Seðlabanki Íslands

Valkostir í gjaldmiðilsmálum

Hvað þarf að hafa í huga?

Fyrirlestur hjá félagi viðskiptagreinakennara í framhaldsskólum

4. september 2015

Þórarinn G. Pétursson

Aðalhagfræðingur Seðlabanka Íslands og nefndarmaður í peningastefnunefnd bankans

Val á gengisstefnu

Meginþættir kenningarinnar um hagkvæm myntsvæði

Kenningin um hagkvæm myntsvæði

Aðlögun þjóðarbúsins í kjölfar efnahagsáfalls

Sveigjanleg gengisstefna

- Sértækt efnahagsáfall ríður yfir
- Gengið lækkar
- Hlutfallslegt verð innlendra framleiðsluþátta lækkar
- Samdráttur atvinnu og framleiðslu verður minni

Ósveigjanleg gengisstefna

- Sértækt efnahagsáfall ríður yfir
- Gengið lækkar ekki
- Hlutfallslegt verð innlendra framleiðsluþátta breytist ekki
- Samdráttur atvinnu og framleiðslu verður meiri

Þetta er kjarni kenningar Roberts Mundell um hagkvæm myntsvæði

Samkvæmt kenningunni er aðild að myntsvæði því hentugri sem …

Tengsl hagsveiflna

- Eftir því sem efnahagsgerð og hagsveiflur eru líkari því sem er á myntsvæðinu því líklegra er að peningastefna þess henti einnig viðkomandi landi

Vinnumarkaður

- Eftir því sem innlendur vinnumarkaður er sveigjanlegri því líklegra er að hann geti tekið við af gengi eigin gjaldmiðils sem farvegur aðlögunar í kjölfar efnahagsáfalla

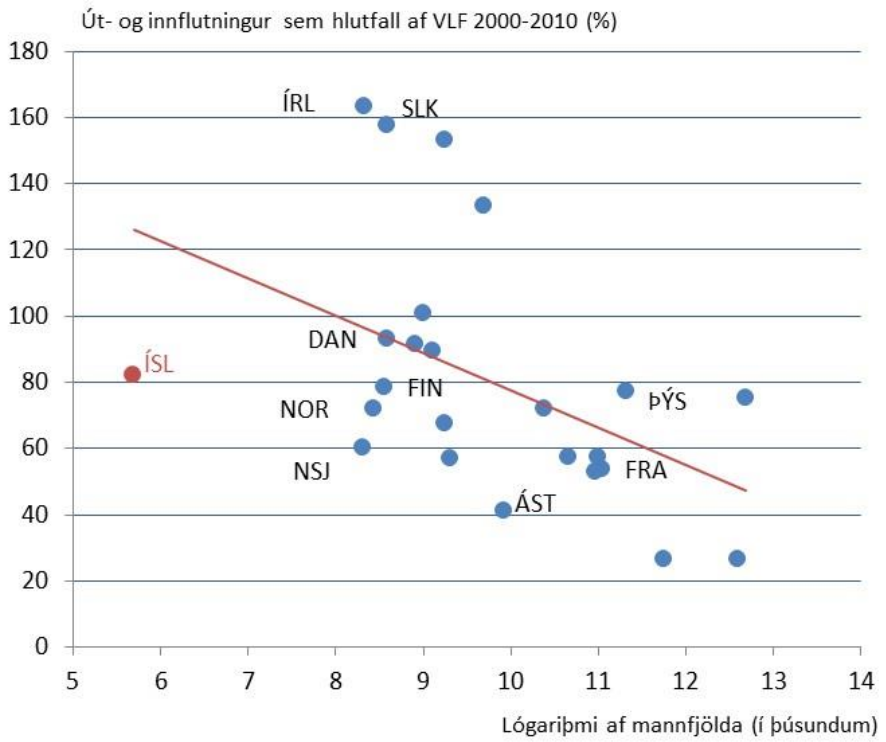
Umfang og eðli utanríkisviðskipta

- Eftir því sem umfang utanríkisviðskipta er meira og viðskipti við viðkomandi myntsvæði eru meiri því síður virka gengisbreytingar sem aðlögunartæki í kjölfar efnahagsáfalla og því dýrara er að viðhalda eigin gjaldmiðli
- Einnig líklegt að hagsveiflur verði áþekkari eftir því sem tengslin eru meiri

Vægi og samsetning utanríkisviðskipta

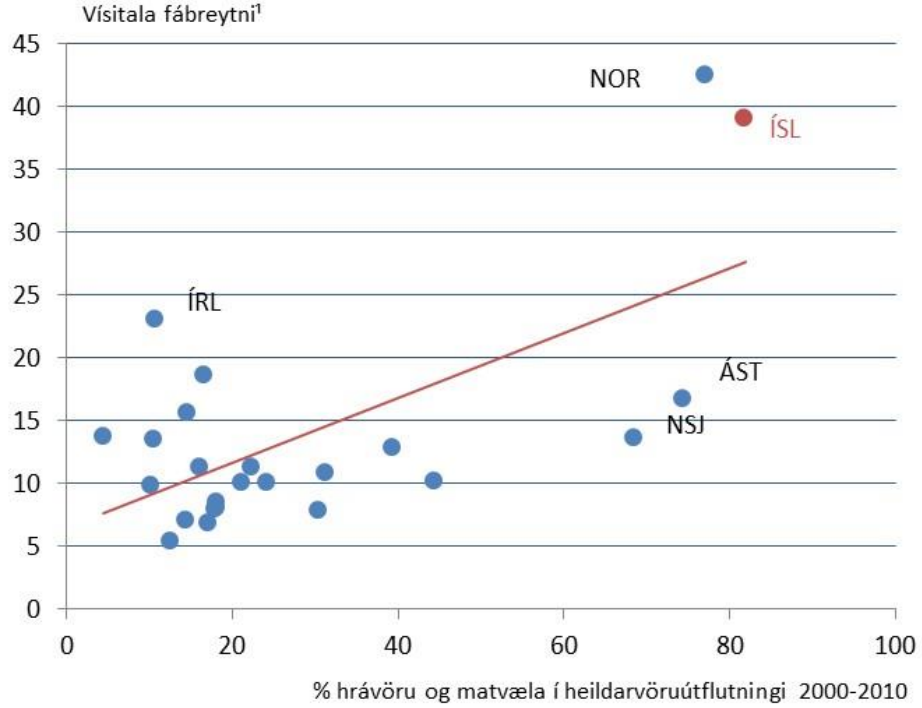
- Vægi utanríkisviðskipta í íslenskum þjóðarbúskap er tiltölulega mikið þótt það sé minna en smæð hans gefur tilefni til
- Samsetning utanríkisviðskipta er hins vegar töluvert frábrugðin því sem þekkist hjá flestum iðnríkjum: vægi hrá- og matvæla er töluvert meira og fjölbreytni útflutningsgrunnsins mun minni

Umfang utanríkisviðskipta og mannfjöldi



Heimildir: Eurostat, OECD.

Samsetning og fábreytni útflutnings



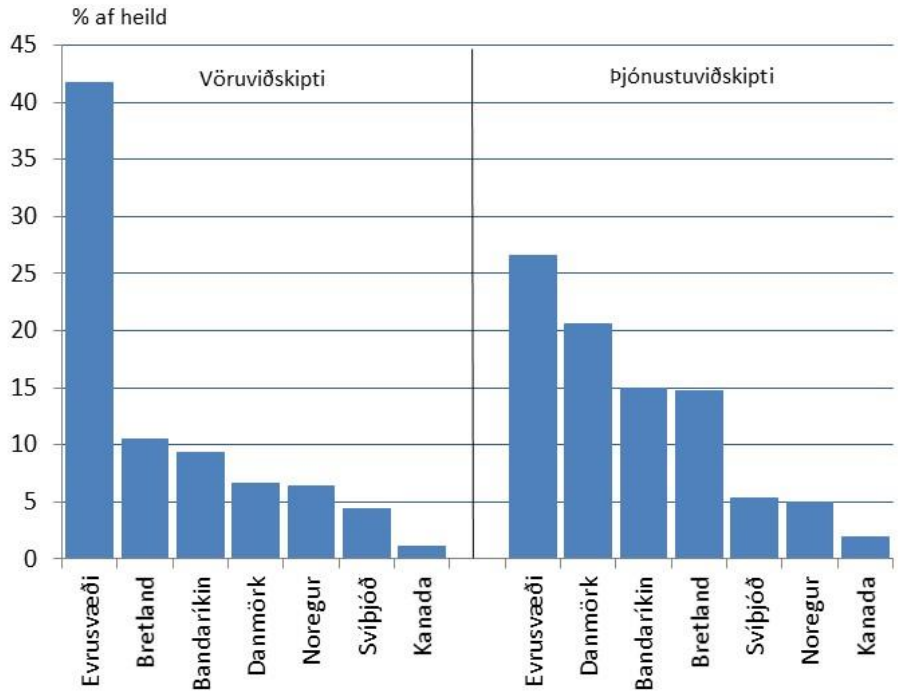
1. Herfindahl-Hirschmann vísitala sem mælir fábreytni útflutningsgrunns ríkis. Vísitalan er á bilinu 0 til 100 þar sem hærri tala táknar meiri fábreytni.

Heimild: Gagnagrunnur Sameinuðu þjóðarinnar.

Helstu viðskiptalönd og -myntir Íslands

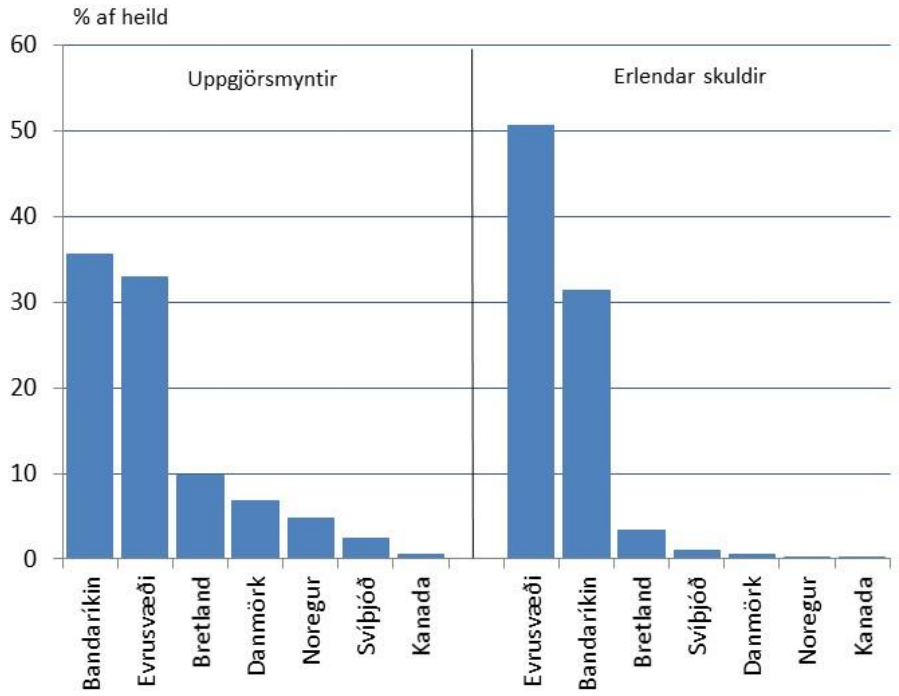
- Evrusvæðið vegur 42% í vöruviðskiptum og 27% í þjónustuviðskiptum – ef Danmörk er tekið með (sem er með fastgengi gagnvart evru) verður vægi evru-myntsvæðisins tæplega helmingur í vöru- og þjónustuviðskiptum
- Bandaríkjadalur og evra eru mikilvægustu uppgjörsmyntir utanríkisviðskipta og evran vegur þyngst í erlendum skuldum þjóðarbúsins

Vægi landa í vöru- og þjónustuviðskiptum Íslands[1]



1. Önnur ríki sem nota viðkomandi gjaldmiðil teljast einnig með. Meðaltal tímabilsins 2000-2010 fyrir vöruviðskipti en 2009-2010 fyrir þjónustuviðskipti.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vægi gjaldmiðla í vöruviðskiptum og erlendum skuldum Íslands[1]

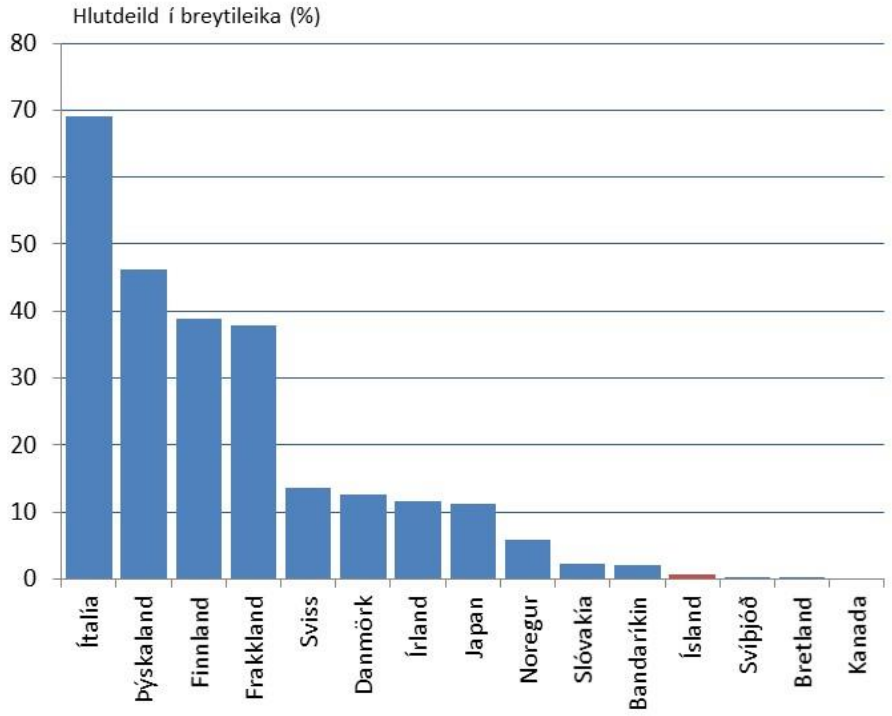


1. Vægi uppgjörsmynta er meðaltal vægis gjaldmiðla í útflutningi (FOB) og innflutningi (CIF) vara á árunum 2000-2010. Vægi í erlendum skuldum miðast við árslok 2011. Erlendum skuldum í SDR-einingum er dreift á þær myntir sem mynda SDR í samræmi við vægi þeirra.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tengsl hagsveiflu við alþjóðlega hagsveiflu

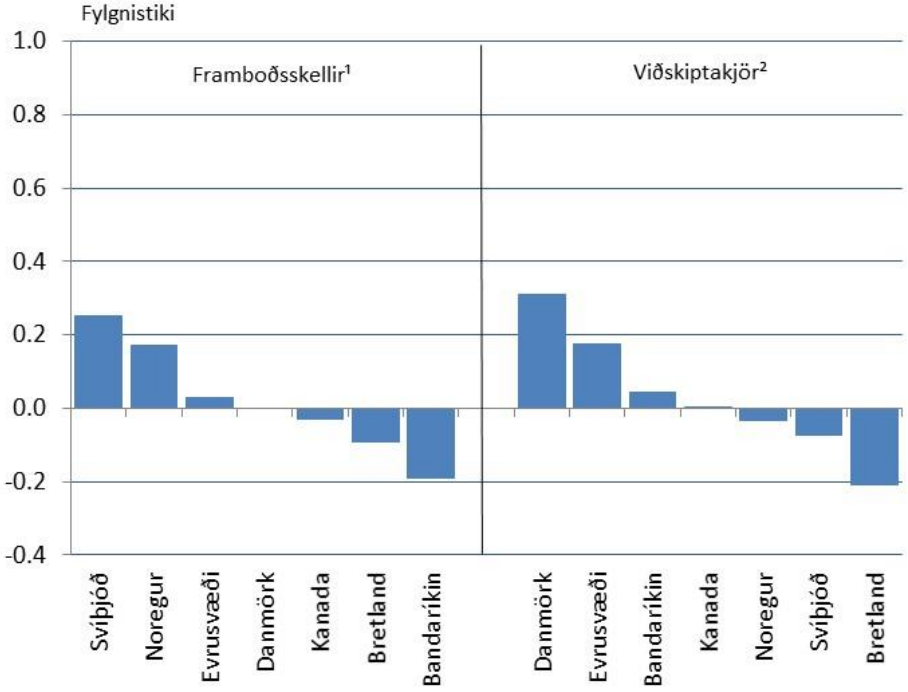
- Innlend hagsveifla er hins vegar lítið tengd hagsveiflu evrusvæðisins: þeir þættir sem skýra hagsveifluna hér á landi virðast hafa litla fylgni við sambærilega þætti á evrusvæðinu
- Það sama á svo sem við gagnvart öðrum iðnríkjum: drifkraftar íslensku hagsveiflunnar virðast hafa tiltölulega lítil tengsl við drifkrafta hagsveiflu annarra iðnríkja

Hlutdeild framboðsskella á evrusvæðinu í breytileika framboðsskella einstaka ríkja



Sameiginlegir framboðsskellir á evrusvæðinu metnir með frumþáttagreiningu á framboðsskellum út frá VAR-líkani.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fylgni framboðsskella og viðskiptakjara á Íslandi við önnur lönd



1. Samtímafylgni framboðsskella metinna með með kerfisformi VAR-líkans fyrir tímabilið 1997-2010. 2. Samtímafylgni ársbreytinga viðskiptakjara fyrir tímabilið 1971-2011.
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Niðurstöðurnar teknar saman: OCA-vísitalan

Utanríkisviðskipti

- Vega tiltölulega þungt í þjóðarbúskapnum og evrusvæðið mikilvægasta viðskiptasvæðið

Vinnumarkaður

- Tiltölulega sveigjanlegur

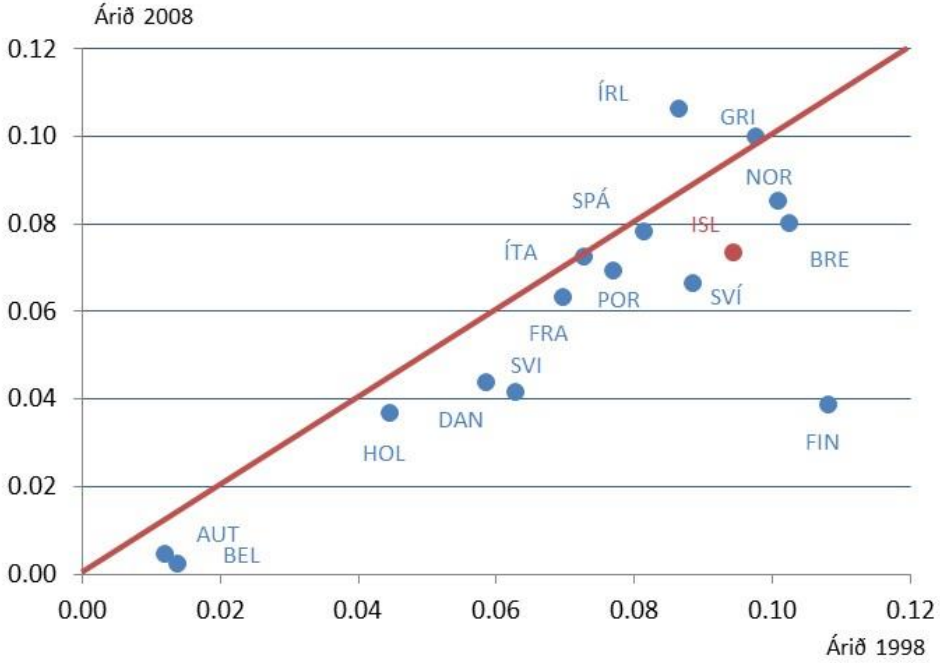
Tengsl hagsveiflna

- Ekki mikil tengsl við önnur iðnríki

OCA-vísitalan

- OCA-vísitala Eichenbaum og Bayoumi ein leið til að vega saman þessa þrjá þætti
- Samkvæmt henni er Ísland í hópi þeirra Evrópuríkja sem minnstan ábata hefðu af aðild að evrusvæðinu
- Ísland hefur þó færst nær því síðustu 10 ár

OCA-vísitala Evrópuríkja árin 1998 og 2008



Því nær sem land er núllásnum, því meiri ábata hefði það að aðild að evrusvæðinu m.v. OCA-vísitöluna. Ríki sem eru fyrir neðan 45-gráðu línuna hafa jafnframt meiri ábata af aðild skv. OCA-vísitölunni árið 2008 en þau höfðu árið 1998.

Heimildir: Seðlabanki Íslands, Vieira og Vieira (2011), Assessing the endogeneity of OCA conditions in EMU. CEFAGE-UE *Working Paper*, nr. 2011/01.

Val á gengisstefnu

Ýmis álitaefni sem þarf að hafa í huga

Takmarkanir á kenningunni um hagkvæm myntsvæði og ýmist álitaefni

Gagnsemi kenningar sett takmörk

- Gerir ráð fyrir að gengi sé skilvirkt sveiflujöfnunartæki
- Veruleg mælivandamál
- Skilyrðin geta breyst eftir aðild
- Aðild að stærra myntsvæði veitir aðgang að stærri fjármálamarkaði og getur aukið utanríkisviðskipti
- Hagsveiflur virðast ekki meiri í löndum með ósveigjanlega gengisstefnu

Sérstök álitaefni fyrir smáríki

- Hlutfallslega dýrt að halda úti litlu myntsvæði
- Beinn kostnaður við gjaldmiðlaskipti
- Getur verið viðskiptahindrun fyrir lítil fyrirtæki og dregið úr möguleikum þeirra til að stækka og auka hagræðingu
- Minni líkur á að fjármálamarkaðir „hverfi“ í fjármálakreppu
- Getur verið erfitt að reka sjálfstæða peningastefnu í smáríki

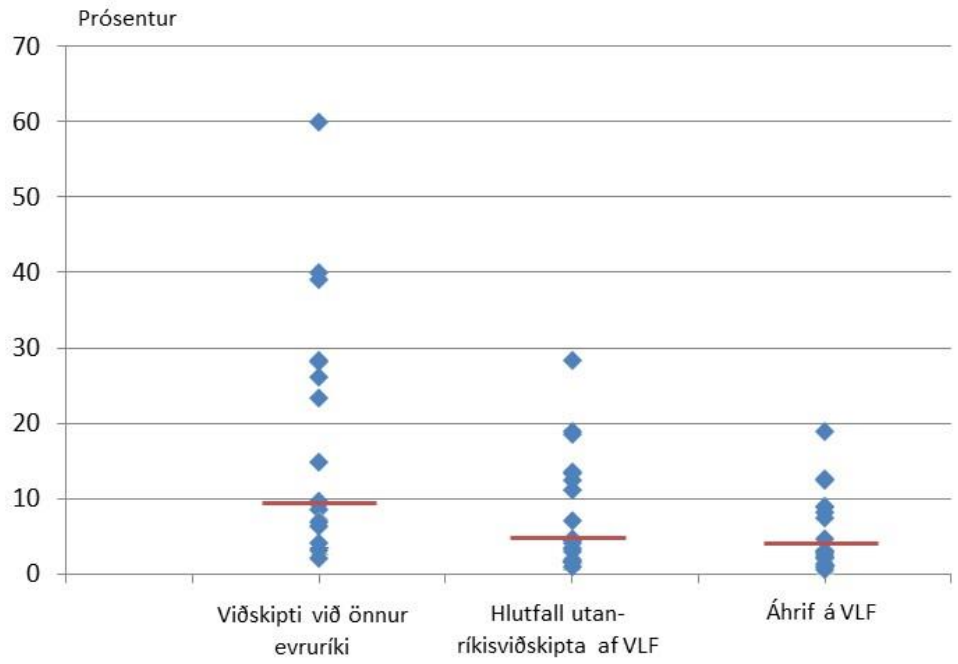
Sérstök álitaefni fyrir Ísland

- Óvenjumiklar sveiflur í einkaneyslu hér á landi sem hafa aukist með auknum gengissveigjanleika
- Gengi krónunnar virðist ekki síður (og jafnvel enn frekar) uppspretta hagsveiflna en sveiflujafnandi
- Tengist mögulega afar litlum og vanþróuðum gjaldeyrismarkaði

Möguleg áhrif á utanríkisviðskipti og vexti

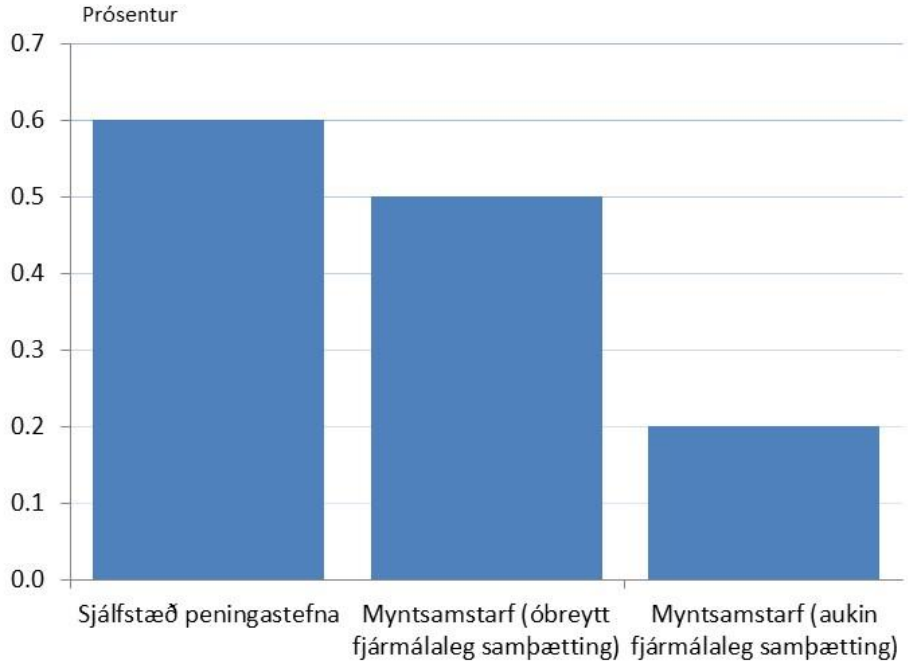
- Eigin gjaldmiðill virðist virka sem hindrun á viðskipti við önnur lönd: utanríkisviðskipti gætu aukist með aðild að stærra myntsvæði: aukningin gæti samsvarað 65-179 ma.kr. á hverju ári
- Áhættuálag á almennt vaxtastig gæti lækkað við aðild að stærra myntsvæði
- Auknum utanríkisviðskiptum og lægra vaxtaálagi myndi fylgja hærra framleiðslu- og tekjustig

Mat á áhrifum evruaðildar Íslands á utanríkisviðskipti og landsframleiðslu[1]



1. Myndin sýnir efri og neðri mörk 20 rannsókna á áhrifum sameiginlegrar myntar (rannsóknir þar sem matið nemur meiru en einu staðalfráviki frá meðaltali og þar sem matið er tölfræðilega ómarktækt eru útilokaðar). Rauða línan sýnir miðgildi matsins. Áhrifin á VLF sýnir meðaltal matsins í Frankel og Romer (1999) og Frankel og Rose (2002).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mismunur áhættuþóknunar vaxta á Íslandi og evruvæðinu miðað við mismunandi gengisfyrirkomulag Íslands[1]

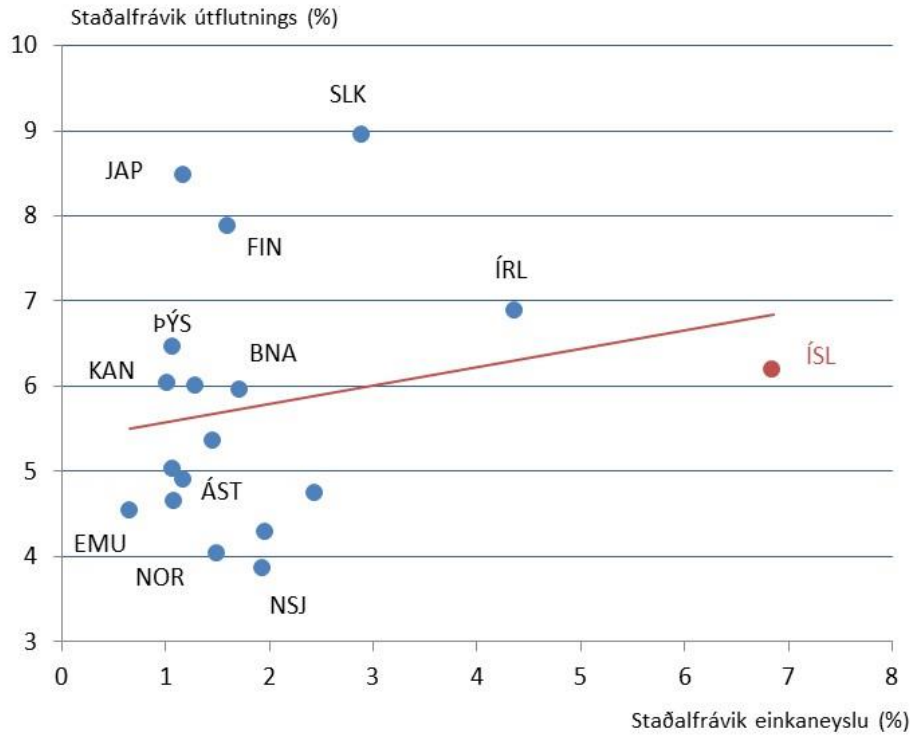


1. Samanburður á áhættuþóknun vaxta á Íslandi og evrusvæðinu eftir því hvort Ísland tilheyrir evrusvæðinu eða ekki. Sýnd eru áhrif myntbandalagsaðildar þar sem fjármálaleg samþætting breytist ekki við aðild að myntbandalaginu og þar sem hún eykst. Áhrifin eru metin með einfaldri útgáfu DSGE-líkans Seðlabankans, DYNIMO.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Sveiflur í einkaneyslu á Íslandi

- Óvenjumiklar sveiflur í einkaneyslu á Íslandi: meira en í öðrum iðnríkjum og umfram það sem virðist mega skýra með sveiflum í ytri skilyrðum
- Sveiflurnar virðast aukast töluvert þegar gengi krónunnar var sett á flot og gengissveiflur jukust
- Má rekja miklar sveiflur í einkaneyslu til gengissveiflna? Munu þær þá minnka með aðild að stærra myntsvæði?

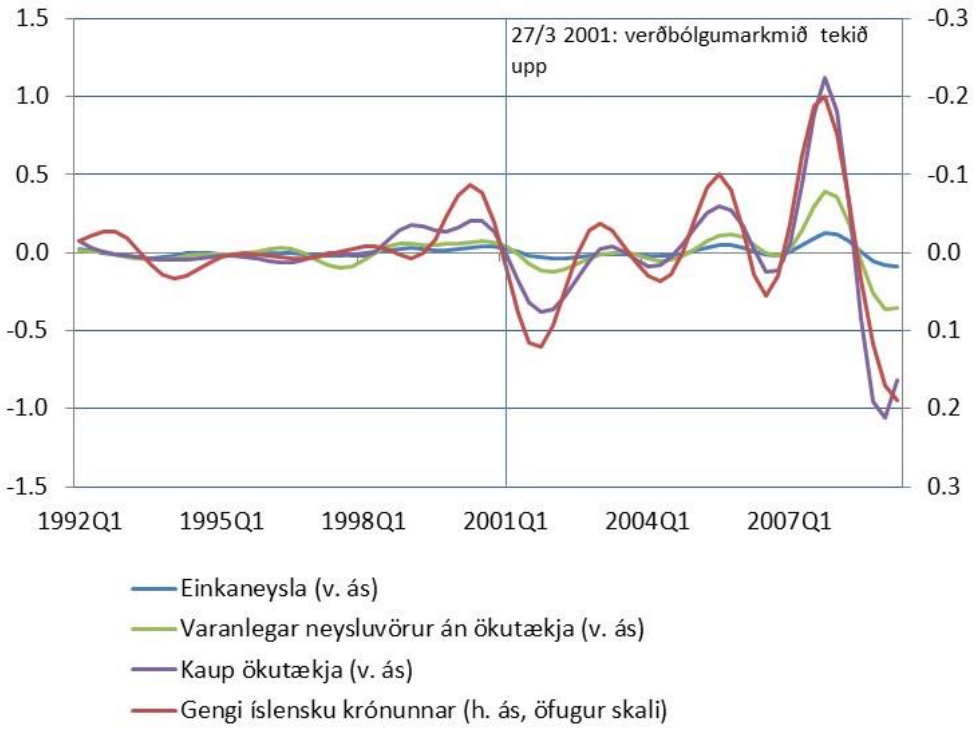
Sveiflur í einkaneyslu og útflutningi 1971-2010



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Sveiflur í gengi krónunnar, einkaneyslu og undirliðum (%)

1. ársfj. 1992 - 2. ársfj. 2009[1]



1. Gögn eru árstíðarleiðrétt og síuð með Baxter-King-tíðnisíu.

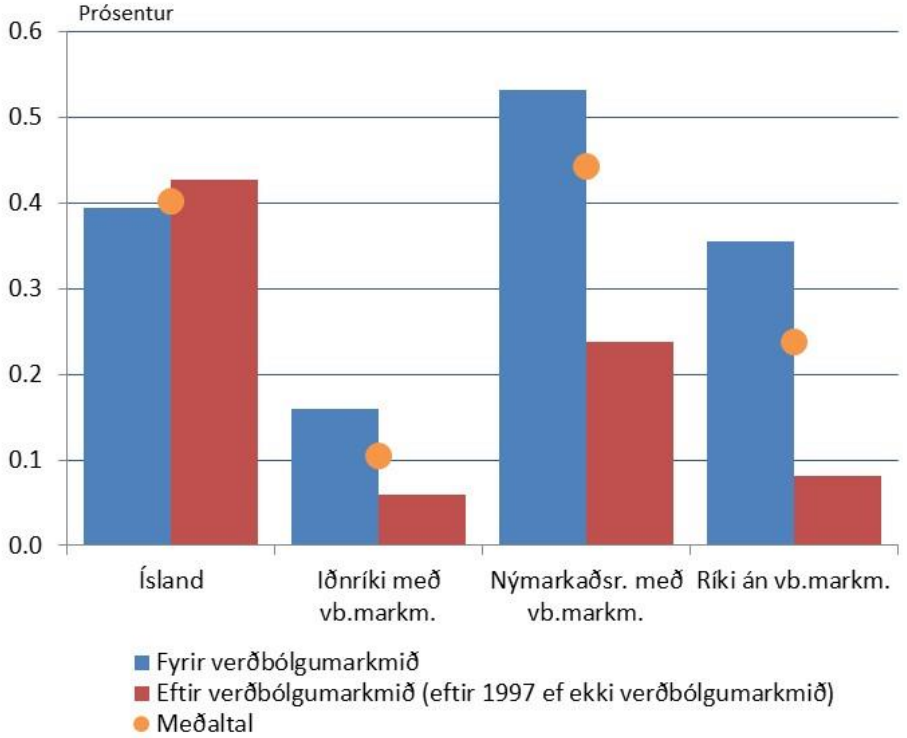
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Gengissveiflur og áhrif á verðbólgu

- Áhrif gengisbreytinga á verðbólgu eru óvenju mikil hér á landi og virðast ekki hafa minnkað – ólíkt því sem hefur gerst í öðrum ríkjum: gagnsemi eigin gjaldmiðils til sveiflujöfnunar minni
- Gengissveiflur virðast að stærstu leyti sjálfsprottnar og því virðist krónan ekki síður (og jafnvel enn frekar) uppspretta hagsveiflna en sveiflujafnandi

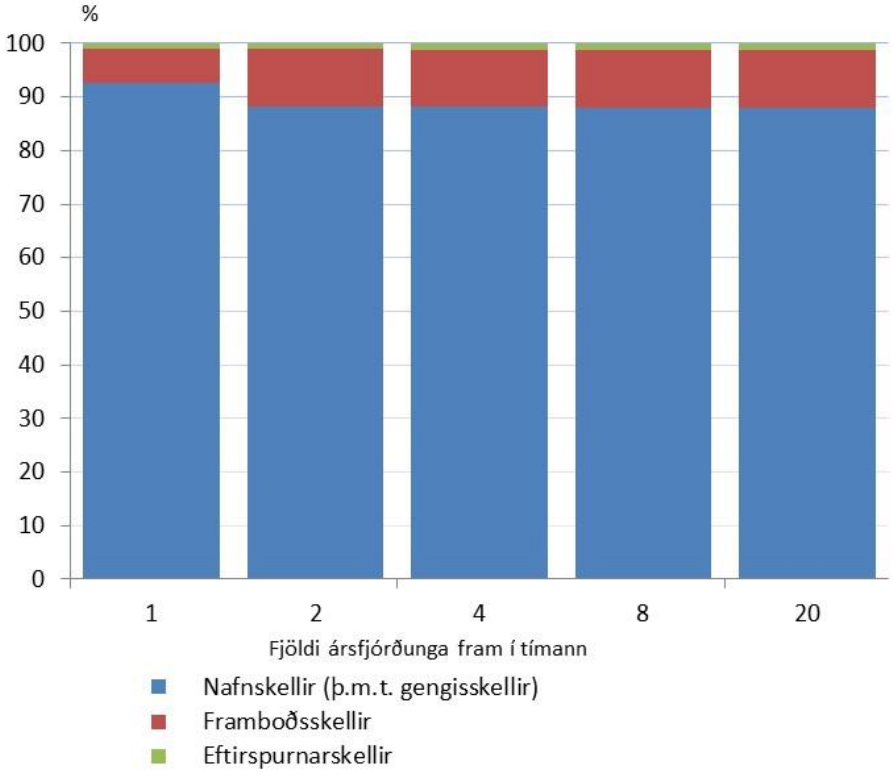
Áhrif gengislækkunar á verðbólgu

Uppsöfnuð áhrif 1% gengislækkunar á 2 árum



Heimild: Þórarinn G. Pétursson (2010), Inflation control around the world: Why are some countries more successful than others? Í bókinni *Twenty years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*. Ritstjórar D. Cobham, Ø. Eitrheim, S. Gerlach og J. F. Qvigstad. Cambridge University Press.

Hlutfallsleg skipting breytileika í nafngengi krónunnar[1]



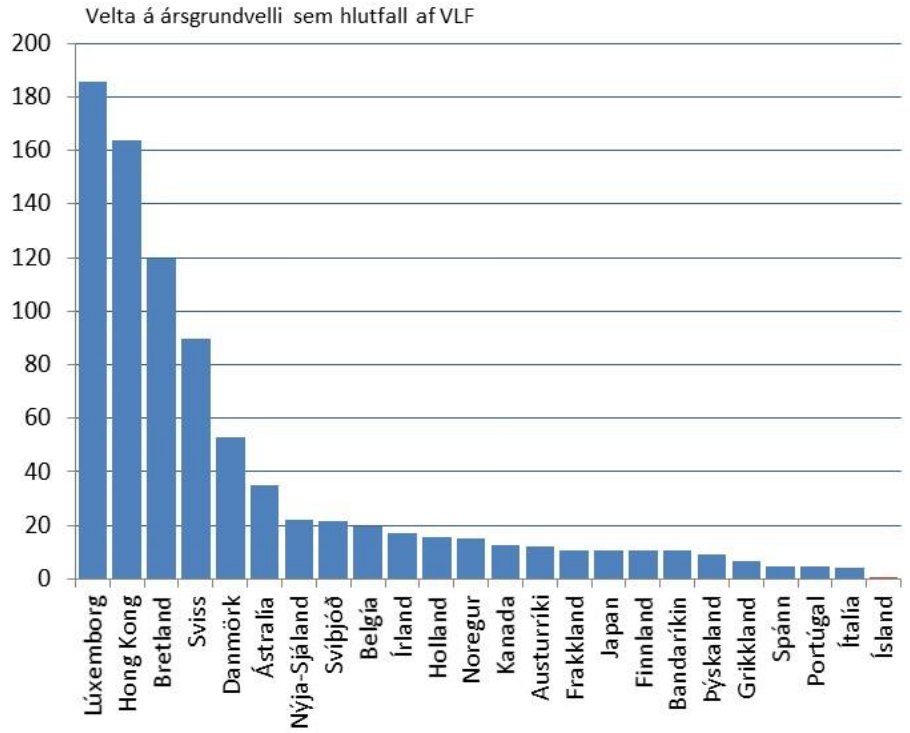
1. Hlutdeild kerfisskella í staðalfráviki nafngengis. Metið með kerfisformi VAR-líkans.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Lítill og óskilvirkur gjaldeyrismarkaður

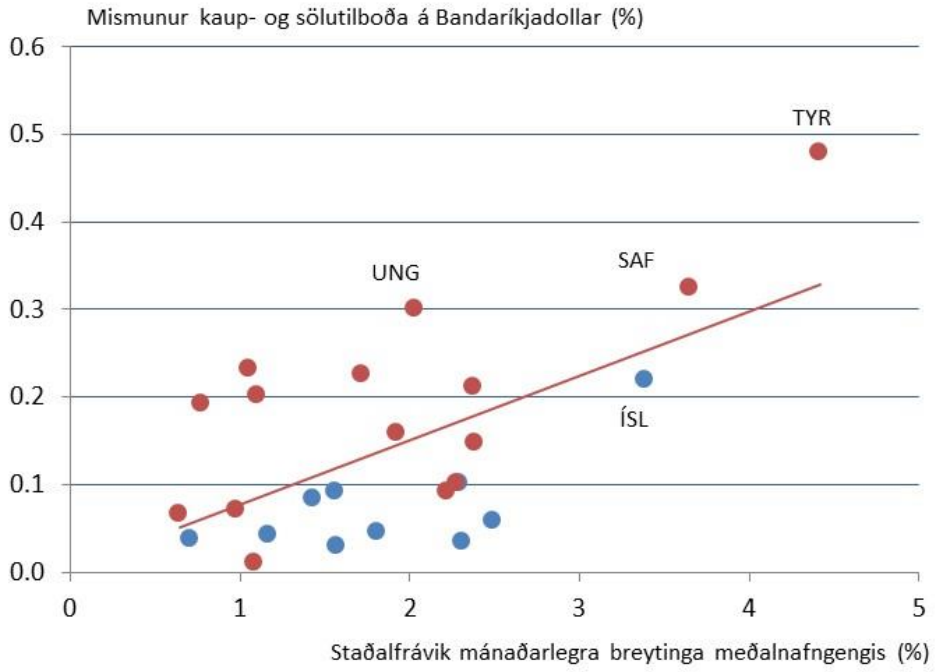
- Velta á innlendum gjaldeyrismarkaði mjög lítil (bæði fyrir og eftir fjármálakreppuna)
- Verðmyndun verður óskilvirkari eins og sést á miklu verðbili kaup- og sölutilboða á markaði
- Ein ástæða mikilla gengissveiflna hér á landi

Velta á gjaldeyrismarkaði í ýmsum iðnríkjum[1]



1. Meðaltal daglegrar veltu í aprílmánuði áranna 1995, 1998, 2001, 2004, 2007 og 2010 sem hlutfall af VLF á ársgrunni.
Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mismunur kaup- og sölutilboða ýmissa gjaldmiðla og gengissveiflur 2001-2010



1. Bláir punktar tákna iðnríki en rauðir nýmarkaðsríki.
Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn, Bloomberg.

Eru hagsveiflur ýktari í löndum með ósveigjanlega gengisstefnu?

Hagsveiflur

- Ekki virðist vera munur á sveiflum í framleiðslu, neyslu eða atvinnuleysi

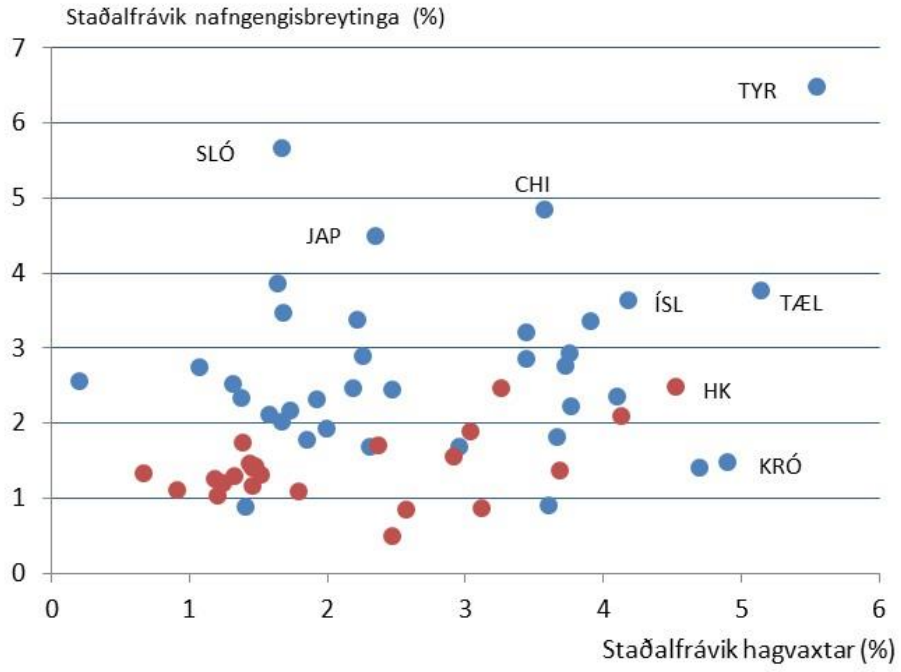
Sveiflur í verðbólgu

- Meiri sveiflur í verðbólgu í löndum með sveigjanlega gengisstefnu

Sveiflur í gengi

- Meiri gengissveiflur í löndum með sveigjanlega gengisstefnu

Gengis- og hagsveiflur eftir mismunandi fyrirkomulagi gengismála[1]



1. Staðalfrávik árlegs hagvaxtar og ársfjórðungslegs meðalnafngengis meðal landa með sveigjanlega (blá) og ósveigjanlega (rauð) gengisstefnu.
Landahópurinn samanstendur af 45 þróuðum ríkjum fyrir tímabilið 1985-2007. Sum lönd geta lent í báðum hópum hafi þau haft ólíka gengisstefnu á mismunandi tímabilum.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands.

Val á gengisstefnu

Hvaða valkostir standa okkur til boða?

Hvaða fastgengisfyrirkomulag stendur til boða?

Mismunandi fastgengistengingar

Hefðbundin fastgengistenging

- Einhliða yfirlýsing stjórnvalda um gengistengingu
- Dregur úr gengissveiflum og hagsveiflum að svo miklu leyti sem gengissveiflur eru uppspretta þeirra
- En áleitnar spurningar um trúverðugleika
  - Reynt áður en vikið frá
  - Hvað með gjaldeyrisforða til að styðja við?
  - Hvað með aðra hagstjórn og hegðun á vinnumarkaði?
- Virðist alltaf „enda með tárum“

Gengistenging með myntráði

- Harðari skuldbinding sem myndi auka trúverðugleika fastgengistengingar
  - Full skipti í erlendu myntina tryggð með lögum og stórum gjaldeyrisforða
- En áfram áleitnar spurningar
  - Hvaðan á forði að koma og hvernig á að byggja hann upp?
  - Hvað með aðra hagstjórn og hegðun á vinnumarkaði?
  - Hvað með sveiflur í lausafjármagni og fjármálastöðugleika?

Hvaða fastgengisfyrirkomulag stendur til boða?

Mismunandi leiðir til að taka upp annan gjaldmiðil

Einhliða upptaka annars gjaldmiðils

- Framkvæmanlegt en
  - Þarf að tryggja alþjóðlega lausafjárfyrirgreiðslu
  - Getur verið áhættusamt að ganga gegn vilja útgefanda (á við um evrusvæðið)
- Tekin töluverð hætta með lausafé í umferð og fjármálastöðugleika
  - Allt önnur staða annarra þjóða sem hafa farið þessa leið
- Verri kostur en formleg aðild
  - Ekki tryggur aðgangur að lausafjárfyrirgreiðslu
  - Ráðstöfun gjaldeyrisforða og tap myntsláttuhagnaðar

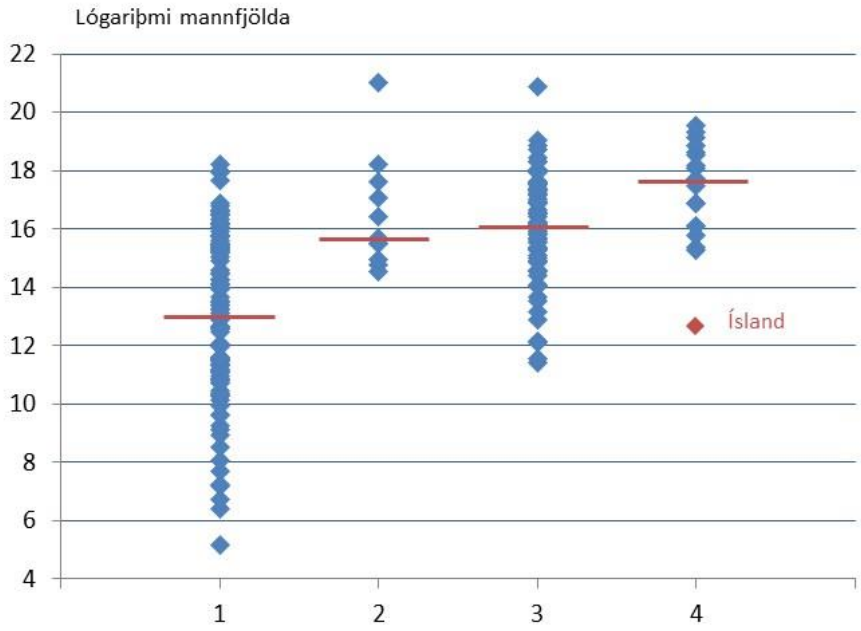
Formleg aðild að öðru myntsvæði

- Tvíhliða upptaka annars gjaldmiðils án aðildar að ákvörðunum felur í sér verulegt framsal sjálfsákvörðunarvalds
- Annar kostur en tvíhliða aðild að evrusvæðinu varla raunhæfur
- Ýmsir kostir umfram aðrar leiðir
  - Meiri trúverðugleiki, rammi um lausafjárfyrirgreiðslu og hagstjórn, aðgangur að stærri fjármálamarkaði
- En einnig ýmis áleitin vandamál á evrusvæðinu: er aðild álitlegur kostur í núverandi stöðu evrusvæðis?

Hvaða gengisfyrirkomulag hafa smáríki helst valið?

- Smáríki hafa tilhneigingu til að velja sér tiltölulega ósveigjanlegt gengisfyrirkomulag: nota gjaldmiðil helsta viðskiptalands eða lands sem þau hafa náin söguleg tengsl við eða byggja á myntráði eða öðru formi harðrar fastgengisstefnu
- Ísland sker sig úr: smæsta landið sem hefur valið sér sveigjanlega gengisstefnu

Mannfjöldi og gengisfyrirkomulag



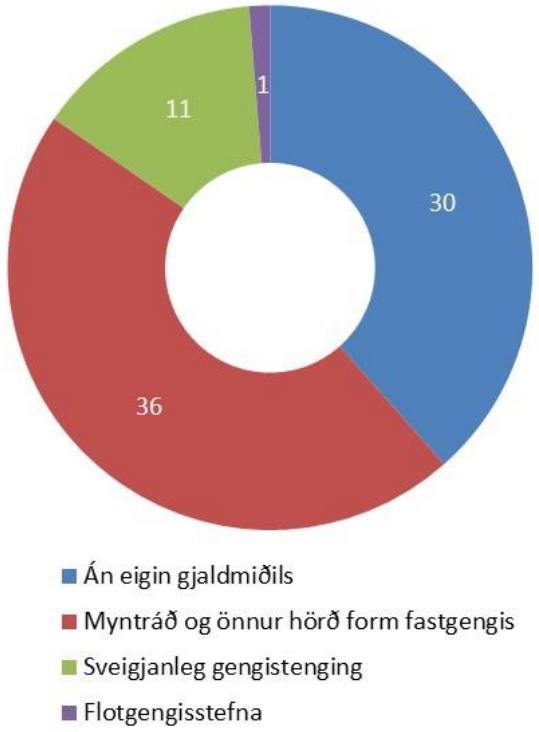
Flokkun Reinhart og Rogoff (2004) á gengisfyrirkomulagi

Flokkur 1 er fastgengisstefna án eigin lögeyris eða með myntráði. Flokkur 2 er annars konar hörð gengistenging með þröngum vikmörkum. Flokkur 3 er veikari form gengistenginga. Flokkur 4 er flotgengi (stýrt og frjálst). Rauða línan sýnir miðgildi mannfjölda hvers hóps. Gögnin miðast við nýjustu mælingu á gengisfyrirkomulagi.

Heimildir: CIA World Factbook, Ilzetzki, Reinhart og Rogoff (2008).

Gengisfyrirkomulag 78 smáríkja (íbúafjöldi undir 2 milljónum)

Miðað við nýjustu mælingu gengisfyrirkomulags



Heimildir: Ilzetzki, Reinhart og Rogoff (2008), Imam (2010).

Tveir kostir virðast helst koma til greina

- Evrusvæðið virðist augljósasti kosturinn ef ákvörðunin er tekin um aðild að stærra myntsvæði: það myntsvæði sem Ísland hefur mest efnahagsleg tengsl við ...
- ... en þar eru einnig djúpstæð vandamál sem þarfnast úrlausnar: úrlausn aðkallandi vandamála þar og hér á landi mun hafa áhrif á endanlega ákvörðun

Tveir kostir

Aðild að evrusvæðinu í gegnum formlegt aðildarferli

Bættur rammi um sjálfstæða peningastefnu með eigin gjaldmiðli

Ef áfram sveigjanlegt gengi og eigin peningastefna
Verðbólgumarkmið-plús

Leggjast meira gegn sveiflum í eignaverði

- Eignaverðsbóla og eftirspurnarþensla hafa tilhneigingu til að fóðra hvor aðra þar til bólan springur

Meiri inngrip á gjaldeyrismarkaði

- Draga úr hættu á óstöðugu gjaldeyrisflæði og skaðlegum afleiðingum snarprar leiðréttingar fyrir innlenda efnahagsreikninga

Þjóðhagsvarúðartæki

- Horfa á samspil raunhagkerfis og fjármálakerfis
- Hægt að beita beint á þann hluta fjármálakerfis sem er uppspretta ójafnvægis – getur þannig stutt við hefðbundna peningastefnu

IT plús

- Endurbætur verðbólgumarkmiðs
- Aukin notkun inngripa á gjaldeyrismarkaði
- Notkun þjóðhags-varúðartækja

Lokaorð

Allir valkostir hafa kosti og galla

- Ekkert eitt fyrirkomulag sem hentar öllum alltaf
- Heppilegasta fyrirkomulag gjaldmiðils- og gengismála getur því breyst frá einum tíma til annars
- Sveigjanlegt gengi er eins og trygging: hentar vel þegar áföll ríða yfir …
- … en má ekki kosta of mikið í venjulegu árferði

Ákvörðun um hvaða leið skal fara er að lokum pólitísk

- Hagfræðin nýtist við mat á kostum og göllum en hún gefur ekki forskrift á því hvernig vega á þessa kosti og galla saman

Efnið sem þessi kynning byggist á er fengið úr skýrslu Seðlabanka Íslands: „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérrit* nr. 7, september 2012: http://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/rit-og-skyrslur/serrit/serrit-7/

Rit þetta var unnið að frumkvæði Seðlabankans og er ætlað að vera grundvöllur málefnalegrar umræðu um valkosti Íslendinga í gjaldmiðils- og gengismálum og auðvelda stjórnvöldum og almenningi að taka upplýsta afstöðu um hvert skuli stefnt í gjaldmiðilsmálum þjóðarinnar

Vinna við ritið hófst á seinni hluta árs 2010 og lauk haustið 2012

Kynningin byggist einnig á skýrslu Seðlabanka Íslands um mögulegar umbætur á núverandi peningastefnu: „Peningastefnan eftir höft“, *Sérrit* nr. 4, desember 2010: http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8493

Skoðanir sem koma fram í erindinu þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands eða peningastefnunefndar bankans