



Jóhannes Nordal og peningamál á seinni hluta tuttugustu aldar

Setningarávarp Más Guðmundssonar seðlabankastjóra á ráðstefnu í tilefni af níræðisafmæli Jóhannesar Nordals, Háttíðasal Háskóla Íslands, 9. maí 2014.

Þessi ráðstefna um peningamál og fjármálakerfi er haldin til heiðurs Jóhannesi Nordal sem verður níræður eftir tvo daga. Hér á eftir mun Jón Sigurðsson fjalla um feril Jóhannesar. Síðan munu þau Ásgeir Jónsson, Unnur Gunnarsdóttir og Friðrik Már Baldursson flytja erindi um ákveðna þætti sem varða peningamál og fjármálakerfi.

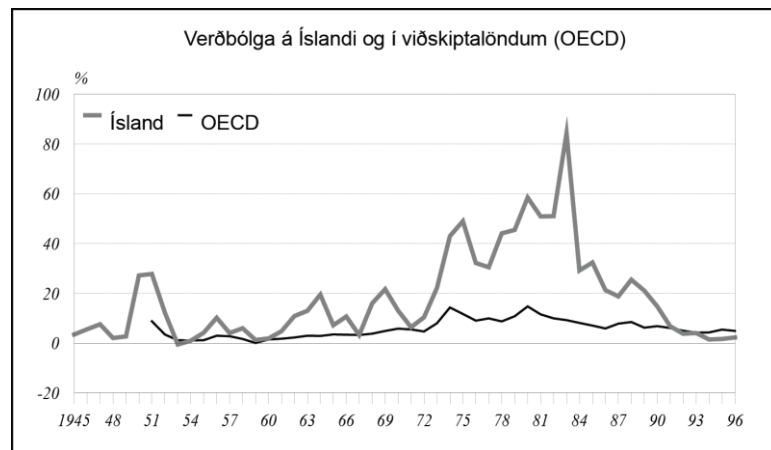
Í þessu stutta setningarávarpi hef ég hug á að fjalla um það sem mér stendur næst, þ.e. um gengisstefnu og stjórn peningamála á Íslandi á þeim tíma sem Jóhannes stóð í stafni. Það er reyndar lungann af seinni hluta tuttugustu aldar. Jóhannes var seðlabankastjóri frá 1961-1993 og var því í forystuhlutverki varðandi peningastefnuna á þeim tíma. Hann varð árið 1959 bankastjóri við Landsbankann sem þá fór með seðlabankahlutverkið og áður hagfræðingur bankans frá 1954, sem nú myndi kallast aðalhogfræðingur. Væntanlega urðu áhrif hans þó ekki afgerandi fyrr en í tengslum við þær miklu kerfisbreytingar sem urðu í upphafi viðreisnarstjórnarinnar (1959-1971). Á hinum endanum ná áhrif Jóhannesar og samverkamanna í raun út öldina þó svo að hann hafi hætt sem seðlabankastjóri árið 1993. Ástæðan er sú að í upphafi tíunda áratugarins áttu sér stað miklar breytingar á peningamálum sem stóðu síðan í stórum dráttum óhaggaðar út öldina.

Stefnan í peningamálum hér á landi hefur jafnan mótast af alþjóðlegum straumum og þróunarstigi innlends fjármálakerfis. Í tengslum við stofnun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins eftir seinni heimstyrjöldina var komið á fyrirkomulagi fasts en breytanlegs gengis aðildarlanda gagnvart Bandaríkjadal. Þetta kerfi, ásamt samningum um lækkun tollverndar og annarra viðskiptahindrana, skapaði góðar forsendur fyrir miklum vexti alþjóðaviðskipta sem var ein af ástæðum mikils vaxtar í heimsbúskapnum á sjötta og sjöunda áratugnum. Fjármálamarkaðir voru hins vegar víða heftir, svo og fjármagnshreyfingar á milli landa.

Eins og oft síðar mótaðist Ísland af þessum alþjóðlegu aðstæðum en með sínum sérkennum og tímatöfum. Fram að umbótum viðreisnar voru utanríkisviðskipti mörkuð af flóknu kerfi útflutningsbóta, beinum innflutningshöftum og ógagnsæju fjölgengiskerfi. Á árinu 1960 var

gengi krónunnar fellt um 30-57% eftir því hvaða gengi fjölgengiskerfisins er miðað við sem var um leið afnumið. Það markaði braut fyrir frekara frelsi í utanríkisviðskiptum. Mælingar benda til að raungengi krónunnar hafi lækkað um rúm 50% á milli árána 1959 og 1962 sem stuðlaði að því að snúa viðskiptahalla í afgang. Þetta ásamt innlendri þenslu á árunum á eftir voru meginástæður þess að verðbólga fór um hríð langt umfram það sem var í viðskiptalöndum. Það gekk hins vegar yfir þegar verðbólguáhrif gengisfellingarinnar dvínuðu og innlend þensla hjaðnaði.

Nú á tímum er það viðtekið að seðlabankar skuli hafa það að meginmarkmiði að stuðla að verðstöðugleika sem oft er nánar skilgreindur sem tölusett verðbólguþáttur. Þegar litið er til sögu verðbólgunnar verður að hafa í huga að þegar Seðlabanki Íslands var stofnaður voru honum sett mörg og að sumu leyti andstæð markmið og hann var ekki sjálfstæður varðandi ákvarðanir í peningamálum á þann hátt sem nú er. Þá voru ríkjandi viðhorf í hagfræði til verðbólgu og peningamála einnig önnur en nú er. Sú spurning er eigi að síður gild hvaða hlutverk peningastefnan lék varðandi verðbólgu á þessu tímabili og hvort sagan styðji þá staðhæfingu að viðvarandi verðbólga sé, þegar öllu er á botninn hvolft, peningalegt fyrirbæri en það er auðvitað forsenda þess að setja seðlabanka markmið um verðbólgu.



Heimild: Már Guðmundsson og Palle Andersen, „Inflation and disinflation in Iceland“, *BIS Working Paper No. 52* og *Central Bank of Iceland Working Paper No.1*, 1998

Þessi mynd sýnir verðbólgu á Íslandi frá 1945 og fram til 1996. Til samanburðar er sýnd verðbólga að meðaltali í OECD-ríkjum sem við getum litið á sem mælikvarða á verðbólgu í viðskiptalöndum. Við sjáum að þar til snemma á áttunda áratugnum sveiflaðist verðbólgan öðru hverju upp fyrir það sem er í viðskiptalöndunum en kemur ávallt til baka. Þessi verðbólga tengist gengislækkunum vegna ytri áfalla. Þegar gengi krónunnar er síðan stöðugt í framhaldinu minnkar

verðbólgan á ný. Nafngengið leikur hér stórt hlutverk en það er auðvitað peningalegt fyrirbæri.

Þetta mynstur raskast á árunum 1972-1983 þar sem verðbólgan víkur stöðugt meira frá því sem var í viðskiptalöndunum og virðist undir lokin vera að losna úr öllum böndum þar sem vítahringur launa- og verðhækkana vegna verðtryggingar launa magnaði upp verðbólguhnykki sem áttu sér rætur í ytri áföllum og of þensluhvetjandi gengis- og peningastefnu. Fyrir þessu voru margar ástæður, svo sem stærri og tíðari efnahagsáföll, meiri gengislækkunarslagsíða í viðbrögðum við þeim, stórlega neikvæðir raunvextir og of slök ríkisfjármálastefna. Aftur leika peningalegir þættir stórt hlutverk.

Verðbólgan næst síðan niður á svipað stig og í viðskiptalöndum í tveimur áföngum. Sá fyrri tengdist aðgerðum á árinu 1983 þar sem afnám verðtryggingar launa og gengisfesta á næstu misserum lék meginhlutverk. Sá seinni náðist undir lok níunda áratugarins og er í hugum fólks oft tengdur þjóðarsáttarsamningunum svokölluðu. Afsönnuðu þeir hlutverk peningastefnunnar varðandi þróun verðbólgu? Þegar grannt er skoðað er svo ekki. Verðtrygging fjárskuldbindinga og síðar afnám verðtryggingar launa hafði dregið úr ætluðum ávinningi af verðbólgu fyrir skuldug heimili. Veruleg hækkun vaxta eftir miðjan áratuginn kældu síðan þjóðarbúskapinn. Þá lék gengisfesta á raunhæfu gengi stórt hlutverk í frekari hjöðnun verðbólgunnar eftir þjóðarsáttarsamningana. Framlag aðila vinnumarkaðarins í gegnum þjóðarsáttarsamningana fólst aðallega í því að breyta verðbólguvæntingum á vinnumarkaði úr aftursýnum í framsýnar sem dró úr kostnaði við verðbólguhjöðnunina varðandi atvinnustig. Peningalegir þættir voru því líka hér í meginhlutverki¹.

Eftir umbæturnar í upphafi viðreisnar á sjötta áratug síðustu aldar urðu formlegar gengisbreytingar öflugasta stjórnækið sem Seðlabankinn fór með og var svo fram að myndun peninga- og gjaldeyrismarkaðar í upphafi tíunda áratugarins. Peningastjórnun sem nú þekkt þar sem viðskipti Seðlabankans á peninga- og gjaldeyrismörkuðum hafa óbein áhrif á fjármálaleg skilyrði og þannig á spurn eftir vöru og þjónustu og síðan á verðbólgu, var ekki möguleg fyrir þann tíma. Ýmsir markaðir voru ekki til eða voru verulega heftir. Fjármagnshreyfingar milli Íslands og umheimsins voru einnig heftar. Stjórn peningamála byggðist því að verulegu leyti á magnstýringu, annað hvort beinni eða óbeint í gegnum tæki eins og bindiskyldu. Ásgeir mun fjalla nánar um það hér á eftir hvernig hún fór fram á þessum tíma.

¹ Umfjöllunin hér að ofan um verðbólgu á Íslandi byggir á rannsóknarritgerð höfundar og Palle S. Andersen sem rituð var undir lok tíunda áratugarins. Sjá nánar: „Inflation and disinflation in Iceland“, *BIS-Working Paper, No. 52* og *Central Bank of Iceland Working Paper No. 1, 1998*.

Þær umbætur sem gerðar voru í tíð viðreisnarstjórnarinnar, meðal annars á sviði peningamála, mörkuðu upphafið á þeirri braut opnunar og markaðsvæðingar sem Ísland var, með hléum og einstaka bakslögum, á þar til fjármálakreppan skall á á þessari öld. Hvað peningamálin varðar voru stærstu áfangarnir á þeirri vegferð annars vegar vaxtafrelsið um miðjan níunda áratuginn og hins vegar losun hafta á fjármagnshreyfingar á fyrri hluta tíunda áratugarins. En áður en hægt var að ráðast í þær breytingar þurfti að bregðast við þeirri vá sem blasti við þegar fjárhagslegur sparnaður landsmanna brann upp í samspili mjög mikillar verðbólgu og heftra vaxta á áttunda áratugnum. Það hafði þær afleiðingar að raunvextir voru verulega neikvæðir og lífeyrissjóðir og annar fjárhagslegur sparnaður landsmanna brunnu upp og miðlun fjár í gegnum bankakerfið dróst verulega saman þannig að til vandræða horfði. Lausnin var upptaka víðtækrar verðtryggingar fjárskuldbindinga sem sköpuð var lagastoð á árinu 1979. Seðlabanki Íslands undir forystu Jóhannesar lék stórt hlutverk varðandi það verk. Þessi breyting átti síðan verulegan þátt í því að endurreisa fjárhagslegan sparnað og breitt peningamagn, sem hafði fallið úr um 40% af VLF á sjötta áratugnum, náði nær fyrra hlutafalli snemma á þeim tíunda².

Í upphafi tíunda áratugarins voru gerðar meiriháttar breytingar á fjármálamörkuðum og framkvæmd peningamála sem miðuðu að því að tryggja virkni peningastjórnunar í umhverfi frjálsra markaða og óheftra fjármagnshreyfinga sem voru handan við hornið, fyrst á grundvelli reglugerðar, síðan laga og EES-samningsins³. Peningamarkaður var að þróast og var samkomulag um lokun yfirdráttarheimildar ríkissjóðs í Seðlabankanum á árunum 1992-1993 mjög mikilvægur hluti af því. Þá var hafin starfsemi á millibankamarkaði með erlendan gjaldeyri vorið 1993 þar sem gengi krónunnar hefur ákvarðast í innbyrðis viðskiptum gjaldeyrisviðskiptabanka og þeirra við Seðlabankann. Með þessum breytingum varð til staðar það kerfi utan um aðgerðir í peningamálum sem hefur í meginatriðum verið við lýði síðan. Þær voru einnig hluti af langri hefð þar sem Seðlabankinn lék lykilhlutverk varðandi þróun fjármálakerfisins hér á landi. Hann hafði reyndar, og hefur, veigamikið hlutverk varðandi það að stuðla að stöðugleika þess kerfis en þar vinnur hann mikið með öðrum, ekki síst eftir að bankaeftirlit var flutt úr bankanum eftir tíð Jóhannesar. Unnur mun hér á eftir ræða um hvernig við stuðlum að virku og stöðugu fjármálakerfi.

² Sjá nánar m.a. í riti Bjarna Braga Jónssonar, *Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi*, Seðlabanki Íslands, Sérrit 3, 1998. Sjá einnig grein Jóhannesar Nordals, „Jafnvægisstefna á fjármagnsmarkaði“, í *Fjármálatíðindum*, ágúst-desember 1977 og ýmsar forystugreinar Jóhannesar í *Fjármálatíðindum* á áttunda, níunda og tíunda áratug síðustu aldar.

³ Sjá grein höfundar og Yngva Arnar Kristinssonar, „Peningastefna á Íslandi á 10. áratugnum“ í *Fjármálatíðindum*, síðara hefti 1997, útgefandi Seðlabanki Íslands.

Það má með sanni segja að Jóhannes hafi lifað tímana tvö sem forystumaður peningamála hér á landi. En í lok hans tímabils hafði náðst verulegur árangur varðandi verðbólguna. Óheftar fjármagnshreyfingar voru að halda innreið sína en hann hafði haft forystu fyrir umbótum sem miðuðu að því að undirbúa stjórn peningamála fyrir þá breytingu. Losun fjármagnshafna var skipulagt og áfangaskipt ferli sem gekk vel. Hitt er svo annað mál að fjármagnshreyfingar fela bæði í sér ávinning og áhættu eins og síðar kom rækilega í ljós hér á landi. Friðrik Már mun hér á eftir ræða um sjálfstæða peningastefnu og fjármagnshöft.