

Endursögn hringborðsumræðna á ráðstefnu Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands um

Macroeconomic Policy: Small Open Economies in an Era Of Global Integration

Reykjavík 28.-29. maí 1999

Þátttakendur: Jónas H. Haralz (stjórnandi), Palle S. Andersen, Ragnar Árnason, Már Guðmundsson, Þorvaldur Gylfason, Laurence Kotlikoff, Fredric S. Mishkin, J. Michael Orzag, Edmund Phelps og Kenneth Wallis.

Jónas Haralz stjórnaði umræðum. Sagði hann athyglisvert að íhuga hvernig viðfangsefni ráðstefna hafi breyst í áranna rás: Á fyrstu norrænu ráðstefnunni sem hann hafi sótt á sjötta áratugnum hafi hagvöxtur í raun verið eina þemað. Rætt hafi verið um rætur hagvaxtar, tengsl hagvaxtar og atvinnu, fjárfestingu og fjármálakerfis o.s.frv. Síðar á áttunda og níunda áratugnum hafi verðbólga verið meginþemað; hvernig hægt væri að hemja hana eða ef það tækist ekki, hvernig mætti búa við hana. Á þessari ráðstefnu megi hins vegar segja að meginþemað hafi verið hvernig viðhalda megi þeirri velmegum sem hafi áunnist. Nú sé hægt að ræða um erlend og alþjóðleg efnahagsleg viðfangsefni með sama hætti og í sömu andrá, en áður hafi umræðan að miklu leyti beinst að sérstökum einkennum Íslands. Þá hafi umræðan oft snúist um hvernig Íslendingar gætu bundist alþjóðlegum böndum og tengst löndum sem stæðu sig betur, til þess að þvinga þá til réttar breytni. Nú séu Íslendingar hins vegar í þeirri stöðu að þurfa að spyrja sig hvort þeir vilji eiga aðild að félagsskap sem gæti dregið þá niður á lægra stig.

Andersen fjallaði í inngangsorðum sínum einkum um ýmsar spurningar er lúta að einu af

meginþemum ráðstefnunnar, þ.e.a.s. hvert sé besta fyrirkomulag gengismála fyrir Ísland. Þótt hagfræðin sé þekkt sem grein þar sem erfitt sé að koma við tilraunum, taldi Andersen að líta mætti til ákvarðana Austurríkis og Sviss í gengismálum sem nokkurs konar tilraun. Löndin væru lík, t.d. að því er varðar stærð, menningu, utanríkisviðskipti (fjölbreyttur útflutningur og Þýskaland aðalviðskiptaland), sveigjanleika launa og bæði löndin hefðu mjög sjálfstæða seðlabanka. Löndin hefðu eigi að síður valið ólíka leið í gengismálum, Austurríki fast gengi gagnvart þýsku marki en Sviss sveigjanlegt gengi. Því hafi reyndar verið haldið fram að háþróaður fjármálageiri í Sviss hafi gert landið betur fallið til þess að hafa sveigjanlegt gengi, en það hafi þó ekki alltaf verið þeim í hag (sbr. 1977-78). Báðum löndunum hafi farnast álíka vel, Austurríki betur að því er áhrærir hagvöxt, en Sviss sé litið til atvinnu og verðbólgu.

Annað mikilvægt þema í erindum ráðstefnunnar sagði Andersen hafa verið mikilvægi fjármálakerfisins við val á gengisstefnu. Í því sambandi vék hann að þeirri skoðun sem fram kom í einu erinda ráðstefnunnar að Færeyingum kynni að hafa farnast betur ef þeir hefðu haft eigin gjaldmiðil. Þessu sagðist hann algerlega

ósammála. Riði fjármálakerfið til falls sé sjálfstæð peningastefna til lítils. Líta verði til eigna- og skuldahlíðar efnahagsreiknings bæði fjármálageirans og annarra geira þegar ákvörðun sé tekin um gengisstefnu. Sé stór hluti skulda og eigna fjármálageirans í erlendum gjaldmiðli er ekki víst að fjármálageirinn lifi af gengisfellingu. Oft sé því haldið fram að með sveigjanlegri gengisstefnu geti Seðlabankinn rekið sjálfstæða peningastefnu. Við aðstæður þar sem gjaldeyris- og fjármálakreppa eiga sér stað samtímis kynni slíkt sjálfstæði hins vegar að vera blekking.

Andersen vakti einnig athygli á að þótt í lögum um flesta seðlabanka séu ákvæði þess efnis að þeim beri að varðveita bæði verð- og fjármálastöðugleika virðist sem svo að gengið sé út frá því að fjármálastöðugleiki sé einungis afsprengi verðstöðugleika. Þetta taldi hann rangt. Þar sem verðbólguþáttur væri við lýði yrði að gera ráð fyrir því að þegar fjármálakreppa gangi yfir verði sá forgangur sem verðbólguþáttur hefði stundum að víkja til þess að vinna megi bug á fjármálakreppu.

Því næst ræddi *Andersen* þá spurningu hvort núverandi gengisstefna á Íslandi ætti sér framtíð. Hann taldi það óvíst. Hugsanlega myndi fækkun gjaldmiðla leiða til þess að þeir sem stæðu utan myntbandalaga verði berskjaldari en áður og neyddust því hugsanlega til að tengjast stærra gjaldmiðlasvæði vegna mikilla sveiflna í gjaldeyrisstreymi. Lönd yrðu fyrir áföllum jafnvel þótt undirliggjandi efnahagsþróun gefi engin tilfni til slíks, og rakti hann ýmis dæmi þar um. *Andersen* velti fyrir sér hvaða áhrif opinbert eignarhald fjármálastofnana á Íslandi hefði í því sambandi. Hann taldi sig ekki hafa svar á reiðum höndum, en sagðist þó frekar hallast að því að það væri ókostur.

Andersen vék því næst að sveigjanleika á vinnumarkaði og þeim áhrifum sem hann hefði á val gengisstefnu. Austurríki hefði verið nefnt sem dæmi um árangursríka aðlögun vinnmarkaðar að gengisstefnu. Hann taldi þó frekar líklegt að Austurríki væri undantekning og var svartsýnn á að tihögun gengismála hefði grundvallaráhrif á launamyndun. Að því er Ísland

áhrærði vísaði hann til athugana Seðlabankans sem sýndu að dregið hafi úr sveigjanleika nafn- og raunlauna á Íslandi í kjölfar verðbólguhjóðunar. Athuganir frá öðrum löndum bentu til sömu niðurstöðu. Þó verði að hafa í huga að mat á sveigjanleika nafnlauna byggist á gögnum frá tímabili þegar verðbólga var mun meiri. Það sé því ekki undrunarefni eins og Buitter hafi bent á að nafnlaun sýni lítinn sveigjanleika niður á við þegar verðbólga sé 30%-40%. En a.m.k. stæðu seðlabankar frammi fyrir umskiptatímabili minni sveigjanleika nafnlauna.

Kotlikoff hvatti til þess að stjórnvöld héldu öðru hverju það sem hann kallaði fjárhagslega brunnaefingu (e. financial fire drill) þar sem þau myndu ræða við helstu fjármálastofnanir og fyrirtæki um með hvaða hætti mætti verjast áföllum svo sem verðfalli sjávarafurða, hruni á bandarískum verðbréfamarkaði o.s.frv. Slík æfing myndi einnig nýtast til að móta stjórnvaldsstefnu um hvernig núverandi velferðarstig verði varið.

Már taldi mikilvægt í umræðunni um hagkvæmasta myntsvæði að gera greinarmun á milli umræðu um mismunandi sveigjanleika gengisstefnunnar og hitt hvort hafa eigi sjálfstæðan gjaldmiðil yfirhöfuð. Verði ákveðið að halda sjálfstæðum gjaldmiðli væru rök fyrir að auka sveigjanleika gengisstefnunnar. Sé fastgengisstefnu fylgt en mistakist að halda genginu stöðugu muni það hafa í för með sér mun alvarlegri fjármálakreppu en ef sveigjanlegri gengisstefnu hefði verið fylgt frá byrjun. Hann taldi að Ísland stæði í auknum mæli andspænis tveimur jaðarkostum að auka sveigjanleikann með verðbólguþáttum og auknu sjálfstæði Seðlabankans eða taka upp evru sem gjaldmiðil. Mat á kostum og göllum þessara valkosta taki að sjálfsögðu einnig til stöðu opinberra fjármála á evrusvæðinu eins og *Kotlikoff* hafi vakið máls á.

Mishkin kvaðst sammála Má um þá kosti sem Ísland stæði frammi fyrir. Annaðhvort væri að auka sveigjanleika gengisstefnunnar eða gagnstætt. Yrði fyrri kosturinn valinn stæðu menn frammi fyrir því að velja peningastefnunni aðra viðmiðun. Þetta sé erfitt í löndum þar sem verðbólguþáttur væri hátt, en Ísland sé í þeirri

stöðu, að því tilskildu að sjálfstæði seðlabankans verði tryggt, að geta tekið upp verðbólguþætti. Að taka upp annan gjaldmiðil taldi hann fyrst og fremst pólitískt úrlausnarefni. Mögulegt væri að standa utan myntbandalags og ekki augljós þörf á að taka upp evruna. Því gætu jafnvel fylgt ákveðnir kostir að standa utan myntbandalagsins. Sem dæmi nefndi Mishkin viðbrögð Ástrala við kreppunni í Asíu. Þeir hefðu kosið að aðlaga gengið í kjölfar stórfellds viðskiptakjaraskells fremur en halda fast við gengismarkmið. Þótt genginu hafi verið leyft að síga við þessar aðstæður hafi það ekki leitt til aukinnar verðbólgu, enda hafi ástralski seðlabankinn haft verðbólguþætti. Mishkin lagði áherslu á að fjárhagslegur stöðugleiki sé forsenda árangursríkrar peningastefnu. Einkum sé þetta mikilvægt í litlum opnum hagkerfum. Í því sambandi vék hann að stöðu Færeyinga og var sammála Andersen um að sjálfstæð peningastefna hefði ekki gagnast Færeyingum sökum þess hve fjármálakerfið var veikt. Hins vegar taldi Mishkin einnig að peningastefnan gæti verið afdrifarík fyrir fjármálastöðugleika. Í því sambandi tók hann dæmi um vaxtalækkun bandaríska seðlabankans haustið 1998. Hún hefði fyrst og fremst verið trygging gegn verðhjöðnun og fjármálakreppu. Taka yrði ógn sem stafar af verðhjöðnun sem jafnalvarlega og þann skaða sem hlýst af hárrí verðbólgu. Mikilvægt sé að viðmiðanir (e. nominal anchors) peningastefnunnar virkuðu í báðar áttir. Að láta sig fjármálalegan stöðugleika varða félli því í raun ágætlega að verðbólguþætti og ekki væri endilega um togstreitu á milli markmiðs um fjármálastöðugleika og verðbólguþætti að ræða.

Andersen sagðist þessu sammála og nefndi vaxtalækkun kanadíska seðlabankans sem dæmi um hvernig verðbólguþætti getur virkað í báðar áttir. Hún hafi verið rökstudd með tilvísun til hættu á verðhjöðnun. Um gengisaðlögun Ástrala sem Mishkin nefndi bætti Andersen við að þótt hún hafi ekki orðið til þess að auka verðbólgu hafi einhver tekið á sig tap vegna hennar.

Mishkin taldi að verðbólguþætti hafi hjálpað til þess að halda verðlagi í skefjum

vegna þess að væntingar hafi unnið með stjórnvöldum. Í því sambandi taldi hann bagalegt að eina akkeri peningastefnunnar í Bandaríkjunum væri Greenspan seðlabankastjóri.

Kotlikoff taldi stöðugleika í efnahagsmálum stafa mest ógn af efnahagslegri óstjórn. Hann tók Argentínu sem dæmi og benti á að þrátt fyrir myntráð héldi Argentína áfram að greiða hátt verð fyrir að viðhalda eigin gjaldmiðli í formi hárra vaxta. Taldi hann að draga mætti þann lærdóm að heppilegast væri að leggja seðlabanka Argentínu niður og laða erlenda banka til landsins (sem þeir hafa gert, benti Mishkin á). Eins og nú stendur á væri þó verðbólguþætti e.t.v. heppilegast fyrir Ísland, landið ætti að standa utan EMU þar til að aðildarlönd þess hafa náð tökum á opinberum fjármálum.

Andersen taldi að ekki mætti horfa algerlega framhjá fylgni hagsveiflna í viðkomandi löndum. Í tilfalli Argentínu kynni þessi leið e.t.v. að koma að gagni, en sé t.d. litið til Hong Kong sé ljóst að þeir hafi oft þurft að fylgja vaxta-sveiflum í Bandaríkjunum sem komi þeim að engu gagni.

Phelps sagði að mikilvægi strúktúrs hafi verið þema í verkum hans. Góð peningastefna sé nauðsynleg en ekki nægjanleg. Jafnvel í peningalausum hagkerfi gætu hlutir farið úrskæðis. Þörf væri á að gera úttekt á strúktúr íslenska þjóðarbúsins til þess að ganga úr skugga um að allar stofnanir þess vinni eins vel og hægt er. T.d. þyrftu menn að spyrja sig hvað Ísland ætli að gera til þess að hagnýta sér upplýsingabyltinguna, kvaðst ekki hafa orðið mikið var við fyrirtæki á því sviði í stuttri heimsókn sinni. Annað sem Phelps vildi leggja áherslu á var að menn skyldu varast "korporativisma" og ríkisafskipti. Að því er áhrærir hugsanlega EMU-aðild sagðist hann ekki viss hvort aðild væri heppileg fyrir Ísland. Skynsamlegt væri að bíða og sjá, enda taldi hann myntbandalagið standa frammi fyrir stórfelldum vanda á fjármálasviðinu. Ennfremur yrðu menn að íhuga afleiðingar aðildar að EMU fyrir fjármálastöðugleika. Phelps taldi sveigjanleika launa vera lykilatriði. Sveigjanleiki nafnlauna niður á við væri ekki útilokaður heldur spurning um lærdómsferil.

Þorvaldur taldi að umbætur skorti á vinnu- markaði og að vinna yrði að þeim áður en hægt væri að vinna endanlega bug á verðbólgunni. Hann var sammála Phelps um að Ísland væri ekki að nýta sér upplýsingabyltinguna nægjanlega og nefndi Skotland og Írland sem dæmi um hið gagnstæða. Þótt ákveðnar framfarir hafi orðið á því sviði hafi árangur valdið vonbrigðum, sérstaklega í ljósi þess að framleiðsla hugbúnaðar sé ekki sérlega næm fyrir staðsetningu. Ein af ástæðum þess að hann hefði áhyggjur af hollensku veikinni væri einmitt skortur á fyrirtækjum af því tagi sem Phelps nefndi. Að því er áhrærir tilhögun gengismála taldi Þorvaldur Ísland dæmi um land þar sem mismunandi stefnum hefur verið fylgt á mismunandi tímum sem allar hafi í sjálfu sér verið réttar. Gengisfellingar 7. áratugarins hafi verið nauðsynlegur liður í afnámi hafta í utanríkisviðskiptum. Á verðbólgutímum 9. áratugarins (sem að hluta stöfuðu af því að gengisfellingum 7. áratugarins var ekki fylgt eftir með nægu aðhaldi í peninga- og ríkisfjármálum) hafi hins vegar verið nauðsynlegt að festa gengið, jafnvel þótt það hefði í för með sér of hátt raungengi um tíma. Nú þurfum við hins vegar að gera upp hug okkar gagnvart Evrópusambandinu. Svo kynni að fara að Ísland yrði eina þróaða Evrópulandið sem stæði utan EMU og taldi Þorvaldur þá stöðu vandkvæðum bundna. Kvaðst hann myndu aðhyllast sveigjanlega gengisstefnu utan Evrópusambandsins ef hann tryði á getu Íslendinga til að gera nauðsynlegar umbætur að eigin frumkvæði, en hann hefði ekki mikla trú á að Íslendingum muni farnast betur við stjórn eigin efnahagsmála en löndum myntbandalagsins.

Orszag talaði um nauðsyn neytendaverndar og setningar leikreglna fyrir fjármálamarkaðinn. Skort á neytendavernd taldi hann stórt vandamál á Íslandi. Það væri tiltölulega auðvelt fyrir erlenda aðila að koma inn á íslenska markaðinn sem umboðssalar. Slíkar aðstæður gætu leitt til meiri háttar fjármálakreppu líkt og varð í Bretlandi. Hafa verði í huga að Ísland sé e.t.v. það land Evrópu sem býr við losaralegastar reglur að því er áhrærir smásölu fjármála- og tryggingarþjónustu.

Ragnar var ósammála Phelps og Þorvaldi og taldi að töluverður vöxtur hafi verið á sviði upplýsingatækni og vísaði í því sambandi til nýlegrar þróunar á íslenskum fjarskiptamarkaði. Að því er áhrærir framtíð íslensku krónunnar og bestu tilhögun gengismála á Íslandi taldi Ragnar að meta þyrfti kostina með tilliti til fleiri aðila en opinberra stjórnvalda og Seðlabankans. Hann varpaði fram þeirri spurningu hvort yfir höfuð væri þörf á miðlægu valdi til þess að ákveða hvaða gjaldmiðil eða gengi skuli nota. Hægt væri að láta heimilin og fyrirtækin ráða hvaða gjaldmiðil þau nota. Mörg fyrirtæki noti hvort eð er nú þegar fleiri en einn gjaldmiðil í sínum viðskiptum.

Már svaraði einnig orðum Phelps og Þorvalds um þróun upplýsingaiðnaðar og vísaði til upplýsinga sem Seðlabankinn safnaði um útflutning hugbúnaðar sem sýndu öran vöxt. Að því er varðar það að heimila val á milli gjaldmiðla vildi Már gera greinarmun á því að heimila val á milli erlendra gjaldmiðla og hinu að heimila t.d. viðskiptabönkum að gefa út eigin gjaldmiðla. Á hinu fyrrnefnda sá hann engin vandkvæði en af hinu síðarnefnda taldi hann ekki góða reynslu. Betra væri í tilfelli Íslands að taka upp annan gjaldmiðil fyrir landið í heild.

Jónas vakti máls á því að hvað sem liði hugsanlegri aðild að EMU gæti hún ekki komið til framkvæmda á þessari stundu. Íslendingar stæðu því frammi fyrir þeirri spurningu hvernig bregðast skuli við núverandi stöðu, hvernig skyldi verja þann árangur á næstu misserum sem náðst hefur.

Már taldi að þótt afnám krónunnar sé ekki á dagskrá nú megi gera margt til að treysta stöðuna. Til dæmis mætti setja lög er tryggðu sjálfstæði Seðlabankans. Það þyrfti að gera til þess að tryggja stöðugleika hvort heldur Ísland gerðist aðili að myntbandalagi eða ekki og væri t.d. forsenda verðbólgu markmiðs. Már taldi einnig rétt að leyfa genginu að hreyfast meira. Hann sagði genginu reyndar hafa verið leyft að hreyfast til mótvægis verðbólgu tilhneigingum að ákveðnu marki og rakti dæmi þar um. Ósamræmi gæti þó orðið milli markmiðs um lága verðbólgu og gengismarkmiðs, t.d. þegar landið

verður fyrir ytri áföllum. Verðbólgaumarkmið gæti hentað vel við slíkar aðstæður og þyrfti ekki að koma í veg fyrir að landið gerðist aðili að myntbandalaginu á síðari stigum.

Jónas spurði hvort líklegt væri að núverandi ríkisstjórn féllist á lög er tryggðu sjálfstæði Seðlabankans. Það virtist ekki vera á dagskrá hjá þeim.

Már sagði einfaldlega þurfa að sannfæra ríkisstjórnina í þessu máli.

Kotlikoff sagði vandann sem Íslendingar stæðu frammi fyrir kristallast í þeirri umræði sem farið hafi fram. Lykilspurning sé hvort þeir treysti betur utanaðkomandi aðilum eða sjálfum sér til að ráða verðbólgaustigi í landinu. Sé hið fyrrnefnda uppi á teningnum væri besta lausnin að losa sig við krónuna og taka upp evru. Á grundvelli stuttra kynna sinna af íslenskum efnahagsmálum og stefnumótandi aðilum taldi hann hins vegar Íslendinga sjálfa vera betur í stakk búna til að ráða þeim málum farsællega en myntbandalagið í sameiningu.

Wallis nefndi að eftir því sem hann vissi hefði sjálfstæði Seðlabankans ekki verið rætt í aðdraganda nýafstaðinna kosninga. Minnti hann á að það hefði ekki heldur verið gert í Bretlandi. Ákvörðun bresku ríkisstjórnarinnar að veita Englandsbanka sjálfstæði hafi komið á óvart.

Mishkin taldi hins vegar miklu skipta að undirbúa jarðveginn til að vera tilbúinn þegar réttar aðstæður sköpuðust. Englandsbanki hefði rekið kröftuga uppfræðsluherferð varðandi ávinning af verðstöðugleika, verðbólgaumarkmið og sjálfstæði seðlabanka. Í þessu fælist lærdómur fyrir Seðlabanka Íslands.

Jónas taldi að munurinn á stöðunni í Bretlandi eftir síðustu kosningar þar og á Íslandi nú væri sá að í tilfelli Bretlands hefði ný stjórn þurft að sanna að hún stæði fyrir nýrri stefnu. Þessu sé ekki til að dreifa á Íslandi þar sem sama stjórn sé við völd og á síðasta kjörtímabili.

Kotlikoff benti á að ráðstefna á Íslandi um sjálfstæði seðlabanka gæti verið gagnleg.