

30. júní 2009
SI-53426

Forsætisráðherra
Jóhanna Sigurðardóttir
Stjórnarráðshúsinu
150 Reykjavík

Efni: Kostir og gallar þess að breyta umgjörð
peningastefnunnar

Í bréfi yðar dags. 22. apríl 2009, með nánari skýringum í bréfi dags. 2. júní, er þess farið á leit að Seðlabankinn „fari yfir kosti og galla þess að breyta þeirri peningastefnu sem unnið hefur verið eftir hér á landi og geri tillögur til stjórnvalda um mögulegar breytingar á peningastefnunni og þeim markmiðum sem peningastefnunni eru sett með hliðsjón af því mati.“ Jafnframt var óskað eftir því að metnar yrðu leiðir til þess að draga úr verðtryggingu.

Eftirfarandi samantekt ber ekki að skoða sem endanlega niðurstöðu Seðlabankans, heldur tilraun til að setja fram með skipulegum hætti helstu spurningar sem nýleg og eldri reynsla af framkvæmd peningastefnu á Íslandi vekur og hugsanlegar leiðir til úrbóta. Enn er ólokið ýmsum rannsóknum sem eru mikilvægur þáttur þess að leggja heildarmat á reynslu af framkvæmd peningastefnunnar undanfarin ár. Seðlabankinn áformar því að gefa síðar út ítarlega skýrslu um fyrirkomulag peningamála á Íslandi, einkum með hliðsjón af hugsanlegri aðild að *Efnahags- og myntbandalagi Evrópu*. Stefnt er að því að skýrslan komi út fyrir lok vetrar 2009-2010. Eitt af viðfangsefnum skýrslunnar verður að leggja mat á reynslu Íslendinga af sjálfstæðri peningastefnu og fljótandi gengi.

Virðingarfyllst,
SEÐLABANKI ÍSLANDS

Svein Harald Øygard
seðlabankastjóri

Fylgiskjöl: Greinargerð um hugsanlegar breytingar á umgjörð og framkvæmd peningastefnunnar.

Hugsanlegar breytingar á umgjörð og framkvæmd peningastefnunnar

Eftirfarandi greinargerð er skrifuð í tilefni þess að forsætisráðherra Íslands hefur beðið Seðlabankann um að leggja bæði mat á kosti og galla þess að breyta umgjörð peningastefnunnar og gera tillögur til stjórnvalda um breytingar. Tillögur um úrbætur í peningamálum verður að byggja á gaumgæfilegri athugun á þeirri reynslu sem liggur fyrir af núverandi fyrirkomulagi peningamála, greiningu vandamála sem upp hafa komið, almennri reynslu frá öðrum löndum og niðurstöðum hagfræðirannsókna. Meðfylgjandi yfirlit ber því ekki að líta á sem endanlega afstöðu Seðlabanka Íslands, heldur tilraun til þess að kortleggja helstu vandamál og hugsanlegar úrbætur eða breytingar á framkvæmd peningastefnunnar sem til greina gætu komið. Nánar verður fjallað um þessa reynslu í skýrslu sem Seðlabankinn áformar að birta fyrir lok vetrar 2009–2010.

1 Inngangur

Árið 2001 var Seðlabanka Íslands sett verðbólguþolmið sem lýst er í yfirlýsingu bankans og ríkistjórnarinnar frá 27. mars 2001. Við endurskoðun á lögum um Seðlabanka það sama ár var einnig ákveðið að gefa fjármálastöðugleika aukið vægi. Ekki þarf að orðlengja að erfiðlega hefur gengið að uppfylla þessi markmið. Því er rík ástæða til að líta með gagnrýnum huga yfir farinn veg til þess að leita skýringa og leiða til úrbóta.

Árangur peningastefnu undanfarinna ára verður hins vegar einnig að skoða í lengra samhengi og með hliðsjón af eiginleikum íslenska þjóðarbúskaparins. Saga peningastefnu og gjaldmiðlamála á Íslandi er þyrnum stráð allt frá upphafi. Frá því íslenska krónan var skilin frá þeirri dönsku á pari árið 1920 hefur verðmæti hennar rýrnað því sem næst stöðugt. Er nú svo komið að verðmæti hvernar íslenskrar krónu er minna en einn tuttugasti hinnar dönsku, þrátt fyrir gjaldmiðlabreytingu árið 1981, sem hundraðfaldaði kaupmátt hvernar nýrrar krónu miðað við þá eldri. Gengi íslensku krónunnar lækkaði með öðrum orðum um 99,95% gagnvart dönsku krónunni á tímabilinu 1920-2009.¹ Á þessu langa tímabili hefur verið rekin peninga- og gengisstefna af ýmsu tagi, en lengst af innan ramma heftra utanríkis- og fjármagnsviðskipta. Öllum þessum tilraunum til missjálfstæðrar peningastefnu hefur lokið með rýrnun kaupmáttar krónunnar, hvort heldur horft er til innra virðis hennar gagnvart vöru og þjónustu, eða ytra virðis hennar gagnvart erlendum gjaldmiðlum.

¹ Miðað við gengi krónunnar í lok júní 2009.

Síðasta tilraunin til þess að koma á fót peningastefnu sem miðaði að því að varðveita kaupmátt krónunnar hófst í mars árið 2001. Verðbólguþæðing sem þá var tekið upp byggði á reynslu fjölda landa sem höfðu tekið upp verðbólguþæðing með, að því er virtist, góðum árangri. Nokkuð víðtæk eining var um það meðal fræðimanna jafnt sem seðlabanka að verðbólguþæðing, sveigjanleg gengisstefna (eða fljótandi gengi) og sjálfstæður seðlabanki væri lykillinn að árangri í peningamálum. Fyrir því voru færð fræðileg rök sem voru studd niðurstöðum fjölda hagrannsóknna. Verðbólguþæðing á Íslandi var þó tilraunastarf að því leyti að ekkert þeirra landa sem áður höfðu tekið upp verðbólguþæðing var jafn smátt og Ísland. Brautryðjandinn Nýja-Sjáland og Noregur, sem tók upp verðbólguþæðing sín um svipað leyti og Ísland, eru reyndar einnig mjög lítil lönd, en þó rúmlega tífalt fjölmennari en Ísland.² Mat hagfræðinga, hvort heldur innan háskólasamfélagsins eða seðlabanka, á árangri af verðbólguþæðing vísar um heim virðist ekki hafa breyst umtalsvert þrátt fyrir þá fjármálakreppu sem nú geisar.³

Í ljósi reynslunnar er óhjákvæmilegt að böndin berist að stærð þjóðarbúskaparins þegar spurt er hvers vegna svo erfiðlega hefur gengið að varðveita kaupmátt gjaldmiðilsins. Einnig kemur til greina að hrakfarir krónunnar eigi sér rætur í pólitískri hefð, að ástæða þeirra liggja í gerð þjóðarbúskaparins eða í samspili peningastefnu, fjármálastofnana og gjaldeyrismarkaðar. Því er ekki loka fyrir það skotið að ástæður þess hve erfiðlega hefur gengið að varðveita stöðugleika verðlags, og nýlega einnig stöðugleika fjármálakerfisins, þrátt fyrir nútímalega framkvæmd peningastefnunnar að áliti viðurkenndra alþjóðlegra álitsgjafa, séu mistök við framkvæmd peningastefnunnar,⁴ skortur á aðhaldssemi á sviði opinberra fjármála eða efnahagsstefnunnar í heild (eftirspurnarhvetjandi framkvæmdir og kerfisbreytingar á sama tíma og stórfamkvæmdir eiga sér stað) eða ófullnægjandi eftirlit með fjármálamörkuðum. Hafa ber í huga að ýmis vandamál sem sumir vilja rekja til umgjörðar peningastefnunnar eða mistaka við framkvæmd hennar, t.d. mikill viðskiptahalli eða óhófleg

² Næst á eftir Íslandi eru Nýja-Sjáland og Noregur minnstu ríkin sem reka sjálfstæða peningastefnu með verðbólguþæðing. Íbúar Nýja-Sjálands eru u.þ.b. 4,3 milljónir og Noregs 4,5 milljónir.

³ Sjá t.d. niðurstöður alþjóðlegrar ráðstefnu um árangur af verðbólguþæðing: The 6th Norges Bank Monetary Policy Conference: Inflation Targeting Twenty Years On, Osló, 11.-12. júní 2009, væntanleg frá Cambridge University Press.

⁴ Í skýrslu OECD (2006) segir t.d. „Given its limited resources, the Central bank of Iceland performs impressively in a number of dimensions. Its analysis, forecasting and communication display exceptional competence and professionalism. The policy framework reflects the latest thinking among the worlds monetary economists. However, there is room for improvement in terms of policy implementation.“ Meðal þess sem OECD fann að framkvæmdinni í framangreindri skýrslu var að peningastefnan hefði þrátt fyrir góða greiningu ekki verið nægilega aðhaldssöm og skilaboðin væru á stundum ekki nægilega skýr.

lántaka í erlendum gjaldmiðlum, hefði verið heppilegra að leysa með öðrum efnahagslegum stjórnþækjum, t.d. opinberum fjármálum og fjármálalegum varúðarreglum (e. *macro-prudential regulations*). Peningastefnan hefur í meginatriðum eingöngu yfir einu stjórnþæki að ráða og getur því einungis náð einu markmiði, sem eðlilegt er að sé verðstöðugleiki. Mörgum löndum, m.a. mun stærri löndum en Íslandi, hefur reynst erfitt að marka peningstefnu þegar fjármagnsstreymi er frjálst og háð breytilegum væntingum markaðarins. Þessi úrlausnarefni voru sérlega torveld á Íslandi á árunum 2001-2009, þegar mikið innstreymi fjármagns leiddi til auðsáhrifa, hækkunar á verðgildi eigna og gengishækkunar, sem hafði neikvæð áhrif á virkni stýrivaxta. Því er nauðsynlegt að skoða árangur peningastefnunnar á undanförunum árum í ljósi hinna sérstöku aðstæðna í umheiminum á þessu tímabili, taumlausrar lausafjárgróttar sem lauk með lausafjárþurrð og alþjóðlegri fjármálakreppu.

Greinargerðin er byggð upp sem hér greinir: Í kafla 2 er fjallað um hið hagfræðilega samhengi sjálfstæðrar peningastefnu, gengisstefnu og frjálsra fjármagnshreyfinga. Í kafla 3 er fjallað um forsendur þess að peningastefna á grundvelli verðbólógumarkmiðs geti skilað góðum árangri. Í kafla 4 er leitað svara við þeirri spurningu hvort árangur í peningamálum sé óháður stefnunni í opinberum fjármálum eða stefnu stjórnvalda í efnahagsmálum almennt. Í kafla 5 er fjallað um ýmsa hnökra á miðlun peningastefnunnar hér á landi sem gera framkvæmd verðbólógumarkmiðs erfiðari en ella. Í kafla 6 er fjallað um þær alþjóðlegu aðstæður sem torvelduðu framkvæmd sjálfstæðrar peningastefnu á undanförunum árum. Í kafla 7 er fjallað um hinn mikla vöxt íslenskra fjármálafyrirtækja og afleiðingar hans fyrir framkvæmd peningastefnunnar. Í kafla 8 er fjallað um hugsanlegar leiðir til úrbóta. Flestar þessara úrbótahugmynda miða við að hér á landi verði áfram sjálfstætt peningakerfi, þ.e. að Ísland verði ekki aðili að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu á allra næstu árum. Margar þeirra úrbóta gætu þó verið æskilegar í sjálfu sér óháð því hvort Ísland gerist aðili að bandalaginu eða ekki eða reynst gagnlegar jafnvel þótt Ísland yrði aðili að því. Í kafla 9 eru dregnar saman bráðbirgðaniðurstöður.

2 Smáríki sem sjálfstætt gjaldmiðlasvæði og hin ósamrýmanlega þrenning

Hagfræðileg greining á kostum í gengismálum byggist oftast á svokölluðu Mundell-Fleming-líkani, sem fram kom á sjöunda áratug síðustu aldar og varð grunnur þjóðhagfræði lítilla opinna hagkerfa á níunda áratugnum.⁵ Þá höfðu höft á fjármagnshreyfingar liðast í

⁵ Höfundar þess eru þeir Robert Mundell (nóbelsverðlaunahafi í hagfræði) og Marcus Fleming. Grein Flemings var birt 1962 en grein Mundells birtist 1963. Nokkru síðar urðu veikleikar Bretton-Woods-kerfisins ljósir.

sundur og tók að gæta togstreitu á milli stöðugleika í gengismálum annars vegar og sjálfstæðrar peningastefnu hins vegar. Frá hreinu fræðilegu sjónarmiði er stundum talað um hina ósamrýmanlegu þrenningu (e. *inconsistent trinity* eða *impossible trinity*). Samkvæmt þeirri kenningu er ekki hægt að ná þremur markmiðum samtímis: að halda gengi gjaldmiðils stöðugu, reka sjálfstæða peningastefnu og leyfa óheft flæði fjármagns til og frá viðkomandi landi eða gjaldmiðlasvæði. Sjálfstæð peningastefna samrýmist þannig ekki föstu gengi og óheftum fjármagnshreyfingum og ekki er hægt að halda gengi gjaldmiðils stöðugu ef fjármagn er fullkomlega hreyfanlegt og peningastefnan þjónar öðrum markmiðum en því að viðhalda gengismarkmiðinu. Í reynd eru þó ýmis millistig algeng, t.d. fljótandi gengi með umtalsverðri íhlutun (e. *managed floating*), en þeim fór þó verulega fækkandi í kjölfar Asíukreppunnar 1997–98. Með inngöngu Íslands í Evrópska efnahagssvæðið (EES) voru flest höft á fjármagnshreyfingar afdnum. Að frátöldu Íslandi í kjölfar fjármálakreppunnar sem hófst á sl. ári heftir ekkert aðildarríkja OECD fjármagnshreyfingar almennt,⁶ enda eru slík höft talin leiða til óhagkvæmrar ráðstöfunar fjármagns, auk þess sem afar erfitt er að framfylgja haftastefnu á nútímalegum fjármálamörkuðum.⁷ Það er þó einmitt tilgangur þeirra hafta sem nú er beitt að gefa svigrúm til nokkurrar slökunar peningalegs aðhalds, án þess að það leiði til óæskilegs útstreymis fjármagns sem hefði í för með sér lækkun á gengi krónunnar og þar með mikinn skaða fyrir efnahag skuldsettra heimila og fyrirtækja. Hvort það svigrúm er raunverulega til staðar er undir því komið í hve ríkum mæli gjaldeyrishöftin halda. Þegar höftin hverfa á ný bresta um leið forsendur fyrir því að beita sjálfstæðri peningastefnu til þess að þjóna innlendum efnahagslegum markmiðum ef halda á gengi krónunnar stöðugu á sama tíma.

3 Forsendur árangursríkrar peningastefnu á grundvelli verðbólgu­markmiðs

Mundell-Fleming-líkanið kveður ekki á um hvaða gengis- eða peningastefna hentar ólíkum tegundum hagkerfa. Til þess að greina frekar þá kosti sem stjórnvöld standa frammi fyrir í peningamálum er oft tekið mið af kenningunni um hagkvæmasta gjaldmiðlasvæði, sem upphaflega var sett fram af Robert Mundell, þótt síðari tíma túlkendur hennar hafi e.t.v. ráðið meiru um það hvernig kenningunni hefur verið

⁶ Ýmis OECD-ríki takmarka beina erlenda fjárfestingu í ákveðnum greinum. T.d. eru takmarkanir á fjárfestingar í sjávarútvegi í Noregi eins og á Íslandi.

⁷ Þetta er þó ekki óumdeilt meðal hagfræðinga. Þannig taldi Tobin (1978) t.d. nauðsynlegt og hagkvæmt að takmarka frelsi fjármagnsins til að forða alvarlegu hruni vegna flóttu skammtímafjármagns frá einstaka löndum. Hann lagði hins vegar áherslu á að nota skattlagningu ávöxtunar fjármagns fremur en bein höft á fjármagnshreyfingar.

beitt. Greining á besta gengisfyrirkomulagi fyrir tiltekið land á grundvelli kenninga um hagkvæmasta gjaldmiðlasvæði hefur að miklu leyti snúist um að veга og meta hagkvæmnisávinning af stöðugleika í gengismálum annars vegar og hugsanlegan ávinning af sveigjanlegu gengi hins vegar, í formi minni sveiflna í framleiðslu og atvinnu, sem að nokkru leyti ræðst af því hvort áföll og búhnykkir eru einkum af völdum eftirspurnar- eða framboðsskella. Að auki er þörfin fyrir slíka gengisaðlögun oft metin með hliðsjón af sveigjanleika vöru- og vinnumarkaða.

Vandinn við kenninguna um hagkvæmt gjaldmiðlasvæði, þegar um er að ræða lítil opin hagkerfi á borð við Ísland, felst að nokkru leyti í því að sumir eiginleikar slíkra hagkerfa benda til þess að sveigjanleg gengisstefna sé sérlega ábatasöm fyrir lítil opin hagkerfi en önnur einkenni benda á hinn bóginn til þess að kostnaður óstöðugs gengis sé einmitt mestur í smáum opnum hagkerfum. Það á enn frekar við þar sem fjármálamarkaðir og stofnanir eru veikburða og skuldsetning í erlendum gjaldmiðli útbreidd.⁸ Erfitt er að mæla þessa þætti og því nánast ógerlegt að veга þá saman og komast að afdráttarlausri niðurstöðu um hvort kostirnir séu meiri eða minni en gallarnir.⁹ Eitt af því sem fyrirhugað er að rannsaka í samvinnu við erlenda sérfræðinga er hvort raunverulegur ávinningur sé af sjálfstæðri peningastefnu (og þar með sveigjanlegu gengi), t.d. með þeim hætti að sveigjanleiki gengisstefnunnar dragi úr sveiflum í þjóðarbúskapnum fremur en að auka þær. Það er ekki sjálfgefið, þótt fræðimenn sem fjallað hafa um hagkvæmasta fyrirkomulag peningamála á Íslandi hafi oft gengið út frá því. Óstöðugleiki einkaneyslu í samanburði við önnur þróuð hagkerfi og nán tengsl breytileika hennar og gengis vekja grunsemdir um að sjálfstæð peningastefna kunni að auka á sveiflur í þjóðarbúskapnum fremur en að draga úr þeim. Um það verður fjallað nánar í væntanlegri skýrslu Seðlabankans.

Forsenda þess að aðlögun gengis mildi hagsveiflur fremur en auki þær er að gengishreyfingar ráðist af undirliggjandi efnahagsþróun fremur

⁸ Líkön sem notuð eru til greiningar lýsa oft illa löndum þar sem lykilstofnanir fjármála- og stjórnkerfisins eru ekki fullþróaðar, skuldsetning í erlendum gjaldmiðlum er útbreidd og viðkvæmni gagnvart skyndilegum straumhvörfum í fjármagnsstreymi til landsins því mikil. Fá líkön hafa enn lítið dagsins ljós sem geta tekið tillit til slíkra þátta. Í vaxandi mæli er viðurkennt að fyrirkomulag gengis- og peningamála ætti að taka mið af stofnana- og stjórnmálalegri umgjörð ekki síður en efnahagslegum þáttum. Árangursrík framkvæmd peningastefnu, hvort heldur sjálfstæðrar peningastefnu við skilyrði fljótandi gengis eða fastgengisstefnu, veltur t.d. á tilvist traustra stofnana á sviði fjármálamarkaða, peningamála og opinberra fjármála. Sumir hagfræðingar telja uppbyggingu öflugra stofnana skipta meira máli en val á gengisfyrirkomulaginu einu og sér (sjá t.d. Calvo og Mishkin, 2003).

⁹ Arnór Sighvatsson (2004) fjallar um þá spurningu hvort land geti verið hagkvæmt gjaldmiðilssvæði sama hversu smátt það er.

en öfgakenndum breytingum á viðhorfum markaðsaðila. Nýleg reynsla Íslands gefur tilefni til verulegra efasemda um að það eigi við um framvindu gengismála á Íslandi.¹⁰ Svipuð reynsla frá Svíþjóð og Noregi á undanförunum árum, sérstaklega eftir fjármálakreppuna, virðist benda til þess að óljós tengsl séu milli meginþátta efnahagslífsins, fjármagnshreyfinga og gengisbreytinga.

Árangur peningastefnu veltur á því að miðlun peningastefnu frá stýrivöxtum til annarra vaxta og að lokum innlendar eftirspurnar sé nokkuð fyrirsjáanleg. Á þessu hefur verið misbrestur undanfarin ár og í kjölfar fjármála- og gjaldeyriskreppunnar hafa ýmsar miðlunarleiðir peningastefnunnar orðið óvirkar að miklu leyti.

Líklegt er að útbreidd verðtrygging dragi nokkuð úr virkni peningastefnunnar, vegna þess að hún stuðlar að því að lán séu veitt til mjög langs tíma og á föstum raunvöxtum. Vaxtahækkanir sem ætlað er að draga úr verðbólgu hafa minni áhrif á eftirspurn en ella, ef þær hafa engin áhrif á greiðslubyrði af útistandandi skuldum. Að auki hefur velta á skuldabréfamörkuðum verið það lítil að torveldað hefur verðmyndun, m.a. vegna mikillar tregðu hins opinbera við að gefa út ríkisverðbréf til að tryggja skilvirka verðmyndun á skuldabréfamarkaði sem er ein af grunnforsendum þess að peningastefnan virki sem skyldi. Ætla má að vandinn ágerist þegar innlendar efnahagsaðstæður eru orðnar mjög frábrugðnar því sem gerist í helstu viðskiptalöndum og vaxtamunur því mikill, sem ýtir undir fjármagnshreyfingar tengdar vaxtamun.¹¹

Lengst af hefur þó verið talið að miðlun peningastefnunnar um gengisfarveginn væri bæði sterk og tiltölulega fyrirsjáanleg. Mikið hefur hins vegar skort á þetta undanfarin ár og hið sama gildir raunar um aðra miðlunarfarvegi peningastefnunnar. Í kjölfar gjaldeyriskreppunnar hafa tengsl stýrivaxta og gengis krónunnar rofnað að nokkru leyti.

Miklar sveiflur í einkaneyslu má að hluta skýra með því að miðlunarferli peningastefnunnar hafi verið veikt og illa fyrirsjáanlegt. Ef miðlun peningastefnunnar um gengisfarveginn er mjög skrykkjótt er það sérstakt áhyggjuefni í litlu opnu hagkerfi þar sem verðlagsáhrif gengisbreytinga eru mjög sterk (stundum kallað gengisleki, e.

¹⁰ Niðurstöður Þórarins G. Péturssonar (væntanleg grein) benda til þess að gengissveiflur séu meiri en skýra megi með breytingum í efnahagslegum grunnþáttum og að þessar umframsveiflur í gengi gjaldmiðla minnki við aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu. Niðurstöður hans benda hins vegar ekki til þess að upptaka verðbólguþröskulmiðs auki umframsveiflur í gengi gjaldmiðla. Þessar niðurstöður benda sterklega til þess að sveigjanlegt gengi mildi ekki endilega hagsveiflur heldur geti einnig verið sjálfstæð uppspretta sveiflna. Því er ekki augljóst að hagsveiflur aukist á Íslandi við inngöngu í myntbandalag.

¹¹ Sjá t.d. umfjöllun í grein Þórarins G. Péturssonar (2008).

exchange rate pass-through).¹² Miklar og ófyrirsjáanlegar sveiflur gengis leiða til þess að verðbólga verður einnig mjög breytileg. Þess er þá ekki að vænta að hægt sé að halda verðbólgu að meðaltali nálægt svipuðu markmiði og í helstu viðskiptalöndum, t.d. 2,5%, án þess að verðhjöðnunar gæti af og til.¹³ Þar sem efnahagsleg rök eru fyrir því að langvarandi verðhjöðnun geti jafnvel verið skaðlegri en verðbólga gæti það leitt til sterkari viðbragða gegn hugsanlegri verðhjöðnun en gegn því að verðbólga aukist umfram markmið.¹⁴ Sé tilhneiging til þess að bregðast sterkar við umtalsverðum undirskotum leiðir það til þess að verðbólguvæntingar verða hærri en verðbólgu markmiðið, sem aftur leiðir til launaþróunar sem ekki samrýmist markmiðinu. Þá verður verðbólga því að meðaltali meiri og kaupmáttur gjaldmiðilsins rýrnar til lengri tíma lítið.

Reynsla af nýlegri fjármála- og gjaldeyriskreppu varpar einnig nýju ljósi á spurninguna um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði. Fram til þessa hefur verið gengið út frá því að gjaldeyriskreppur séu afurð brostinnar fastgengisstefnu. Reynsla Íslands sýnir hins vegar að sveigjanleg gengisstefna útilokar alls ekki gjaldeyriskreppur, a.m.k. þegar um er að ræða lítið opið hagkerfi með stórt fjármálakerfi. Þvert á móti virðist reynsla Íslands benda til þess að smæð gjaldmiðlasvæðis miðað við fjármálakerfi lands geti í sjálfri sér valdið óstöðugleika í fjármálakerfinu sem síðan leiði af sér gjaldeyriskreppu.¹⁵

Líklegt er að framkvæmd peningastefnu á grundvelli verðbólgu-markmiðs verði ávallt torveldari í mjög litlu og opnu hagkerfi eins og hinu íslenska.¹⁶ Ýmis rök benda til þess að framtíðarhagsmunir Íslands séu því betur tryggðir með aðild að gjaldmiðlabandalagi en sjálfstæðri peningastefnu og að millimarkmið á borð við fastgengisstefnu verði stöðugt berskjaldaðri í hagkerfum nútímans. Reynsla Íslands og annarra bendir ekki til þess að fastgengisstefna af því tagi sem hér var rekin áður en verðbólgu markmiðið var tekið upp sé vænleg til árangurs. Fljótandi gengi (ásamt varaúrræðum til að verja innlendan þjóðarbúskap fyrir utanaðkomandi áhrifum), aðild að gjaldmiðlabandalagi, eða í framtíðinni jafnvel einhliða upptaka annars gjaldmiðils, virðast því vera þeir kostir sem koma til greina. Um þetta verður fjallað nánar í væntanlegri skýrslu Seðlabankans. Við skilyrði fljótandi gengis virðist verðbólgu markmið, með mögulegum

¹² Niðurstöður Þórarins G. Péturssonar (2008) benda til þess að gengisleikinn sé mjög hár hér á landi í samanburði við önnur lönd. Fjöldi rannsókna sýnir að hár gengisleiki er nátengdur skorti á trúverðugri peningastefnu, sjá t.d. Taylor (2000).

¹³ Í yfirlýsingunni frá 2001 er ekki talað um meðaltal heldur að verðbólga sé „að jafnaði“ því sem næst 2,5%.

¹⁴ Á hinn bóginn ætti útbreidd verðtrygging að draga úr kostnaði sakir verðhjöðunar hér á landi.

¹⁵ Sjá Buitter og Sibert (2008)

¹⁶ Sbr. niðurstöður Hunts (2006) og Þórarins G. Péturssonar (2008).

endurbótum, vera heppilegasta fyrirkomulag peningamála, annaðhvort sem úrræði til frambúðar eða til bráðabirgða, meðan verið er að undirbúa aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu eða aðrar leiðir. Um leiðir til að bæta fyrirkomulag verðbólguþéttis í peningastjórnun er fjallað í Kafla 8 hér á eftir.

4 Samspil peningastefnu og efnahags- og fjármálastefnu hins opinbera

Peningastefna á grundvelli verðbólguþéttis felur í sér að sjálfstæðum seðlabanka sé falið að beita stýrivöxtum til að ná tilteknu verðbólguþétti. Krafa um að seðlabanki nái því þétti er í sjálfu sér óháð stefnunni í opinberum fjármálum. Fjármálastefna hins opinbera getur hins vegar stutt við peningastefnuna og dregið úr neikvæðum hliðaráhrifum aðhaldssamrar peningastefnu með því að leggja á sveif með henni. Því er afar mikilvægt að framkvæmd stefnunnar í fjármálum hins opinbera sé í sem bestu samræmi við verðbólguþéttið og að pólitísk stjórnvöld sýni í öllum orðum og gjörðum að verðbólguþéttið sé einnig þeirra markmið.

Verulega hefur skort á að efnahagsstefna stjórnvalda á undanförunum árum væri rekin með það í huga að forðast að leggja of þungar byrðar á peningastefnuna og þar með ýmis neikvæð hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu. Afgangur á rekstri hins opinbera er ekki trygging fyrir því að aðhald opinberra fjármála sé fullnægjandi. Betri mælikvarði á aðhaldsstig opinberra fjármála er hvort skattar séu hækkaðir eða lækkaðir eða hvort dregið sé úr útgjöldum eða þau aukin (sjá t.d. Kaminsky, Reinhart og Végh, 2004). Samkvæmt báðum þessum mælikvörðum var aðhaldi opinberra fjármála á Íslandi mjög áfátt á árunum 2003–2007. Tekju- og neysluskattar voru lækkaðir verulega á sama tíma og útgjöld jukust umtalsvert á heildina litið. Á sama tímabili var fjárfest gríðarlega í orku- og álverum. Hið opinbera skilaði hins vegar töluverðum afgangi því að tekjustofnar bólgnuðu út í ofþenslunni.

Auk þess sem aðhald í opinberum rekstri var ófullnægjandi miðað við ytri aðstæður varð tvennt til þess að auka enn frekar á vandann: Innlendu viðskiptabönkunum var gert kleift að vaxa nánast óheft frá árinu 2003 og opinbert lánsframboð til íbúðarkaupa var aukið verulega. Jafnframt voru gerðar breytingar á íbúðalánakerfinu sem stuðluðu að lækkun vaxta. Hið aukna framboð var niðurgreitt með vaxtabótum hins opinbera.

Hinar miklu framkvæmdir á árunum 2004–2007 voru einnig einstakar í hagsögu Íslands. Fjárfesting í orku- og álverum nam 10½–12½% af landsframleiðslu á árunum 2005 og 2006 og á tímabilinu sem meginframkvæmdirnar stóðu yfir, þ.e.a.s. 2003–2007, nam þessi

fjárfesting u.þ.b. 47% af landsframleiðslu ársins 2003. Þessar miklu framkvæmdir voru að mestu leyti fyrirséðar. Því má segja að einstakt tækifæri hafi verið til mótvægisáðgerða af hálfu hins opinbera til að draga úr óæskilegum hliðaráhrifum sem líklegt var að fylgdu ef eingöngu yrði treyst á peningastefnuna til þess að veða á móti áhrifum framkvæmdanna á innlenda eftirspurn, eða jafnvel lítið á nánast fordæmislausu eftirspurn og hækkun á verðgildi eigna sem æskilega með hliðsjón af „nýjum undirstöðum efnahagslífsins“.

Mótvægisáðgerðir stjórnvalda beindust einkum að aðhaldi í fjárfestingu hins opinbera. Hún breyttist þó tiltölulega lítið miðað við landsframleiðslu á framkvæmdatímanum. Aðhald í opinberri fjárfestingu var því engan veginn nógu mikið til þess að veða á móti örvandi áhrifum skattalækkana, auknum útlánnum Íbúðalánasjóðs og útlánaþenslu bankanna. Ákvörðun ríkisstjórnarinnar árið 2004 um að hækka hámarkslán og leyfileg veðhlutföll Íbúðalánasjóðs átti líklega töluverðan þátt í því að magna upp húsnæðisbóluna sem var í uppsiglingu. Eindregið var varað við þeirri ákvörðun í greinargerð Seðlabankans (2004). Reynsla fortíðarinnar er því ekki endilega sönnun þess að verðbólgaþrátt hafi verið óheppilegt sem slíkt, heldur vísbending um að brýnt sé að samþætta markvisst peningastefnu, stefnu í ríkisfjármálum og umgjörð og regluverk fjármálamarkaða.

5 Hnókrar á miðlun peningastefnunnar á Íslandi

Forsenda þess aðsjálfstæð peningastefna beri árangur er að stýrivaxtabreytingum sé miðlað frá skammtímamarkaðsvöxtum til annarra vaxta og að lokum raunhagkerfisins á sæmilega kerfisbundinn og fyrirsjáanlegan hátt. Nokkuð hefur skort á að svo hafi verið undanfarin ár og í kjölfar banka- og gjaldeyriskreppunnar gengu flestar miðlunarleiðir meira og minna úr skorðum. Vandann má greina í nokkra þætti:

- Einkenni innlendra fjármálamarkaða er að þeir eru afar grunnir, þ.e.a.s. viðskipti eru t.d. fremur lítil í ýmsum flokkum skuldabréfa. Á grunnnum mörkuðum getur verðmyndun verið óstöðug. Að sumu leyti er hér um að ræða vanda sem stafar af smæð þjóðarbúskaparins og því erfitt að leggja fram fullnægjandi tillögur til úrbóta. Afgangur á rekstri ríkissjóðs í góðærinu leiddi til þess að vandinn ágerðist verulega á undanförunum árum vegna ófullnægjandi framboðs ríkistryggðra skuldabréfa, sem jafnan eru kjölfesta djúpra skuldabréfamarkaða og grunnurinn að verðlagningu annarra skuldabréfa. Seðlabankinn hefur lagt áherslu á nauðsyn þess að útgáfuáætlun ríkissjóðs taki ekki einungis mið af lánsfjárförf ríkissjóðs, heldur sé með henni einnig leitast við að viðhalda nægilega djúpum skuldabréfamörkuðum. Hjá stjórnvöldum

- Á sama tíma og framboð skuldabréfa í krónum var óeðlilega lítið var gríðarlega mikil eftirspurn eftir skuldabréfum með hærri ávöxtun en ráðandi var á skuldabréfamörkuðum þróaðra ríkja. Lágir vextir í flestum helstu löndum hins þróaða heims leiddu til aukinnar sóknar fjárfesta í fjárfestingar sem gáfu hærri vænta ávöxtun, hvort heldur um var að ræða undirmáslán eða skuldabréf hávaxtalanda, sem í mörgum tilfellum einkenndust af þjóðhagslegu ójafnvægi. Óeðlilega lítið áhættuálag á erlendum mörkuðum leiddi til þess að skammtímafjármagn streymdi inn í landið, að nokkru leyti í formi svokallaðra vaxtamunarviðskipta (e. *carry trade*) og að nokkru leyti í gegnum skammtímalántökur bankanna á erlendum fjármálamörkuðum og endurlán þeirra til innlendra aðila.¹⁷ Þessar skammtímastöður gerðu miðlun peningastefnunnar viðkvæma fyrir skyndilegum breytingum á áhættumati fjárfesta og framkvæmd hennar mun erfiðari en ella. Til þess að draga úr óæskilegum hliðaráhrifum aðhaldssamrar peningastefnu af þessu tagi hefði stefnan í opinberum fjármálum og umgjörð fjármálamarkaða þurft að vera mun aðhaldssamari, jafnvel með harkalegum inngrípsúræðum sem hefðu verið álitin mismuna innlendum fjármálafyrirtækjum. Það hefði dregið úr innlendri eftirspurn og þar með viðskiptahallanum. Einnig hefði við þessar aðstæður verið gagnlegt ef Seðlabankinn hefði haft yfir stjórn tækjum að ráða til þess að draga úr ásókn innlendra aðila án náttúrulegra gengisvarna í erlent lánsfé.
- Önnur hlið á sama teningi er að vegna lágra grunnvaxta og lítils áhættuálags á alþjóðamörkuðum gat Ísland fjármagnað gríðarlega mikinn viðskiptahalla um lengri hríð en ella hefði verið mögulegt. Fyrir vikið varð þjóðarbúskapurinn afar háður erlendu fjármagni og berskjaldaður fyrir skyndilegum breytingum á áhættuálagi og aðgangi að lausafé á markaði. Slík umskipti er afar erfitt að tímasetja, enda þótt „markaðsþurrð“ verði jafnan að minnsta kosti á tíu ára fresti.
- Framsetning peningastefnunnar (e. *communication*) getur gegnt mikilvægu hlutverki eða jafnvel verið meginþáttur í miðlun

¹⁷ Hagstætt láns hæfismat bankanna veitti þeim lengi vel nánast ótakmarkaðan aðgang að erlendu fjármagni með útgáfu skuldabréfa inn í flókna fjármálagjörninga sem byggðu á hagstæðu láns hæfismati.

hennar. Í upphafi uppsveiflunnar var framsetningunni mjög áfátt, en ýmis skref voru tekin í þá átt að bæta hana. Þannig hóf Seðlabankinn að birta stýrivaxtaspá sérfræðinga bankans á árinu 2006, sem virtist hafa tilætluð áhrif á vaxtarófið. Það hefur þó líklega dregið úr áhrifum þessara umbóta að bankastjórn Seðlabankans gerði spárnar ekki að sínum. Það kann að hafa komið í veg fyrir að birting ferilsins mótaði væntingar eins mikið og ella og styrkti þannig miðlun peningastefnunnar.

- Þegar að kreppti í hinum alþjóðlega fjármálaheimi reyndist sjálf stærð bankanna Akkilesarhæll þeirra (sjá nánar síðar), einkum í ljósi þess hve þeir voru háðir aðgangi að lausafé á markaði til skamms tíma. Þessi veikleiki gerði fjármögnun þeirra mjög erfiða, gróf undan stöðu krónunnar og veikti áhrifamátt peningastefnunnar. Þessi reynsla gefur sterklega til kynna að sjálfstæð peningastefna sé afar áhættusöm í smáríki með hlutfallslega stórt og alþjóðlegt fjármálakerfi sem þarf að reiða sig á fjármögnun í erlendum gjaldmiðli (sjá t.d. Buiters og Sibert, 2008).

6 Þáttur hinnar alþjóðlegu lausafjárgnóttar

Slakur árangur peningastefnunnar undanfarin ár verður ekki fyllilega skilinn nema í samhengi við þær sérstöku aðstæður sem ríktu á erlendum fjármálamörkuðum á mesta framkvæmdaskeiði íslenskrar hagsögu.¹⁸ Um svipað leyti og hinar miklu framkvæmdir stóðu yfir, var bönkunum gefinn laus taumur, þeir einkavæddir, skattar lækkaðir og slakað á eiginfjárkröfum til íbúðakaupa ríkti sannkölluð lausafjárgnótt á erlendum fjármálamörkuðum. Þessar aðstæður notfærðu bankarnir sér í ríkum mæli til þess að auka útlán sín bæði innanlands og utan. Lausafjárgnóttin fól í sér að hvers konar áhættuálög lækkuðu alþjóðlega, sem meðal annars auðveldaði löndum með mikinn viðskiptahalla (t.d. Lettlandi og Íslandi) að fjármagna hallann á óeðlilega lágum vöxtum. Líklegt er að samspil hinnar alþjóðlegu lausafjárgnóttar og sérstakra innlendra aðstæðna hafi leitt til þess að bit stýrivaxta Seðlabankans varð minna en ella. Þessar aðstæður breyttust síðan mjög skyndilega. Fyrstu merki þess að framboði lausafjár til innlendra fjármálafyrirtækja væru takmörk sett komu fram á árinu 2006. Árið 2007 sótti þó í sama horf og bankarnir juku verulega gengistryggð útlán til innlendra aðila, í mörgum tilvikum heimila og fyrirtækja sem ekki höfðu tekjur í erlendum gjaldmiðlum eða áhættuvarnir af öðru tagi. Líklegt er að þörf bankanna til þess að verja eiginfjárlutfall sitt hafi að nokkru ráðið þessari útlánastefnu ásamt versnandi samkeppnisstöðu þeirra gagnvart

¹⁸ Sjá umfjöllun í Arnór Sighvatsson (2007).

Íbúðalánasjóði. Hið mikla lánsfjárframboð í erlendum gjaldmiðlum dró úr áhrifum stýrivaxta og jók um leið gríðarlega gjaldmiðlaáhættu í þjóðarbúskapnum. Þjóðarbúskapurinn varð fyrir vikið mjög berskjaldaður gagnvart snöggum breytingum á erlendum fjármálaskilyrðum sem sögðu til sín þegar alþjóðlega fjármálakreppan hófst um miðbik ársins 2007.

7 Ofvöxtur fjármálakerfisins og vandi við framkvæmd peningastefnunnar

Eins og alkunnugt er stækkaði íslenska fjármálakerfið gífurlega á árunum 2003–2008. Íslensku bankarnir og fjárfestingarfyrirtæki sem þeim tengdust voru óhræddari en margir aðrir við að taka lán sem buðust á lágum vöxtum og fjárfesta m.a. í eignum á Norðurlöndunum, Bretlandi og Íslandi. Á árinu 2008 voru eignir og skuldir bankanna orðnar um tífalt virði landsframleiðslunnar og var meirihluti þeirra erlendis.

Að reka sjálfstæða peningastefnu innan lítils gjaldmiðilssvæðis með stórum fjármálafyrirtækjum ætti í sjálfu sér að vera framkvæmanlegt, hvort heldur byggt er á fræðilegri þekkingu eða reynslu annarra landa, t.d. Nýja-Sjálandi og Sviss. Eigi að síður má draga þá ályktun af þróun síðustu ára að hlutfallslega stórt fjármálakerfi geti við ákveðnar aðstæður gert framkvæmd sjálfstæðrar peningastefnu, með fljótandi gengi, afar erfiða viðfangs. Fyrir því eru nokkrar ástæður:

- Eftir því sem fjármálafyrirtæki verða stærri eykst geta þeirra til þess að taka á sig gjaldmiðlaáhættu, hvort heldur beina eða óbeina, þ.e.a.s. af völdum gjaldmiðlaáhættu lánþega. Það kann að leiða til þess að áhættuálag gengistryggðra lána minnkar, sem leiðir til aukinnar eftirspurnar eftir slíkum lánnum og þar með aukinnar gjaldmiðlaáhættu fyrir þjóðarbúið. Fyrstu umferðar áhrif þessarar þróunar er að bit stýrivaxta sljógast, vegna þess að lánþegar telja sig geta a.m.k. tímabundið komist hjá aðhaldi stýrivaxta með því að taka lán í erlendum gjaldmiðlum. Þó má ætla að mikil ásókn erlendra aðila í skuldabréf hávaxtalanda hafi gert innlendum aðilum fært að fjármagna framkvæmdir einnig í krónum á lægri vöxtum en ella. Hærri stýrivexti en ella þarf því til þess að ná fram þeim aðhaldsáhrifum sem ætlast er til, sem eykur enn frekar á tilhneigingu til töku gengistryggðra lána og á tilhneigingu til að flytja (umfram)fjármagn til Íslands. Þessar aðstæður fela ekki í sér að peningastefnan verði óvirk, heldur að miðlun hennar sé í auknum mæli beint í gengisfarveginn. Vandinn felst fyrst og fremst í því að vanmeti lánþegar gjaldmiðlaáhættu lántöku í erlendum gjaldmiðlum hefur hækkun stýrivaxta ekki jafnmikil áhrif á eftirspurn eftir lánsfé og æskilegt væri.

- Augljós ályktun af reynslu undanfarinna ára er að verði fjármálakerfið svo stórt að hægt sé að draga í efa getu seðlabanka viðkomandi lands til þess að styðja við fjármálafyrirtæki í lausafjávanda og ríkissjóðs til þess að styðja við fjármálafyrirtæki í eiginfjávanda getur það grafið alvarlega undan trausti á viðkomandi fjármálafyrirtæki. Seðlabankar hafa nánast takmarkalaus getu til þess að veita fjármálafyrirtækjum í lausafjávanda fyrirgreiðslu í eigin gjaldmiðli. Lán til þrautavara, í gjaldmiðli heimalands, eru jafnan veitt fjármálafyrirtækjum, sem uppfylla skilyrði um eigið fé, gegn traustum veðum.¹⁹ Mikill vandi er á höndum ef lausafjávandi skapast í öðrum gjaldmiðli en heimalandsins, eins og raunin var um íslensku bankana (og reyndar banka fleiri landa sem höfðu umfangsmikil viðskipti í öðrum gjaldmiðlum, sbr. gjaldmiðlaskiptasamninga helstu seðlabanka). Þegar fjármálafyrirtæki reyna að ráða fram úr slíkum lausafjávanda eru nokkrir kostir í stöðunni: Í fyrsta lagi geta þau selt erlendar eignir, í öðru lagi geta þau selt innlendar eignir, í þriðja lagi geta þau farið fram á að seðlabanki veiti þeim lausafjárþingreiðslu í innlendum gjaldmiðli og í fjórða lagi geta þau farið fram á að seðlabanki heimalandsins veiti þeim óhefðbundna fyrirgreiðslu í erlendum gjaldmiðli með því að selja þeim gjaldeyri úr gjaldeyrisforða landsins. Fyrsta leiðin getur verið torsótt ef eignir eru ekki nægilega auðseljanlegar nema með afföllum sem ganga nærri eigin fé fjármálafyrirtækisins. Leið tvö, sala innlendra eigna, leiðir til gjaldeyrisústreymis, gengislækkunar og verðbólgu auk þess sem afföll geta einnig gengið nærri eigin fé fyrirtækisins ef þarf að selja þær á skömmum tíma. Leið þrjú, hefðbundin eða óhefðbundin (til þrautavara) lausafjárþingreiðsla í innlendum gjaldmiðli, leiðir einnig til gjaldeyrisústreymis, þegar viðkomandi fjármálafyrirtæki skiptir lausafé sem aflað hefur verið frá seðlabanka umsvifalaust í erlendan gjaldeyri. Leið fjögur, að selja fjármálafyrirtæki erlendan gjaldeyri úr gjaldeyrisforða, hefur þann kost að leiða ekki til gengislækkunar, en krefst þess hins vegar, ef fjármálakerfið er orðið jafn stórt hlutfallslega og hið íslenska var orðið, að gjaldeyrisforði sé stærri en hagkvæmt er út frá kostnaðarsjónarmiði.²⁰

¹⁹ Í hinni alþjóðlegu fjármálakreppu undanfarinna missera hafa seðlabankar víða um heim þó slakað mjög á kröfum sínum um veð.

²⁰ Því hefur verið haldið fram að gjaldeyrisforði þurfi að vera jafn stór og allar skammtímaskuldbindingar fjármálakerfisins. Þegar fjármálafyrirtæki eru orðin margföld landsframleiðsla viðkomandi lands verður slík regla fjarstæðukennd. Hagnaður fjármálafyrirtækja verður til við það að veita lán til langs tíma á hærri vöxtum en viðkomandi fjármálafyrirtæki greiðir fyrir skammtímafjármögnun.

- Vaxi fjármálafyrirtæki mjög hratt getur af ýmsum ástæðum reynst vandasamt fyrir viðkomandi eftirlitsstofnanir að fylgja vextinum eftir. Samfara stækkun fjármálafyrirtækjanna undanförunum árum var einnig lögð áhersla á flókna fjármálagjörninga sem eftirlitsstofnanir höfðu ekki næga reynslu til að meta og flókið net alþjóðlegra dótturfyrirtækja og eignarhalds sem erfitt er að hafa eftirlit með án viðamikillar alþjóðlegrar eftirlitsstarfsemi. Um leið verða fjármálafyrirtæki mjög umsvifamikil á innlendum vinnumarkaði. Þau keppa við eftirlitsstofnanirnar um sérfræðinga og geta boðið mun hærri laun. Því hraðari sem vöxtur þeirra er, því erfiðara er fyrir eftirlitsstofnanir að fylgja þeim eftir. Allt innra lánaeftirlit bankanna sjálfra á jafnframt mjög erfitt með að fylgja miklum útlánavexti eftir og það kemur á endanum niður á útlánagæðum.

Regluverk Evrópska efnahagssvæðisins er beinlínis sniðið til þess að ýta undir samkeppni fjármálafyrirtækja yfir landamæri. Eftirlitskerfið hefur þó ekki náð að fylgja þessari þróun eftir. Bæði fjármálaeftirlit og innistæðutryggingarkerfi eru í höndum einstakra ríkja. Þetta getur skapað umtalsverða áhættu ef fjármálafyrirtæki nýta sér þær heimildir sem regluverkið veitir þeim til að starfa í öðrum ríkjum. Áhættan kemur þó ekki í ljós fyrir en kerfið verður fyrir alvarlegum áföllum.

8 Leiðir til úrbóta

Á þeirri vegferð sem leitt hefur til 99,95% rýrnunar íslensku krónunnar umfram þá dönsku hefur sem fyrr segir ríkt margs konar fyrirkomulag gengismála. Af því má e.t.v. draga þá ályktun að ekki sé eingöngu við fyrirkomulag gengismála að sakast heldur hafi almennt skort þann aga í hagstjórn sem þarf til þess að stefnan í peninga- og gengismálum geti skilað viðunandi árangri, hver sem hún er. Því má hugsa sér að skoða tvær meginleiðir til úrbóta: að betrubæta núverandi fyrirkomulag með umbótum sem miða að því að gera hagstjórn almennt agaðri og peningastefnuna beittari, eða að hverfa frá sjálfstæðri peningastefnu. Um síðari kostinn verður ekki fjallað ítarlegar hér, en um hann verður fjallað með ítarlegri hætti í fyrirhugaðri skýrslu Seðlabankans sem áður var getið. Hér á eftir verður fyrst og fremst fjallað um hugsanlegar breytingar á stjórn peningamála. Þær miða að því að færa

Viðskiptahugmynd banka snýst um að stýra áhættu sem í þessu felst. Almennt er talið að hið opinbera þurfi einnig að koma að þessari áhættustýringu með þjónustu seðlabanka og eftirlitsstofnana og loforðum um að stutt verði við bankana. Þessi stuðningur og sá kostnaður sem af honum leiðir er talinn réttlætunlegur vegna mikilvægis þeirra fyrir atvinnustarfsemi í landinu. Það er hins vegar erfiðara að finna réttlætuningu fyrir því að hið opinbera taki á sig mikinn kostnað vegna bankastarfsemi í öðrum löndum. Við slíkar aðstæður er því eðlilegt út frá þjóðhagslegu sjónarmiði að hindra mikinn vöxt banka erlendis.

Seðlabankanum og Fjármálaeftirlitinu fleiri vopn í hendur til þess að ná skýrari markmiðum og að gera hugsanlegar breytingar á umgjörð efnahagsstjórnar og opinberra fjármála sem gætu dregið úr hættu á því að efnahagsstjórnin leggi svo þungar byrðar á peningastefnuna að alvarlegt ójafnvægi skapist

Efnahags- og fjármálastefna hins opinbera leggist á sveif með peningastefnunni

Þótt Seðlabankanum sé í lögum falið það markmið að stuðla að stöðugu verðlagi og beri að vinna að því markmiði hver sem efnahagsstefnan í landinu er að öðru leyti, getur stefnan í opinberum fjármálum og efnahagsstefnan í heild ýmist auðveldað eða torveldað Seðlabankanum að ná markmiðum sínum og því haft áhrif á fórnarkostnað þess að ná þeim. Því er mikilvægt að pólitísk stjórnvöld á hverjum tíma geri markmið peningastefnunnar einnig að sínum. Ef vandi peningastefnunnar á Íslandi felst í því að miðlun hennar um vaxtafarveginn sé veik og miðlun um gengisfarveginn illa fyrirsjáanleg og óstöðug er augljós ávinningur af því að koma í veg fyrir að eftirspurn sé örvuð um of. Slíkri efnahagsstjórn fylgir óhjákvæmilega mikið fjármagnsinnstreymi, sem á augabragði getur snúist í andhverfu sína.

Þótt rétt sé að gera sér raunhæfar væntingar um að efnahagsstjórn sé ávallt hagað með verðbólgu­markmiðið í huga gætu ákveðnar grunnreglur við mótun stefnu í opinberum fjármálum og efnahagsstefnunnar í víðum skilningi orðið til þess að draga úr álagi á peningastefnuna. Í efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hefur t.d. verið lögð áhersla á að stjórnvöld skuldbindi sig til þess að fylgja ákveðinni stefnu í opinberum fjármálum til lengri tíma og að markmið í opinberum fjármálum séu sett fram að nafnvirði sem er í samræmi við verðbólgu­markmiðið. Í því felst raunar sjálfvirkur aðhaldsauki í opinberum fjármálum þegar verð- og launabólga reynist meiri en reiknað hefur verið með í áætlunum. Stefnan í opinberum fjármálum hefði þannig tilhneigingu til þess að leggjast á sveif með stefnunni í peningamálum. Áætlanir á grunni nafnstærða fremur en raunstærða eru vissulega erfiðar í framkvæmd við aðstæður þegar gengi sveiflast mikið, með tilheyrandi óstöðugleika í verðlagsmálum, en yrðu á móti til þess fallnar að draga úr gengissveiflum.

Auk þess að reka stefnu í opinberum fjármálum sem leggst á sveif með peningastefnunni fremur en gegn henni, geta stjórnvöld dregið úr álagi á peningastefnuna með því að skoða áhrif hins opinbera á hagsveifluna í víðara samhengi. Fleiri þættir en stefnan í fjármálum hins opinbera hafa áhrif á umhverfi peningamála, eins og reynsla undanfarinna ára sýnir glögglega. Ákvörðun um að auka framboð lánsfjár til húsnæðis­kaupa á sama tíma og ráðist var í gríðarlegar framkvæmdir og

bankakerfið einkavætt hafði að líkindum meiri áhrif á innlenda eftirspurn en stefnan í opinberum fjármálum ein og sér þegar nýliðið ofþensluskeið stóð sem hæst.

Fleiri tæki Seðlabanka til þess að hefta vöxt fjármálafyrirtækja

Ef stýrivextir Seðlabankans hafa af framangreindum ástæðum veikari áhrif á innlenda eftirspurn en æskilegt væri, gæti betri árangur við stjórn peningamála oltið á því að Seðlabankinn fái hjálpartæki í hendur til þess að styðja við vaxtastefnuna, t.d. með því að setja hraðahindranir á útlánvöxt. Seðlabankinn býr nú þegar yfir ýmsum tækjum sem hann gæti beitt í ríkari mæli eða með öðrum hætti en áður, t.d. reglur um laust fé, eigin fé og bindiskyldu, en fleiri og markvissari vopn í vopnabúri Seðlabankans gætu stuðlað að meiri árangri:

- Reglum um *laust fé* er ætlað að stuðla að því að fjármálafyrirtæki gæti tilhlýðilegrar varúðar hvað varðar hlutfall skammtímaeigna og -skuldbindinga. Hægt væri að sníða þessar reglur með þeim hætti að kröfur um laust fé aukist eftir því sem vöxtur fjármálafyrirtækja er hraðari eða starfsemi þeirra umfangsmeiri miðað við heimalandið. Reynslan sýnir að töp banka hafa tilhneigingu til að aukast þegar vöxtur fer yfir visst mark, t.d. 15%. Því kynni að vera heppilegt að vöxtur yrði háður vissum skilyrðum.
- Reglur um hámark *gírunarhlutfalls* (e. *leverage ratio*), þ.e. hlutfall eigna og eigin fjár, mætti nota til að draga úr miklum vexti og skuldsetningu fjármálafyrirtækja.
- *Bindiskyldu* hefur ekki verið beitt sem peningalegu stjórnþæki hér á landi á undanförunum árum, fremur en í öðrum þróuðum löndum. Árið 2003 var bindiskylda lækkuð og hún sniðin að fyrirmynd Seðlabanka Evrópu, með það í huga að jafna samkeppnisskilyrði innlendra fjármálafyrirtækja og erlendra keppinauta. Álitamál er hvort það hafi verið mistök, en það breytir því ekki að kerfisbundin beiting bindiskyldu sem peningapólitísku stjórnþækis getur ekki komið í stað beitingar stýrivaxta, þótt áhrifin séu í meginatriðum þau sömu: hækkun bindiskyldu hefur tilhneigingu til að draga laust fé úr umferð og hækka markaðsvexti með sama hætti og hækkun stýrivaxta. Áhrif breytinga bindiskyldu eru hins vegar lítt fyrirsjáanleg og því erfitt að ætla hversu mikið þyrfti að breyta henni til að ná fram þeirri vaxtabreytingu sem að er stefnt. Þar að auki reynist fjármálafyrirtækjum auðvelt að fara í kringum bindiskylduna, hún kemur misjafnlega niður á ólíkum fjármálafyrirtækjum og skilaboðin eru óljósari en þegar stýrivöxtum er breytt. Eigi að síður gæti hækkun bindiskyldu verið gagnlegt hliðarstjórnþæki þegar um óvenjuöran vöxt útlána er að ræða.

- Meðal þess sem kynti undir húsnæðisverðbóluna undanfarin ár var hækkun *veðhlutfalla* á árunum 2004–2005, á tímum mikillar uppsveiflu í efnahagslífinu. Það ætti að vera hægt að færa Seðlabankanum reglugerðarvald til þess að takmarka veðhlutföll þegar bankinn telur sýnileg merki þess að mikið framboð lánsfjár kyndi undir ósjálfbærri hækkun fasteignaverðs.
- Til greina kæmi að setja reglur um *gjaldmiðlaáhættu lánþega* innlendra fjármálafyrirtækja. Ör vöxtur gengisbundinna lána til innlendra aðila án gengisvarna árið 2007 átti ásamt lækkun óbeinna skatta þátt í því að kynda undir ójafnvægi í þjóðarþúskapnum og sljóvga bit stýrivaxta. Almenn gjaldmiðlaáhætta jókst fyrir vikið og á nú þátt í því að dýpka samdráttinn í kjölfar þess að bankarnir hrundu og krónan veiktist. Hægt væri að takmarka slíkar lánveitingar eða, sem er líklega heppilegra, að nota kröfur um aukið eigið fé til að hækka álag bankanna á slík lán.
- Nauðsynlegt er að Seðlabankinn fái heimild til vettvangskannana á eftirfylgd við þær varúðarreglur sem bankinn setur.

Fjármálaeftirlitið setur reglur um áhættuvegið *eigið fé* fjármálastofnana (svo kallað CAD-hlutfall). Þeim mætti einnig beita með virkari hætti, t.d. með því að kalla eftir aukinni eiginfjárbindingu ef ætla má að áhættan aukist í viðkomandi fjármálafyrirtæki. Viðmið um slíkt gætu verið aukning útlána umfram ákveðið mark, mikil útlán til áhættusamra atvinnugreina eða með veði í hlutabréfum o.fl. Sama gildir um innstæðutryggingar. Endurskoða þarf frá grunni lög um Tryggingarsjóð innstæðueigenda og fjárfesta, m.a. vegna ESB-fyrirmæla 2009/14. Til að draga úr áhættusækni fjármálafyrirtækja mætti ákveða mismunandi greiðsluhlutfall í sjóðinn eftir áhættu.

Á að stuðla að minni notkun verðtryggingar?

Verðtryggðir lánasamningar eru langt frá því að vera séríslenskt fyrirbæri og reyndar eru slíkar lánveitingar stundaðar í einhverjum mæli í flestum löndum heims. Eins og getið er hér að framan hefur útbreidd notkun verðtryggingar auðveldað lántakendum að afla lánsfjár til langs tíma á föstum raunvöxtum. Því má færa rök fyrir því að skammtímaáhrif stýrivaxta væru sterkari ef verðtrygging væri ekki jafn útbreidd og raun ber vitni. Það gæti leitt til þess að stýrivexti yrðu öflugra tæki til þess að hemja innlenda eftirspurn. Auk þess að stuðla að virkari peningastefnu myndi minni notkun verðtryggingar og gengistryggðra lána draga úr neikvæðum áhrifum á efnahagsreikning heimila og fyrirtækja þegar gengi krónunnar lækkar eða hækkar. Ávinningur þess að draga úr verðtryggingu gæti því verið nokkur. Á

móti kemur að verðtryggð langtímalán geta að því leyti verið mjög hagstæður kostur fyrir lántakendur að raungreiðslubyrði lánsins er þekkt út lánstímann. Áhætta tengd verðbólguveiflum er því minni sem kemur fram í lægri raunvöxtum að meðaltali en að jafnaði bjóðast á óverðtryggðu láni.²¹ Ennfremur eru verðtryggð lán að nokkru leyti æskilegt fyrirkomulag fyrir lífeyrissjóði sem leitast við að verja raunvirði eigna – sjóða sem oft fara með lífeyrisréttindi eigenda verðtryggðra lána. Kostur þessa blandaða kerfis er að það býður lántakendum, stofnunum og eigendum lífeyrisréttinda að miða við raunvexti.

Þótt heildarmat á kostum og göllum verðtryggingar benti til þess að gallarnir væru meiri (sem er engan veginn augljóst) er ekki þar með sagt að auðvelt sé að ná því markmiði að draga úr notkun verðtryggingar. Útbreidd verðtrygging er fyrst og fremst afleiðing langvarandi verðbólguveifla og stjórnsákvæðra vaxta á áttunda og níunda áratug síðustu aldar, sem leiddi til viðvarandi neikvæðra raunvaxta. Verðbólgan eyddi sparifé landsmanna og leiddi til þess að framboð langtímalánsfjár til fjárfestingar þvarr. Uptaka verðtryggingar var því leið til þess að auka sparnað og framboð lánsfjár og stuðla að jákvæðum raunvöxtum án þess að skammtímagreiðslubyrði yrði óbærileg. Hin leiðin, og líklega sú nærtækasta fyrir þróuð markaðshagkerfi, hefði verið að gefa vexti frjálsta, þannig að þeir réðust á markaði. Nafnvextir hefðu þá sjálfkrafa hækkað umfram verðbólgu og komið raunvöxtum í eðlilegt jafnvægisstig án þess að verðtrygging hefði þurft að verða jafn útbreidd og raun ber vitni. Sú leið var þó ekki farin, enda hefði greiðslubyrði lánþega orðið meiri hefðu raunvextir verið hækkaðir með þeim hætti.

Þrátt fyrir ýmsa kosti verðtryggingar kann að vera heppilegt að minnka umfang hennar, t.d. til þess að bæta virkni peningastefnunnar. Forsenda þess að verðtrygging minnki án lagasetningar er að kjölfesta verðbólguvæntinga til langs tíma sé traust. Að því markmiði að koma böndum á verðbólguvæntingar eru í meginatriðum tvær leiðir: að reka aðhaldssama peninga- og efnahagsstefnu sem leiðir til stöðugs verðlags nægilega lengi til þess að það hafi varanleg áhrif á verðbólguvæntingar, eða að taka upp alþjóðlegan gjaldmiðil með stöðugt innra virði og lága vexti. Síðari leiðin er að sjálfsögðu mun fljótlegri og líklega sársaukaminni.

Verði verðtrygging gerð óheimil með lagasetningu þegar verðbólguvæntingar eru enn ótamdar er hætt við að það hefði í för með sér skert framboð lánsfjár til langs tíma sem gæti aukið enn frekar á samdrátt í þjóðarbúskapnum. Ólíklegt er að umtalsverður hluti útistandandi verðtryggðra skulda yrði endurfjármagnaður í kjölfar

²¹ Sjá t.d. umfjöllun í grein Ásgeirs Daníelssonar (2009).

slíkrar lagasetningar, enda líklegt að greiðslubyrði óverðtryggðra lána yrði meiri, einkum framan af. Það stafar af því að kaupandi skuldabréfs tekur á sig verðbólguáhættu sem hann fær bætt í hærri ávöxtunarkröfu. Að auki er ósennilegt að jafn langur lánstími verði í boði og almennt gildir um verðtryggð lán. Þau langtímalán sem yrðu í boði væru því líklega eingöngu með breytilegum vöxtum eða með ákvæðum um reglubundna endurskoðun vaxta. Lánakjör slíkra lána myndu því í meginatriðum þróast í takti við verðbólguþróunina með sama hætti og um verðtryggt lán væri að ræða. Meginmunurinn fælist í jafngreiðsluformi verðtryggðra lánsins þar sem verðbólguaukanum er dreift yfir allar útistandandi greiðslur lánsins á meðan verðbólguaukinn kæmi strax fram í aukinni nafngreiðslubyrði óverðtryggðra lánsins. Líklegt er að sumir skuldarar sæju kosti við fyrra form aðlögunar greiðslubyrði að aukinni verðbólgu en aðrir skuldarar álitu aftur á móti seinna form aðlögunarinnar heppilegra.

Afnám verðtryggingar með lagasetningu er því ekki líklegt til að auka virkni peningastefnunnar umtalsvert og gæti haft skaðleg áhrif á efnahagsbatann yrði slíkum úrræðum beitt áður en verðbólguvæntingar hafa fengið næga kjölfestu. Sé skynsamlegri peningastefnu beitt til lengri tíma ætti það hins vegar að draga úr verðtryggingu og gera hana þannig skilvirkari.

Á að breyta verðbólguþéttun?

Þau rök hafa heyrst að 2,5% verðbólguþéttun sé of lágt vegna þess hve verðbólga er sveiflukennd á Íslandi, m.a. sökum óstöðugs gengis. Því hefur jafnframt verið haldið fram að hærra þéttun yki líkur þess að þéttunin yrði náð og þar með trúverðuleika þéttunnar. Þessi sjónarmið byggja á líkindum á þeim rökum að vegna þess að verðhjöðnun geti verið enn óæskilegri en verðbólga leiði viðleitni til þess að koma í veg fyrir verðhjöðnun til þess að undirskot séu fátíðari og minni en yfirskot.²² Eins og áður hefur komið fram má á móti halda því fram að í jafn opnu og litlu hagkerfi og því íslenska stafi mun minni hætta af tímabundinni verðhjöðnun en í stærri þjóðarbúum. Hagvöxtur á Íslandi hefur jafnan verið drifinn áfram af útflutningi, sem verðhjöðnun örvar fremur en letur. Vegna þess hve gengisbundnar og verðtryggðar skuldir vega þungt héraðs er skaðsemi verðhjöðnunar, t.d. í kjölfar viðvarandi gengishækkunar, einnig minni. Verðhjöðnun hefur jákvæð áhrif á efnahag heimila og fyrirtækja vegna þess að skuldir þeirra lækka í innlendum gjaldmiðli.

Yrði verðbólguþéttunin hækkað í t.d. 4%, myndi það umsvifalaust auka verðbólguvæntingar og hækka langtímaþéttun sem því nemur. Nafnávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa myndi því hækka. Hærri

²² Vegna þess að þéttun verða vart lægri en núll gæti langvarandi verðhjöðnun leitt til þess að raunþéttun hækki þótt vaxtastigið sé mjög lágt.

nafnvextir leiða til þyngri skammtímagreiðslubyrði og myndu því líklega auka vægi verðtryggðra útlána. Hafi verðbólguvæntingar verið hærri en verðbólguþéttun fyrir breytingu gætu áhrifin þó orðið minni.

Hættan er á að með hækkun verðbólguþéttunar yrði grafið enn frekar undan trúverðugleika peningastefnunnar og verðbólguþéttunar til lengri tíma með slíkri breytingu. Með henni væru gefin þau skilaboð að verðbólguþéttunin verði ávallt breytt þegar á bjátar og erfitt reynist að ná markmiðinu. Reynsla Brasilíu af hækkun verðbólguþéttunar fyrr á þessum áratug er gott dæmi um þetta: rannsóknir sýna að stýrivextir hafa þurft að vera töluvert hærri en ella vegna þessarar breytingar. Svipaðar afleiðingar virðist mega sjá í Tyrklandi eftir endurskoðun verðbólguþéttunar þar í landi á síðasta ári.

Hækkun verðbólguþéttunar væri því mjög varhugaverð aðgerð, sérstaklega í ljósi þess að töluvert skortir á trúverðugleika peningastefnunnar. Hún kynni því að auka enn á viðvarandi verðbólguvanda.²³ Hún felur einnig í sér yfirlýsingu um viðvarandi virðisryrnun íslensku krónunnar gagnvart gjaldmiðlum helstu viðskiptalanda, sem öll yrðu með mun metnaðarfullri markmið í verðlagsmálum.²⁴ Möguleg innganga í Efnahags- og myntbandalag Evrópu yrði jafnframt erfiðari. Standi vilji til þess að sækja um aðild að Evrópusambandinu væri þvert á móti eðlilegt að lækka verðbólguþéttunina í „minna en 2% en nálægt því“, sem er verðbólguþéttun Seðlabanka Evrópu, um leið og tekin yrði upp viðmiðun við hina samræmdu vísitölu neysluverðs (HICP), eins og fjallað er um síðar.

Á að fjölga markmiðum peningastefnunnar?

Sumir hafa talið að breyta þurfi lögum bankans þannig að hann horfi ekki eingöngu á verðbólgu við ákvarðanir sínar heldur einnig á aðra þætti, svo sem hagvöxt, atvinnu o.s.frv. Að vissu leyti er þetta afturhvarf til umræðu sem í meginatriðum var leidd til lykta innan hagfræðinnar fyrir tveimur áratugum. Niðurstaða þeirrar umræðu var að peningastefnan hafi í meginatriðum eingöngu yfir einu stjórnstærð að ráða og geti því eingöngu náð einu markmiði til lengri tíma. Í ljósi þess að peningastefnan getur eingöngu haft áhrif á nafnstærðir (t.d. verðbólgu, nafngengi og nafnvexti) til lengri tíma en ekki raunstærðir (t.d. hagvöxt, atvinnu og raunvexti) þótti blasa við að þetta eina

²³ Fjöldi rannsókna gefur til kynna að tiltölulega hófleg mæld verðbólga geti verið í ágætu samræmi við verðstöðugleika vegna mæliskekkna í þeim verðvísitölum sem notast er við.

²⁴ Algengast er að verðbólguþéttun sé á bilinu 2–3%. Þannig er t.d. markmið ECB að verðbólga sé undir en nálægt 2% og markmið Englandsbanka 2%. Sjá Þórarinn G. Pétursson (2004).

markmið ætti að vera verðstöðugleiki. Það var jafnframt niðurstaðan að allar tilraunir til að ná fleiri markmiðum yrðu eingöngu til þess fallnar að grafa undan peningastefnunni sem á endanum myndi skila verri árangri en ella, sbr. þróun efnahagsmála á áttunda og níunda áratug síðustu aldar (sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson, 2007).

Gott dæmi um þetta er t.d. Seðlabanki Nýja-Sjálands sem hafði fram að lokum níunda áratugs síðustu aldar fjölda markmiða, þ.á m. verðstöðugleika. Þrátt fyrir það var verðbólga á áttunda áratugnum að meðaltali um 10%. Eins og Don Brasch, fyrrverandi seðlabankastjóri Nýja-Sjálands, komst að orði í ræðu árið 1999, var ein meginástæða þessa lélega árangurs sú að verðstöðugleiki var bara eitt af markmiðum bankans: „Lögin sem bankinn starfaði undir kröfðust þess að hann horfði til verðbólgu, atvinnu, hagvaxtar, móðurhlutverksins og fjölda annarra góðra hluta við mótun peningastefnunnar.“ (Brasch, 1999, bls. 36). Með nýjum lögum bankans árið 1990 voru markmið hans einfölduð og verðstöðugleiki gerður að eina markmiði peningastefnunnar. Frá þeim tíma hefur árangur peningastefnu Nýja-Sjálands verið mun betri. Sambærilega sögu má segja um fjölda annarra ríkja.²⁵

Á að breyta viðmiðunarvísitölu verðbólgu markmiðsins?

Verðbólgu markmið Seðlabankans er skilgreint sem hækkun vísitölu neysluverðs um 2,5% á tólf mánaða tímabili. Við val á verðlagsvísitölu til viðmiðunar þarf að gæta nokkurra sjónarmiða. Æskilegt er að vísitalan nái til breiðs úrvals vöru og þjónustu, sem endurspeglar raunverulegt neyslumynstur almennings og að aðferðin sem beitt er við útreikning hennar njóti alþjóðlegrar viðurkenningar. Seðlabankinn hefur talið að vísitala neysluverðs, sem Hagstofa Íslands reiknar, uppfylli þessi skilyrði.

Tvenns konar breytingar koma einkum til álita: Til greina kæmi að útiloka mjög sveiflukennda liði, þætti sem háðir eru opinberum verðlagsákvörðunum og áhrif skattabreytinga. Slíkar vísitölur eru einnig reiknaðar af Hagstofunni, þ.e.a.s. svokallaðar kjarnavísitölur og fastskattavísitölur. Rökin fyrir því eru ekki síst þau að hækkun sveiflukenndra liða eins og bensínverðs, sem endurspeglar verðsveiflur á erlendum mörkuðum utan áhrifasviðs Seðlabankans, sé ekki líkleg til að hafa varanleg áhrif á verðbólgu. Slíkar verðbreytingar endurspeglar einnig breytingar á hlutfallslegu verði sem einar og sér kalla ekki á viðbrögð peningastefnunnar. Hið sama á við um breytingar á beinum sköttum sem hafa tímabundin áhrif á mælda verðbólgu. Ennfremur þurrka bæði óbeinar skattahækkanir og hækkunir bensínverðs upp

²⁵ Þetta er enn meginskoðun hagfræðinga innan háskólasamfélagsins og seðlabanka, sjá t.d. niðurstöður alþjóðlegrar ráðstefnu um árangur af verðbólgu markmiði: The 6th Norges Bank Monetary Policy Conference: Inflation Targeting Twenty Years On, Osló, 11.–12. júní 2009, væntanleg frá Cambridge University Press.

innlenda eftirspurn. Þær kalla því ekki á peningaleg inngríp. Einnig kæmi til greina að miða við vísitölu sem innheldur ekki kostnað við eigið húsnæði.

Niðurstaða Seðlabankans hvað fyrra álitaefnið varðar hefur verið að halda áfram að nota breiða vísitölu neysluverðs sem mælikvarða á árangur peningastefnunnar fremur en kjarnavísitölur. Það útilokar ekki að Seðlabankinn geti í einstökum tilvikum tekið tillit til þróunar kjarnavísitalna. Skoðanir seðlabanka og fræðimanna hvað þetta varðar eru mismunandi. Bandaríski seðlabankinn virðist t.d. hallast að viðmiðun við kjarnavísitölur (þótt reyndar hafi bankinn ekki formlegt tölusettt verðbólguþáttmið) en Seðlabanki Evrópu og flestir seðlabankar með verðbólguþáttmið miða við neysluverðsvísitölu að meðtöldum sveiflukenndu liðunum. Fyrir þeirri afstöðu má meðal annars færa þau rök að við sumar aðstæður geti mikil hækkun sveiflukennra liða, t.d. orku- eða matvælavæðs, leitt til annarrar umferðar verðbólguáhrifa, t.d. vegna áhrifa á launþróun, sem æskilegt er að seðlabankar bregðist við. Í hve ríkum mæli þetta sjónarmið á rétt á sér getur m.a. oltið á eiginleikum vinnumarkaðar á viðkomandi gjaldmiðilssvæði.

Varðandi síðara álitaefnið, hefur Seðlabankinn verið þeirrar skoðunar að æskilegt sé að taka áfram tillit til eigin húsnæðis við útreikning þeirrar vísitölu sem verðbólguþáttmið tekur mið af. Rökin fyrir því eru einkum þau að kostnaður við eigið húsnæði er mjög mikilvægur þáttur í útgjöldum íslenskra heimila, því að u.þ.b. 85% íslenskra heimila búa í eigin húsnæði, en leigumarkaður er mjög takmarkaður. Að auki sveiflast verðbólga meira ef hún er mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðis (eða samræmdu vísitölunni, sem ekki tekur tillit til kostnaðar við eigið húsnæði, en áform eru uppi um að gera það í framtíðinni) en ef miðað er við vísitöluna í heild. Það má líklega rekja til þess að áhrif gengisbreytinga og fasteignaverðs vegast nokkuð á í vísitölunni. Að lokum eru það sterk rök fyrir því að halda áfram að miða við vísitölu neysluverðs að verðtrygging á Íslandi miðast almennt við þá vísitölu. Ef viðmiðunarvísitölu verðbólguþáttmiðsins yrði breytt væri æskilegt að á sama tíma yrði viðmiðunarvísitölu verðtryggingar nýrra skuldbindinga breytt.

Þrátt fyrir þann galla hinnar samræmdu neysluverðsvísitölu Evrópska efnahagssvæðisins að ná ekki til eigin húsnæðis gæti tvennt mælt með notkun hennar hér á landi. Í fyrsta lagi er vísitalan reiknuð samkvæmt fjölbjódlegri aðferðafræði. Hún er því betur varin fyrir tilraunum hagsmunaafila til þess að hafa áhrif á útreikning hennar. Í öðru lagi taka skilyrði Maastricht-sáttmálans mið af samræmdu vísitölunni. Verði aðild að Evrópusambandinu samþykkt í þjóðaratkvæðagreiðslu væri eðlilegt að taka mið af samræmdu vísitölunni við móttun peningastefnunnar.

Á að beita gjaldeyrisinngrípum í auknum mæli?

Árið 2001, fyrst eftir að krónan var sett á flot, beitti Seðlabankinn umtalsverðum inngrípum í því skyni að styrkja gengi krónunnar sem lækkaði verulega á fyrstu mánuðum flotgengis. Eftir það beitti bankinn ekki inngrípum fyrr en eftir fall bankanna í október 2008, fyrir utan regluleg kaup á gjaldeyri í því skyni að byggja upp á ný gjaldeyrisforða sem hafði rýrnað umtalsvert á árinu 2001. Ástæða er til að íhuga hvort meiri íhlutun á gjaldeyrismarkaði hefði verið til bóta fyrir framkvæmd peningastefnunnar.²⁶ Þær rannsóknir sem gerðar voru á inngrípum Seðlabanka Íslands árið 2001 benda reyndar til þess að þær hafi ekki verið sérlega áhrifamiklar.²⁷

Til greina kæmi að beita inngrípum þegar gengi krónunnar víkur verulega frá því sem talið er samrýmast undirliggjandi efnahagsþróun. Þegar litið er yfir farinn veg koma helst tvö tímabil inngrípa til greina: kaup á gjaldeyri þegar krónan var sem sterkust árið 2005 og sala á gjaldeyri þegar hún hafði lækkað mikið í mars árið 2008.

Tvennt hefði mögulega áunnist með gjaldeyriskaupum árið 2005. Krónan hefði veikst a.m.k. tímundið, sem hefði stuðlað að bættri samkeppnisstöðu útflutningsgreina, og Seðlabankinn hefði getað aukið gjaldeyrisforðann til þess að búa í haginn fyrir líklega lækkun krónunnar síðar og til þess að mæta stækkun og vaxandi erlendri starfsemi bankanna. Umtalsverð gjaldeyriskaup hefðu hins vegar aukið laust fé í umferð, sem án gagnaðgerða hefði ýtt enn frekar undir eftirspurn og verðbólgu. Gjaldyriskaupin hefðu því þurft að vera stýfð, þ.e.a.s. þeim hefði þurft að fylgja eftir með útgáfu innstæðubréfa í því skyni að þurrka upp laust fé í umferð. Stýfing hefur þó tilhneigingu til að ýta upp vöxtum og þar með vaxtamun, sem stuðlar að auknu gjaldeyrisinnstreymi. Því er ólíklegt að gjaldeyriskaup leiði til varanlegrar gengislækkunar. Gjaldyrisforði Seðlabankans hefði þó stækkað, en á móti hefði hluti útgefinna innstæðubréfa getað ratað í hendur erlendra aðila.

Ólíklegt er að inngríp á gjaldeyrismarkaði árið 2008, í því skyni að styðja við krónuna, hefði skilað nema mjög skammvinnum árangri, jafnvel þótt Seðlabankinn hefði haft yfir mun stærri gjaldeyrisforða að ráða. Lausafjárvaldi bankanna í erlendum gjaldmiðlum var stærri í sniðum en svo að það væri á færi Seðlabankans að leysa hann eða verjast áhrifa hans á gjaldeyrismarkaði.

Í landi þar sem fjármagnshreyfingar eru óheftar og fjármálakerfið stórt er ólíklegt að inngríp á gjaldeyrismarkaði geti bætt til muna

²⁶ Seðlabanki Nýja-Sjálands breytti nokkuð yfirlýstri stefnu sinni að þessu leyti árið 2007. Markmið bankans er að kaupa eða selja gjaldeyri þegar gengi dalsins víkur langt frá því sem talið er í samræmi við undirliggjandi efnahagsforsendur til lengri tíma, en ekki endilega í því skyni að hafa áhrif á daglegar gengissveiflur.

²⁷ Gerður Ísberg og Þórarinn G. Pétursson (2003).

framkvæmd peningastefnunnar. Dæmi um inngríp í Bretlandi, Svíþjóð og Noregi á öndverðum tíunda áratug síðustu aldar eru til marks um takmörkuð áhrif inngrípa. Fljótandi gengi mun að líkindum ávallt fylgja nokkrar gengissveiflur, sérstaklega í landi eins og Íslandi þar sem hrá- og matvælaútflytningur vegur þungt, en verð þessara vara hefur tilhneigingu til að sveiflast mikið á alþjóðamörkuðum. Sveiflur í viðskiptakjörum verða því uppspretta gengissveiflna hér á landi svo lengi sem sjálfstæður gjaldmiðill er fyrir hendi. Vænlegra til árangurs er líklega að við mörkun efnahags- og fjármálastefnunnar verði tekið meira tillit til áhrifa hennar á þjóðhagslegt jafnvægi en verið hefur og að beitt verði virkara eftirliti með fjármálafyrirtækjum. Þannig mætti draga úr líkum á mjög stórum sveiflum í líkingu við þær sem hér hafa orðið á undanförunum árum.

9 Lokaorð

Að framfylgja sjálfstæðri peningastefnu á grundvelli verðbólguþolmiðs í jafn smáu hagkerfi og hinu íslenska mun að líkindum ávallt verða erfiðara viðfangs en á stærri gjaldmiðlasvæðum. Vafasamt er að landið geti talist hagkvæmt gjaldmiðilssvæði. Í ljósi þess að niðurstaða aðildarumsóknar að Evrópusambandinu eða þjóðaratkvæðagreiðslu um hana gæti eigi að síður orðið á þann veg að landið standi áfram utan Evrópusambandsins og þar með myntbandalagsins um langa hríð og með hliðsjón af því að langan tíma kann að taka að þróa annað gjaldmiðilskerfi, er mikilvægt að huga einnig að endurbótum á núverandi kerfi. Ekki virðist fýsilegt að hverfa aftur til fyrirkomulags einhliða fasts gengis í ljósi þess að stefnt er að því að afnema höft á fjármagnshreyfingar, enda annað óhugsandi í ljósi EES-samningsins. Meðan ekki hefur verið breytt yfir í annað gjaldmiðilsfyrirkomulag væri ráðlegast að efla viðbúnað Seðlabankans til þess að takmarka vöxt fjármálakerfisins og bæta framkvæmd stefnunnar í opinberum fjármálum þannig að hún styðji betur við peningastefnuna og dragi þannig úr líkum á innstreymi óstöðugs fjármagns og efnahagslegum óstöðugleika.

Heimildir

- Arnór Sighvatsson (2004). Hagkvæmt gjaldmiðlasvæði: Hversu smátt er of smátt? *Fjármálatíðindi*, 51(2), 53-65.
- Arnór Sighvatsson (2007). Að róa í hafstraumum alþjóðlegs fjármagns – Reynsla Íslands af framkvæmd peningastefnu í litlu opnu hagkerfi í hnattvæddum heimi. *Fjármálatíðindi*, 54, 56-79.
- Ásgeir Daníelsson (2009). Verðtrygging og peningastefna. *Efnahagsmál*, 1.
- Brash, D. (1999). Inflation targeting: An alternative way of achieving price stability. Ræða flutt á 50 ára afmæli Seðlabanka Filippseyja, 5. janúar 1999.
- Buiter, W.H. og A. Sibert (2008). The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas. *CEPR Policy Insight*, nr. 26, október 2008.
- Calvo, G.A. og F.S. Mishkin (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 99-118.
- Céspedes, L.F., R. Chang og A. Velasco (2004). Balance Sheets and Exchange Rate Policy. *American Economic Review*, 94, 1183-1193.
- Devereux, M.B., P.R. Lane og J. Xu (2006). Exchange Rates and Monetary Policy in Emerging Market Economies. *The Economic Journal*, 116, 478-506.
- Elekdag, S. og I. Tchakarov (2004). Balance Sheets, Exchange Rate Policy, and Welfare. *IMF Working Paper*, WP/04/63.
- Fleming, M., (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, 9.
- Gerður Ísberg og Þórarinn G. Pétursson (2003). Inngríp Seðlabanka Íslands á innlendum gjaldeyrismarkaði og áhrif þeirra á gengi krónunnar. *Peningamál*, 2003/1, 47-71.
- Gertler, M., S. Gilchrist og F.M. Natalucci (2003). External constraints on monetary policy and the financial accelerator. *BIS Working Papers* No. 139.
- Hunt, B., (2006). Simple efficient policy rules and inflation control in Iceland. Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, nr. 30.
- Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart og C. A. Végh (2004). When it rains, it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies. *NBER Working Paper* nr. 10780.
- Mundell, R., (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29.
- OECD (2006). *Economic Surveys, Iceland*. 2006/14, ágúst 2006.

- Taylor, J., (2000). Low inflation, pass-through, and pricing power of firms. *European Economic Review*, 44, 1398-1408.
- Seðlabanki Íslands (2004). Efnahagsleg áhrif breytinga á fyrirkomulagi lánsfjármögnunar íbúðarhúsnæðis. Seðlabanki Íslands, Skýrsla til félagsmálaráðherra, 28. júní 2004.
- Tobin, J., (1978). A Proposal for International Monetary Reform. *Eastern Economic Journal*, 4, 153-59.
- Þórarinn G. Pétursson (2004). Útfærsla verðbólguþröskuls víða um heim. *Peningamál*, 2004/1, 57-85.
- Þórarinn G. Pétursson (2007). Hlutverk peningastefnunnar. *Peningamál*, 2007/3, 71-75.
- Þórarinn G. Pétursson (2008). How hard can it be? Inflation control around the world. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 40.
- Þórarinn G. Pétursson (væntanleg). Does inflation targeting lead to excessive exchange rate volatility? Seðlabanki Íslands.