



29. janúar 2018

Arnór Sighvatsson

Þrilemma, tvílemma eða málamiðlun á milli hornalausna¹

Vandamál peningastefnu í litlu, opnu hagkerfi við óheftar fjármagnshreyfingar

Erindi flutt á fundi Rótarý-félags Reykjavíkur/austurbær 27. mars 2018

Eftir tímabil óstöðugleika í peningamálum Íslands í kjölfar fjármála- og gjaldeyriskreppunnar haustið 2008 hafa undanfarin ár einkennst af töluverðum stöðugleika, en að nokkru leyti í skjóli fjármagnshafta. Peningamálin standa nú að því leyti á tímamótum að verið er að taka síðustu skrefin í átt til óheftra fjármagnshreyfinga á ný. Af því tilefni og einnig vegna þess að hartnær öld er liðin frá því Ísland hvarf úr gjaldmiðilsbandalagi við Danmörku er við hæfi að líta um öxl og velta fyrir sér hvað hafi ráðið ákvörðunum um tilhögun peningamála þessa öld, hver árangurinn hafi verið, hvers vegna hann hafi verið eins og hann var og hvers sé að vænta í næstu framtíð.

Saga peningamála á Íslandi er þyrnum stráð. Oft hefur verið bent á að hin íslenska króna hafi tapað nánast öllum upphaflegum kaupmætti sínum gagnvart danskri móður sinni á öldinni sem senn er liðin frá því naflastengurinn slitnaði á milli þeirra. Raungengi krónunnar, þ.e.a.s. hlutfallslegt verðlag eða kaupgjald miðað við helstu viðskiptalönd í sama gjaldmiðli mælt, hefur jafnframt sveiflast á víðu bili. Hæsta gildi raungengis á tímabilinu er 166% herra en lægsta gildið. Sveiflur í raunhagkerfinu hafa einnig, af ýmsum ástæðum, verið verulegar.

Það er íhugunarvert að á þessu tímabili hefur tilhögun gengis- og peningamála spannað nánast alla flóru mögulegra afbrigða (nema e.t.v. myntráð). Það er einnig umhugsunarefni hve árangur ólíkra stefnumiða hefur reynst hverfull, a.m.k. ef stöðugt verðgildi gjaldmiðilsins er mælikvarðinn. E.t.v. endurspeglar þessi hverfuleiki óstöðugan auðlindagrundvöll íslenska þjóðarbúsins annars vegar og sífellda leit íslenskra stjórnvalda að peningastefnulausn á þeim vanda hins vegar. Því má þó ekki gleyma að þrátt fyrir þennan óstöðugleika hefur lífskjörum í landinu fleygt fram.

¹ Höfundur er aðstoðarseðlabankastjóri. Skoðanir sem hér koma fram eru höfundar og þurfa ekki að endurspeglar skoðanir annarra nefndarmanna í peningastefnunefnd bankans.

Togstreitan á milli aðhalds og aðlögunar

Í leit sinni að heppilegustu tilhögun gengis- og peningamála standa stjórnvöld frammi fyrir ákveðinni togstreitu á milli tvíþætts hlutverks gengisstefnunnar: Annars vegar má nota sveigjanlegt gengi gjaldmiðils sem tæki til aðlögunar þegar efnahagur lands verður fyrir áföllum eða búhnykkjum, með það að augnamiði að stuðla að jafnvægi í raunhagkerfinu, t.d. að hamla því að utanaðkomandi áfall leiði til efnahagssamdráttar og aukins atvinnuleysis. Hins vegar getur stöðugt gengi gjaldmiðils verið mikilvægt tæki til þess að veita aðhald í hagstjórn og samningagerð á vinnumarkaði og stuðla þannig að verðstöðugleika. Tíðar gengisfellingar á 8. og 9. áratugum síðustu aldar eru dæmi um hið fyrnefnda en gengisfestustefnan í kjölfar þjóðarsáttarsamninganna svokölluðu í byrjun 10. áratugarins eru dæmi um hið síðarnefnda.

Val stjórnvalda á milli aðlögunar og aðhalds er hvorki nýlegt fyrirbæri né bundið við Ísland. Ramminn um það hefur mótast af þróun viðskiptafrelsis í heiminum, hvort heldur með vörur og þjónustu eða fjármagn. Hið alþjóðlega peningakerfi sem mótaðist á árunum eftir síðari heimstyrjöldina, og oft er kennt við Bretton-Woods í New Hampshire, var í raun sveigjanlegt fastgengiskerfi, þar sem Bandaríkjadalur var gulltryggð kjölfesta, sem tryggði peningalegan stöðugleika, en smærri þjóðríki reyndu að öðlast hlutdeild í þeim stöðugleika með því að binda gengi gjaldmiðla sinna við Bandaríkjadal, en þó með ákveðnu svigrúmi til aðlögunar – þar sem Alþjóðagjaldeyrissjóðinn gegndi hlutverki úrskurðaraðila um hvort gengisskráning yrði aðlöguð eða tímabundið greiðslujafnaðarójafnvægi fjármagnað af sjóðnum og aðildarlöndum hans.

Valþröng stefnunnar í peninga- og gengismálum

Hið almenna viðhorf meðal hagfræðinga var, og er að miklu leyti enn, að stjórnvöld stæðu frammi fyrir ákveðinni valþröng: þ.e.a.s. að ekki væri mögulegt til lengdar að uppfylla eftirfarandi þrenn skilyrði samtímis:

1. að peningastefnan sé sjálfstæð (ath. hér er ekki verið að tala um sjálfstæði seðlabanka heldur getuna til að hafa áhrif á innlend peningaskilyrði),
2. að gengi gjaldmiðilsins sé stöðugt,
3. að fjármagnshreyfingar séu óheftar.

Tveir ofangreindra þátta gætu farið saman, en ekki allir þrír. Þetta hefur verið kallað „trilemma“ á ensku, sem þýðist illa, en ég kys að kalla

vandamálið einfaldlega „þrílemmu“.² Af því leiðir að þar sem fjármagnshreyfingar eru óheftar verða stjórnvöld, samkvæmt kenningunni, að velja annað hvort peningalegt sjálfstæði eða stöðugleika í gengismálum. Fjármagnshöft voru því að vissu leyti forsenda þess að sveigjanlegt fastgengiskerfi af því tagi sem kennt var við Bretton-Woods yrði trúverðugt, án þess að fela í sér algert framsal peningalegs fullveldis.

Endalok Bretton-Woods kerfisins og þróun peningakerfis Evrópuríkja

Eftir að hið dollaramiðaða Bretton-Woods fastgengiskerfi liðaðist í sundur snemma á 8. áratug síðustu aldar, af ástæðum sem ekki verða raktar hér, fóru stjórnvöld heims ólíkar leiðir. Sum kusu að fórna stöðugleika í gengismálum fyrir peningalegt sjálfstæði með óheftum fjármagnshreyfingum, önnur reyndu að halda í fastgengi af einhverju tagi með því að viðhalda fjármagnshöftum eða fóru einhverja millileið. Í Evrópu tóku millistór og smærri aðildarríki Evrópusambandsins (ESB) upp samflot í gengismálum með fastgengistengingu við þýska markið í stað Bandaríkjadals. Þýska markið var hins vegar látið fljóta gagnvart Bandaríkjadal. Þannig voru ákvarðanir í peningamálum flestra V-Evrópuríkja að miklu leyti framseldar til þýska seðlabankans, sem var sjálfstæðari og naut því meira trausts en aðrir evrópskir seðlabankar.

Samstarf Evrópuríkja í efnahags- og peningamálum varð stöðugt nánara og fjármagnshöftum var smámsaman aflétt. Þar með var grundvöllinum kippt undan sjálfstæðri peningastefnu evrópsku þjóðríkjanna. Því má segja að flest Evrópuríki hafi gefið sjálfstæði í peningamálum upp á bátinn fyrir stöðugleika í gengismálum og frelsi til fjárfestingar yfir landamæri, en eftir því sem viðskiptafrelsi óx fiskur um hrygg varð óstöðugleiki í gengismálum og fjármagnshöft meira til trafala.

Framsal peningalegs valds til þýska seðlabankans, sem ákvað vexti með hliðsjón af efnahagsþróun í Þýskalandi án tillits til þarfa landanna sem tengdust þýska markinu, var hins vegar ekki vandkvæðalaust, hvorki efnahagslega séð né pólitískt. Efnahagslegi vandinn við þessa tilhögun kom berlega í ljós í kjölfar sameiningar þýsku ríkjanna. Aðhaldssöm peningastefna þýska seðlabankans miðaði að því að halda niðri verðbólgu í Þýskalandi í kjölfar sameiningarinnar. Hækkun þýska marksins sem af stefnunni leiddi kom hins vegar illa niður á útflutningi annarra Evrópuríkja sem höfðu bundið gjaldmiðla sína við þýska markið en voru í allt annarri stöðu en Þýskaland. Þessi vandkvæði

² Þessi niðurstaða, sem einnig hefur verið nefnd „inconsistent trinity“ eða „Mundell – Flemming tilemma“, er leidd af svokölluðu Mundell–Fleming líkani sem lýsir skammtímasambandi gengis, vaxta og framleiðslu. Sjá Mundell (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of Political Science*, 29/4. Sjá einnig Fleming (1962). Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. IMF Staff Papers nr. 9.

styrktu rökin fyrir víðtækari peningalegum samruna og hugmyndir um evrópskt gjaldmiðilsbandalag fengu byr undir báða vængi.

Með stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU) deildu löndin með sér peningalegu fullveldi, í stað þess að framselja það til þýska seðlabankans. Nýjum sjálfstæðum seðlabanka (ECB) var falin framkvæmd peningastefnu með hliðsjón af efnahagsþróun á svæðinu öllu, en ekki aðeins í Þýskalandi, eins og verið hafði. Þannig endurheimtu Evrópulöndin sem tóku þátt (þ.e.a.s. önnur en Þýskaland) að nokkru leyti fullveldi í peningamálum. Þau sem ekki tóku þátt fóru ólíkar leiðir, sum tímabundið en önnur til langframa, þ.á m. Norðurlöndin.

Valþröng Norðurlanda

Fyrri hluta 10. áratugar síðustu aldar losuðu Norðurlöndin um fjármagnshöft. Fljótlega varð ljóst að erfitt yrði að viðhalda stöðugu gengi fyrir tilstilli einhvers konar fastgengisstefnu, líkt og reynt hafði verið á Íslandi og öðrum Norðurlöndum fyrstu ár áratugarins (og frá miðjum 9. áratugnum í Danmörku), með aukinni áherslu á stöðugleika gagnvart þýsku marki eða evrópsku gjaldmiðilseiningunni (European Currency Unit, ECU), fyrirrennara evrunnar. Öll Norðurlöndin að Danmörku undanskilinni urðu frá að hverfa eftir tímabil efnahagslegs ójafnvægis, fjármagnsflotta og atlögu spákaupmanna. Ísland, Noregur og Svíþjóð kusu að láta gengi gjaldmiðla sinna fljóta en tóku upp verðbólguþolmarkmið til að veita peningastefnunni þá kjölfestu sem nauðsynleg er í öllum gjaldmiðlakerfum. Danmörk hélt áfram fastgengisstefnu, með þeim bakstuðningi ECB sem felst í aðild að Evrópsku gengistilhöguninni (European Exchange Rate Mechanism, ERM) eftir að EMU var stofnað, og Finnland (og síðar Eystrasaltsríkin þrjú) tók upp evru. Aukið frelsi til fjármagnshreyfinga neyddi því Norðurlöndin öll til að afsala sér öðru hvoru, sjálfstæðri peningastefnu (Danmörk, Finnland) eða gengisfestu (Svíþjóð, Noregur og Ísland).

Að Íslandi undanskildu hefur Norðurlöndunum öllum tekist að varðveita stöðugleika og kaupmátt gjaldmiðla sinna nokkuð vel þrátt fyrir ólíkan gengisramma. Gengi dönsku krónunnar hefur sveiflast innan þröngra vikmarka gagnvart evru, og áður þýska markinu (eða ECU), frá miðjum 9. áratug síðustu aldar. Árangur Noregs og Svíþjóðar, sem fórnúðu markmiðinu um gengisfestu fyrir sjálfstæði í peningamálum eftir að tilraunir þeirra til að reka svipaða fastgengisstefnu runnu út í sandinn á 10. áratugnum, hefur einnig þótt nokkuð góður, þótt Svíþjóð hafi glímt við ákveðinn verðhjöðunarvanda og bæði löndin við ójafnvægi á fasteignamarkaði sem ekki sér fyrir endann á. Árangur Íslands hefur verið mun síðri sem alkunna er og því full ástæða til að íhuga ástæður þess.

Valþröng Íslands – hvað skýrir slakan árangur?

Í kringum síðustu aldamót, eftir að Ísland hafði skuldbundið sig samkvæmt 40. gr. EES-samningsins til þess að hafa í heiðri frelsi til fjármagnsflutninga innan EES-svæðisins, tóku íslensk stjórnvöld nokkuð ákveðna afstöðu til valsins á milli gengisstöðugleika og sjálfstæðrar peningastefnu, sem þrílemban boðar. Fljótlega eftir að fjármagnshreyfingar höfðu verið gefnar frjálsar völdu íslensk stjórnvöld sjálfstæða peningastefnu fram yfir stöðugleika í gengismálum, fyrst með því að auka sveigjanleika gengisskráningarinnar í áföngum, uns krónan var sett á flot um leið og formlegt verðbólguþolmið var tekið upp árið 2001.³ Um þetta val er þó enginn einhugur, hvorki á meðal hagfræðinga, stjórnámálamanna, atvinnulífsins eða almennings.

Víkjum nú aftur að hinum slaka árangri Íslands í peningamálum sl. öld. Þegar litið er yfir breytilega stöðu Íslands í hinum þunga straumi alþjóðlegra hræringa blasir við margbrotin mynd: Alþjóðlegar stefnur og straumar í efnahags- og peningamálum hafa jafnan borist fljótlega til Íslands, en þó má segja að Ísland hafi stundum verið hikandi þátttakandi í hinu alþjóðlega hagkerfi og fjármálamörkuðum. Yfir hartnær öld sem saga íslensku krónunnar spannar hafa fjármagnshöft af einhverju tagi oftast verið til staðar og líklega víðtækari en víðast hvar. Heimskreppa, síðari heimstyrjöldin og eftirstríðsárin leiddu til óstöðugleika sem erfitt þótti að ráða við án takmarkana á fjármagnshreyfingar af einhverju tagi, en oft var líka gengið mun lengra en brýna nauðsyn bar til. Aðeins um 13 ára skeið, árin 1995-2008, má segja að fjármagnshreyfingar á milli landa hafi verið algerlega óheftar. Fjármagnshöft voru svo innleidd að nýju í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008 og má segja að Ísland hafi eitt Evrópuríkja innleitt svo víðtæk höft, þótt ákveðnar takmarkanir hafi einnig verið teknar upp tímabundið í Grikklandi og á Kýpur. Undanfarið ár hafa fjármagnshreyfingar verið að mestu leyti óheftar á ný, þótt minniháttar hindranir, sem ég mun víkja að síðar, séu enn til staðar.

Tilhneiging til þess að leysa efnahagslegan vanda á Íslandi með höftum á fjármagnshreyfingar eða á kostnað gengisstöðugleika, nema hvort tveggja sé, vekur þá spurningu hvort um sé að ræða afleiðingu slægrar hagstjórnar, gallaðrar umgjáðrar peningastefnu, eða hvort vandinn risti dýpra og megi að einhverju leyti rekja til grunnra markaða eða annarra ágalla í grunngerð íslenska hagkerfisins, sem valdi því að erfitt er að höndla hverflyndi alþjóðlegra fjármagnsmarkaða.

Reynsla Íslands sýnir að hvikular fjármagnshreyfingar geta brenglað virkni vaxtatakisins og leitt til þess að miðlun peningastefnu beinist fyrst og fremst í farveg gengisbreytinga, sem eru illfyrirsjáanlegar og stundum svo miklar og hraðar á grunnnum mörkuðum að tjóni veldur í rekstri fyrirtækja og heimila. Þá kunna útlánvöxtur og eignaverðbólur

³ Seðlabankinn greip þó til töluverðra inngrípa árið 2001 þegar krónan féll skarpt eftir að hún fór á flot.

sem fjármagnsinnstreymið ýtir undir að hafa neikvæð áhrif á framleiðni.⁴

Þrilemma eða tvílemma?

Vandi Íslands leiðir hugann að því að undanfarin ár hefur rökræðan um hina ósamrýmanlegu þrenningu, þrilemmuna, tekið nýja stefnu. Ýmsir hafa haldið því fram að þrilemman svokallaða sé í raun tvílemma (e. dilemma), þ.e.a.s. að óheftar fjármagnshreyfingar á milli landa samrýmist í reynd *hvorki* sjálfstæði í peningamálum né föstu gengi – ekki aðeins öðru hvoru. M.ö.o. einhvers konar fjármagnshöft séu í raun forsenda hvort heldur sjálfstæðis í peningamálum eða stöðugs gengis. Ötulasti talsmaður þessa sjónarmiðs hefur verið franskur hagfræðingurinn Hélène Rey (2015).⁵

Þótt þetta sjónarmið sé mjög umdeilt og flestir hagfræðingar vilji ekki ganga jafn langt og Hélène Rey, nýtur sú skoðun vaxandi fylgis á meðal hagfræðinga að fullkomlega frjálsar fjármagnshreyfingar geti sett stefnunni í peninga- og gengismálum óæskilega miklar skorður, sé það stefnan að halda í peningalegt sjálfstæði. Einhvers konar takmarkanir á fjármagnshreyfingar kunni því að auka svigrúm til skynsamlegrar hagstjórnar og séu jafnvel forsenda viðunandi stöðugleika í gengismálum og virkni peningalegra stjórnækja.⁶

Nýlegar rannsóknir á hinni íslensku fjármálasveiflu undirstrika þau takmörk sem alþjóðleg fjármálaskilyrði setja viðleitni stjórnvalda til að sníða innlend peningaleg skilyrði að innlendum aðstæðum.⁷ Þessar rannsóknir sýna að íslenska fjármálasveiflan hefur fylgt hinni alþjóðlegu mjög náið um aldarskeið, óháð tilhögun peningamála hér á landi. Sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi hafa ekki megnað að rjúfa þessi tengsl, en reyndar ekki heldur fjármagnshöft, sem er áhugavert í ljósi kenninga Hélène Rey.

⁴ Sjá t.d. ágæta umfjöllun um áhrif fjármálasveiflunnar á framleiðni í Claudio Borio (2018). A blind spot in today's macroeconomics? Panel remark by Claudio Borio at BIS-IMF-OECD Joint Conference on „Weak productivity: the role of financial factors and policies“.

⁵ Rey, Hélène (2015). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Nr. 21162.

⁶ Afar gagnlegt yfirlit um vandamál peningastefnu við óheftar fjármagnshreyfingar er að finna í nýlegri bók eftir Gosh, Atish R., Jonathan D. Ostry og Mahvash S. Quereshi (2017). Taming the tide of capital flows, a policy guide, The MIT Press. Mór Guðmundsson, seðlabankastjóri, hefur einnig ritað um alþjóðlega fjármálalega samþættingu og peningastefnu. Sjá t.d. Guðmundsson (2008). Financial globalisation: key trends and implications for the transmission of monetary policy, BIS papers nr. 39.

⁷ Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, og Þórarinn G. Pétursson (2017). The long history of financial boom-bust cycles in Iceland. *Revisiting Macro-Financial Linkages: Looking Back and Looking Ahead*. Proceedings of the 6th Bangko Sentral ng Pilipinas International Research Conference, maí 2017.

Hægt er að hugsa sér þrenns konar viðbrögð við þessum vanda: Í fyrsta lagi mætti leita liðsinnis fleiri stjórnækja til þess að hafa hemil á myndun óstöðugleika í þjóðarbúskapnum. Í öðru lagi mætti leita málamiðlana sem fela í sér fráhvarf frá hornalausnum þrílemmunnar. Þannig má hugsa sér tilhögun peningamála þar sem fjármagnshreyfingar eru að mestu leyti frjálsar en ekki alveg, gengið fljótandi en þó með töluverðum inn gripum seðlabanka á gjaldeyrismarkaði, sem leiðir af sér nokkurt peningalegt sjálfræði, en ekki fullkomið. Í þriðja lagi mætti draga þá ályktun af hinum nánú tengslum innlendu fjármálasveiflunnar og hinnar alþjóðlegu að vænlegra sé að leita athvarfs í samtryggingu gjaldmiðilsbandalags og aðlagast þeim fjármálaskilyrðum sem ríkja í umheiminum fremur en að reyna að hafa áhrif á innlend fjármálaleg skilyrði, sem sagan virðist sýna að smitist inn hið íslenska hagkerfið burtséð frá tilhögun peningamála, jafnvel á tímum fjármagnshafta.

Geta hjálpartæki hjálpað?

Í kjölfar fjármála- og gjaldeyriskreppunnar, sem hófst hér á landi af fullum þunga haustið 2008, hefur farið fram endurmat á framkvæmd peningastefnu við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga og ýmsir lærdómar verið dregnir. Seðlabankinn hefur birt sín sjónarmið í ýmsum ritum á undanförunum árum.⁸ Þar er m.a. leitað svara við þeirri spurningu hvort hægt sé að beita öðrum stjórnækjum til viðbótar við seðlabankavexti, sem er meginstjórnækki peningamála, þannig að þau leggist á sveif með peningastefnunni. Geri þau það þarf síður að hækka vexti svo mikið, í því skyni að halda aftur af innlendri eftirspurn, að það leiði til mikils vaxtamunar við útlönd og feli þar með í sér óæskilega sterkan hvata til skammtíma fjármagnshreyfinga til landsins, með tilheyrandi hættu á óstöðugleika.

Vonir standa til þess að með því að beita svo kölluðum þjóðhagsvarúðartækjum, t.d. takmörkun veðsetningar íbúðarhúsnæðis, takmörkun skuldsetningar miðað við tekjur eða eignir, eða með fjármálasveiflutengdum eiginfjáráukum á fjármálafyrirtæki, svokölluðum sveiflujöfnunarauka, takist að draga úr sveiflum, eða a.m.k. milda niðursveiflur. Almennt ættu strangari kröfur sem nú eru gerðar um eigið fé, laust fé og fjármögnun, strangari reglur um gjaldeyrisjöfnuð og heimild Seðlabankans til að takmarka veitingu gjaldeyrislána til óvarinna aðila að draga úr óæskilegum hliðaráhrifum sjálfstæðrar peningastefnu þegar innlend hagþróun er úr takti við umhverfið.

Ríkisfjármálastefna sem leggst á sömu sveif og peningastefnan gæti vissulega einnig stuðlað að meiri stöðugleika. Þar verður þó að stilla

⁸ Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. Seðlabanki Ísland, *Sérrit* nr. 4. Sjá einnig Sjá einnig Seðlabanka Íslands (2017). Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar, *Sérrit* nr. 11.

væntingum í hóf, þrátt fyrir að ákvæði í lögum um opinber fjármál um fjármálastefnu og fjármálaráð horfi til framfara. Hægt er þó að ætlast til að ríkisfjármálastefnan leggist ekki á sveif með hagsveiflunni og magni hana, en hingað til hefur tilhneigingin hér á landi því miður verið sú að slakað sé á í opinberum fjármálum í uppsveiflu þegar tekjur aukast og hert að í niðursveiflu þegar tekjur dragast saman.

Engin ofangreindra úrræða eru þó líkleg til að koma fyllilega í veg fyrir að áhrif flóðs og fjöru á hinum alþjóðlega fjármagnsmarkaði gæti í svo ríkum mæli að valdið geti óstöðugleika í innlendu efnahagslífi. Því er full ástæða til þess að íhuga hvort fleiri leiðir séu færar til að koma í veg fyrir að óæskilega þung byrði falli á vaxtastefnu Seðlabankans við framkvæmd hagstjórnar.

Hornalausnir eða málamiðlun?

Finna má fleiri lausnir í lausnarmengi stefnusmiða en umræddar hornalausnir þrífleymunnar ásamt hjálpartækjum. Þýðir sveigjanlegt gengi t.d. að inngrip á gjaldeyrismarkaði í því augnamiði að jafna skammtímasveiflur eða koma í veg fyrir of mikil frávik frá áætluðu langtímajafnvægi skuli aflögð með öllu? Svo þarf ekki að vera eins og inngripastefna Seðlabankans undanfarin ár er dæmi um. Krónan flýtur en ekki án afskipta.⁹

Innan ramma almennt óheftra fjármagnshreyfinga er einnig hægt að hugsa sér ráðstafanir sem lægt geta mesta ofsann í fjármagnshreyfingum án þess að hindra þær með beinum hætti. Frá árinu 2016 hefur Seðlabankinn skv. ákvæðum í núverandi gjaldeyrislögum sett reglur um sérstaka bindiskyldu á móti nýju innstreymi erlends gjaldeyris til kaupa á skuldabréfum og hávaxta innstæðum í krónum. Reglurnar undirstrika að millistig á milli hornalausna þrífleymunnar geta verið mörg. Sérstaka bindiskyldan er mun vægara úrræði en þau víðtæku höft á fjármagnshreyfingar sem innleidd voru eftir bankahrunið. Í stað þess að leyfa algerlega óheftum fjármagnshreyfingum að hrekja stjórnvöld út í horn peningalegs sjálfstæðis annars vegar eða gengisstöðugleika hins vegar hefur Seðlabankinn beitt takmörkunum sem draga úr ávinningi (aðallega) erlendra aðila af fjárfestingu í krónum, en án þess að stöðva hana algerlega.

Vandinn er hins vegar sá að ekki er fyllilega ljóst hvort reglugerðarvald Seðlabankans, sem nú er grundvallað á gjaldeyrislögum, samræmist 40. grein EES-samnings til lengri tíma litið, sem kveður á um óheftar fjármagnshreyfingar. Seðlabankinn er þó að leggja mat á hvort svo geti

⁹ Um þau sjónarmið sem haft geta áhrif á inngrip á gjaldeyrismarkaði fjallað höfundur um í pallborðið á nýlegri ráðstefnu í Jerúsalem. Sjá Arnór Sighvatsson (2017). Foreign Exchange Market Intervention in Iceland, *Introductory remarks for a panel debate at conference organised by the Bank of Israel, Swiss National Bank, and Centre for Economic Policy Research (CEPR) in Jerusalem on 7 – 8 December 2017: Foreign Exchange Market intervention: Conventional or Unconventional Policy.*

verið. Fyrir því má færa sterk rök að æskilegt væri að heimila slíkar reglur við ákveðnar aðstæður, enda gæti það minnkað líkur á því að grípa þyrfti til mun róttækari takmarkana á fjármagnshreyfingar, sem byggja á ákvæðum 43. greinar EES-samningsins, eins og gert var í kjölfar fjármálakreppunnar haustið 2008. Bindiskyldan ber því það einkenni stjórnækis á sviði þjóðhagsvarúðar að vera fyrirbyggjandi.

Á meðal þess sem þarf að meta áður en afstaða er tekin til þess hvort vænlegt sé að láta reyna á lögmæti sérstakrar bindiskyldu skv. EES-samningnum er hvort hægt sé að koma í veg fyrir sniðgöngu bindiskyldunnar þegar takmarkanir í núverandi gjaldeyrislögum á gerð afleiðusamninga sem ekki eru gerðir í tilefni áhættuvarna falla niður að lokinni heildarendurskoðun gjaldeyrislaga. Fyrir fjármálahrúnið átti fjármagnsinnstreymi sér að miklu leyti stað fyrir tilstilli erlendra útgefenda krónuskuldabréfa með hátt láns hæfismat (AAA), en áhrifin á þjóðarbúskapinn, þ.m.t. áhrif útgáfunnar á miðlun peningastefnu, komu fram fyrir milligöngu íslenskra viðskiptabanka, sem gerðu skiptasamninga við erlenda milligönguaðila í þessum viðskiptum, með tilheyrandi áhrifum á innlendan útlánavöxt.

Fyrir því má færa rök að þessi tegund fjármagnsinnstreymis sé sérstaklega skaðleg vegna þess að útgáfa þessara öflugu erlendu aðila (með AAA láns hæfismat) á skuldabréfum í krónum opnar dyrnar fyrir fjárfestingu aðila sem eru algerlega ómeðvitaðir um áhættuna sem skapast þegar fjárfesting er orðin óeðlilega mikil miðað við þjóðarbúskapinn og ytri jöfnuður orðinn ósjálfbær, eins og gerðist fyrir fjármálakreppuna. Fyrir fjármálakreppuna nam skuldabréfastofninn meira en þriðjungur landsframleiðslu. Þegar tregðu fór að gæta á erlendum lánsfjármörkuðum á sama tíma og stórir skuldabréfaflokkar komu á gjalddaga brustu forsendur fyrir endurfjárfestingu skyndilega og herskari illa upplýstra fjárfesta ruddist á útganginn á sama tíma. Áhrifin á innlendan gjaldeyrismarkað voru óviðráðanleg. Sérstök bindiskylda miðar að því að koma í veg fyrir að þessar aðstæður komi upp á ný.

Miðjumod árangursríkast?

Undanfarin ár hafa stjórnvöld talið heillavænlegast leita leiða til að styðja við peningastefnuna með fleiri tækjum fremur en treysta á hornalausnir þrílemmunnar. Líklega er vænlegast að halda áfram að feta þá slóð á næstu árum. Í því felst að áfram verði beitt virkum gjaldeyrisgripum í því skyni að stuðla að gengisstöðugleika, að því marki sem slíkt samrýmist verðbólgu markmiðinu, en án þess að lýsa yfir opinberu gengismarkmiði, þjóðhagsvarúðartækjum verði beitt í því skyni að auka viðnámsþrótt fjármálakerfisins í niðursveiflu og jafna sveiflur. Við ákveðnar aðstæður mætti svo beita bindiskyldu á móti gjaldeyrisinnstreymi, ásamt strangari gjaldeyrisjafnaðarreglum. Eins og áður var nefnt er þanþol EES-samningsins hvað bindiskylduna varðar þó ekki fyllilega ljóst.

Ótímabært er að kveða upp dóm um árangur þeirrar stefnu sem fylgt hefur verið. Verðstöðugleiki hefur verið meiri undanfarin ár en jafnan áður í nýlegri peningasögu Íslands. Verðbólguvæntingar hafa einnig legið nær verðbólguþröng Seðlabankans.¹⁰ Hagstæð ytri skilyrði í þjóðarbúskapnum eiga hins vegar, auk peningastefnunnar, ríkan þátt í þessum árangri og því óvíst hve varanlegur árangurinn verður við óhagstæðari ytri skilyrði.

Óháð umgjörð peningamála er framkvæmd peningastefnu í mjög litlu og opnu hagkerfi, eins og hinu íslenska, þar sem innlenda fjármálakerfið er samþætt hinu alþjóðlega, að ýmsu leyti vandasamari en á stærri gjaldmiðilssvæðum. Vandinn liggur m.a. í því hve þjóðarbúskapurinn er næmur fyrir gengisbreytingum en innlendir gjaldeyris- og fjármálamarkaðir eru grunnir og eftir því næmir fyrir truflunum. Sé önnur hagstjórn á skjön við markmið peningastefnunnar magnast þessi vandi. Umræðan um bestu ráðstöfun æðruleysis, hugrekkis og dómgreindar andspænis þessum vanda mun því eflaust halda áfram um langa framtíð.

¹⁰ Sjá Þórarinn G. Pétursson (2018). Disinflation and improved anchoring of long-term inflation expectations: The Icelandic experience. Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 77. Sjá einnig Seðlabanka Íslands (2017). Peningastefna byggð á verðbólguþröng: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar, Sérít nr. 11