy. Í bókinni *Inflation in an Era of Relative Price Shocks*. Ritstjórar R. Fry, C. Jones og C. Kent. Canberra: Reserve Bank of Australia.
- Smets, F., (2003). Maintaining price stability: How long is the medium term? *Journal of Monetary Economics*, 50, 1293-1309.
- Taylor, J. B., (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Turner, P., (2010). Central banks and the financial crisis. Í *Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis*. BIS, *Papers*, nr. 51, 21-25.
- Vega, M., og D. Winkelried (2005). Inflation targeting and inflation behaviour: A successful story. *International Journal of Central Banking*, 1, 153-175.
- Walsh, C. E., (2009). Inflation targeting: What have we learned? *International Finance*, 12, 195-233.
- Winkler, A., F. Mazzaferro, C. Nerlich og C. Thimann (2004). Official dollarisation/euroisation: Motives, features and policy

- implications of current cases. ECB, *Occasional Paper Series*, nr. 11.
- Woodford, M., (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.
- Yue, E., (2001). Marrying the micro- and macro-prudential dimension of financial stability; The Hong Kong experience. BIS, *Papers*, nr. 1.
- Yung, L. J., (2006). Macroprudential supervision in Korea: Experiences and case studies. *IMF: Macroprudential Supervision Conference: Challenges for Financial Supervisors*.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2010). Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 51.
- Þórarinn G. Pétursson (2000). Gengis- eða verðbólguþröskurinn við stjórn peningamála? *Peningamál* 2000/1, bls. 32-40.
- Þórarinn G. Pétursson (2002). Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar. *Peningamál* 2002/4, 52-61.
- Þórarinn G. Pétursson (2005). Inflation targeting and its effects on macroeconomic performance. *SUERF Studies* 2005/5.
- Þórarinn G. Pétursson (2009). Does inflation targeting lead to excessive exchange rate volatility? Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 43.
- 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.

Sérrit Seðlabanka Íslands

Peningastefnan eftir höft. Nr. 4, 2010

Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi. Nr. 3, 1998.

Efnahags- og myntbandalag Evrópu - EMU. Nr. 2, 1997.

Úrlausnir kvartana til bankaeftirlits Seðlabanka Íslands á árunum 1990 - 1996. Nr. 1, 1997.