



Peningastefnan eftir fjármagnshöft

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Ársfundur atvinnulífsins, 7. apríl 2016

Fundarstjóri, góðir fundargestir,

Í ræðu minni hér í dag hyggst ég fjalla um þá peningastefnu sem álitlegt gæti verið að reka hér á landi eftir að þau víðtæku höft sem nú eru á útstreymi fjármagns hafa verið losuð. Nánar tiltekið ætla ég að ræða um umgjörð eða ramma peningastefnunnar fremur en það hvernig stefnan er framkvæmd á hverjum tíma sem auðvitað ræðst af efnahagsaðstæðum og horfum þegar þar að kemur.

En hvað er átt við með peningastefnu? Jú, í nútíma skilningi orðsins felst peningastefna í því að beita efnahagsreikningi seðlabanka og öðrum tækjum sem hann hefur yfir að ráða í því skyni að hafa áhrif á efnahagslega framvindu. Það telst því í þeim skilningi ekki peningastefna að ganga í myntbandalag. Það er gjaldmiðlastefna. Aðeins seðlabankar geta rekið peningastefnu en en ríki taka ákvörðun um gjaldmiðlastefnu. Í umfjöllun minni gef ég mér að við hyggjumst, alla vega í næstu framtíð, reka sjálfstæða peningastefnu.

Mótun ramma eða umgjörðar peningastefnunnar felur í sér að ákveða hver skuli vera markmið hennar, hvaða tækjum skuli beita, hvernig ákvarðanir um beitingu tækjanna skuli teknar, hvernig birta skuli þær ákvarðanir og hvernig reikningsskilum stefnunnar eftir á skuli háttað. Gengisstefnan er auðvitað mikilvægur hluti af þessum ramma, þ.e. hvort stefnt sé að því að gengi gjaldmiðilsins sé fast, á óheftu floti eða einhvers staðar þar á milli.

Rammi peningastefnunnar verður að byggjast á kenningu um það hvernig tæki peningastefnunnar hafa áhrif á efnahagslífið sem er vel studd reynslu og rannsóknnum. Ella er hætt við að stefnunni séu sett markmið sem hún hefur litla möguleika til að ná eða að ekki séu notuð stjórnþæki við hæfi. Vandinn er hins vegar sá að peningastefnan virkar með mismunandi hætti eftir þróunarstigi hagkerfis og fjármálamarkaða og virkni mismunandi tækja getur breyst yfir tíma. Dæmi um þetta er að þar sem fjármálamarkaðir eru heftir og vanþróaðir eru tæki sem byggja á magntakmörkunum af ýmsu tagi eins og útlánþök og há og virk bindiskylda fremur notuð en verðþæki eins og vextir sem verða gjarnan virkasta tækið þegar fjármálamarkaðir eru óheftari og þróaðri.

Til að undirbyggja frekari umfjöllun um ramma peningastefnunnar mun ég nú draga fram í stórum dráttum þau lykilatriði varðandi virkni peningastefnunnar

sem hafa verður í huga þegar ramminn er mótaður. Tímans vegna mála ég með breiðum pensli, dreg fram þau atriði sem mestu skipta og eru vel studd af kenningum og rannsóknum, líka á íslenskum veruleika. Þá eru þetta meginatriði sem standa óhöggð af reynslu fjármálakreppunnar. Hér skiptir tvennt mestu máli.

Það fyrra er að til lengdar hefur peningastefnan fyrst og fremst áhrif á nafnstærðir eins og verðlag og gengi gjaldmiðilsins. Þann fyrirvara verður þó að gera að fræðilega er þessi niðurstaða ekki óbyggjandi og á líklega aðallega við um það sem við getum kallað „góða“ peningastefnu. Slæm peningastefna gæti þannig haft langvarandi neikvæð áhrif á hagvöxt og lífskjör og aðrar raunstærðir sem við teljum skipta máli varðandi hagsæld og stöðugleika. Dæmi um þetta er langvarandi há og sveiflukennnd verðbólga eða verðhjöðnun af því tagi sem átti sér stað víða um heim í kreppunni miklu á millistríðsárunum.

Það seinna er að til skemmri tíma getur peningastefnan haft áhrif á raunstærðir eins hagvöxt, atvinnu, raungengi og viðskiptajöfnuð. Ástæðan er að hluta til sú að aðgerðir í peningamálum hafa mishratt áhrif á mismunandi verð og á meðan full aðlögun þeirra hefur ekki átt sér stað breytast hlutfallsleg verð og þær raunstærðir sem verða fyrir áhrifum af þeim. Dæmi um þetta eru áhrif vaxtabreytinga á nafngengi sem koma skjótt fram og breyta þá raungenginu. Að svo miklu leyti sem sú breyting er umfram það sem til lengdar samræmist undirliggjandi efnahagsaðstæðum gengur hún svo smám saman til baka með aðlögun verðlags og launa. Svipaða sögu má segja varðandi raunlaun. Til lengdar ráðast því raunstærðir hagkerfisins fyrst og fremst af undirliggjandi þáttum eins og nýtingu náttúruauðlinda, gæðum vinnuafis, framleiðni og sparnaðarhneigð.

Af því sem ég hef hér sagt leiðir að það hefur lítið upp á sig að setja peningastefnunni önnur langtímamarkmið en verðstöðugleika eða gengisstöðugleika. Að því gefnu getur peningastefnan þó einnig leitast við að jafna sveiflur í raunstærðum eins og landsframleiðslu og atvinnu og draga úr fráviki gengis frá jafnvægisgengi, sérstaklega þegar slíkar sveiflur og frávik eiga sér uppruna á eftirspurnarhlið hagkerfisins.

Það leiðir líka af ofangreindu að við framkvæmd peningastefnunnar þarf að horfa fram á veginn því hún virkar með tímatöfum. Sé litið til fjölda rannsókna fæst sú þumalfingurregla að breytingar á vöxtum hafa áhrif á verðbólgu sem eru að fullu komin fram á 2-3 árum en meginþunginn innan u.þ.b. árs. Skammtímaáhrif á raunstærðir deyja þá einnig út innan sama tímaramma. Það leiðir svo aftur af þessu að til að geta rekið framsýna peningastefnu með einhverjum árangri þarf að gera spár. Þær kalla á efnahagslega greiningu og líkön. Til að skilja vandann við framkvæmd peningastefnu þarf að hafa í huga að haggögn um nýliðna tíð eru oft með töluverða mæliskekkju, við vitum ekki hvað „rétt“ líkanið af þjóðarbúskapnum er og að framtíðin er alltaf í einhverjum skilningi óþekktanleg. Með öðrum orðum að peningastefna er alltaf framkvæmd við skilyrði óvissu; sem auðvitað getur þó verið mismikil frá einum tíma til annars. Það er þess vegna sem við horfum á fjölda hagvísu, notum mörg líkön og felum ekki einum

hagfræðingi með tölvu að ákveða aðhaldsstig peningastefnunnar heldur höfum nefnd sem skiptist á skoðunum og leggur mat á ástand og horfur hverju sinni.

Það sem ég hef hingað til sagt er almenns eðlis og á þannig við hvort sem lönd eru stór eða lítil. Við vitum hins vegar að það eru sérstakar áskoranir varðandi mótun og framkvæmd peningastefnu í litlum opnum hagkerfum og við verðum að gefa þeim gaum þegar við mótum ramma peningastefnunnar hér á landi. Í því sambandi má í fyrsta lagi nefna að minni hagkerfi hafa að öðru jöfnu tilhneigingu til að vera sveiflukenndari en þau stærri sakir fábreyttara efnahagslífs og vegna þess að einstök áföll eða búhnykkir vega þyngra. Í öðru lagi er hlutfallslegt vægi útflutnings- og samkeppnisgreina oft meira en í stærri löndum. Það hefur þau áhrif að hagþróunin er háðari gengi gjaldmiðilsins og áhrif gengisbreytinga á verðbólgu að jafnaði meiri. Í þriðja lagi eru fjármálamarkaðir að öðru jöfnu grynri en í stærri löndum sem stuðlar að meira flökti fjármálaverða. Í fjórða lagi leiða óheftar fjármagnshreyfingar og stigvaxandi alþjóðleg fjármálaleg samþætting til þess að möguleikar lítilla landa til að hafa áhrif á eigin fjármálaleg skilyrði í gegnum peningastefnu minnka.

Þá er spurningin hvort það á að vera gengismarkmið eða verðbólguarkmið? Svarið við þessari spurningu er ekki alltaf einhlítt. Að öðru jöfnu er verðbólguarkmið eðlilegra því það stendur nær því sem máli skiptir varðandi efnahagslega velferð og það er auðveldara að ákvarða hvert verðbólguarkmið ætti að vera en það er að meta „rétt“ gengismarkmið. Sjónarmiðin ráðast að öðru leyti af því hver uppbygging og sveifluhegðun viðkomandi hagkerfis er, hvert þróunarstig markaða er og hvort fjármagnshreyfingar gagnvart útlöndum eru að mestu óheftar eða ekki. Því opnara sem hagkerfið er því sterkari eru rökin fyrir gengismarkmiði sökum þess að verðbólgan ræðst í ríkari mæli af genginu. Því meiri líkur sem eru á sérstökum áföllum og búhnykkjum og sveiflur eru ótengdari þeim í viðskiptalöndum því sterkari eru rökin fyrir verðbólguarkmiði og sveigjanlegu gengi. Hér togast á tvennir eiginleikar lítilla landa sem ég nefndi hér að framan. Það breytir því þó ekki að minni lönd eru að öðru óbreyttu líklegri til að vera á gengismarkmiði en stærri lönd.

Lágt þróunarstig fjármálamarkaða getur hamlað framkvæmd verðbólguarkmiðs og sveigjanlegs gengis. Dæmi um það eru aðstæður á Íslandi fyrir tíunda áratug síðustu aldar þegar peningamarkað fyrir krónur og millibankamarkað fyrir gjaldeyri skorti. Óheftari fjármagnshreyfingar toga hins vegar í hina áttina þar sem erfiðara getur verið að ná gengismarkmiðum og neikvæðar afleiðingar þess fyrir fjármálastöðugleika þegar þau bresta hafa oft reynst meiri. Það er því ekki tilviljun að víða um heim fóru lönd af gengismarkmiði á verðbólguarkmið samhliða og í framhaldi af því að hömlur á fjármagnshreyfingum voru losaðar á níunda og tíunda áratug síðustu aldar.

Svarið við spurningunni um verðbólguarkmið eða gengismarkmið er því mismunandi eftir löndum og frá einum tíma til annars, eins og okkar eigin saga ber skýrt vitni um. Frá stofnun Seðlabanka Íslands í byrjun sjöunda áratugar síðustu aldar og fram á byrjun tíunda áratugarins var bankinn á gengismarkmiði þar sem mislög tímabil fasts gengis voru rofin af gengisfellingum, fyrir utan

eina gengishækkun á árinu 1973. Markaðir voru vanþróaðir og bindiskylda og útlánatakmarkanir helstu tækin en bit þeirra var lítið vegna óheftrar lántöku ríkissjóðs í Seðlabankanum og á tímabili endurlán bindiskyldunnar að hluta sem afurðalán til útflutningsatvinnuvega. Í byrjun tífunda áratugarins voru peningamarkaður og millibankamarkaður fyrir gjaldeyri þróaðir og forsendur sköpuðust þá til að framkvæma peningastefnu með þeim hætti sem við nú þekkjum þar sem vextir bankans í viðskiptum við innlánsstofnanir verða megingtækið. Hömlum á fjármagnshreyfingar var lyft á fyrri hluta áratugarins. Jafnframt tók gengismarkmiðið á sig form svokallaðra vikmarka sem voru síðan vikkun þegar leið á áratuginn, m.a. vegna þess að fjármagnshreyfingar juku sveiflur í genginu og áhættusamt var talið að taka alla gengisáhættu fjárfesta úr sambandi. Þegar vaxandi misvægi í þjóðarþúskapnum bættist við meiri fjármagnshreyfingar varð þessi glíma smám saman erfiðari þar til að stúflan var við að breyta rétt áður en tekið var upp verðbólguþröskulmarkmið og gengi krónunnar látið fljóta í mars 2001.

Sá rammi peningastefnunnar sem tekin var upp á árinu 2001 hafði erlendar fyrirmyndir sem voru í sókn á þessum tíma. En hann var líka hluti af víðtækari hugmyndum um hagstjórn og regluverk og eftirlit með fjármálakerfinu sem náðu fótfestu en voru eftir á að hyggja gallaðar. Með einföldunum má segja að þær hafi gengið út á aðgreiningu og sjálfstæði hinna einstöku þátta hagstjórnar og varúðarstefnu án þess að nægilega hafi verið hugað að samspili þeirra. Peningastefnan átti fyrst og fremst að taka mið af verðbólguhorfum og í aðalatriðum var hún talin hafa aðeins eitt tæki, þ.e. vexti. Fordást átti inngríp á gjaldeyrismarkaði. Fjármálaeftirlit átti að sjá til þess að hinar einstöku fjármálastofnanir væri í lagi. Ríkisfjármálin áttu að vera hlutlaus yfir hagsveifluna. Markaðir myndu svo sjá um afganginn.

Það reyndist ekki svo. Fyrir utan samspilið var ekki hugað nægilega að áhættu í fjármálakerfinu í heild. Þá hafa seðlabankar fleiri tæki en vexti eins og komið hefur í ljós í fjármálakreppunni og eftirmála hennar og þeirra tæki hafa einhver áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins. Samspilið á milli peningastefnu og fjármálastöðugleika skiptir því máli. Gengi og gjaldeyrismarkaðir hafa reynst meiri ótemjur en fræðin á bak við kosti flotgengis höfðu almennt viðurkennt og því geta inngríp á gjaldeyrismarkaði leikið hlutverk við að bæta niðurstöðuna. Þetta er auðvitað flóknara en minn breiði pensill hér nær að fanga en á alþjóðavettvangi fer nú fram mikil umræða um það hvernig reynsla fjármálakreppunnar og eftirmála hennar ætti að breyta því hvaða tæki seðlabankar noti og hvernig þeir eigi að beita þeim til að varðveita verðstöðugleika til lengdar, stuðla að sveiflujöfnun og stuðla að fjármálastöðugleika. Þau meginatriði sem ég nefndi hér að framan um virkni peningastefnunnar og möguleg markmið standa hins vegar að mestu leyti óhöggun.

Þessir ágallar voru einnig á þeim hagstjórnarramma sem var til staðar hér á landi. Það hafði m.a. þær afleiðingar að ekki var brugðist nægjanlega við óhóflegu fjármagnsinnstreymi sem stuðlaði að útlána- og eignaverðspenslu og verulegri gjaldeyrisáhættu innlendra aðila sem var í ríkum mæli óvarin. Peningastefnan og

stefnan í ríkisfjármálum spiluðu heldur ekki nægilega vel saman og sama má segja um aðrar ákvarðanir stjórnvalda sem hafa áhrif á eftirspurn. Álagið á peningastefnuna var því meira en ella sem ýtti enn frekar undir fjármagnsinnstreymi. Það ásamt sterkri eftirspurn stuðlaði að hærra raungengi en ella og þjóðhagslegu ójafnvægi sem birtist hvað skýrast í miklum viðskiptahalla. Þessi þróun ásamt bankakreppunni stuðlaði að gjaldeyriskreppunni sem skall á á fyrri hluta ársins 2008.

Við mótun ramma peningastefnunnar eftir fjármagnshöft þarf að taka tillit til þeirrar reynslu sem fengist hefur á undanförunum árum af því að reka sjálfstæða peningastefnu í litlum og opnum hagkerfum með óheftar fjármagnshreyfingar í heimi sem verður æ meira fjármálalega samþættur. Það er sannast að sagna að verða æ erfiðara eins og við sáum t.d. á Nýja- Sjálandi og hér á landi fyrir fjármálakreppu og aftur nýverið í löndum eins og Sviss og Svíþjóð. Sjálf fengum við forsmekkin af því hvað getur gerst við þessar aðstæður þegar mikið fjármagnstreymi erlendis frá inn á skuldabréfamarkað snéri við halla vaxtaferilsins síðastliðið sumar og haust. Ástæðan fyrir þessu er að fjármagnsmarkaðir eru að verða virkari í að jafna út áhættuleiðréttta ávöxtun á milli landa sem hefur þá þær afleiðingar að miðlun peningastefnunnar í gegnum vaxtarófið veikist verulega í litlum, opnum og fjármálalega samþættum hagkerfum þar sem lengri tíma vextir ráðast í æ meira mæli af vöxtum í stóru löndunum. Miðlun peningastefnunnar fer þá í æ ríkari mæli eftir gengisfarveginum. En sú miðlun er óviss og sveiflukennd þar sem gengið er öðrum þræði eignaverð sem sveiflast með straumum spákaupmennsku og víkur yfir lengri tíma frá jafnvægi og leiðréttist síðan oft skyndilega. Sé fjármálakerfið ekki því betur varið getur þetta ferli átt mjög neikvætt samspil við fjármálastöðugleika, eins og reyndin varð hér á landi í fjármálakreppunni. Fræðilega séð er hægt að leysa eða draga úr þeim vanda sem hér er um að ræða fyrir lítill lönd með þrennum hætti, þ.e. aðild að myntbandalagi, með því að laga peningastefnuna að því sem ríkir í hinum stærri löndum, jafnvel þótt það henti ekki innlendum aðstæðum, eða með því að beita takmörkunum eða öðrum ráðum sem draga beint úr ávinningi erlendra aðila af svokölluðum vaxtamunaviðskiptum. Eins og fram hefur komið eru slík tæki nú til skoðunar í Seðlabankanum og tilvist þeirra gæti orðið hluti af vopnabúrinu eftir losun fjármagnshafta. En við skulum ekki halda að þar sé komin einhver patentlausn. Slík tæki munu hafa neikvæðar hliðarverkanir og geta farið að mörkum alþjóðlegra skuldbindinga, sérstaklega ef þau eru hönnuð fyrir hámarks virkni. En reynslan sýnir að það getur verið hættuspil að hafa þau ekki til staðar ef á þarf að halda en við þurfum að leitast við að haga öðrum þáttum þannig að það verði ekki of oft.

Ég hyggst nú draga þetta saman og rissa upp hvernig rammi peningastefnunnar eftir fjármagnshöft gæti litið út að teknu tilliti til þeirra þátta sem ég hef farið yfir í ræðu minni. Í þessu efni vísa ég einnig til rita sem Seðlabankinn hefur gefið út á undanförunum árum, einkum Peningastefnan eftir höft (2010), Varúðarreglur eftir fjármagnshöft (2012) og Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum (2012). Ýmislegt af því sem ég hef sagt hér í dag er að finna í þessum ritum sem hafa staðist vel tímans tönn. Þá er á það að líta að ýmislegt er þegar komið til

frankvæmda eins og meiri inngríp á gjaldeyrismarkaði og virkari varúðarreglur til að draga úr gjaldeyrisáhættu í bankakerfinu, svo dæmi séu tekin. Þann fyrirvara verður að gera í þessu sambandi að gjaldeyrisinngríp um þessar mundir eru mjög mörkuð að því verkefni að byggja upp gjaldeyrisforða í aðdraganda losunar fjármagnshafta.

Hvernig yrði þá ramminn?

Meginmarkmið peningastefnunnar yrði áfram stöðugt verðlag og það yrði útfært með formlegu og tölusettu verðbólgu markmiði eins og nú er.

Í stað nánast hreins flotgengis eins og fyrir fjármálakreppu kæmi sveigjanlegt gengi. Um væri að ræða stýrt flot sem hefði þó ekkert tiltekið gengismarkmið heldur væri markmiðið að draga úr óhóflegum sveiflum vegna tímabundins fjármagnstreymis og draga úr skammtímaflökti í gengi.

Stofnanafyrirkomulag peningastefnunnar yrði óbreytt frá því sem nú er en það byggir á sjálfstæðri peningastefnunefnd sem tekur ákvarðanir um beitingu stjórnækja, sendir frá sér yfirlýsingar sem útskýra þær og gerir einnig á öðrum vettvangi þingi og þjóð grein fyrir stefnu sinni. Þetta kerfi er í stórum dráttum í samræmi við bestu erlendar fyrirmyndir og hefur reynst vel.

Vextir í viðskiptum Seðlabankans við fjármálastofnanir yrðu við venjulegar aðstæður áfram helsta stjórnækja bankans. Inngríp á gjaldeyrismarkaði eru einnig tæki eins og ég gat um hér að framan og önnur tæki koma til greina eins og bindiskylda og bein inngríp á skuldabréfamarkaði. Virkni þeirra er þó alla jafna óvissari en vaxtataekisins og þeim því beitt sjaldnar. Peningastefnunefnd fái til umráða fjárstreymistæki gegn vaxtamunaviðskiptum af því tagi sem ég minntist á fyrr. Því yrði þó ekki beitt gegn venjulegu flæði sem er eðlilegur þáttur í miðlun peningastefnunnar heldur fyrst og fremst þegar flæði verður óhóflegt og hætta er á að miðlun peningastefnunnar um vaxtaferilinn veikist of mikið.

Við framkvæmd peningastefnunnar tekur peningastefnunefnd tillit til áhrifa og samspils stefnunnar við aðra þætti hagstjórnar og varúðarstefnu að svo miklu leyti sem það samrýmist verðstöðugleika til miðlungslangs tíma. Þá verða til staðar traustir ferlar fyrir upplýsingaskipti, samtöl og greiningu varðandi samspil þessara mismunandi þátta, hvort sem það er í formi samráðs fjármálaráðuneytis og Seðlabankans, á vettvangi fyrirhugaðs þjóðhagsráðs þar sem fjallað verður um samspil hagstjórnar og ákvarðana á vinnumarkaði, eða á vettvangi kerfisáhættunefndar og fjármálastöðugleikaráðs og sameiginlegra funda peningastefnunefndar og kerfisáhættunefndar. Seðlabankinn hyggst leggja sitt að mörkum til að treysta þessa ferla enn frekar með því að hefja á næsta ári útgáfu rits sem komi út a.m.k. árlega og fjalli um ytri stöðu þjóðarbúsins og sjálfbærni hennar, horfur um greiðslujöfnuð, stöðu gengisins og merki um meiriháttar frávik þess frá jafnvægisgengi.

Góðir fundargestir. Það er verkefni næstu mánaða að útfæra ramma peningastefnunnar og því verki þarf að ljúka áður en fjármagnshöft á innlenda

aðila eru losuð. Endanlegt form hans er að mínu viti sameiginleg yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabankans eins og gert var fyrir 15 árum, árið 2001. Umræðan heldur því áfram. Í því sambandi þakka ég Samtökum atvinnulífsins fyrir að taka þetta mál á dagskrá hér í dag og gefa mér færi á að ræða mín sjónarmið til þess.

Eitt skulum við hafa í huga að lokum. Nýr rammi verður betri en sá sem við höfðum fyrir fjármálakreppu. En hann verður engin töfralausn. Það er takmarkað sem peningastefnan getur til lengdar skilað og hún verður áfram framkvæmd við skilyrði óvissu í síbreytilegum heimi. Hún á þó við flestar aðstæður að geta til lengri tíma litið skilað okkur verðstöðugleika og það er ekki svo lítið.