

Af hverju hefur gengi krónunnar hækkað?

Pórarinn G. Pétursson

Frá áramótum hefur gengi krónunnar hækkað um fimmtung gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla og frá því að núverandi hækkunarhrina hófst um mitt síðasta ár nemur hækkunin liðlega fjórðungi. Þetta er mikil hækkun á tiltölulega stuttum tíma sem eðlilega hefur vakið athygli. En hvers vegna hefur gengi krónunnar hækkað svona mikið og hver er þáttur peningastefnunnar í hækkuninni? Er ástæða til að hafa áhyggjur af gengishækkuninni og gæti hún jafnvel verið fyrirboði nýrrar kollsteypu, sambærilegri þeirri sem varð hér haustið 2008?

Gengishækkunin endurspeglar fyrst og fremst utanaðkomandi búhnykki

Í einföldu máli má segja að meginorsaka gengishækkunarinnar sé að leita í góðum árangri fyrirtækja í útflutningsstarfsemi við að selja afurðir sínar á alþjóðamörkuðum. Þar ber hæst ótrúlegan vöxt í ferðaþjónustu síðustu ár en að magni til hefur útflutt ferðaþjónusta vaxið um 20-30% á hverju ári síðan 2011 og frá seinni hluta síðasta árs hefur ársvöxturinn verið ríflega 40%. Á þriðja fjórðungi þessa árs var umfang ferðaþjónustu á föstu verði því orðið næstum þrefalt meira en á sama fjórðungi fyrir fimm árum. Þetta er langt umfram vöxt annars útflutnings og meðalvöxt eftirspurnar helstu viðskiptalanda okkar.

Hvað gerist þegar ný útflutningsatvinnugrein vex úr litlu í það að verða ein meginatvinnugrein þjóðarbús á örskömmum tíma? Fyrir það fyrsta aukast útflutningstekjur þjóðarbúsins verulega og við það hækkar innlent tekjustig og fjárhagslegur auður almennings vex. Ofan á þetta bætist síðan seinni búhnykkurinn sem er veruleg hækkun útflutningsverðlags í hlutfalli við verðlag þeirrar vöru og þjónustu sem við kaupum frá útlöndum sem má að mestu leyti rekja til hagstæðrar þróunar á verði sjávarafurða og lækkunar á heimsmarkaðsverði á olíu. Báðir þessir búhnykkir gera það að verkum að innlent ríkidæmi eykst sem hækkar gengi krónunnar.

Búhnykkjunum tveimur fylgir einnig mikill vöxtur í innlendri eftirspurn sem reynir töluvert á takmarkaða innlenda framleiðsluþætti. Eftirspurn eftir vinnuafli eykst hratt og vaxandi fjöldi fyrirtækja starfar við eða umfram fulla afkastagetu. Við slíkar aðstæður er eðlilegt – og í raun æskilegt – að gengi krónunnar hækki. Það hjálpar til við að halda aftur af innlendum verðbólguþrýstingi sem óhjákvæmilega myndast þegar reyna fer á innlenda framleiðsluþætti, m.a. með því að beina innlendri eftirspurn að einhverju leyti út úr þjóðarbúinu, þ.e. að innfluttri vöru og þjónustu. Þannig verður minni þrýstingur á innlenda framleiðsluþætti, auk þess sem hærra gengi auðveldar innlendum fyrirtækjum að sækja t.d. vinnuafli til annarra landa til að mæta mikilli eftirspurn innanlands.

En fleira gerist þegar ný útflutningsatvinnugrein vex svo hratt sem raun ber vitni. Þar sem hún keppir að einhverju leyti um sömu innlendu aðföng og aðrar útflutningsatvinnugreinar, þrýstir vöxtur hennar upp gengi krónunnar til þess að ryðja annarri útflutningsstarfsemi til hliðar á meðan hún skapar sér rými í þjóðarbúskapnum. Þetta er gamalkunnugt stef í íslenskri hagsögu þar sem mikil velgengni í ferðaþjónustu leikur sama hlutverk og gjöful aflabrogð í sjávarútvegi gerðu áður fyrr.

Gengishækkunin undanfarin misseri endurspeglar því að verulegu leyti óhjákvæmilega aðlögun þjóðarbúskaparins að utanaðkomandi búhnykkjum. Hækkunin er því hluti af aðlögunarferli sem stuðlar að því að skapa ferðaþjónustu rými í þjóðarbúinu en stuðlar einnig að því að hægja á vexti hennar svo hann verði í betri takti við vöxt takmarkaðra framleiðslugæða innanlands. Gengishækkunin léttir jafnframt á áraun á innlenda framleiðsluþætti með því að beina hluta eftirspurnarinnar sem skapast vegna búhnykkjanna út úr þjóðarbúinu. Að auki færir hækkunin hluta búhnykkjanna frá útflutningsfyrirtækjunum til almennings í gegnum aukinn kaupmátt heimila með sama hætti og

gengislækkunin í fjármálakreppunni létti undir með innlendum fyrirtækjum með því að færa byrðina að hluta yfir á heimilin.

En hvað um peningastefnuna?

Fram til þessa hefur ekkert verið minnst á mögulegan hlut peningastefnunnar í þessari þróun. Vegna mikils hagvaxtar og vaxandi áraunar á innlenda framleiðsluþætti hafa innlendir vextir þurft að vera hærrí en vextir í nágrannalöndunum. Þar er enn töluverður slaki til staðar sem gerir þeim fært að hafa nokkurn hagvöxt án þess að verðbólguþrýstingur hljóttist af. Jákvæður vaxtamunur styður að öðru óbreyttu við herra gengi krónunnar og því getur peningastefnan eflt og hraðað þeirri gengisaðlögun sem áður var lýst. Þetta vegur þó ekki þungt í þróuninni undanfarið. Gengishækkunin skýrist ekki af spákaupmennskutengdu innflæði fjármagns í leit að hærri ávöxtun en slíkt innflæði hefur verið sáralítið eftir að Seðlabankinn tók í notkun sérstakt fjárstreymistæki fyrr á þessu ári. Þá hefur Seðlabankinn um nokkurt skeið lagst gegn þrýstingi til hækkunar á gengi krónunnar með því að kaupa töluverðan hluta gjaldeyrstekna sem hafa streymt inn í landið. Lengi vel gerði bankinn það til þess að byggja upp öflugan gjaldeyrisforða fyrir losun fjármagnshafta. Að undanfögnu hafa kaup bankans einnig endurspeglad viðleitni hans til að draga úr hættunni á að gengi krónunnar ofrísi á núverandi velmegunarskeiði og lækki síðan snarpt þegar gæfan snýst við. Peningastefnan hefur því á heildina litið fremur haldið aftur af hækkun á gengi krónunnar.

Er tilefni til að hafa áhyggjur?

Þótt gengishækkunin eigi sér eðlilegar orsakir er skiljanlegt að útflutningsfyrirtæki hafi áhyggjur af stöðu sinni. Einnig hefur örlað á áhyggjum af því að gengishækkuninni muni fylgja gengishrun eins og hér varð árið 2008. Hafa þarf hins vegar í huga að gengishrunið og fjármálakreppan árið 2008 endurspeglad þjóðarbúskap sem lifði langt um efni fram og fjármagnaði hátt útgjaldastig með lántöku frá útlöndum. Gríðarlegur viðskiptahalli náði hámarki í næstum fjórðungi af landsframleiðslu árið 2006. Hallann má rekja til mikils vaxtar innlendrar eftirspurnar á sama tíma og þjóðhagslegur sparnaður var í sögulegu lágmarki. Erlendar skuldir þjóðarbúsins voru langt umfram eignir þess, sem sýnir einnig hve þjóðarbúið var háð erlendri fjármögnun. Nú eru aðstæður allt aðrar. Þjóðhagslegur sparnaður er í sögulegu hámarki, myndarlegur afgangur hefur verið á viðskiptum við útlönd í átta ár samfleytt og nýlega náðist sá merkilegi árangur að erlendar eignir þjóðarbúsins urðu meiri en erlendar skuldir þess í fyrsta sinn frá því að mælingar hófust.

Því er erfitt að sjá að sambærilegt gengishrun ætti að verða í nálægri framtíð. Hins vegar mun óhjákvæmilega hægja á vexti ferðapjónustu. Ekki er heldur útilokað að bakslag verði í greininni eða viðsnúningur á viðskiptakjörum þjóðarbúsins. Við slíkar aðstæður gæti þróunin sem lýst er hér að ofan gengið til baka að einhverju leyti og gengi krónunnar gefið eftir. Það myndi mýkja aðlögun þjóðarbúskaparins að lakari stöðu hans. Aðalatriðið er að fyrirtæki og almenningur skuldsetji sig ekki út frá væntingum um að núverandi velgengni haldi áfram um ókomna tíð. Þar skiptir einnig sköpum að áfram verði gætt strangs aðhalds í hagstjórn. Í því samhengi væri æskilegt að aðrir armur hagstjórnar legðust betur á sveif með peningastefnunni. Aukið aðhald við stjórn opinberra fjármála myndi draga úr þörf á aðhaldi við framkvæmd peningastefnunnar og létta á þrýstingi til hækkunar á gengi krónunnar. Margvísleg útfærsla beinnar gjaldtöku á ferðamenn væri einnig til þess fallin að hægja á eftirspurn þeirra og draga úr þrýstingi á gengi krónunnar og minnka þannig neikvæð áhrif á aðrar útflutningsatvinnugreinar.

Höfundur er aðalhaf fræðingur Seðlabanka Íslands og nefndarmaður í peningastefnunefnd bankans. Þær skoðanir sem hér koma fram þurfa ekki að endurspeglar skoðanir bankans eða annarra í nefndinni.