

*Már Guðmundsson<sup>1</sup>*

## Hágengið og hagstjórnarvandinn

*Erindi flutt á morgunverðarfundum Samtaka iðnaðarins 24. júní 2003*

Ágætu fundarmenn!

Ég vil í upphafi þakka Samtökum iðnaðarins fyrir að skipuleggja þennan fund. Umræðan um þann vanda sem við blasir í hagstjórn vegna stóriðjuframkvæmda er ákaflega mikilvæg. Það er forsenda þess að okkur takist að sigla þjóðarþúinu stóráfallalaust í gegnum þann ólgusjó sem framundan er að við greinum vandann rétt. Ef siglingarkortið og stefnan eru vitlaus er hins vegar hætt við að við steytum á skeri. Á skipi er kannski nóg að skipstjóri og stýrimenn þekki leiðina en til að áhöfnin geri ekki uppreisn er betra að hún sé einnig meðvitund um hana. Að minnsta kosti á það við í nútíma samfélagi. Þess vegna er umræðan svona mikilvæg. Þessi umræða er hvorki að hefjast á þessum fundi né mun henni ljúka hér. Hún hófst í upphafi þessa árs þegar ljóst var orðið að umtalsverð hækkun gengis á síðustu vikum síðasta árs gæti orðið viðvarandi. Í upphafi var hún á töluverðum villigötum og héldu ýmsir því fram að hækkunin væri Seðlabankanum að kenna og að hann gæti auðveldlega lagað gengið til og það jafnvel án þess að það hefði afleiðingar til lengri tíma fyrir verðbólgu markmiðið sem bankanum var sett í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og hans í mars 2001. Nú held ég að flestum sé orðið ljóst að málið er mun flóknara. Umræðan, en einnig álit OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, hefur því hjálpað til að skapa dýpri skilning.

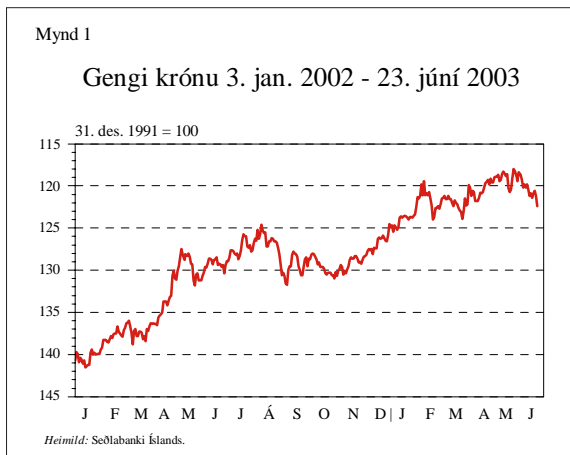
Ég ætla hér í dag að ræða einkum þann þátt þessa máls sem snýr að stefnunni í peningamálum. Það verður hins vegar ekki gert nema að fjalla einnig að einhverju leyti um heildarsamhengið og hlutverk annarrar hagstjórnar. Fyrst mun ég fara yfir hver gengisþróunin hefur verið á undanförunum mánuðum og hvar við erum stödd með tilliti til raungengis. Í framhaldi af því ætla ég að reyna að skýra hvað veldur þessari þróun með tilliti til þess sem var að gerast á þessum tíma. Það mun beina sjónum að fyrirhuguðum stóriðjuframkvæmdum og mun ég þá fjalla um efnahagsleg áhrif þeirra og einkum á raungengi krónunnar. Þá mun ég spyrja þeirrar spurningar hversu alvarleg þessi þróun er nú þegar orðin fyrir atvinnulífið og hvaða blikur kunna að vera á lofti í því efni. Þá sný ég mér að peningastefnunni og möguleikum hennar til að hafa áhrif á gengið. Að lokum fjalla ég um hvað sé best til ráða gagnvart þeim vanda sem við blasir.

### *Gengisþróunin*

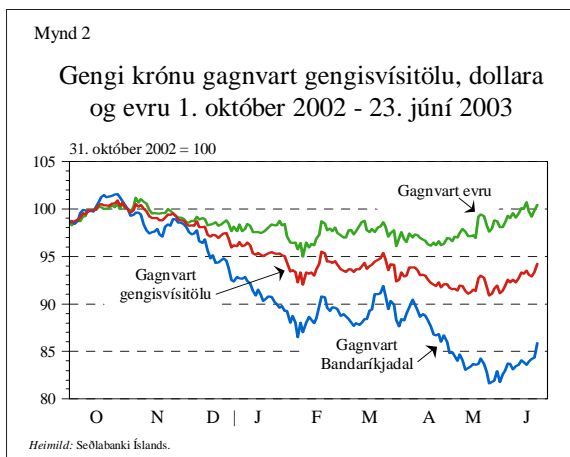
Framan af síðasta ári reis gengið eftir þá miklu dýfu sem það tók á árunum 2000 og 2001. Þessi þróun var öllum fagnaðarefni enda hafði gengið lækkað verulega umfram það sem ytra og innra jafnvægi í þjóðarþúinu krafðist til miðlungslangs tíma litið, eins og gjarnan vill verða þegar gengi fellur vegna mikils misvægis og skorts á trausti. Hefði gengið haldist svo lágt sem það var síðla árs 2001 í lengri tíma hefði það ógnað bæði verðbólgu markmiði og fjármálastöðugleika. Undir vorið 2002 var gengið orðið nálægt því sem margir töldu vera jafnvægisgengi, eða í kringum 130 m.v. gengisvísitölu. Það er hins vegar vert að undirstrika að talnlegt mat á jafnvægisgengi er á

1. Aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands. Ég vil þakka Arnóri Sighvatsyni, Ásgeiri Danielssyni, Guðmundi Guðmundssyni, Gylfa Zoega, Ingimundi Friðrikssyni, Jóni Steinssyni og Ólafi Erni Klemenssyni gagnlegar ábendingar og Elínu Guðjónsdóttur og Guðmundi Sigfinnsyni fyrir aðstoð með gögn og teikningar. Ég einn ber þó ábyrgð á efni þessa erindis.

hverjum tíma háð gífurlegri óvissu og það gæti því alveg eins hafa verið a.m.k. 5% hærra eða lægra. Margir myndu reyndar segja að óvissubilið sé mun víðara. Allavega hélst gengið á þessu bili út árið.

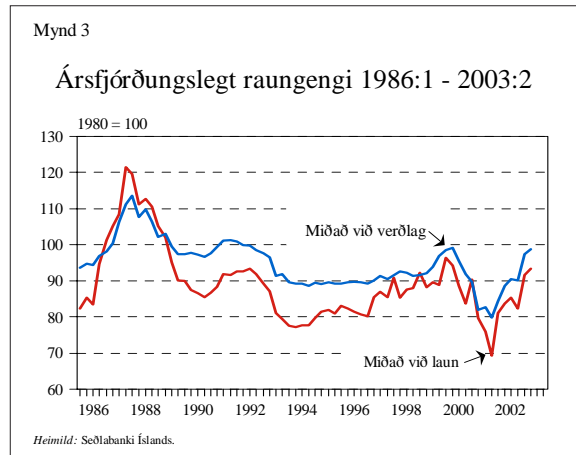


Undir lok október var gengið á svipuðu róli og um vorið og hafði sveiflast á frekar þröngu bili fyrir utan nokkra styrkingu um hásumarið. En síðan tekur gengið að styrkjast jafnt og þétt og er um þessar mundir rúmlega 6% sterkara en þá og var reyndar í síðasta mánuði um hríð um 10% sterkara en í lok október. Það er rétt að benda á að þessi þróun fer saman við mikla lækkun gengis Bandaríkjadal gagnvart evru, eða sem nemur rúmlega 15%. Þessi þróun er auðvitað algjörlega óháð innlendri efnahagsþróun og utan áhrifavalds innlendrar hagstjórnar. Hún hefur hins vegar haft það í för með sér að krónan hefur



styrkst um rúm 16% gagnvart Bandaríkjadal. Það hefur auðvitað haft töluverðar afleiðingar fyrir afkomu þeirra sem flytja út í Bandaríkjadöllum og hafa ekki notað gengisvarnir til að draga úr áhættu. Það er hins vegar athyglisvert að gengi krónunnar gagnvart evru hefur verið tiltölulega stöðugt á þessu tímabili, eins og sést á meðfylgjandi mynd, og var reyndar í gær lítilsháttar lægra en í lok október sl.

Hvert hefur þessi þróun fært raungengið, sem skiptir meira máli en nafngengið þegar við erum að velta fyrir okkur áhrifum á afkomu útflutnings- og samkeppnisgreina? Eins og sést á meðfylgjandi mynd hefur raungengið hækkað umtalsvert frá þeirri dýfu sem það tók við yfirskot gengisvísitölnunnar 2001. Á þeim ársfjórðungi sem nú er að ljúka má áætla að raungengið sé nokkuð yfir bæði 10 ára og 20 ára sögulegu meðaltali. Það er nú orðið svipað og í hátoppi síðustu uppsveiflu en sem betur fer langt fyrir neðan það sem var undir lok níunda áratugarins.



### Hvað skýrir gengishækkunina?

Hækkun gengisins hlýtur að eiga sér skýringar í breytingum eða nýjum upplýsingum sem fram komu á þessu tímabili. Þegar grannt er skoðað sýnist mér að gengishækkunin eigi rætur að rekja til þriggja þátta sem allir eru nátengdir. Í fyrsta lagi aukin traust á vöxt og stöðugleika þjóðarbúsins. Í öðru lagi væntingar vegna stóriðjuframkvæmda. Í þriðja lagi stöðutaka erlendra fjárfesta á innlendum gjaldeyrismarkaði.

Undir lok síðasta árs hafði verðbólguþröngun miðað náðst og ljóst var að viðskiptahalli var horfinn. Jafnframt fóru líkur á stóriðjuframkvæmdum Fjarðaáls

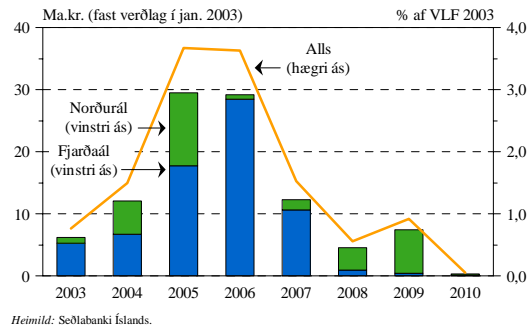
vaxandi og var það síðan staðfest snemma á þessu ári. Horfur um hagvöxt glæddust því og líkurnar á að gengi krónunnar lækkaði á ný í bráð urðu litlar. Erlendir aðilar höfðu sýnt innlendum skuldabréfmarkaði vaxandi áhuga vegna hárra vaxta en vörðu sig yfirleitt gegn gengisáhættu og skuldabréfakaup þeirra höfðu þannig ekki áhrif á gengi krónunnar. Visbendingar eru hins vegar um að eftir að ákvarðanir um stóriðjuframkvæmdir lágu fyrir hafi erlendir aðilar í auknum mæli tekið óvarðar stöður í skuldabréfum eða jafnvel farið í beina skammtímaspákaupmennsku til stuðnings krónunni. Hversu stóran þátt þetta atriði á í þróuninni er hins vegar erfitt um að segja á þessu stigi.

En hvernig og hvers vegna hafa stóriðjuframkvæmdir á næstu árum áhrif á gengi krónunnar hér og nú? Ástæðan er sú að aðilar á gjaldeyrismarkaði vita að þessum framkvæmdum mun fylgja verulegt hreint gjaldeyrissinnstreymi, þ.e. umfram það sem þarf til að fjármagna innflutning og laun til erlends vinnuafns vegna þeirra. Það stuðlar að hærri gengi þegar þar að kemur, sem hefur áhrif á gengið strax þar sem verðlagning á gjaldeyrismarkaði þegar fjármagnsflutningar eru óheftir byggist að verulegu leyti á framsýnum væntingum. Hin ástæðan er sú að vitað er að Seðlabankavextir munu hækka þegar nær líður framkvæmdunum og það endurspeglast strax í langtímavöxtum þar sem sterkt samband er á milli þeirra á hverjum tíma og væntra skammtímaxaxta. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hækkar því á langa enda markaðarins og það sogar inn meira fjármagn og hækkar gengið.

Það er því misskilningur að stóriðjuframkvæmdir geti ekki haft veruleg áhrif á gengið nú vegna þess hversu langt er í hátopp þeirra, þ.e. á árunum 2005 og 2006. Aðalatriðið í þessu sambandi er að það er vitað nákvæmlega að þessi hátoppur kemur og hvenær það verður. Auk þess verður verulegt gjaldeyrissinnstreymi vegna þessara framkvæmda þegar á þessu og á næsta ári, sérstaklega ef reiknað er með stækkun Norðuráls, eins og markaðsaðilar virðast gera enda eru þær framkvæmdir hluti af spám opinberra aðila. Áætlað hreint gjaldeyrissinnstreymi vegna Fjarðaáls og Norðuráls og tengdra virkjana eru þannig rúmir 18 ma.kr. á þessu og næsta ári samanborið við tæpa 30 ma.kr. hvort árið 2005 og 2006. Stækkun Norðuráls í þessum áfanga er hins vegar ekki í höfn og gengið gæti því lækkað ef ekki verður af henni.

Mynd 4

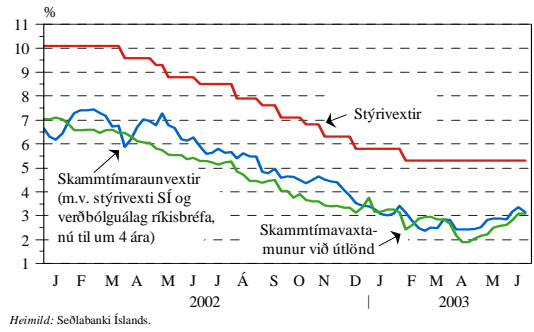
### Áætlað hreint gjaldeyrissinnstreymi vegna stóriðjuframkvæmda 2003-2010



En er ekki aðhaldssöm peningastefna meginskýringin á hækkanði gengi, eins og haldið hefur verið fram? Þegar grannt er skoðað stenst sú skýring ekki. Á því tímabili sem hér er til skoðunar hefur peningastefnan öll gengið til slökunar, eins og sést á meðfylgjandi mynd. Seðlabankavextir hafa lækkað umtalsvert síðustu mánuði og sama á við um vaxtamun gagnvart útlöndum. Að vísu hefur vaxtamunur hækkað á ný síðustu vikur vegna vaxtalækkana erlendis, en þá vikur svo við að gengi krónunnar hefur heldur lækkað, reyndar af allt öðrum ástæðum. Þá hefur bindiskylda verið lækkuð og Seðlabankinn hefur keypt umtalsverðar upphæðir af gjaldeyri í því skyni að bæta gjaldeyrisstöðu sína. Að vísu kennir bæði reynsla og fræði að áhrif slíkra gjaldeyriskaupa á gengið séu fremur skammvinn, ef einhver, en í öllu falli er ekki hægt að segja að aðgerðir bankans hafi miðað að því að hækka gengi krónunnar.

Mynd 5

### Skammtímaxvextir og vaxtamunur gagnvart útlöndum 2002-2003 (vikulegar tölur)



Í þessu sambandi er vert að minna á hvernig vaxtamunur hefur áhrif á gengið þegar fjármagnsflutningar eru óheftir. Við þær aðstæður hefur ávöxtun á innlendum og erlendum skuldabréfum tilhneigingu til að leita jafnvægis að teknu tilliti til væntra gengisbreytinga og sérstaks áhættuálags. Með öðrum orðum verða innlendir vextir jafnir erlendum vöxtum að viðbætti væntri gengislækkun innlenda gjaldmiðilsins (og áhættuálagi). Að öllu öðru óbreyttu veldur hækkun innlendra vaxta því hærra gengi nú og væntingum um samsvarandi lækkun gengisins í framtíðinni. Þetta þýðir að vaxtamunurinn þarf að vera að aukast ef hann á einn að útskýra hærra gengi, en hann hefur þvert á móti verið að fara í hina áttina mest allt þetta tímabil. Áhættuálag flækir að visu þessa mynd og með endurheimt stöðugleikans er líklegt að það hafi lækkað og vaxtamunurinn þannig orðið virkari en áður, sem að öðru óbreyttu stuðlar að hærra gengi. Þessu til viðbótar hefur vaxtamunur á langa enda markaðarins ekki lækkað í sama mæli og á stutta endanum, m.a. vegna væntinga tengdra stóriðjuframkvæmdum. Þá eru verðtryggðir langtímavextir hér á landi mjög háir í samanburði við vexti í þeim viðskiptalöndum þar sem slík bréf eru til.

Auðvitað má halda því fram með réttu að peningastefnan hafi hér átt óbeinan þátt að máli með því að stuðla að stöðugleika og auknu trausti, sem aftur skilar sér í hærra nafngengi. Ef það hefði ekki tekist er líklegt að nafngengið væri lægra en nú. En verðbólgan væri þá líka meiri og alls óvíst að raungengið væri lægra, sem er þegar öllu er á botninn hvolft það sem máli skiptir fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinarnar.

### *Stóriðjan og raungengið*

Það er mikilvægt að hafa í huga að stóriðjuframkvæmdir munu hækka raungengið. Vegna framkvæmdanna verður eftirspurn á Íslandi meiri en ella hefði orðið yfir nokkurt árabíl og það mun toga upp verðlag og laun samanborið við það sem verður í viðskiptalöndum. Peningastefnan getur ekki breytt þessu nema í skamman tíma, en hún getur hins vegar haft áhrif á það hvernig raungengishækkunin skiptist á milli nafngengishækkunar og verðbólgu umfram það sem verður í viðskiptalöndum. Áhrif peningastefnunnar á raunstærðir eins og hagvöxt, raungengi, viðskiptajöfnuð o.s.frv. endast sjaldan lengur en í

1-2 ár. Eftir það eru áhrifin einungis á verðbólgu. Þetta á við ef peningastefna er innan eðlilegra marka. Allt of slök peningastefna sem leiðir til óhóflegrar verðbólgu yfir lengra tímabil getur auðvitað dregið úr hagvexti og sama á við um allt of harða peningastefnu sem leiðir til alvarlegrar verðhjöðnunar. Sama á við ef vörn fastgengisstefnu leiðir til óhóflegra hárra raunvaxta yfir lengra tímabil, sbr. Argentínu.

Hækkun raungengis er ein af leiðum hagkerfisins til þess að skapa svigrúm fyrir framkvæmdirnar. Þessi hækkun felur því ekki í sér að gengið sé að þróast með óeðlilegum hætti og víkja frá jafnvægisgengi, a.m.k. ekki jafnvægisgengi til miðlungslangs tíma, heldur er það jafnvægisgengið sem hækkar meðan á framkvæmdunum stendur. En er þá nokkurt vandamál? Er þetta ekki bara eðlilegt gangverk markaðslögmálanna sem að lokum mun skila æskilegri niðurstöðu? Auðvitað er hægt að færa viss rök fyrir slíkri afstöðu en mitt mat er eigi að síður að hér sé um vandamál að ræða. Að mínu mati eru Íslendingar nú í fyrsta skipti í einhverjum verulegum mæli að upplifa það sem kallað hefur verið „hollenska veikin“. Hún byggist á því að fjármagnsinnstreymi og notkun takmarkaðs vinnuafis og fjármagns til þróunar nýrrar útflutningsgreinar þrengir að þeim sem fyrir eru. Vandinn er a.m.k. tvíþættur. Í fyrsta lagi er hér um tímabundna hækkun raungengisins að ræða sem þó er nægilega langvarandi til að skada talsvert núverandi útflutnings- og samkeppnisgreinar. Hættan er sú að þegar raungengið lækkar á ný hafi grundvöllur þeirra veikst svo að það taki þær töluverðan tíma að taka við sér á ný. Í öðru lagi er alltaf hættu á að gengissveiflur fari fram úr sér, bæði á uppleið og niðurleið, m.a. vegna óstöðugra væntinga. Það gæti leitt til gengiskollsteypu þegar framkvæmdum lýkur sem erfitt yrði fyrir hagstjórn að glíma við.

Spurningin er því þessi: eru til leiðir til að draga úr hækkun raungengisins á framkvæmdatímanum, án þess að fórna verðbólgu markmiði og efnahagslegum stöðugleika? Svar mitt er: já, þær eru til. Að undanförunu hafa ýmsir talsmenn Seðlabankans, en einnig Alþjóðdagjaldeyrissjóðurinn og fleiri bent á hverjar þessar leiðir eru. Þær felast ekki í því að keyra gengið niður í skamman tíma með aðgerðum í peningamálum, því að það stangast á við verðbólgu markmið og skilar ekki lægra raungengi þegar fram í sækir. Þær felast heldur ekki í því að beita fyrst og fremst aðhaldi í peningamálum, því að það stuðlar að hærra

gengi um hríð og bitnar helst á útflutnings- og samkeppnisgreinum. Nei, þessar leiðir felast í aðgerðum sem veuga á móti þeirri tímabundnu hækkun jafnvægisraungengis sem stóriðjuframkvæmdirnar hafa í för með sér. Þar blasir beint við aðhald í opinberum fjármálum og niðurskurður framkvæmda meðan á stóriðjuframkvæmdum stendur, en einnig aukið framboð á erlendu vinnuafli og öðrum framleiðsluþáttum.

Við höfum heyrt á umræðunni að undanförunu að það er vaxandi skilningur á þessu. Það er verið að ræða leiðir til að auðvelda innflutning vinnuafis meðan á framkvæmdunum stendur. Og áðan heyrðum við að fjármálaráðuneytið vinnur nú að áætlun fyrir ríkisstjórnina um mótvægisáðgerðir í ríkisfjármálum á næstu árum. Það er hins vegar ljóst að umfang þessara framkvæmda er svo mikið að ekki verður komið algjörlega í veg fyrir hækkun raungengis vegna þeirra né að Seðlabankavextir hækki. Það er því mikilvægt að útflutningsfyrirtækin búi sig undir það að raungengi krónunnar lækki ekki og geti jafnvel hækkað frekar. Það vekur þá spurningu sem ég sný mér að næst, hversu alvarleg staðan í þessum greinum er þegar orðin vegna hækkunar gengis krónunnar.

#### *Staða útflutnings- og samkeppnisgreina*

Mest hefur umræðan verið um stöðu sjávarútvegsins og því lit ég fyrst og fremst á hann. Framlegð skráðra sjávarútvegsfyrirtækja á 1. ársfjórðungi þessa árs var mun lægri en á sama tíma í fyrra, eða 24% nú í samanburði við 34% þá. Hluta þessarar þróunar má auðvitað rekja til herra gengis krónunnar, en fleiri þættir koma einnig til, svo sem eins og sérstök vandamál í rækjuíðnaði og ýsu, minni loðnuveiði en á sama tíma í fyrra og nokkur lækkun á verði sjávarafurða í erlendri mynt. Þá á fiskvinnsla við vandamál að stríða vegna tekjuskriptavanda innan sjávarútvegsins því sem hráefnisverði til fiskvinnslustöðva hefur ekki fylgt útflutningsverði afurða eftir. Raungengi krónunnar hækka líklega á bilinu 1-2% á milli fyrsta og annars ársfjórðungs og það mun rýra afkomu sjávarútvegs og annarra útflutningsgreina frekar. Á móti kemur að veiðiheimildir í þorski og fleiri tegundum aukast á nýju fiskveiðiári og því ekki víst að afkoman rýrni þegar líður á árið, eins og oft vill verða. Þá er á það að líta að árin 2001 og 2002 voru ein hin bestu varðandi afkomu í sögu sjávarútvegs. Afkoma

skráðra fyrirtækja í sjávarútvegi gæti því hæglega orðið betri í ár en á árinu 2000 svo að dæmi sé tekið. Þá er á það að líta að eiginfjárstaða skráðra sjávarútvegsfyrirtækja var rúmlega 34% í lok 1. ársfjórðungs og betri en árið áður og líklega ein hin besta um mjög langt árabíl. Sjávarútvegurinn er því betur í stakk búinn til að taka á sig sveiflur en verið hefur, sem betur fer. Það eru því miklar ýkjur að láta eins og hann sé í einhverju kaldakoli.

#### *Peningastefnan og gengið*

Verðbólguþáttur Seðlabankans þolir það að gengi krónunnar verði á næstunni eitthvað lægra en það er nú. Verðbólga er um þessar mundir nokkuð undir verðbólguþáttum bankans, en svokallaðar kjarnavísitölur eru þó nær því. Samkvæmt síðustu verðbólguþáttum bankans er gert ráð fyrir að verðbólga verði undir verðbólguþáttum bankans fram á fjórða ársfjórðung næsta árs. Síðan stefnir hún hærra, ekki vegna gengisins, heldur sakir þess að þá er gert ráð fyrir að þrýstingur vegna stóriðjuframkvæmda verði farinn að segja til sín. Gengi krónunnar var í gær að vinnu nærri 2% lægra en reiknað var með í síðustu spá bankans, en það breytir þessari mynd ekki í grundvallaratriðum.

En er þá ekki eitthvað sem Seðlabankinn getur gert til að lækka gengið? Það er mun minna en ýmsir halda. Reynslan sýnir að inngríp á gjaldeyrismarkaði sem fara ekki saman við breytingar á Seðlabankavöxtum hafa yfirleitt takmörkuð og skammvinn áhrif. Reynslu okkar á þessu sviði á undanförunum árum eru gerð ítarleg skil í grein eftir Gerði Ísberg og Þórarín G. Pétursson í fyrsta hefti *Peningamála* á þessu ári. Sama á við og af sömu ástæðum um aðgerðir eins og þær að ríkissjóður taki innlend lán til að greiða erlend. Það verður að hafa það í huga að Seðlabankinn hefur á undanförunum mánuðum keypt óhemju af gjaldeyri á markaði. Frá síðastliðnu hausti og fram til 16. maí hafði bankinn keypt gjaldeyri fyrir 18 ma.kr. Þann dag var tilkynnt að bankinn myndi auka kaup sín úr 1½ milljón Bandaríkjadala á hverjum viðskiptadegi í 2½ milljón dala. Það felur í sér að gjaldeyriskaup bankans á þessu ári verða um 42 ma.kr. miðað við að gengi krónunnar haldist eins og það var þann 19. júní. Það jafngildir öllu áætluðu hreinu gjaldeyrissinnstreymi vegna Fjarðaáls og Norðuráls og tengdra virkjana á þessu ári, því næsta og megninu af innstreymi 2005. Þrátt fyrir þetta

lækkaði gengi krónunnar ekki nema í tvo daga eftir að tilkynnt var um þessa breytingu, um samtals 1,7%, en sneri síðan til baka á ný. Það kann auðvitað að vera að þessi kaup eigi þátt í lækkun gengis krónunnar undanfarna daga, en eins og á við um önnur inngríp sem ekki fara saman við breytingar á stýrivöxtum, þá munu langtímaáhrifin verða engin.

Erfitt er að rökstyðja vaxtalækkun í ljósi síðustu verðbólguþáttar og nýjustu talna um hagvöxt á fyrsta ársfjórðungi. En það má spyrja þeirrar spurningar hvaða áhrif hún myndi hafa á gengið. Við núverandi aðstæður má færa að því rök að þau áhrif yrðu lítil sem engin svo lengi sem áfram ríkir trú á að Seðlabankinn muni gera það sem þarf til að ná verðbólgu-markmiði sínu. Ástæðan er sú að gengið er ekki hátt vegna þess að stýrivextir Seðlabankans nú eru háir, heldur vegna væntinga um að þeir verði háir í framtíðinni. Svo lengi sem þær væntingar haldast óbreyttar gerir vaxtalækkun nú lítið annað en að auka væntingar um hversu mikið vextir munu hækka síðar. Það þyrfi því að breyta þessum væntingum. Í því efni eru þrjú möguleikar.

Sá fyrsti er að markaðurinn sé að ofmeta áhrif stóriðjuframkvæmda og/eda aðra þætti í stöðu þjóðarþúsins. Þá er verkefnið að reyna að leiðrétta það. Stundum má augljóslega sjá að markaðir hafi farið fram úr sér, eins og t.d. þegar verðlagning hluta-

bréfa í Bandaríkjunum fól annaðhvort í sér mun meiri langtímahagvöxt en raunhæft gat talist eða að hagnaður stefndi með tíð og tíma í 100% af þjóðar-tekjum. Oft er hins vegar alls ekkert víst að mat „sérfræðinga“ sé betra en markaðarins. Í þessu tilfalli er ekki með neinum óbyggjandi hætti hægt að fullyrða að væntingar markaðarins séu rangar.

Annar möguleikinn er sá að Seðlabankinn gangi hreinlega gegn trúverðugleika sínum og sannfæri markaðinn um að hann muni ekki standa við verðbólgu-markmið sitt. Þegar til lengdar lætur getur Seðlabankinn jú ákvarðað verðbólgu-stigið og þar með nafngengi krónunnar. Þessi leið er hins vegar stórhættuleg þar sem árangur sem náðst hefur við að byggja upp traust á stöðugleika myndi rjúka út í veður og vind, vextir myndu stórhækka vegna aukins áhættuálags, en til lengdar myndi enginn árangur nást við að lækka raungengi. Afleiðingin yrði því fyrst og fremst aukin verðbólga.

Þriðji möguleikinn er síðan sá að sannfæra markaðinn um að það muni ekki reyna eins mikið á peningastefnuna og talið hefur verið þar sem önnur hagstjórn muni bera stærri hluta byrðanna. Til þess eru trúverðug opinber áætlun um mótvægisáðgerðir í opinberum fjármálum og áform um notkun erlends vinnuafns bestu leiðirnar.