



Ingimundur Friðriksson Seðlabankastjóri

Peningastefnan og framkvæmd hennar

Erindi á fundi Roundtable 1, 20. febrúar 2007

Vaxtaákvörðun 8. febrúar 2007

Fimmtudaginn 8. febrúar sl. tilkynnti Seðlabanki Íslands að bankastjórn hefði ákveðið að stýrivextir skyldu vera óbreyttir. Þeir eru nú 14,25%. Í frétt sem fylgdi ákvörðuninni sagði að verðbólga hefði hjaðnað og verðbólguhorfur til skamms tíma batnað og væru nú betri en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans.¹ Verðbólga væri þó enn sem fyrr langt yfir verðból gumarkmiði bankans. Hugsanlegt væri að núverandi vextir dygðu til þess að verðból gumarkmiðinu yrði náð innan ásættanlegs tíma. Á hinn bóginn væri enn mikið ójafnvægi í þjóðarbúskapnum sem fæli í sér hættu á meiri verðbólgu. Versnuðu verðbólguhorfur á ný myndi bankinn bregðast við.

Peningastefnan og framvindan í þjóðarbúskapnum

Í lögum um Seðlabanka Íslands og yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 2001 var bankanum falið það meginmarkmið að stuðla að stöðugu verðlagi. Það var skilgreint sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum um 2½%. Seðlabankar hafa í aðalatriðum aðeins eitt stjórn tæki, þ.e. vexti, og geta því aðeins náð einu þjóðhagslegu markmiði til langs tíma. Á sl. áratug skapaðist um það víðtæk alþjóðleg samstaða meðal stjórnvalda og hagfræðinga að heppilegasta meginmarkmið peningastefnu væri stöðugt verðlag.

Frá 2001 hefur gengið á ýmsu í íslenskum efnahagsmálum og íslenskur þjóðarbúskapur tekið miklum breytingum, ekki síst fjármálakerfið. Verðból gumarkmið var tekið upp við skilyrði mikils ójafnvægis í þjóðarbúskapnum sem leiddi m.a. til þriðjungs lækkunar á gengi krónunnar á hálfis annars árs tímabili fram undir lok ársins 2001. Þessi framvinda leiddi til skammvinnis verðból guskots sem náði hámarki í janúar 2002. Eftir það hjaðnaði verðbólga ört og fór undir 2½% verðból gumarkmiðið fyrir lok ársins 2002. Hún hélst undir eða nærri verðból gumarkmiði fram yfir mitt ár 2004. Síðan hefur hún verið yfir því. Hámarki náði hún í ágúst sl. þegar hún mældist 8,4% á undan gengnum tólf mánuðum. Frá þeim tíma hefur hún hjaðnað og reyndist tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 7,4% við mælingu nú í febrúar. Hækkun svokallaðra kjarnavísitalna var þó enn yfir 8%. Vegna lækkunar óbeinna skatta mun draga mjög hratt úr mældri verðbólgu á komandi mánuðum þótt hæggar dragi úr undirliggjandi verðbólgu.

¹ Frétt um ákvörðun bankastjórnar er á heimasíðu bankans www.seðlabanki.is

Seðlabankinn hefur gert ítarlega grein fyrir ástæðum verðbólgu umfram markmið undanfarin tvö til þrjú ár. Hér skal aðeins nefnt að upphaf þensluskeiðsins sem nú virðist sjá fyrir endann á má rekja til stórfamkvæmda á Austurlandi og annars staðar. Við bættust ófyrirséðar breytingar á innlendum lánamarkaði þegar bankar og sparisjóðir hófu að veita fasteignaveðtryggð lán í samkeppni við Íbúðalánasjóð í kjölfar þess að ákveðin var veruleg rýmkun á lánshlutföllum og fjárhæðum útlána hans.

Þá hófst óvænt útgáfa skuldabréfa í íslenskum krónum á alþjóðamarkaði sem hafði m.a. þau hliðaráhrif að tefja fyrir því að stýrivaxtahækkanir Seðlabankans hefðu tilætluð áhrif á aðra innlenda vexti. Forsenda þessara viðskipta er ofgnótt sparnaðar á heimsvísu sem hefur leitt til óvenjulágra alþjóðlegra vaxta á sama tíma og vextir á Íslandi hafa verið óvenjulega háir. Meðal afleiðinga þessarar skuldabréfútgáfu hefur verið að miðlun peningastefnunnar hefur að miklu leyti beinst í gengisfarveginn. Meðal annarra og jákvæðari afleiðinga var að viðskipti á íslenskum fjármagnsmörkuðum jukust til muna, þeir dýpkuðu, sem þýðir að verðmyndun varð áreiðanlegri og markaðirnir urðu færir um að velta mun hærri fjárhæðun en áður án vandkvæða eða tiltakanlegra sviptinga í verði.

Langan tíma tekur fyrir áhrif stýrivaxtabreytinga að koma að fullu fram í innlendri eftirspurn. Í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska endurspeglast áhrifin fyrst í breytingum á gengi krónunnar. Að öðru óbreyttu leiðir hækkun stýrivaxta til tímabundinnar hækkunar á genginu sem felur í sér aukið aðhald að útflutnings- og samkeppnisgreinum auk þess að beina eftirspurn út úr landinu. Innkoma banka og sparisjóða á innlandan fasteignaveðlánamarkað gerðist án fyrirvara og átti Seðlabankinn erfitt um vik að bregðast við henni með nægilega áhrifaríkum hætti. Hún leiddi til mjög hraðs útlánavaxtar til heimilanna og mikillar lánsfjármagnaðrar einkaneyslu. Vaxtahækkanir Seðlabankans höfðu lengi vel fyrst og fremst áhrif á gengi krónunnar en tregar á aðra innlenda vexti, m.a. vegna áhrifa skuldabréfaútgáfu í íslenskum krónum á erlendum markaði sem fyrr er getið. Þá tafði hörð samkeppni á fasteignaveðlánamarkaði á milli banka og sparisjóða annars vegar og Íbúðalánasjóðs hins vegar án efa fyrir því að áhrifa stýrivaxtahækkana gætti af þeim þunga sem tilefni hefði verið til í vaxtakjörum fasteignaveðlána, þ.m.t. hjá Íbúðalánasjóði.

Því má bæta því við að á tímum hraðs vaxtar verður vandamara en ella að henda reiður á breytingum þjóðhagsstærða í uppgjöri þjóðhagsreikninga og hefur það birst í umtalsverðum endurskoðunum á áður birtum bráðabirgðatölum um framvindu helstu þjóðhagsstærða. Þegar Seðlabankinn hækkaði vexti á árunum 2004 og 2005 til þess að mæta vaxandi verðbólguþrýstingi gerði hann það á grundvelli fyrirbyggjandi talna um skilyrði í þjóðarbúskapnum sem síðar reyndust hafa gefið villandi mynd af raunverulegri framvindu. Endurskoðaðar tölur sem birtar voru á liðnu ári sýndu að þenslan í þjóðarbúskapnum var mun

meiri árin 2004 og 2005 en lesa mátti úr tölum þegar Seðlabankinn hækkaði vexti á þessum tveimur árum. Þegar raunveruleg framvinda varð ljós blasti um leið við að Seðlabankinn hefði átt að hækka vexti meira og hraðar en hann gerði á þessum tíma. Vandinn við framkvæmd peningastefnu er að bestu fáanlegar upplýsingar eru jafnan ófullkomnar, ekki síst á tímum örra breytinga.

Sem fyrr segir breytti Seðlabankinn ekki vöxtum á síðasta vaxta-ákvörðunardegi 8. febrúar sl. Í desember sl. hækkaði bankinn stýrivextina í 14,25%. Það var átjándi hækkun þeirra frá því í maí 2004 en í liðlega eitt ár til þess tíma höfðu þeir verið 5,3%. Athygli vakti í bankanum að hækkunin í desember virtist koma á óvart. Í inngangi *Peningamála* sem gefin voru út 2. nóvember sl. sagði m.a. að lækkun stýrivaxta væri enn ekki í augnsýn þótt verðbólguhorfur hefðu batnað til muna. Þvert á móti væri ekki hægt að útiloka hækkun stýrivaxta til þess að ná verðbólgu markmiðinu innan ásættanlegs tíma og greiningin sem fyrir lægi benti til þess að enn væri ástæða til að auka aðhald í peningamálum. Bankastjórn Seðlabankans hefði ákveðið á þeim tíma að fresta því um sinn að hækka vexti. Ákvörðun um stýrivexti 21. desember yrði byggð á greiningunni í nóvemberhefti *Peningamála* og þeim viðbótarupplýsingum sem tiltækar yrðu á ákvörðunardegi. Á þessum boðskap *Peningamála* hnykkti formaður bankastjórnar í erindi nokkrum dögum síðar þegar hann sagði m.a. að ákvörðun bankastjórnar um að breyta ekki vöxtum 2. nóvember hefði fremur verið frestun á hækkun vaxta en ákvörðun um að vaxtahækkunarferlinu væri lokið.

Þegar ákveðið var að hækka stýrivexti 21. desember lá fyrir að verðbólga hafði hjaðnað nokkuð og var töluvert minni en spáð var um miðbik ársins að hún yrði undir lok þess. Minni verðbólga stafaði einkum af lækkun orkuverðs, áhrifum gengishækkunar krónunnar frá miðju ári, minna launaskriði en búist var við um mitt árið og hjöðnun húsnæðisverðbólgu. Innlend eftirspurn á þriðja fjórðungi ársins jókst svipað og gert var ráð fyrir í spá Seðlabankans í nóvember. Þá lá einnig fyrir að viðskiptahalli á þriðja fjórðungi ársins varð meiri en búist var við og ljóst að á árinu í heild stefndi í mun meiri viðskiptahalla en áður hafði verið spáð. Engin merki voru um að tekið væri að draga úr spennu á vinnumarkaði. Atvinnuleysi var svo gott sem ekkert og erlent vinnuafli streymdi til landsins. Þrátt fyrir minni verðbólgu en búist var við í spá bankans í júlí voru enn ekki horfur á að verðbólgu markmið bankans næðist innan tveggja ára ef litið var framhjá mælingaráhrifum lækkunar á óbeinum sköttum á fyrri hluta árs 2007. Mikill viðskiptahalli og mjög spenntur vinnumarkaður vöktu að auki grunsemdir um að spenna í hagkerfinu væri vanmetin og þar með verðbólguþrýstingur.

Sem fyrr segir hefur hækkun stýrivaxta fyrst áhrif á gengi krónunnar. Það hækkaði verulega framundir árslok 2005. Þá var það orðið töluvert hærra en samrýmdist ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum eins og Seðla-

bankinn hafði rækilega gert grein fyrir, m.a. í desemberhefti *Peningamála* það ár. Því kom ekki á óvart að gengi krónunnar skyldi lækka á síðasta ári. Á óvart kom hve fljótt lækkunin varð og hversu hröð hún var. Frá upphafi til loka ársins lækkaði gengi krónunnar um 19% gagnvart gengisskráningarsíðunni. Lækkunin varð öll á fyrri hluta ársins. Það sem af er þessu ári hefur gengið verið að meðaltali um 15% lægra en í upphafi síðasta árs. Til samanburðar má geta þess að á síðasta ári lækkaði gengi Bandaríkjadals gagnvart evru um tæp 11%. Frá miðju síðasta ári hefur gengi krónunnar lengst af hreyfst á fremur hóflegu bili. Frá því að snarpri lækkun þess á fyrri hluta síðasta árs lauk má því segja að gengi krónunnar hafi verið tiltölulega stöðugt og lítið eitt ofan við langtíma meðaltal. Raungengið er um þessar mundir nokkuð yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs.

Mikill viðskiptahalli getur grafið undan tiltrú á gengi krónunnar. Seðlabankinn hefur lagt áherslu á mikilvægi þess að jafnvægi náist í þjóðarbúskapnum með samdrætti innlendrar eftirspurnar þannig að hún samrýmist framleiðslugetu og að ytri jöfnuður komist í sjálfbært horf með því móti fremur en að ytri ójöfnuður lagist fyrir áhrif verulegrar gengislækkunar sem leiða myndi til mun meiri verðbólgu og annars óstöðugleika. Mikilvægt fyrir framvindu verðbólgu er því að gengi krónunnar lækki ekki verulega frá því sem það hefur verið undanfarna mánuði, a.m.k. ekki svo lengi sem mikillar spennu gætir enn í þjóðarbúskapnum. Tiltrú á gengi krónunnar skiptir miklu á komandi mánuðum. Þá er rétt að minnst þess að gengið getur breyst af völdum atvika eða breytinga sem við höfum ekkert með að gera og getum ekki haft áhrif á, svo sem skyndilegra breytinga á almennu áhættumati alþjóðlegra fjárfesta eða framboði lánsfjár á heimsmarkaði. Gengi krónunnar er nátengt framvindu á fjármagnsmarkaði annars staðar í heiminum, einkum meðan viðskiptahallinn er jafn mikill og um þessar mundir.

Verðbólgu- og þjóðhagsspár

Til grundvallar við mótun og framkvæmd peningastefnu sinnar leggur Seðlabankinn verðbólgu- og þjóðhagsspár sem hann gerir þrisvar á ári. Þær eru birtar í riti bankans *Peningamálum*. Spár eru auðvitað alltaf óvissar og geta eðli máls samkvæmt aldrei sagt nákvæmlega fyrir um hvað gerist á spátímabilinu. Spár Seðlabankans byggjast á umfangsmiklum rannsóknum og greiningum og á líkönum sem þróuð hafa verið og gera kleift að draga upp mynd af líklegri framvindu. Stórt framfaraskref var stigið á liðnu ári þegar í notkun var tekið nýtt þjóðhagslíkan sem þróað var af sérfræðingum bankans. Seðlabankinn hefur alla tíð haft fyrirvara á nákvæmni spáa sinna og þeir sem lesa *Peningamál* þekkja að verðbólguáspánum fylgir jafnan óvissubíl sem vekur athygli á að ekki er hægt að spá með fullkominni vissu. Þá er einnig mikil óvissa um hver framleiðsluspennan er á hverjum tíma en hún ræður jafnan miklu um mat á verðbólguhorfum. Hins vegar eru lögmál

hagkerfisins þekkt og þau eru hin sömu hér á landi og annars staðar. Spárnar byggjast á bestu fáanlegum upplýsingum þegar þær eru gerðar og þekktum samböndum um breytingar meginstærða. Þær gefa því góða vísbendingu um framvinduna og hana nægilega góða til þess að bankastjórn geti tekið ákvarðanir á grundvelli þeirra. Ekki hefur verið völ á betri spám.

Seðlabankinn hefur hins vegar oft verið gagnrýndur fyrir að gera ekki nægilega góðar spár. Af þeim sökum séu aðgerðir hans í peningamálum ekki réttar. Bankinn var t.d. gagnrýndur harðlega fyrir vaxtahækkunir á seinni hluta síðasta árs. Því var haldið fram að spárnar væru rangar og þar af leiðandi hefðu vaxtahækkunirnar ekki verið nauðsynlegar. Í sumum tilvikum völdu gagnrýnendur afmarkaða og léttvæga þætti í spám Seðlabankans sem þeir töldu byggða á röngum forsendum og dæmdu alla spána vonda á grundvelli þess.

Nú þegar árið er liðið liggur fyrir að auðvitað gengu spár bankans ekki að fullu eftir. Meðal annars spáði bankinn í júlí sl. meiri verðbólgu á seinni hluta ársins en raun varð á. Frávikið skýrist m.a. af því að gengi krónunnar styrktist frá því sem það var um mitt árið, eldsneytisverð á heimsmarkaði lækkaði sem leiddi til verðlækkunar hér á landi og kjarasamningar sem gerðir voru á miðju ári leiddu ekki til jafn mikils launaskriðs og bankinn spáði í júlí. Fyrstu tvo þættina var tæpast unnt að sjá fyrir og þótt launaskrið yrði minna en spáð var má gjarnan halda því til haga að spá bankans í þeim efnum var ekki fjarri því sem aðilar vinnumarkaðarins gerðu sjálfir ráð fyrir þegar samningarnir voru gerðir. Eftir stendur hins vegar að þenslan í hagkerfinu er síst minni en útlit var fyrir að mati bankans um mitt síðasta ár eins og viðskiptahallinn og yfirspenntur vinnumarkaður vitna m.a. um. Því er með engu móti hægt að halda því fram nú að ekki hafi verið tilefni til vaxtahækkana Seðlabankans í fyrra. Þvert á móti voru vaxtahækkunir Seðlabankans meginforsenda þess að gengi krónunnar héldist tiltölulega sterkt og þær stuðluðu að hægari vexti eftirspurnar en ella. Hefði Seðlabankinn ekki hækkað vexti er lítill vafi á því að verðbólga væri nú enn meiri en raun ber vitni.

Margir sem kom vaxtahækkun bankans í desember á óvart virtust álíta að meiri straumhvörf hefðu orðið í framvindu efnahagsmála á seinni hluta ársins en Seðlabankinn taldi. Meðal annars var töluvert lagt upp úr þjóðhagsreikningatölum fyrir þriðja ársfjórðung sem birtar voru um miðjan desember og þóttu sýna að verulega væri tekið að hægja á í þjóðarbúskapnum. Seðlabankinn telur óvarlegt að draga afgerandi ályktanir af ársfjórðungslegum bráðabirgðatölum úr þjóðhagsreikningum einum og sér. Þær sæta gjarnan mikilli endurskoðun. Af þeim ástæðum m.a. voru aðrar vísbendingar þýðingarmiklar við ákvörðunina í desember, þar á meðal viðskiptahalli og skilyrði á vinnumarkaði.

Nú blasir við að greiningardeildir bankanna telja að lækkunarferli stýrivaxta hefjist síðar en þær gerðu ráð fyrir seint á síðasta ári. Þær

virðast m.ö.o. telja að meiri undirliggjandi þrýstingur sé enn í hagarferfinu en þeim kann að hafa virst undir lok síðasta árs.

Vaxtaforsendur í spám Seðlabankans

Gengis- og vaxtaforsendur í spám Seðlabankans hafa tekið nokkrum breytingum á undanförunum árum. Á fyrstu árum verðbólguþrýstingur byggðust spánnar jafnan á forsendum um óbreytt gengi krónunnar og óbreytta stýrivexti til loka spátímans. Þær sýndu þá hver framvindan gæti orðið ef bankinn breytti ekki stýrivöxtum og gáfu þar með til kynna hvort stýrivaxtabreytinga væri þörf. Í desember 2004 voru í fyrsta sinn birtar fráviksspár frá grunnspá og fólu þær í sér breytingar á gengi og vöxtum á spátímanum. Í desember 2005 var sams konar grunnspá en í fráviksspám voru m.a. stýrivextir látnir breytast í samræmi við spár sérfræðinga greiningardeilda og gengi í samræmi við óvarið vaxtafjafnvægi. Útfærslurnar voru þróaðar enn frekar á síðasta ári og í júlí og nóvember sl. var grunnspáin byggð á stýrivöxtum sem reiknaðir voru út frá framvirkum vöxtum og væntingum greiningardeilda. Fráviksspár byggðust annars vegar á óbreyttum stýrivöxtum og hins vegar á stýrivöxtum sem reiknaðir voru út frá peningastefnureglu sem miðaðist við að verðbólguþrýstingur næðist á spátímanum.

Fyrri spár sem byggðust á óbreyttum vöxtum út spátímabilið við aðstæður þar sem augljóslega var þörf fyrir umtalsverða hækkun stýrivaxta gáfu villandi mynd. Þær sýndu framvindu sem bankinn varð jafnan að skýra að ekkert væri að marka. Grunnspáin sem birt var í *Peningamálum* í nóvember sl. var að því leyti betri að hún byggðist á væntingum á markaði um stýrivaxtabreytingar. Þessar væntingar studdist Seðlabankinn við í grunnspánni enda þótt hann teldi þær óraunhæfar. Þær byggðust á því að stýrivextir tækju að lækka snemma á þessu ári og myndu lækka hratt. Hvorugt taldi bankinn samrýmast verðbólguhorfum. Bankanum þótti spáin því ekki nægilega trúverðug.

Þetta beinir athyglinni að því hvaða forsendur um stýrivexti sé eðlilegt að Seðlabankinn gefi sér í grunnspám sínum um verðbólgu og þjóðhagsstærðir.

Seðlabanki Íslands er ekki eini seðlabankinn með verðbólguþrýstingur sem hefur staðið frammi fyrir vanda af þessu tagi. Seðlabanki Nýja Sjálands brást við honum fyrir nokkrum árum með því að leggja eigin stýrivaxtaspá til grundvallar. Fyrir tveimur árum fylgdi norskri seðlabankinn fordæmi hans og byggir nú grunnspá sína á vaxtaspá peningastefnunefndar bankans. Þá tilkynnti sænski seðlabankinn nýlega að framvegis yrðu verðbólguþrýstingur hans byggðar á spá bankastjórnar um stýrivexti á spátímanum. Þessir bankar hafa fetað áþekka braut og Seðlabanki Íslands í þróun vaxtaforsendna í spám sínum. Þeir hafa nú valið að byggja á vaxtaspám þeirra sem vextina ákveða, m.a. vegna þess að þeir töldu spár og væntingar markaðsaðila ekki nægilega trúverðugar. Samhliða þessu hafa bankarnir rækilega lýst því að í stýri-

vaxtaspám þeirra felist alls engin skuldbinding um að stýrivextir fylgi spáferlinum. Þeir hljóti alltaf að verða ákveðnir á grundvelli bestu fáanlegra upplýsinga á hverjum tíma. Reynolds sýnir að spáferlarnir breytast verulega frá einni spá til annarrar. Forsendur breytinganna eru jafnan rækilega skýrðar. Markmið bankanna er fyrst og fremst að leitast við að hafa tilætluð áhrif á væntingar enda byggist árangur peningastefnunnar á því. Það virðist hafa tekist á Nýja Sjálandi og í Noregi.

Annar kostur er að byggja grunnspá á stýrivöxtum samkvæmt peningastefnureglu sem beinir verðbólgu að markmiði á spátímanum. Þannig var t.d. fráviksspá sem Seðlabankinn birti í *Peningamálum* í nóvember sl.

Ýmsir aðrir seðlabankar með verðbólguþáttum fara öðruvísi að, þar með talið að byggja spár sínar á óbreyttum stýrivöxtum eins og hér var gert framan af verðbólguþáttum.

Ekki hefur verið ákveðið hvaða forsendur verða gefnar í næstu verðbólgu- og þjóðhagsspám Seðlabankans. Það er enn til athugunar og umræðu í Seðlabankanum. Það sem máli skiptir fyrir bankann er að birta trúverðugar spár og að hafa þau áhrif á væntingar sem hann telur nauðsynleg.

Niðurlag

Það er ekki markmið Seðlabankans að halda vöxtum háum. Svo lengi sem aðstæður í þjóðarbúskapnum eru eins og þær eru og hafa verið að undanförunu er það hins vegar nauðsynlegt. Háir vextir hamla gegn einkaneyslu og fjárfestingu. Sem fyrr segir tekur það tíma fyrir vaxtabreytingar að hafa áhrif. Peningastefnan skilar hins vegar hægt og bitandi árangri og það gerir hún nú sem fyrr. Það er öllum í hag að úr ójafnvægi dragi í þjóðarbúskapnum og að stöðugleiki verði endurheimtur. Óhjákvæmilegt er að aðlögun frá miklu ójafnvægi taki einhvers staðar í og að einhverjir finni fyrir henni. Því kemur ekki á óvart að ýmsir kveinki sér. Það þýðir ekki að peningastefnan sé röng, heldur jafnvel þvert á móti.

Stýrivextir Seðlabankans eru háir. Í frétt bankans um ákvörðun bankastjórnar 8. febrúar sl. sagði, eins og ég nefndi í upphafi, að núverandi vextir kynnu að duga til þess að verðbólguþáttinum yrði náð innan ásættanlegs tíma. Um það verður þó ekki fullyrt nú. Það ræðst af því hvernig verðbólguhorfur breytast. Hitt er víst að vextir verða lækkaðir um leið og Seðlabankinn telur það samrýmast verðbólguþáttinum. Rangt er að halda því fram að það verði ekki hægt vegna þess að vaxtamunur við útlönd verði að vera óbreyttur frá því sem hann er nú ef innlausn jöklabréfa á ekki að valda uppnámi. Engum væri hins vegar greiði gerður með ótímabærri lækkun stýrivaxta.

Því hefur verið haldið fram að með vaxtastefnu sinni sé Seðlabankinn að eyðileggja krónuna, að vegna vaxtastefnunnar muni fólk og fyrirtæki hverfa frá henni. Í þessu samhengi er nauðynlegt að hyggja að því að ef ekki hefði verið beitt ströngu peningalegu aðhaldi með háum vöxtum er líklegt að gengi krónunnar hefði lækkað miklu meira en það gerði, eftirspurn vaxið hraðar og verðbólga orðið miklu meiri en hún varð. Afleiðingar þess hefðu orðið mjög alvarlegar fyrir skuldsett heimili og fyrirtæki auk þess að valda vanda á vinnumarkaði og á endanum enn meiri óstöðugleika í efnahagslífinu.

Aðrir seðlabankar hafa á köflum þurft að beita mjög ströngu aðhaldi til þess að vinna bug á verðbólgu. Minna má t.d. á að upp úr 1980, fyrir um aldarfjórðungi, voru seðlabankavextir í Bandaríkjunum um skeið enn hærri en þeir eru nú hér á landi. Það reyndist nauðsynlegt til þess að ná tókum á verðbólgu sem einnig var á þeim tíma enn meiri en hún er nú á Íslandi. Þessi stefna skilaði árangri og síðan hafa Bandaríkin ekki glímt við alvarlegan verðbólguvanda.

Þá hefur nokkuð borið á hugmyndum um skyndilausnir í efnahagsmálum og gjarnan horft til upptöku evru í því samhengi. Áður hefur komið fram af hálfu Seðlabankans að ekki sé skynsamlegt að taka evru upp nema með aðild að Evrópusambandinu. Jafnvel þótt ákveðið yrði að sækja um aðild að Evrópusambandinu myndi Ísland ekki geta hlotið aðild að Myntbandalaginu fyrr en eftir allmörg ár og þá að uppfylltum öllum skilyrðum sem því fylgja, þ.m.t. um verðbólgu, vexti og gengisstöðugleika. Reyndin sýnir að enginn afsláttur er veittur frá þeim. Þá er líka mjög mikilvægt að minnst þess að viðfangsefni hagstjórnar hverfa ekki með inngöngu í stærra myntsvæði. Það sem breytist er að sjálfstæð peningamálastjórn hverfur. Ákvörðun hlutfallslegs verðlags og launa gagnvart útlöndum verður í höndum viðkomandi markaða. Því yrði brýnna en ella að stjórn opinberra fjármála og launamála yrði sveigjanlegri til þess að takast á við sveiflur í þjóðarbúskapnum. Í yfirstandandi aðlögun þjóðarbúskaparins hefur gengi krónunnar gegnt lykilhlutverki. Ef það hefði ekki verið breytilegt hefði verið afar mikilvægt að mæta aðstæðum í þjóðarbúskapnum með ströngu aðhaldi í opinberum fjármálum, niðurskurði útgjalda og/eða hækkun tekna til þess að stuðla að því að mikil hækkun launa og verðlags veikti ekki úr hófi samkeppnisstöðu íslenskra samkeppnisatvinnuvega.

Gengisóstöðugleiki síðustu missera var afleiðing þess þensluástands sem hér skapaðist í efnahagsmálum og er nú í rénun. Mestu máli um framvindu gengis krónunnar á komandi tíð skiptir að hér náist stöðugleiki í efnahagslífi á ný með verðbólgu í samræmi við markmið og að hann verði treystur til lengri tíma með skynsamlegri stjórn í efnahagsmálum. Efast má um réttmæti fullyrðinga um að stjórn efnahagsmála yrði endilega skynsamlegri ef Íslendingar tækju upp gjaldmiðil stærra myntsvæðis.