

Viðauki 3

Ísland og Lettland: Þjóðhagsleg aðlögun og peningastefna

Athyglisvert er að bera árangurinn af hagstjórn á Íslandi saman við árangur annarra ríkja sem eiga við svipuð vandamál að stríða en búa við annað fyrirkomulag peningamála, t.d. fastgengisstefnu. Undanfarin ár hafa Ísland og Lettland þurft að glíma við mikla verðbólgu, sem stafar aðallega af mikilli innlendri eftirspurn, og mikinn viðskiptahalla. Mikill útlánavöxtur hefur orsakað eftirspurnardrífna verðbólgu í báðum löndunum og stuðlað að hækkun fasteignaverðs. Munurinn er hins vegar sá að á Íslandi er rekin sjálfstæð peningastefna með fljótandi gengi en í Lettlandi er í gildi fastgengisstefna gagnvart evrunni.

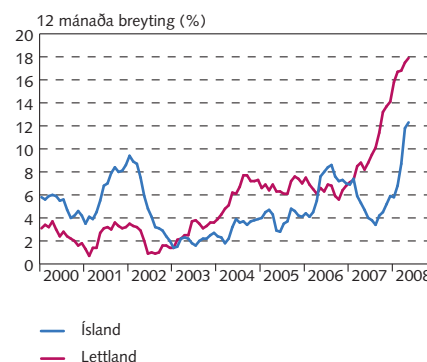
Frá því að Lettland öðlaðist sjálfstæði árið 1991 og til ársins 1998 var mikil verðbólga þar í landi. Hún stafaði fyrst í stað aðallega af nauðsynlegum breytingum þar í landi eftir áralangan áætlanabúskap. Við tók tímabil verðstöðugleika með ársverðbólgu nálægt 2% fram til ársins 2004. Fastgengisstefna hefur verið við lýði í Lettlandi frá árinu 1994. Þann 1. janúar 2005 var gengi lettneska gjaldmiðilsins fest við gengi evrunnar í stað myntkörfu sem samanstóð af Bandaríkjadal, evrunni, breska pundinu og japanska jeninu. Var það gert til að tryggja stöðugleika og auka erlenda fjárfestingu og útflutning, auk þess að auðvelda upptöku evrunnar síðar meir. Um svipað leyti hófst hins vegar, eins og á Íslandi, tímabil vaxandi verðbólgu. Frá 2004 hefur verðbólga aðeins einu sinni farið niður fyrir 6% og ársverðbólga í apríl 2008 mældist 17,5%, sem er mesta verðbólga frá því í ágúst árið 1996. Einkennin voru flest hin sömu og hér á landi. Viðskiptahallinn jókst úr 4,8% af landsframleiðslu árið 2000 í 22,8% af landsframleiðslu árið 2007. Útlán hafa aukist mjög hratt undanfarin ár en þau eru í mun meira mæli veitt í erlendum gjaldmiðlum, einkum evrum, en hér á landi. Árið 2007 voru 86% útlána í Lettlandi í evrum.

Hin ósamrýmanlega þrenning

Kenningin um hina ósamrýmanlegu þrenningu segir að hvert ríki geti aðeins valið tvo af eftirfarandi þremur möguleikum: frjálst flæði fjármagns, sjálfstæða peningastefnu eða fast gengi.¹ Ástæðan er sú að ef ríki ákveður að hefja ekki flæði fjármagns og hafa fast gengi verður peningastefnan bundin af því að halda genginu föstu og er því í raun í höndum seðlabanka þess ríkis sem gjaldmiðillinn er festur við. Hækkun vaxta, t.d. til að stemma stigu við verðbólgu, leiðir til þess að fjármagn flæðir inn í landið og gengi gjaldmiðilsins hækkar, sem samrýmist ekki fastgengisstefnunni. Ísland og Lettland hafa bæði kosið að hindra ekki flæði fjármagns, en íslensk stjórnvöld kusu að hafa sjálfstæða peningastefnu en lettnesk stjórnvöld að hafa fast gengi. Það er eðlilegt í ljósi þess að stefna Lettlands er að taka upp evruna, helst ekki síðar

Mynd 1

Verðbólga á Íslandi og í Lettlandi
Janúar 2000 - maí 2008

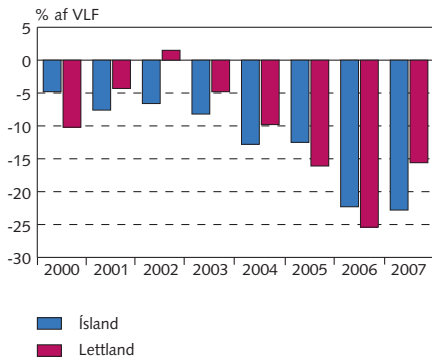


Heimildir: Hagstofa Íslands, Hagstofa Lettlands.

1. Mundell, Robert A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475-485.

Mynd 2

Viðskiptajöfnuður á Íslandi og í Lettlandi
Hlutfall af vergri landsframleiðslu 2000-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Lettlands, Seðlabanki Íslands.

en árið 2012, en Lettland hefur verið aðili að Evrópusambandinu síðan árið 2004. Þess má geta að til að uppfylla þær kröfur sem gerðar eru fyrir aðild að Myntbandalagi Evrópu (EMU) verður viðkomandi ríki að ganga í ERM II, sem felur í sér að gengi gjaldmiðilsins megi ekki sveiflast meira en sem nemur $\pm 15\%$ gagnvart evrunni í tvö ár fyrir inngöngu í myntbandalagið.² Sum ríki hafa þó kosið að hafa vikmörkin þrengri. Baráttan við verðbólgu er því háð með ólíkum vopnum á Íslandi og í Lettlandi. Verkefni peningastefnunnar er engu að síður það sama í löndunum tveimur, þ.e.a.s. að veita verðbólguvæntingum trúverðuga kjölfestu. Í Lettlandi er það gert með því að leitast við að tryggja fast gengi innlands gjaldmiðils gagnvart evru, sem leiðir til aðlögunar fyrir tilstuðlan versnandi samkeppnisstöðu vegna hækkandi raungengis sem hægir á hagvexti til lengdar. Á Íslandi er leitast við að veita verðbólguvæntingum kjölfestu með yfirlýstu verðbólgu markmiði og kerfisbundinni og gagnsæri framkvæmd peningastefnu.

Aðgerðir stjórnvalda í Lettlandi

Þótt stjórnvöld í Lettlandi hafi ekki sjálfstæða peningastefnu og geti því ekki beitt henni að marki til þess að hafa áhrif á þróun efnahagsmála geta þau beitt almennri efnahagsstefnu til þess að hafa áhrif á eftirspurn. Í apríl 2007 hrundu stjórnvöld af stað herferð gegn verðbólgu sem miðaði að því að draga úr þenslu hagkerfisins. Herferðin fól í sér loforð stjórnvalda um að koma jafnvægi á ríkisfjármálin þannig að jöfnuður yrði á ríkissjóði árið 2008 og tekjuafgangur árin 2009 og 2010. Einnig lofuðu stjórnvöld að lækka ekki skatta á næstunni og gera skattalögin óhagstæðari spákaupmönnum. Mikilvægur þáttur þessarar herferðar eru þó reglugerðarbreytingar stjórnvalda á lánamarkaðnum. Stjórnvöld settu strangari reglur um útlán banka til einstaklinga og reyndu þar með að draga úr vexti útlána. Ennfremur vinna stjórnvöld nú að endurbótum á vinnu- og orkumarkaðnum og reyna hvað þau geta að stuðla að aukinni samkeppni og að útrýma einokun. Stjórnvöld hafa ennfremur heitið að takmarka launahækkanir í opinbera geiranum.

Eitt af fáum tækjum sem Seðlabanki Lettlands hefur til að hafa áhrif á útlánaþenslu er breyting bindiskylduhlutfalls. Á árunum 2005-2007, þegar útlánaþenslan var sem mest, hafði bindiskylduhlutfallið hins vegar takmörkuð áhrif til hækkunar útlánsvaxta bankanna eða til að hægja á vexti útlána þar sem þeir fóru að einhverju leyti framhjá reglunum, t.d. með langtíma fjármögnun í erlendum gjaldmiðlum. Bankinn hækkaði hlutfallið úr 6% upp í 8% í lok ársins 2005, en tók að lækka það aftur í byrjun þessa árs í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar, en bindiskylduhlutfallið stendur nú í 6%. Bankinn taldi að næg hjöðnun hefði orðið á útlánamarkaði til að réttlæta þessa lækkun, en þess má geta að bindiskylduhlutfall bankans verður að vera jafnt bindiskylduhlutfalli evrópska seðlabankans, þ.e. 2%, áður en Lettland tekur upp evruna. Ljóst er að nokkuð hefur hægt á efnahagsumsvifum í Lettlandi á síðustu mánuðum, en hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi 2008 var neikvæður um 1,9%.

2. Sjá nánari umfjöllun í viðauka 4 í þessu hefti *Peningamála*.

Vandinn við val á gengisfyrirkomulagi fyrir lítil, ört vaxandi opin hagkerfi með frjálst flæði fjármagns

Lettneska hagkerfið hefur vaxið með gífurlegum hraða undanfarin ár, verg landsframleiðsla á föstu verðlagi jókst um rúmlega 10% árið 2007 og rúmlega 12% árið 2006. Fyrir því má færa rök að fastgengisstefna henti illa landi í svo hraðri þróun. Hún felur í sér, þegar gengið er bundið við gjaldmiðla þróaðra ríkja með minni hagvöxt, að nafnvextir verða lágir miðað við vöxt landsframleiðslunnar. Hækkun hlutfallslegs verðlags eða raungengis, sem er óhjákvæmileg þegar lönd efnast (svokölluð Balassa-Samuelsson-áhrif), kemur þá fram í hækkun verðlags í stað gengishækkunar. Stýrivextir Seðlabanka Lettlands hafa verið 6% frá því í maí 2007, en voru í kringum 3-5% frá árinu 1997. Í því felst að raunvextir í Lettlandi hafa verið neikvæðir síðan árið 2004, þegar verðbólga þar í landi komst aftur á skrið. Neikvæðir raunvextir hafa ýtt undir gífurlegan vöxt útlána, sem kynti undir innlendri eftirspurn, verðbólgu og viðskiptahalla. Hækkun raungengis mun hins vegar að lokum hægja á vexti og lægja öldur verðbólgunnar er fram líða stundir að því gefnu að fastgengið bresti ekki. Um það er hægt að efast í ljósi viðskiptahallans, en á móti kemur að bakhjarl fastgengisstefnunnar er öflugri í Lettlandi en hann var á fastgengistímanum á Íslandi, því að fast gengi lettneska latsins er hluti af tvíhliða samkomulagi við evrópska seðlabankann. Einnig er gjaldeyrisforði Lettlands nokkuð mikill, eða jafn stór og peningamagn í umferð. Algengt er í löndum með myntráð, eins og í nágrennaríkjunum Eistlandi og Litháen, að seðlabankinn sé skyldugur til að viðhalda svo miklum gjaldeyrisforða. Mikill gjaldeyrisforði gerir Seðlabanka Lettlands mun auðveldara fyrir að halda gengi latsins föstu og byggir upp traust á gjaldmiðlinum því að auðveldara er að forðast áhlaup spákaupmanna.

Hinn kosturinn í stjórn peningamála er sjálfstætt fljótandi gjaldmiðill með verðbólguþröngum. Smáríki sem velja slíka umgjörð standa þó frammi fyrir þeim vanda að gengissveiflur eru líklegar til að hafa mun meiri áhrif á innlent verðlag en í stærri ríkjum.

Baráttan við verðbólguna á Íslandi

Peningamálastjórn á Íslandi byggðist áratugum saman á ýmiss konar fastgengisstefnum sem fylgt var eftir með mistrúverðugum hætti. Fastgengisstefnan var komin í þrot árið 2001 og því var gengi krónunnar sett á flot og verðbólguþröngum tekið upp. Á undanförunum árum hefur Seðlabanki Íslands beitt ströngu peningalegu aðhaldi til að reyna að stemma stigu við verðbólgunni. Það hefur þó ekki gengið sem skyldi, eins og ítarlega hefur verið fjallað um á þessum vettvangi. Vandinn er því hinn sami og í Lettlandi þótt aðferðirnar við að ráða bót á honum séu ólíkar. Í báðum löndum er líklegt að erfitt tímabil aðlögunar sé framundan og verður fróðlegt að bera saman hvernig löndunum reidir af, þótt að ýmsu leyti sé ólíku saman að jafna.