

Sjálfstæð peningastefna og fjármagnshöft

Friðrik Már Baldursson
Háskólinn í Reykjavík

Í ljósi reynslunnar

Ráðstefna til heiðurs Jóhannesi Nordal
níræðum

9. maí 2014



Peningastefna og sjálfstæði hennar

- Peningastefna
 - Aðgerðir stjórnvalda (seðlabanka) til að hafa áhrif á peningamagn, markaðsvexti, eftirspurn og verðlag ...
 - ... með hagsæld og stöðugleika sem endanlegt markmið
- *Sjálfstæð* peningastefna
 - Þau “tæki” sem seðlabanki hefur til umráða hafa umtalsverð og fyrirsjáanleg áhrif innan viðkomandi hagkerfis ...
 - ... seðlabanki getur því náð markmiðum sínum með viðeigandi ákvörðunum, t.d. um stýrivexti
- Ekki sjálfgefið að örlítið, opið hagkerfi á borð við Ísland hafi slíkt sjálfstæði ...
 - ... og ekki endilega eftirsóknarvert
- Sjálfstæð peningastefna er tengd - en ekki jafngild - hugmyndinni um *sjálfstæðan seðlabanka*

Stjórnæki peningastefnunnar

- Hefðbundin
 - Vextir seðlabanka í viðskiptum við banka
 - Bindiskylda (lítið beitt sem stjórnæki)
 - Inngrip á gjaldeyrismarkaði
- Óhefðbundin
 - Inngrip á skuldabréfamarkaði
 - Verið beitt víða á undanförunum árum
 - Takmarkanir athafnafrelsis af ýmsu tagi
 - “Þjóðhagsvarúð”
 - Fjármagnshöft
 - Skattlagning markaðsviðskipta
 - ...

Seðlabanki Íslands

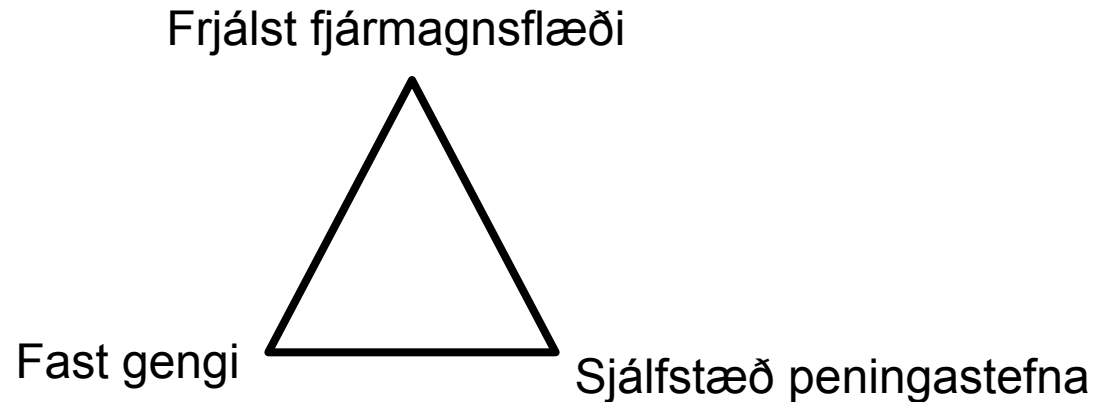
- “... er sjálfstæð stofnun í eigu ríkisins ...” *)
- Meginmarkmið “að stuðla að stöðugu verðlagi”
 - Heimilt að lýsa yfir tölulegu markmiði um verðbólgu
 - Skal einnig “stuðla að fjármálastöðugleika”
- Bankanum er því sett vel skilgreint meginmarkmið
 - Auðvelt að sjá hvort markmiðið næst eða ekki
- Hefur verulegt svigrúm til að ákveða með hvaða hætti hann vinnur að þessu markmiði
 - “Instrument independence”
- Sjálfstæður seðlabanki ...
- ... en getur hann viðhaft sjálfstæða peningastefnu?



*) Lög um Seðlabanka Íslands, 36/2001

Klassískur rammi

- “Þríkostur” Mundell-Fleming: Aðeins hægt að velja eina hlið þríhyrningsins



- Ef fjárflutningar milli landa eru frjálsir er annað hvort hægt að viðhafa fast gengi eða sjálfstæða peningastefnu – ekki hvort tveggja
- Flotgengi, frjálst fjárflæði milli landa og sjálfstæð peningastefna er samrýmanleg þrenning innan þessa fræðilega ramma
Ísland – og fjölmörg önnur lönd – ákváðu að velja þessa leið

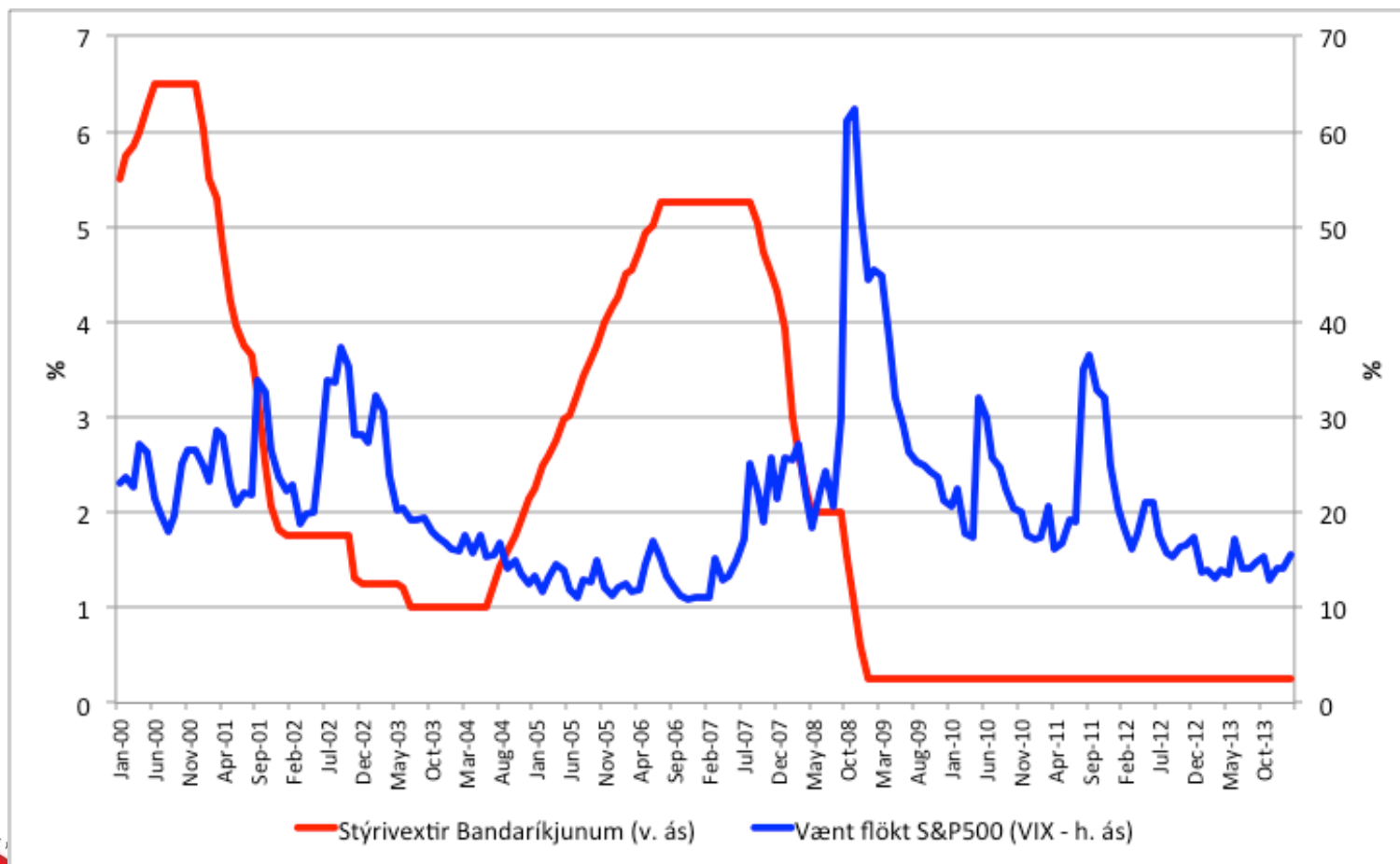
En þetta er ekki alveg svona einfalt

- Sterkir alþjóðlegir kraftar hafa veruleg áhrif á alþjóðlega fjárstrauma, óháð aðstæðum í mismunandi löndum
- Áhrif mikils innstreymis fjármagns mismunandi
 - Sums staðar lítil
 - Annars staðar myndast lánsfjár- og eignaverðsbólur – leiðir jafnvel til fjármálakreppu (Ísland!)
- Peningastefna í USA mikilvægur áhrifavaldur (sjá næstu glæru)
- Setur peningastefnu í löndum sem búa við frjálsa fjármagnsflutninga verulegar skorður, óháð gengisfyrirkomulagi
- Má rökstyðja að valið standi í reynd milli sjálfstæðrar peningastefnu og frjálsra fjármagnsflutninga *)
- Sjálfstæði í einangrun vs. ósjálfstæði og opnun



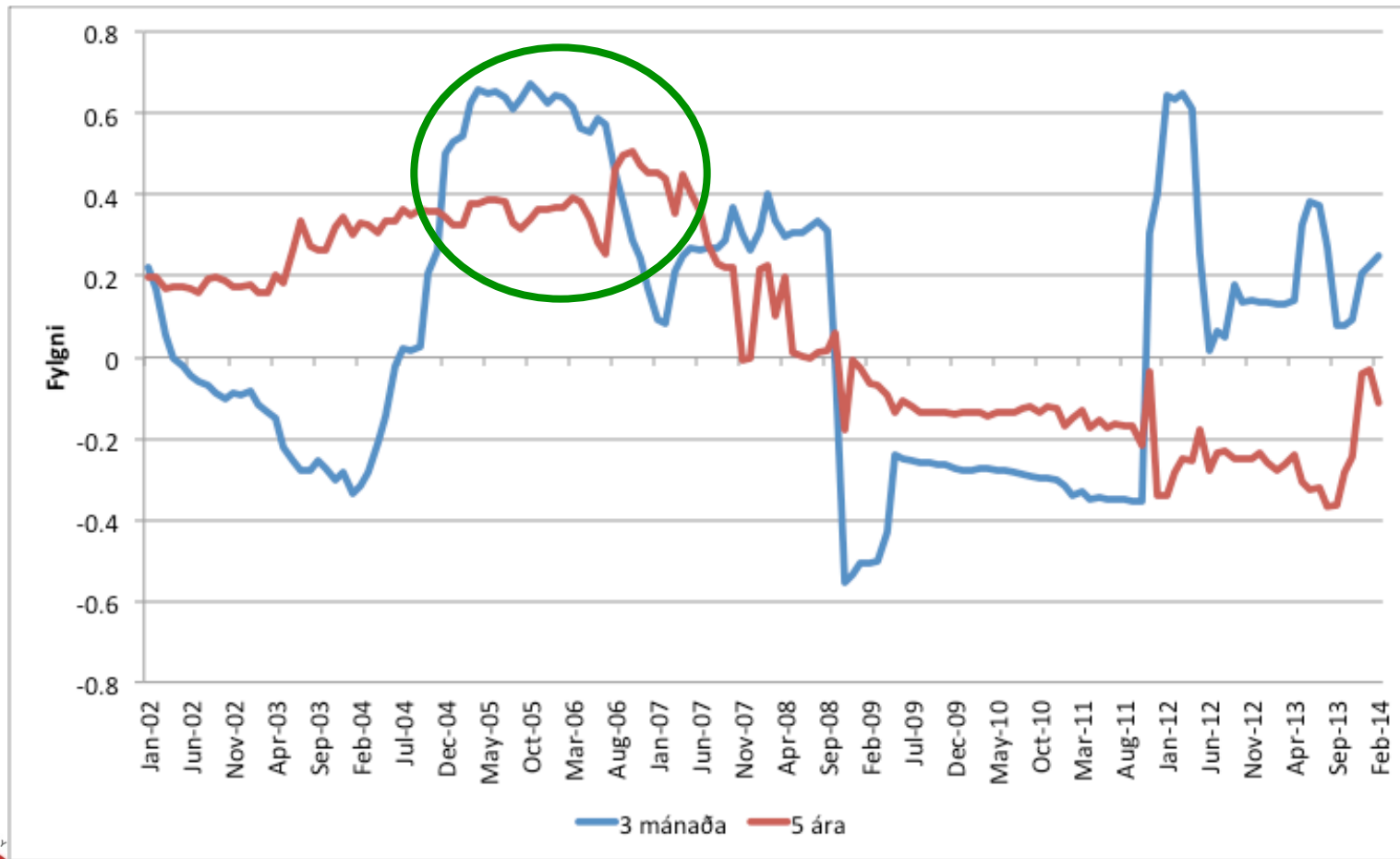
*) Rey (2013a, 2013b). Þetta er þó ekki óumdeilt, sjá Klein & Shambaugh (2013a, 2013b)

Áhættumat og stýrivextir í Bandaríkjunum



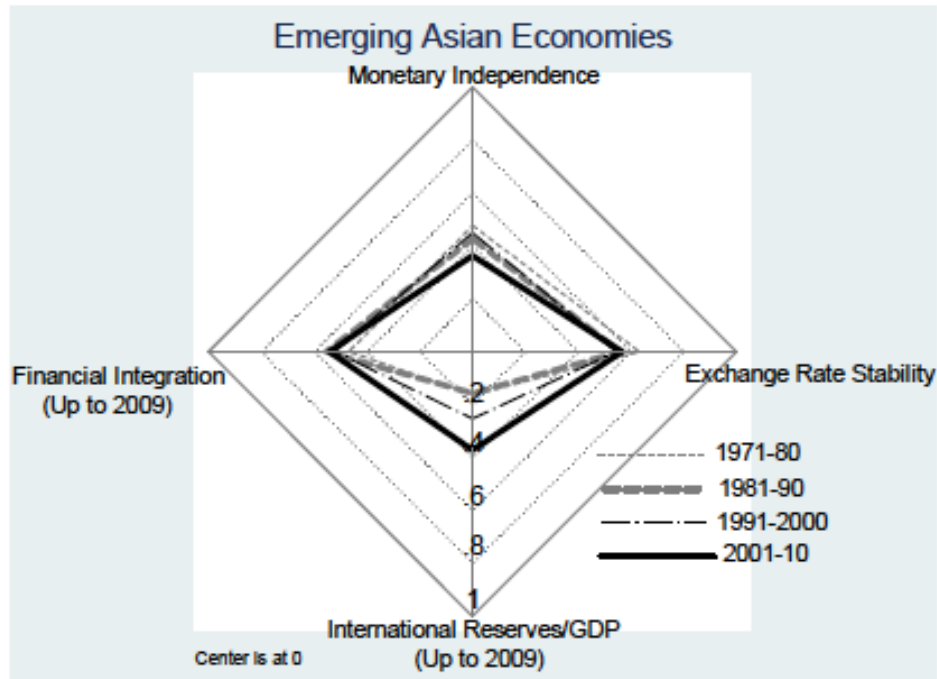
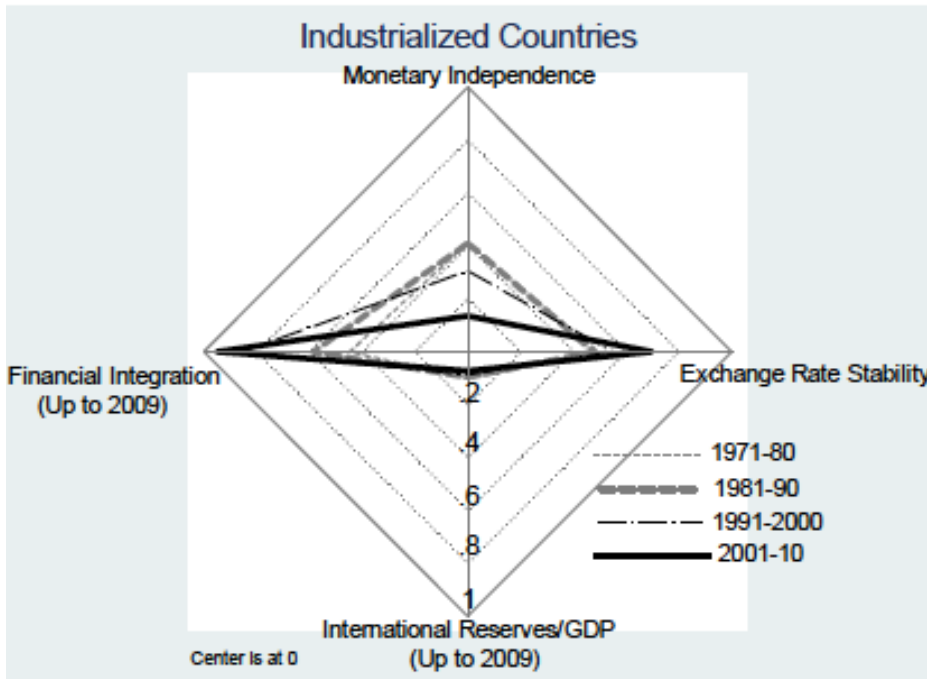
Fylgni breytinga á markaðsvöxtum: Ísland-Bandaríkin

Þriggja ára hlaupandi gluggar

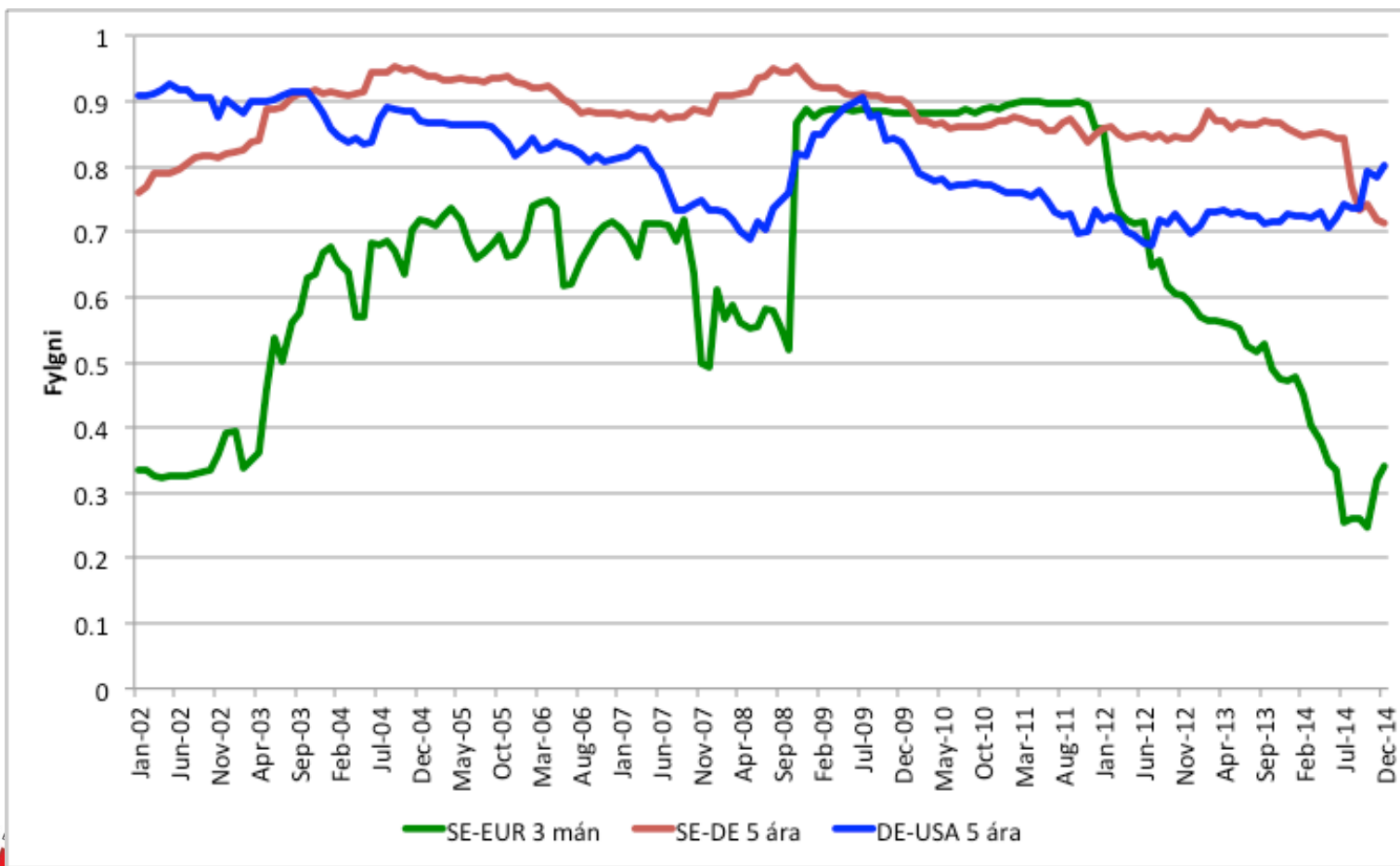


- Ísland missir peningalegt sjálfstæði á tiltölulega stuttu, en afdrifaríku tímabili, þ.e. 2005-2007

Iðnríki og nýmarkaðsríki hafa farið mismunandi leiðir

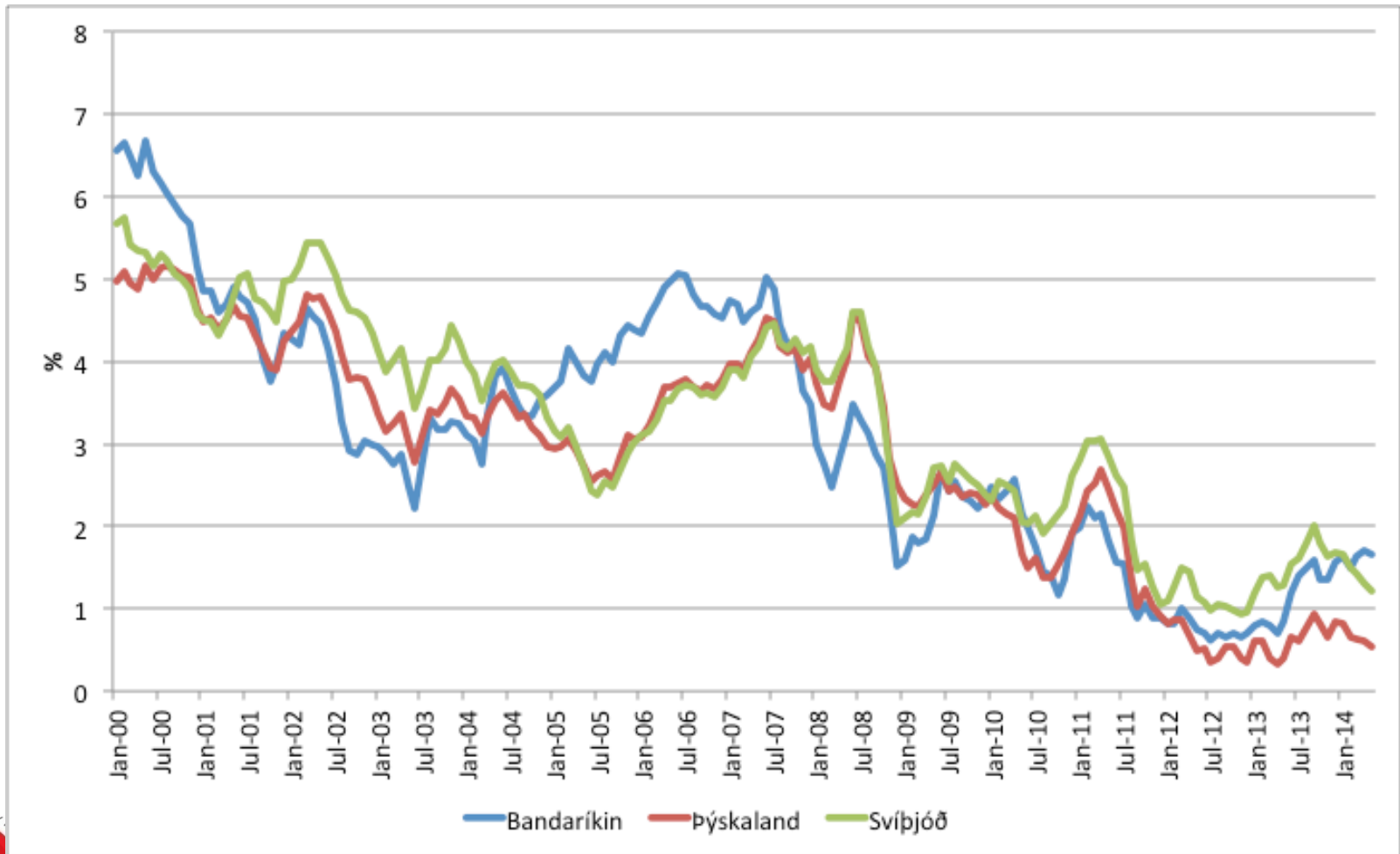


Fylgni breytinga á markaðsvöxtum 3 ára hlaupandi gluggar



Ath. að fylgni þýðir ekki orsakasamhengi!

Vextir á 5 ára ríkisskuldabréfum



Til minnis

- Ísland opnaðist umheiminum í fjármálalegu tilliti *í reynd* á þeim tíma sem þungi í fjármagnsflæði var sem mestur, 2005-2007
 - Afleiðingarnar urðu miklar og neikvæðar
- Hins vegar þarf þetta ekki að vera svo
 - Svíþjóð er dæmi um land sem er með flotgengi og sjálfstæða peningastjórn að lögum
 - En býr við frjálsa fjármagnsflutninga og tekur í reynd við peningastefnu frá Evrópu
 - Fór í gegnum fjármálakreppuna án mikilla áfalla
 - Býr við sveiflur í gengi sem hafa kostnað í för með sér
- Mörg nýmarkaðsríki hafa valið aðra leið til að varðveita stöðugleika
 - Takmarkanir á flæði fjármagns til að geta viðhaft sjálfstæða peningastefnu
 - “Stýrt flot” gjaldmiðils, stutt af öflugum gjaldeyrisforða
 - Þessu fylgir kostnaður sem má líta á sem nokkurs konar tryggingagjald

Hvert stefnir Ísland?

- Fjármagnshöftin þýða að peningastefnan er sjálfstæð!
 - Raunar er Ísland eitt fárra ríkja sem hefur náð að framfylgja gjaldeyrishöftum
 - Sennilega hafa höftin dregið úr áhrifum fjármálakreppunnar á raunhagkerfið *)
 - Hlíft Íslandi við sveiflum undanfarinna 5 ára
- En leiða má líkur að því að kostnaður við höftin sé verulegur og fari vaxandi **)
- Því ber að stefna að afnámi fjármagnshafta

*) Már Guðmundsson (2013), Baldursson og Portes (2013)

**) Þó ber að benda á að erfitt hefur reynst að mæla marktækan kostnað vegna fjármagnshafta (sjá umræðu og tilvísanir í Baldursson og Portes, 2014). Forbes og Klein (2013) finna þó marktækan kostnað vegna hafta á útlæði.

www.hr.is



Hvað tekur þá við?

- Flotgengi án fjármagnshafta?
 - (Svíþjóð)
- Stýrt flot, takmarkanir á frelsi til fjármagnsflutninga ásamt óskuldsettum gjaldeyrisforða?
 - (Nýmarkaðslönd Asíu)
- Innganga í ESB, fast gengi krónunnar og upptaka evru í kjölfarið?
 - (Finnland, Írland)
- ...

Hvað sem verður ofan á, þá er ljóst að ótækt er að hverfa til fyrra fyrirkomulags

- Gildir um Ísland eins og önnur lönd
 - Hluti af yfirstandandi alþjóðlegri umræðu um endurmat peningastefnu *)
- Almenn sátt um að stöðugt verðlag verði áfram meginmarkmið peningastefnunnar
- En það má spyrja hvort verðbólguþolmið með flotgengi standist sem fyrirkomulag á Íslandi
 - Gengi krónunnar virðist markmiðið í reynd vegna sterkra áhrifa á verðlag
- Ríkisfjármál – mikilvægi þeirra eykst með föstu gengi
 - Þar stefnir væntanlega í rétta átt með nýjum lögum um opinber fjármál
- Strangari reglur um banka
 - Að lágmarki Basel III, en ættum að íhuga að ganga lengra
- Þjóðhagsvarúð – lánahlutföll, takmarkanir á lánum í erlendri mynt o.fl.
 - Afmörkuð höft á fjármagnsflutninga gætu verið hluti af vopnabúrinu
 - Kallar á aukið umboð og sjálfstæði Seðlabanka í samvinnu við Fjármálaeftirlit – heimildir til inngripa sem eru ólíklegar til vinsælda



*) Sjá m.a. Bayoumi et al. (2014) www.hr.is

Til íhugunar

- Sjálfstæði Seðlabanka verða ávallt sett takmörk í lýðræðisþjóðfélagi
- Þegar allt kemur til alls er lykilatriðið eftirfarandi:
- “... verulegt sjálfstæði Seðlabanka í stjórn peningamála er varla raunhæfur kostur nema að þau efnahagslegu markmið sem honum ber að keppa að séu skýrt skilgreint í lögum og njóti almenns stuðnings í viðkomandi samfélagi” (Jóhannes Nordal, 1990)

Heimildaskrá

- Aizenman, Joshua & Hiro Ito, Trilemma policy convergence patterns and output volatility, *The North American Journal of Economics and Finance*, Volume 23, Issue 3, December 2012, Pages 269-285
- Baldursson, Friðrik M & Richard Portes (2013). Gambling for Resurrection in Iceland: the Rise and Fall of the Banks, CEPR Discussion Paper 9664, September
- Baldursson, Friðrik M and Richard Portes (2014). Capital controls and the resolution of failed cross-border banks: the case of Iceland, *Capital Markets Law Journal* 9, no. 1, 40-54.
- Bayoumi, Tamim , Giovanni Dell'Ariccia, Karl Habermeier, Tommaso Mancini-Griffoli, Fabián Valencia, and an IMF Staff Team (2014). *Monetary Policy in the New Normal*, IMF Staff Discussion Note, April
- Forbes, Kristin J., and Michael W. Klein (2013). Pick Your Poison: The Choices and Consequences of Policy Responses to Crises, In *14th Jacques Polak Annual Research Conference*, November.
- Jóhannes Nordal (1990). Um sjálfstæði seðlabanka, *Fjármálatíðindi*, árg. 37, 1. hefti, bls. 3-9

Heimildaskrá (frh.)

- Klein, Michael and Jay Shambaugh (2013a), *Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy*, NBER Working Paper No. 19461, September.
- Klein, Michael W and Jay C. Shambaugh (2013b). *Is there a dilemma with the Trilemma?*, VoxEU.org, 27 September
- Már Guðmundsson (2013). Managing capital flows in a financially integrated area: Lessons from the Icelandic financial crisis, Remarks at a conference on Nordic-Baltic financial linkages and challenges Tallinn, 13 December 2013, Seðlabanki Íslands, desember
- Rey, Helene (2013a). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, VoxEU.org, 31 August 2013
- Rey, Helene (2013b). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, paper presented at “Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy,” a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 22–24, www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf