



Peningastefnan: árangur og endurskoðun?

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Peningamálafundur Viðskiptaráðs, haldinn í Hörpu, Reykjavík 17. nóvember 2016.

Fundarstjóri, góðir fundargestir,

Það er áralöng hefð fyrir því að Viðskiptaráð standi fyrir fundi sem þessum um ástand og horfur í efnahagsmálum og stefnuna í peningamálum í framhaldi af því að Seðlabankinn birtir haustspá sína og á seinni árum vaxtaákvörðun peningastefnunnar. Í seinni tíð hefur það tíðkast að velja fundinum sérstakt efni og nú er yfirskrift hans: Er sjálfstæð peningastefna of dýru verði keypt? Þetta er svoltíð á skjön við efni *Peningamála* og viðfangsefni peningastefnunnar um þessar mundir en ég mun þó drepa á það undir lok máls míns.

Í gær gaf Seðlabankinn út *Peningamál* með nýrri efnahagsspá bankans og vaxtaákvörðun peningastefnunnar var kynnt. Stóra myndin af stöðu efnahagsmála um þessar mundir er að sjaldan hefur hún verið betri. Íslendingar hafa fengið verulega búbot í formi mikils bata viðskiptakjara og aukins útflutnings vöru og þjónustu, einkum vegna sterks vaxtar ferðþjónustu. Það er þessi þróun sem liggur til grundvallar stórauknum rauntekjum landsmanna og háu atvinnustigi. Þá hafa þeir gengið hægar um gleðinnar dyr en oft áður í uppgripum. Skuldsetning heldur áfram að lækka og sparnaðarhneigð er töluvert meiri en við eigum að venjast í fyrri uppsveiflum eftir stríð. Þarna á væntanlega hlut að máli meiri varfærni en áður vegna reynslu fjármálakreppunnar en einnig hefur aðhaldssöm peningastefna lagt hönd á plóg með því að stuðla að hægari vexti eftirspurnar en ella hefði orðið og með því að beina hluta mikillar hækkunar tekna og auðs í sparnað. Allt þetta hefur lagst á þá sveif að jafnvægi í þjóðarbúskapnum er nú betra en sá sem hér stendur man eftir á sínum ferli. Það er myndarlegur afgangur á viðskiptum við útlönd. Verðbólga hefur verið undir verðbólguþröngmiði í tæplega þrjú ár þrátt fyrir miklar launahækkunir og sterkan vöxt eftirspurnar. Búhnykkirnir og gjaldeyrisinnstreymið sem af þeim leiðir ásamt aðflutningi vinnuafls eiga þar stóran hlut að máli enda hefur innflutt erlend verðhjöðnun og hækkun gengis krónunnar náð að yfirvinna verðbólguþrýsting sem stafar frá vinnumarkaði. Þá hefur peningastefnan lagst á þessa sveif eins og ég minntist á og sá sögulegi árangur hefur náðst að flestir ef ekki allir mælikvarðar á verðbólguvæntingar eru í samræmi við markmiðið.

Haldist það eykst verulega svigrúm peningastefnunnar til að milda áhrif þess ef búhnykkirnir fjara út og snúast í áföll. Og horfurnar eru góðar samkvæmt grunnsþá Seðlabankans: Áframhaldandi öflugur hagvöxtur og full atvinna; viðskiptaafgangur út spátímabilið; Íslendingar eiga bráðlega meiri eignir erlendis en erlendir aðilar hér á landi og verðbólga við markmið allt tímabilið.

Það má spyrja í ljósi þessa af hverju það virðist vera svona mikil óánægja hjá sumum með peningastefnuna? Nánar um það á eftir. En það er auðvitað töluverð áhætta til staðar og við verðum að hafa vara á gagnvart henni. Hættan á að þjóðarbúskapurinn ofhitni er augljós. Vinnumarkaður gæti farið úr böndum. Þá gætu okkur orðið á mistök í hagstjórninni, t.d. ef ríkisfjármálin fara að toga of mikið í aðra átt en peningastefnan. Við höfum séð afleiðingarnar af slíku áður.

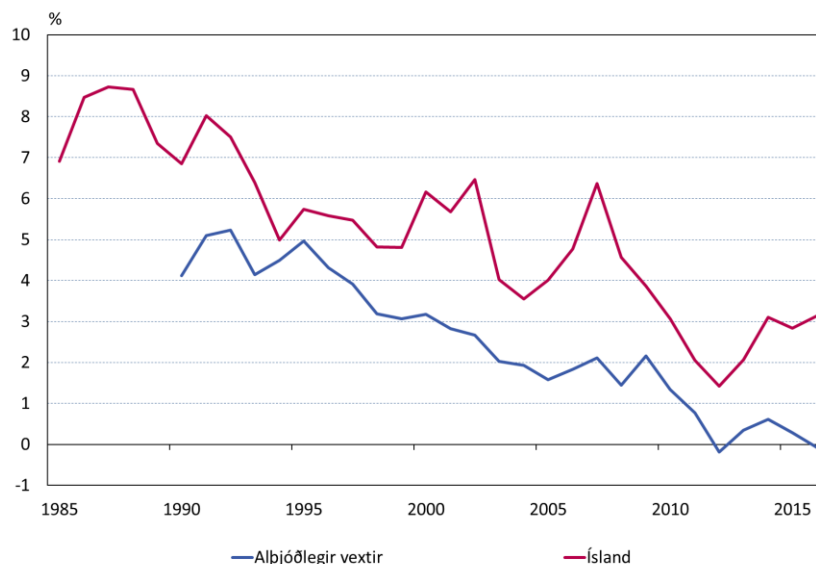
Sný ég mér nú að meginefni máls míns sem varðar vaxtastigið í lengri tíma samhengi, gjaldeyrismarkaðinn og hugsanlegar breytingar á ramma peningastefnunnar.

Vaxtastigið

Í aðdraganda nýliðinna kosninga átti sér stað töluverð umræða um vaxtastigið hér á landi. Ef við eigum að komast að skynsamlegum niðurstöðum um hvort þeir nafnvextir sem peningastefnan ákvarðar séu eðlilegir eða ekki þegar litið er til verðbólgu, verðbólguvæntinga, stöðu hagsveiflunnar, sennilegs mats á jafnvægisraunvöxtum og vaxtastigs erlendis er mikilvægt að umræðan byggist á staðreyndum. Þegar við síðan horfum til þeirra vaxta sem mestu máli skipta fyrir heimili og fyrirtæki, þ.e. raunvaxta sem eru til lengri tíma en þeir vextir sem Seðlabankinn ákveður beint, þá er einnig mikilvægt að við gerum okkur grein fyrir því í hvaða mæli peningastefnan getur haft áhrif á þá raunvexti. Svarið við því er að peningastefnan hefur einungis tímabundin áhrif á þá raunvexti sem til lengdar ákvarðast af undirliggjandi efnahagsþáttum, ekki síst samspili sparnaðarhneigðar og fjárfestingarvilja.

Skoðum nú nokkrar staðreyndir sem máli skipta í þessu sambandi. Fyrst ber að nefna að langtímaraunvextir hafa verið á fallandi fæti á alþjóðavettvangi undanfarna þrjá áratugi eins og sést að hluta á mynd 1.

Verðtryggðir ríkisskuldabréfavextir 1985-2016¹



Mynd 1: Verðtryggðir langtíma ríkisskuldabréfavextir (5-10 ára). Alþjóðlegu vextirnir eru einfalt meðaltal fyrir Bandaríkin (frá 1999), Bretland og Þýskaland. Íslensku gögnin eru samsett úr gögnum um frumútboð spariskírteina og ávöxtun íbúðabréfa og verðtryggðra ríkisbréfa. Talan fyrir 2016 talan er meðaltal fram í miðjan nóvember.

Heimildir: Englandsbanki, seðlabanki Bandaríkjanna, Seðlabanki Íslands .

Þessi þróun hófst löngu fyrir fjármálakreppuna. Hún, efnahagssamdrátturinn sem fylgdi í kjölfarið og slökun í peningamálum sem var viðbragð við kreppunni mögnuðu þessa tilhneigingu enn frekar og er nú svo komið að langtímaraunvextir eru í algjöru sögulegu lágmarki. Það tengist að hluta til stöðu hagsveiflunnar í stærri þróuðum ríkjum og gæti snúist við á næstu árum. Ólíklegt er hins vegar að lækkun raunvaxta síðustu áratugi gangi mikið til baka á næstunni.

Það er ein af meginkennisetningum hefðbundinnar hagfræði að peningastefna geti ekki haft áhrif á raunstærðir og þar með talið langtímaraunvexti nema tímabundið. Þó svo að þetta sé viss einföldun og hugsanlegt að peningastefna sem annað hvort er allt of hörð eða allt of slök yfir lengri tímabil geti haft meiri áhrif en þetta, sérstaklega þegar mikið ójafnvægi er í hagkerfinu, er kenningin að mínu mati nægilega nærri lagi við eðlilegar aðstæður til þess að hægt sé að taka mið af henni í umræðunni hér. Það tímabil sem hér um ræðir er of langt til að peningastefnan hafi einhver teljandi áhrif á þróunina. Þá er ljóst að vaxtalækkunartilhneigingin er ekki bundin við einstök lönd, hún er alþjóðleg, þótt hún komi eftir aðstæðum misskýrt fram í einstökum löndum. Skýringanna er því helst að leita í þeim þáttum sem hafa áhrif á sparnaðarhneigð, fjárfestingarvilja og lægri vöxt hagvaxtargetu á heimsmælikvarða. Allir þrír þættirnir hafa stuðlað að lægri raunvöxtum

á þessu tímabili en minni hagvaxtargeta er nýlegri. Öldrun, aukinn opinber sparnaður nýmarkaðsríkja, m.a. með söfnun gjaldeyrisforða, og aukinn ójöfnuður innan landa eru meðal þeirra þátta sem hafa aukið sparnaðarhneigð. Lækkun hlutfallslegs verðs fjárfestingarvarnings og aukin óvissa og áhættufælni, einkum í framhaldi af kreppunni, hafa dregið úr fjárfestingarvilja.

En hvernig kemur Ísland inn í þessa mynd? Eins og sjá má á mynd 1 hefur þróunin hér á landi verið svipuð þó svo að vextirnir hafi verið og séu enn hærri en í hinum stærri þróuðu iðnríkjum og er þetta þvert á það sem ætla má af hluta umræðunnar um þessi mál hér á landi. Staðreyndin er sú að langtímaraunvextir hér hafa ekki verið lægri á þessu tímabili en þeir eru nú ef frá er skilið stutt tímabil í miðri efnahagskreppunni þegar raunstýrivextir voru hefðir mjög lágir í þeim tilgangi að örva hagkerfið og toguðu væntanlega lengri tíma vexti tímabundið niður.

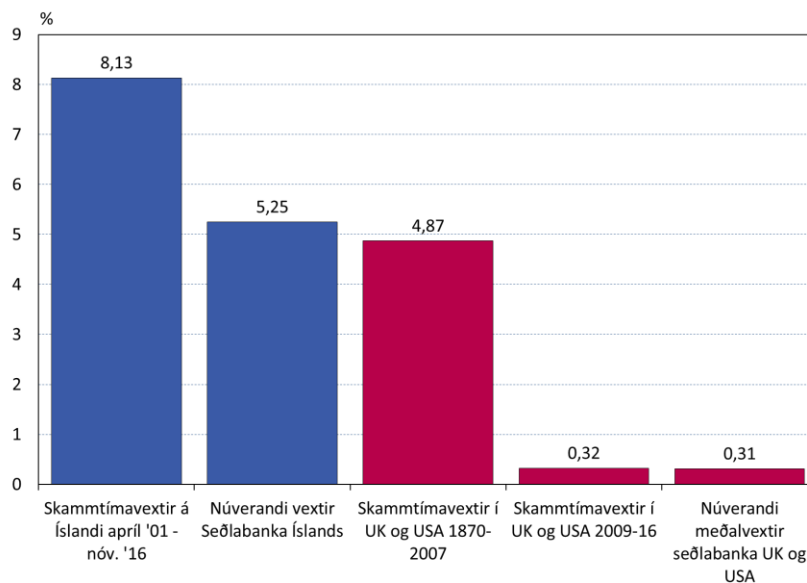
Ég hef fullyrt að peningastefnan hafi lítið haft með þessa þróun að gera. Hitt er svo annað mál að þróunin hefur haft áhrif á peningastefnuna því hún endurspeglar að hluta lækkun á stuttum jafnvægisraunvöxtum. Peningastefnan hefur því brugðist við þessari framvindu með lægri nafnvöxtum en ella. Nafnvextir hafa síðan lækkað til viðbótar á þessu tímabili af þremur ástæðum. Í fyrsta lagi náðist að koma verðbólgu og verðbólguvæntingum í markmið í helstu iðnríkjum á síðustu tveimur áratugum síðustu aldar og því þurftu bæði nafn- og raunvextir ekki að vera eins háir og áður. Segja má að sama þróun hafi átt sér stað hér á landi á síðustu misserum. Í öðru lagi hefur alþjóðleg verðhjöðnunartilhneiging verið sterk í heimsbúskapnum á síðari árum í framhaldi af innlimum Kína og Rússlands í hið alþjóðlega viðskiptakerfi, og vegna þróunar alþjóðlegra framleiðslu- og virðisdeðja og tækniframfara. Í þriðja lagi hefur mikill efnahagslegur slaki í helstu iðnríkjum í framhaldi af fjármálakreppunni leitt af sér mun slakari peningastefnu en ella í þessum löndum. Þetta allt til samans hefur stuðlað að því að um þessar mundir eru nafnvextir seðlabanka í helstu iðnríkjum í algjöru sögulegu lágmarki. Reyndar eru þeir að margra mati hættulega lágir með hliðsjón að mögulegum áhrifum þeirra á fjármálastöðugleika og virkni fjármálakerfisins.

Hvað með Ísland í þessu samhengi? Meginvextir Seðlabankans eru þeir vextir sem ákvarða skammtíamarkaðsvexti á hverjum tíma. Undanfarið hafa þeir verið vextir á 7 daga bundnum innlánnum. Þeir eru nú 5,25% eins og sjá má á mynd 2. Þeir eru langt fyrir neðan meðaltalið síðan verðbólgu markmið var tekið upp síðla marsmánaðar 2001, þrátt fyrir að hagsveiflan sé komin á töluvert hátt spennustig. Þetta endurspeglar þann árangur sem náðst hefur á undanförunum misserum við að koma verðbólguvæntingum í markmið. Þessir vextir Seðlabankans hafa tvisvar verið lítillega lægri frá því að verðbólgu markmiðið

var tekið upp, snemma árs 2011 og snemma árs 2015. Hæst fóru þeir í 18% seint á árinu 2008. Það stenst því ekki að halda því fram að þessir vextir séu alltaf háir óháð efnahagsástandi. Ekki er heldur hægt að segja að vextir bankans séu út úr neinum kortum í íslensku sögulegu samhengi, þvert á móti.

Það er líka athyglisvert að bera innlent vaxtastig saman við sögulegt vaxtastig í þróuðum iðnríkjum. Á myndinni má sjá að samanvegnir skammtímanafnvextir í Bandaríkjunum og Bretlandi voru á árunum 1870-2007 að meðaltali rétt tæp 5%. Það er ekki langt frá skammtímanafnvöxtum hér á landi um þessar mundir og þá þarf að gæta að því að við erum nú á spennustigi hagsveiflunnar en eðli málsins samkvæmt jafnast hagsveiflan út í svo löngu sögulegu meðaltali eins og hér er sýnt. Vaxtastigið eftir fjármálakreppu í þessum löndum er hins vegar langt fyrir neðan það sem það hafði sögulega orðið lægst áður og því miklu frekar út úr kortum en hið íslenska en fyrir því geta verið góðar og gildar ástæður þó svo að það sé reyndar umdeilt.

Vextir á Íslandi og alþjóðlega í sögulegu samhengi¹



Mynd 2: Núverandi meginvextir Seðlabanka Íslands og meðaltal meginvaxta seðlabanka Bretlands og Bandaríkja og meðaltal skammtíma vaxta á millibankamarkaði í þessum þremur löndum yfir ólík tímabil.

Heimildir: Jorda, O., M. Schularick og A. M. Taylor (2014). „The great mortgaging: Housing finance, crises, and business cycles“, National Bureau of Economic Reserach, *NBER Working Paper Series*, nr. 20501, Seðlabanki Íslands.

Skoðum núverandi vaxtastig á Íslandi nánar og horfum þá um stund framhjá vandanum við að reka sjálfstæða peningastefnu í mjög litlum og opnum hagkerfum sem eru með óheft fjármagnsstreymi til og frá landinu, en ég kem að því á eftir. Gefum okkur jafnframt að

verðbólguvæntingar haldist við markmið eins og nú er. Þá snýst spurningin um hvort 5,25% nafnstýrivextir séu eðlilegir eða ekki um það hverjir séu taldir vera jafnvægisraunstýrivextir, þ.e. þeir vextir sem myndu halda verðbólgu við markmið þegar þjóðarbúskapurinn er í jafnvægi. Miðað við 2½% verðbólguvæntingar eru raunstýrivextir nú rétt rúmlega 2½%. Fyrir fjármálakreppuna voru jafnvægisstýrivextir metnir vera þó nokkuð hærri. Eins og annars staðar hafa þeir líklega lækkað í framhaldi af kreppunni og svo gæti nýlegur árangur peningastefnunnar skilað sér í því að ekki þurfi eins háa vexti og áður til að halda verðbólgu við markmið. Við vitum hins vegar ekki hversu mikið jafnvægisvextirnir hafa lækkað en það hefur verið til rækilegrar skoðunar innan bankans og endurtekið umræðuefni á fundum peningastefnunefndar. Hinn 29. þessa mánaðar verður haldin málstofa í Seðlabankanum þar sem gerð verður grein fyrir nýjustu rannsóknum varðandi mat á jafnvægisraunvöxtum.

Kannski verður svigrúm á komandi tíð til að lækka frekar skammtíma-raunvexti (mælda með verðbólguvæntingum). Það ræðst af framvindunni, m.a. gengisþróun og framlagi annarrar hagstjórnar. Til viðbótar gætu nafnvextir breyst í ljósi framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga. Við núverandi aðstæður verður hins vegar að hafa í huga að þjóðarbúið er ekki í jafnvægi því að spenna hefur þegar myndast. Þá er framlag annarrar hagstjórnar óvísst um þessar mundir þar sem ekki hefur verið mynduð ríkisstjórn eftir kosningar og fjárlagafrumvarp fyrir næsta ár er ekki komið fram. Þá er of snemmt að segja til um áhrif losunar hafta. Hitt er næsta víst að ef ráðist yrði í miklar vaxtalækkanir án þess að innstæða væri fyrir þeim er ljóst að raunvextir myndu lækka um hríð en þar sem trúverðugleiki myndi óhjákvæmilega glatast við illa ígrundaðar aðgerðir af þessu tagi myndu þeir síðan þurfa að hækka á ný og verða hærri en ella og það lengur en ella hefði orðið til að ná verðbólgu og væntingum niður á ný og koma þeim í markmið.

En er þá borin von að vextir hér á landi verði með tíð og tíma svipaðir og í helstu viðskiptalöndum? Nei alls ekki. Í fyrsta lagi skulum við vona þeirra vegna að nágrannaríki okkar þurfi ekki að búa við núverandi mjög svo óeðlilega lágt vaxtastig um langa framtíð. Í öðru lagi munu áhættuálög á vexti og jafnvægisraunvextir hér á landi halda áfram að lækka því lengur sem við höldum verðbólguvæntingum við markmið, því lengur sem við varðveitum viðskiptaafgang og því lengur sem við höldum áfram að greiða niður skuldir. Sparnaðarhneigð um þessar mundir, að teknu tilliti til hagsveiflunnar, er mun meiri en hún hefur verið mjög lengi og það mun með tíð og tíma stuðla að því að langtímajafnvægisraunvextir lækki. Haldist væntingar við markmið munu þá bæði nafn- og raunvextir lækka jafnhliða.

Gengi krónunnar og gjaldeyriskaup Seðlabankans

Viðbrögð við miklu innstreymi á gjaldeyrismarkað að undanfögnu er eitt flóknasta viðfangsefni Seðlabankans um þessar mundir. Vandinn hér er m.a. að greina á milli tímabundins innflæðis sem er laustengt við undirliggjandi efnahagsþætti og er líklegra til að stöðvast skyndilega og jafnvel snúast við og þess sem endurspeglar varanlegri jákvæðar breytingar á undirliggjandi efnahagsþáttum sem geta þó líka breyst til hins verra. Hægt er að færa rök fyrir því að gjaldeyrisinngríp eigi að öðru óbreyttu að vera meiri í fyrra tilfellinu og minni í því seinna.

Meðan verið var að koma gjaldeyrisforða í æskilega stærð í aðdraganda almennrar losunar fjármagnshafta skipti þessi aðgreining minna máli varðandi stefnuviðbrögð heldur en nú er þar sem forsendur voru til þess að kaupa innflæðið og bæta í forða að nokkru leyti óháð uppruna. Að vísu truflaði innflæði á skuldabréfamarkað vegna vaxtamunar miðlun peningastefnunnar sumarið 2015 og síðastliðinn vetur og gat, horft lengra fram á við, falið í sér áhættu fyrir fjármálastöðugleika. Af þessum sökum, en einnig til að koma í veg fyrir myndun nýrrar „snjóhengju“ í framhaldi af aflandskrónuútbóði í júní sl., var talið rétt að grípa til aðgerða til að draga úr þessu innflæði. Það hefur síðan að mestu stöðvast. Ekkert lát hefur hins vegar orðið á gjaldeyrisinnflæði síðustu mánuði og Seðlabankinn hafði í lok síðustu viku keypt gjaldeyri sem nemur um 160 ma.kr. frá byrjun júlí og gengi krónunnar hafði styrkst um nærri 12% á sama tíma.

Tiltæk gögn benda til þess að gjaldeyrisinnflæðið tengist að miklu leyti afgangi á viðskiptum við útlönd, sem hefur haldist myndarlegur m.a. vegna vaxtar ferðaþjónustu og góðra viðskiptakjara, og auknum áhuga erlendra aðila á beinum fjárfestingum í íslensku atvinnulífi. Þá gæti bætt aðgengi bankanna og einstakra fyrirtækja að erlendum lánamörkuðum átt hlut að máli. Spákaupmennska tengd vaxtamun virðist hins vegar lítil hluti af sögunni. Þá skiptir líka máli að útflæði vegna almennrar losunar fjármagnshafta er enn sem komið er lítið. Þann fyrirvara verður þó að gera við þessa greiningu að greiðslujafnaðartölur fyrir þriðja ársfjórðung liggja ekki fyrir fyrr en í byrjun næsta mánaðar og skoðun á þeim gögnum gæti eitthvað breytt myndinni.

Seðlabankinn hefur keypt minni hluta af gjaldeyrisinnstreyminu að undanfögnu en hann gerði framan af árinu og hækkun gengis krónunnar hefur orðið samsvarandi meiri. Helgast það af því að gjaldeyrisforðinn er orðinn stærri og eitthvað yfir lágmarki æskilegrar stærðar með tilliti til almennrar losunar fjármagnshafta. Þá skiptir eðli innstreymisins máli og það sjónarmið að hækkun gengis vegna hækkunar jafnvægisgengis er hluti af æskilegu sveiflujöfnunarhlutverki gengisins og einnig er óæskilegt að taka gengisfarveg miðlunar peningastefnunnar algjörlega

úr sambandi. En gjaldeyriskaupin hafa samt sem áður verið veruleg og byggir það á varúðarsjónarmiðum varðandi varanleika innstreymis og þess að reyna að forðast ofris gengisins áður en útstreymi vegna almennrar losunar fjármagnshafta á sér stað.

Í framhaldi af miklum gjaldeyriskaupum Seðlabankans á þessu ári hefur sú spurning vaknað hvort stór gjaldeyrisforði sé orðið sjálfstætt vandamál þar sem hann ógni afkomu Seðlabankans að því marki að það geti grafið undan getu hans til að reka þá peningastefnu sem talin er æskileg á hverjum tíma. Ekki er tími til að kafa ítarlega ofan í þetta mál hér en stutta svarið er að svo er ekki. Í fyrsta lagi má við þetta mat ekki einungis einblína á kostnaðinn af fjármögnun forðans heldur verður einnig að skoða ábatann. Í öðru lagi þarf að hafa í huga við mat á núverandi forðastærð að áhrif almennrar losunar fjármagnshafta koma sem betur fer hægt og rólega fram en ekki er þar með sagt að þau geti ekki orðið umtalsverð á komandi misserum. Stór forði skapar traust í því ferli. Í þriðja lagi má ekki taka núverandi aðstæður og framreikna þær til allrar eilífðar og fá þannig stórt vandamál. Eðli málsins samkvæmt breytist aðhaldsstig peningastefnunnar með hagsveiflunni og vaxtamunur gagnvart útlöndum er breytilegur frá einum tíma til annars. Þá eru sveiflur í gjaldeyrisstreymi og gengi og síðar gæti verið tilefni til að selja gjaldeyri úr stórum forða til að jafna þessar sveiflur og hafa þá af því tekjur sem koma á móti núverandi kostnaði.

Ekkert af þessu breytir því að alltaf þarf að huga að því að draga úr fjármögnunarkostnaði forðans. Með stærri forða getur verið tilefni til að setja hluta hans í áhættusamari fjárfestingar sem gefa þá meiri ávöxtun eins og margir seðlabankar í svipaðri stöðu hafa gert á undanförunum árum. Þá kemur líka til greina að til viðbótar við skiptingu á kostnaði og ábata við forða sem er innbyggð í núverandi lög og reglur um fjárhagsleg samskipti ríkissjóðs og Seðlabankans verði fundnar leiðir til að bankar og jafnvel aðrar fjármálastofnanir taki meiri þátt í kostnaði við forðahaldið enda njóta þær góðs af, m.a. í hærra lánshæfismati og lægri vaxtakostnaði á erlendum lánnum. Það versta sem við myndum hins vegar gera í þessu sambandi væri að fórna langtíma ávinningi varðandi verðstöðugleika og jafnvægi í þjóðarbúskapnum í því skyni að auka hagnað Seðlabankans Íslands til skamms tíma.

Rammi peningastefnunnar

Sný ég mér nú að tveimur skyldum efnum, þ.e. spurningunni um kosti og galla sjálfstæðrar peningastefnu annars vegar og mögulegum breytingum á ramma og framkvæmd peningastefnunnar hins vegar. Ég verð að fara hér hratt yfir sögu því klukkan tifar en ég er meir en tilbúinn til að svara spurningum um þessi efni og önnur hér á eftir.

„Er sjálfstæð peningastefna of dýru verði keypt?“ er yfirskrift þessa fundar. Þá er væntanlega verið að spyrja þeirrar spurningar hvort ábati slíkrar stefnu sé minni en kostnaðurinn. Þessari spurningu er að mínu viti varla hægt að svara nema með vísun til valkostanna, því einhverja gjaldmiðlastefnu verður að hafa og þær hafa allar kosti og galla. Ef það er myntbandalag þá er það peningastefna seðlabanka þess bandalags sem gildir; í tilfalli evrusvæðisins er það Seðlabanki Evrópu. Kostir og gallar slíks samstarfs voru ítarlega raktir í skýrslu sem Seðlabankinn gaf út haustið 2012 og ég hef ekki tíma til að fara í það hér. Ef áfram er haldið með eigin gjaldmiðil kemur upp spurningin um gengisstefnuna, þ.e. á gengi krónunnar að vera fast gagnvart öðrum gjaldmiðlum, algjörlega frjálst fljótandi eða eitthvað þar á milli. Ef gengið er fast er ekki hægt að beita peningastefnunni til að draga úr sveiflum með því að bregðast við búhnykkjum og áföllum. Aðlögunin verður því meira í gegnum sveiflur í atvinnustigi og framleiðslu en minna í gegnum sveiflur í raunlaunum en væri í tilfalli sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis. Hvað viljum við í þeim efnum? Gott stílfært dæmi um hvernig sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi getur mildað áhrif áfalla á atvinnu og framleiðslu er að finna í síðasta hefti *Peningamála* sem lýsir áhrifum þess að viðskiptakjarabati undanfarinna ára gangi til baka með lækkun verðs sjávarafurða.¹

Það er að mörgu að hyggja hvað þetta varðar. Reynslan sýnir að í litlum opnum hagkerfum með óheftar fjármagnshreyfingar og hreint flotgengi hefur gengið tilhneigingu til að sveiflast óhóflega og óreglulega og því getur fylgt neikvætt samspil við fjármálastöðugleika. Og eins og fjallað er um í áðurefndri skýrslu Seðlabankans geta slíkar gengissveiflur stundum verið sjálfstæð uppspretta efnahagssveiflna. Þá getur agaleysi í ríkisfjármálum og of slakt regluverk um og eftirlit með fjármálastarfsemi eins og dæmin sanna grafið undan bæði sjálfstæðri peningastefnu með sveigjanlegu gengi og fastgengisstefnu, jafnvel þó hún sé í formi myntráðs.

„Fjármagnshreyfingavandinn“ eins og má kalla hann felst í óhóflegu fjármagnsstreymi til landsins, byggt á ofurbjartsýni og of lágri verðlagningu á áhættu sem síðan stöðvast og snýst við með braki og bramli og miklum afleiðingum fyrir efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika. Reynslan sýnir að þessi vandi er alls ekki bundinn við lönd með sveigjanlegt gengi, nema síður sé. Lönd með fastgengi hafa lent illa í þessu og sama má segja um lönd innan evrusvæðisins. Þessi vandi lék lykilhlutverk í kreppunni í Grikklandi og líka á Spáni, svo að dæmi séu tekin. Það er því ekki síður þörf fyrir svokölluð þjóðhagsvarúðartæki í löndum með fast gengi eða í myntbandalagi en í löndum sem reyna að reka sjálfstæða peningastefnu á grundvelli sveigjanlegs gengis. Sumir líta á gjaldeyrisforða sem kostnað við sjálfstæða peningastefnu. Það er

¹ Peningamál 2016/4, bls. 12-14.

ekki að öllu leyti rétt því hvaða land sem er með eigin mynt þarf gjaldeyrisforða og auðvelt er að sýna fram á að gjaldeyrisforðinn verður að vera stærri við fastgengi en sveigjanlegt gengi.

Ég gæti haldið svona áfram að berjja á einföldunum og töfralausnum. Aðalatriðið er þó það að valið á gengis- og peningastefnu er ekki eins einfalt og af er látið. Og svo skiptir ekki bara máli hvaða stefna er best ef allt er gert rétt við framkvæmd hennar, því það er aldrei þannig. Það verða gerð mistök og þá skiptir máli hversu viðkvæm kerfin eru gagnvart slíkum mistökum og hvaða svigrúm er til að leiðrétta þau án þess að það reyni um of á þanþol kerfanna.

Að lokum

Ég tel í ljósi þeirrar umræðu sem fram hefur farið að undanfögnu um peningastefnuna, ekki síst í aðdraganda kosninganna, að það sé nauðsynlegt að fram fari frekari vönduð umræða um hvers konar rammi um peningastefnuna henti best eftir að fjármagnshöftum hefur verið létt en við erum utan myntbandalags. Það hafa reyndar verið gerðar margar atrennur að þessu og Seðlabankinn hefur gefið út mikið efni þessu tengt. Ég tel að peningastefna af því tagi sem verið hefur að þróast hér á landi í framhaldi af fjármálakreppunni, og er mjög ólík þeirri sem var hér fyrir hana, hafi skilað verulegum árangri undanfarið og komi þar vel til greina. En kannski er þetta eins og í Ground Hog Day að við hvert nýtt upphaf komumst við nær lausninni. Vonum það.

Ef rétt er á spilum haldið getur ábatinn af sjálfstæðri peningastefnu verið meiri en kostnaðurinn. Það er ekki þar með sagt að það þurfi endilega að vera besti kostur allra kosta. Einhvers konar fastgengi er líka valkostur sem má skoða en hann hefur kosti og galla eins og allt annað. Svíar hækkuðu vexti á sínum tíma í háa tveggja stafa tölu til að verja fastgengi og stýrivextir seðlabankans voru reyndar hækkaðir á tímabili í 500%. Bretar hækkuðu sína vexti í 15% í sama tilgangi. Í hvorugu tilfelli dugði það til því aðrar stoðir voru brostnar. Hong Kong tókst hins vegar að verja sitt fastgengi í Asíukreppunni en þurfti einnig að hækka vexti töluvert og grípa til margvíslegra óhefðbundinna aðgerða eins og umfangsmikilla inngrípa í hlutabréfamarkað.

Meginniðurstaðan er því sú að hvorki fastgengi né sjálfstæð peningastefna með sveigjanlegu gengi muni skila tilskildum árangri nema þeim tækjum sem ætlað er að tryggja markmiðin sé beitt eins og þarf, önnur hagstjórn keyri ekki gegn markmiðunum og varúðarstefna varðandi fjármálakerfið styðji við en grafi ekki undan.