

Virkar peningastefnan?

Arnór Sighvatsson

Aðalhafgræðingur Seðlabanka Íslands

Því hefur stundum verið haldið fram að undanfögnu að peningastefna Seðlabankans sé með öllu vanmáttug til að hafa hemil á innlendri eftirspurn – jafnvel magni hana – og þar með verðbólgu. Meðal annars virðist þetta sjónarmið vera útbreitt meðal áhrifaaflla í fjármálageiranum. Jafnframt heyrast kvartað yfir því að aðhaldssöm peningastefna Seðlabankans sé um það bil að leggja útflutningsatvinnuvegi þjóðarinnar í rúst og þar með grafa undan velferð hennar til lengri tíma litið. Með öðrum orðum: hún sé með öllu vanmáttug til að vinna það verk sem henni er ætlað að leysa af hendi, en jafnframt sé eyðingarmáttur hennar alger á þeim sviðum sem sist skyldi. Þetta eru stóralvarlegar fullyrðingar hvor um sig ef sannar reynast og uppskrift að meiri háttar efnahagsslysi ef hvort tveggja reyndist samtímis rétt, þótt það sé að vissu leyti mótsagnarkennt.

Er nokkuð hæft í fullyrðingum um að peningastefnan sé óvirk? Ef satt er væru það auðvitað tíðindi aldarinnar að hærri vextir seðlabanka dragi ekki úr eftirspurn, eða magni hana jafnvel, eins og öfgafyllstu talsmenn þessa sjónarmiðs halda fram. Fullyrðingin felur í sér að peningastefna allra helstu ríkja heims sé byggð á misskilningi, nema þá sýnt sé fram á að önnur efnahagslögmál gildi á Íslandi en í flestum öðrum löndum. Það hefur ekki verið gert svo að ég viti. Ég mun hér á eftir leiða rök að því að fyrrgreindar fullyrðingar séu stórlega orðum auknar – ef ekki beinlínis rangar.

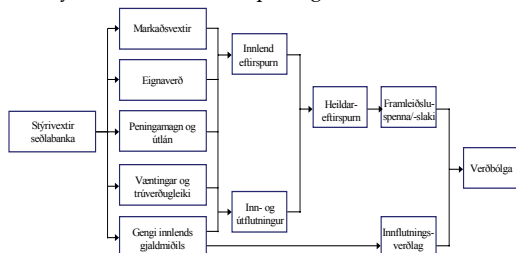
Röksemdir þeirra sem halda því fram að peningastefnan sé vanmáttug eru eitthvað á þessa leið: Innlendar fjármálastofnanir og fyrirtæki standa frammi fyrir nánast ótakmörkuðu framboði erlends lánsfjár á lágum vöxtum, sem Seðlabankinn hefur engin áhrif á. Þegar Seðlabankinn hækkar stýrivexti (vexti í endurhverfum viðskiptum bankans við lánastofnanir) leita þær einfaldlega út fyrir landssteinana eftir fjármagni, eða fjármagna viðskipti sín milliliðalaust á innlendum eða erlendum skuldabréfamarkaði. Innstreymi

erlends lánsfjár blæs út lausafjárstöðu innlendra fjármálastofnana og verður grundvöllur enn frekari útlána fjármálafyrirtækja. Vaxtamunur sem myndast á milli innlendra og erlendra skammtímaskulda eykur eftirspurn erlendra aðila eftir innlendum skammtímaskuldabréfum. Það leiðir til gengishækkunar krónunnar, sem gerir innfluttar neysluvörur ódýrari og ýtir undir vöxt einkaneyslu. Vaxtahækkun Seðlabankans getur því jafnvel orðið til þess að auka á eftirspurn, magna upp ósjálfbærnan viðskiptahalla, sem að lokum grefur undan gengi krónunnar sem fellur og leiðir til verðbólguholskeflu án þess að Seðlabankinn fái rönd við reist.

Áður en lagt er mat á sannleiksgildi þeirrar staðhæfingar að peningastefnan sé óvirk á Íslandi er við hæfi að rifja aðeins upp helstu miðlunarleiðir peningastefnunnar, eins og algengast er að seðlabankar heims skilji hana um þessar mundir. Í mynd 1 er dregin upp afar einfölduð mynd af miðlunarferlinu. Rúmsins vegna get ég ekki fjallað um einstaka þætti þess hér. Í stuttu máli er gengið út frá

Því að hækkun stýrivaxta seðlabanka sé miðlað í gegnum vaxtarófið frá skammtímaskuldabréfum til lengri skuldbindinga, með vaxandi óvissu um virknina eftir því sem skuldabréfin eru til lengri tíma. Reiknað er með að útlánavextir hreyfist með svipuðum hætti. Gert er ráð fyrir að hærri stýrivextir hafi neikvæð áhrif á eignaverð, þótt þau áhrif geti verið ólínuleg og slitrótt. Þá er reiknað með neikvæðum áhrifum á útlán, vegna þess að eftirspurn í bankakerfinu eftir óvaxtaberandi innlánum, sem eru grundvöllur útlána, minnkar. Vaxtahækkun ætti að hafa ýmis áhrif á væntingar, t.d. neikvæð áhrif á verðbólguvæntingar, sem geta dregið úr verðbólgu. Loks er gert ráð fyrir margvíslegum áhrifum á verðbólgu í gegnum gengið, sem ég ræði nánar síðar í þessari grein.

Mynd 1: Miðlunarferli peningastefnunnar¹



Staðhæfingin um að peningastefnan sé vanmáttug til að hafa hemil á innlendra eftirspurn einblínir á fyrstu miðlunarleiðina af þeim fimm sem nefndar eru til sögunnar hér að framan. Fyrst af öllu er rétt að gera sér grein fyrir því að jafnvel þótt greiður aðgangur að erlendu lánsfjármagni kæmi að miklu leyti í veg fyrir miðlun breytinga á stýrivöxtum frá stutta enda vaxtarófsins til langra skuldabréfa fer því fjarri að peningastefnan sé með öllu óvirk. Þótt umtalsverður hluti skulda einstaklinga og fyrirtækja sé í erlendum gjaldmiðli eða verðtryggður til langs tíma eru skammtímaskuldir umtalsverðar. Lauslega áætlað námu yfirdráttarlán rúmlega 6% skulda heimilanna í árslok 2004 og önnur óverðtryggð lán, sem að jafnaði eru til skemmri tíma en fimm ára, tæplega 5%. Vextir óverðtryggðra lána eru jafnan breytilegir. Meginhluti skulda heimilanna er þó verðtryggður og ber fasta vexti. U.þ.b. 14%

¹ Gerð er grein fyrir miðlunarferli peningastefnunnar í Þórarinn G. Pétursson (2001), Miðlunarferli peningastefnunnar, Peningamála 2001/4.

skulda fyrirtækja eru óverðtryggðar til fremur skamms tíma. Samsetning skulda þeirra er hins vegar nokkuð frábrugðin skuldum einstaklinga að því leyti að gengistryggðar skuldir veða mun þyngra, eða lauslega áætlað 38% af heildarskuldum þeirra í lok sl. árs. Lítil vafi leikur á getu Seðlabankans til að hafa áhrif á óverðtryggða vexti skuldabréfa til fremur skamms tíma og í innlendum gjaldmiðli, enda er að miklu leyti um breytilega vexti að ræða. Jafnvel þótt Seðlabankinn hefði engin önnur áhrif, skyldu þau ekki vanmetin. Taka verður með í reikninginn að stundum getur tiltölulega lítil vaxtabreyting haft umtalsverð áhrif á væntingar, sem með tímanum er miðlað til flestra þátta þjóðarþúskaþarinn.

Þegar rætt er um getuleysi Seðlabankans til þess að hafa áhrif á innlenda vexti er líklega fyrst og fremst átt við lítil áhrif bankans á vexti gengistryggðra lána, en e.t.v. einnig vexti verðtryggðra veðlána, sem að hluta til eru fjármöggnuð með sölu verðtryggðra skuldabréfa í íslenskum krónum til erlendra aðila.

Skoðum nánar hvernig vaxtahækkun Seðlabanka hefur þegar allt kemur til alls áhrif á vexti í gegnum vaxtarófið. Þótt miðlunin kunni að vera tafsöm og töluvert mikla hækkun þurfi til þess að hreyfa vexti á lengri enda verðtryggða vaxtarófsins skilar hún sér að lokum. Segjum að banki veiti tvenns konar lán, verðtryggð íbúðaveðlán á föstum vöxtum til langs tíma og gengistryggð lán. Gengistryggðu lánin eru fjármöggnuð að fullu með erlendum lánnum og bera sömu vexti að viðbættu álagi. Íbúðaveðlánin kunna að vera fjármöggnuð með fernu móti, þ.e.a.s. með innlánum, útgáfu skuldabréfa í íslenskum krónum, með aukningu skuldar við Seðlabankann eða erlendu lánsfé.

Þegar Seðlabankinn hækkar vexti er það fyrsta sem gerist að vextir á peningamarkaði hækka nokkurn veginn strax. Aðrir vextir til fárra mánaða eða ára verða fljótt fyrir áhrifum er endurspegla vænta vaxtaþróun yfir líftíma skuldabréfsins. Ef það gerðist ekki yrði til hagnaðartækifæri sem samkeppnismarkaður ætti að eyða á skömmum tíma. Það má hugsa sér að vaxtabreyting geti haft nokkuð

mismunandi áhrif á verðbólguvæntingar, en gefum okkur, til þess að einfalda málin, að þær séu óbreyttar. Það felur í sér að raunvextir skammtímaskuldabréfa hafa hækkað. Eftir því sem raunvextir skammtímaskuldabréfa hækka munu fjárfestar vilja auka vægi þeirra í eignasöfnum sínum, vegna þess að ávöxtun þeirra hefur batnað hlutfallslega miðað við lengri skuldabréf. Ekki er þó endilega fullkomin staðkvæmd þar á milli því að fjárfestar kunna að líta á langtímaskuldabréf sem langtímafjárfestingarkost sem vert er að halda í eignasafninu. Þar sem ekki er sjálfgefið að hækkun skammtímavaxta breyti nokkru um vænta meðalávöxtun skuldabréfs sem nær yfir nokkrar hagsveiflur er líklegt að áhrifin á markaðsávöxtun þeirra verði til muna minni en sem nemur breytingum á skammtímavöxtum, jafnvel þótt gengið sé út frá því að langtímaverðbólguvæntingar séu stöðugar. Ef vaxtahækkun dregur úr verðbólguvæntingum gætu langtímavextir hins vegar jafnvel lækkað. Ísland er ekki frábrugðið öðrum löndum að því er þetta varðar, þótt virkni peningastefnunnar sé sennilega meiri í löndum þar sem langtímaskuldabréf bera yfirleitt breytilega vexti, t.d. í Bretlandi og Noregi.²

Miðlunarferlið til verðtryggðra vaxta ætti í sjálfu sér ekki að vera frábrugðið að öðru leyti en því að verðbólguvæntingar hafa engin áhrif, sem er sambærilegt því að gera ráð fyrir stöðugum verðbólguvæntingum. Til þess að fjárfestar vilji kaupa jafnmikið af verðtryggðum langtímaskuldabréfum af bönkunum eftir hækkun skammtímavaxta og fyrir hana þarf að bjóða þau með afslætti, enda eru skuldabréf til skamms tíma tiltölulega áhættulítill eign. Þegar bankarnir bjóða út skuldabréf til þess að fjármagna húsnæðisveðskuldalán þurfa þeir að bjóða vexti sem eru samkeppnisfærir við vexti skammtímaskuldabréfa og markaðsávöxtun á eftirmarkaði. Staðkvæmd milli þeirra er þó fjarri því að vera fullkomin, enda yfirleitt lítið á verðtryggð skuldabréf sem langtímafjárfestingarkost. Fjárfestir selur því ekki umhugsunarlaust langtímaskuldabréf úr safni sínu þótt

skammtímavextir hækki, enda er að jafnaði álag á vexti þeirra umfram vexti skammtímaskuldabréfa. Áhrif breytinga á skammtímavöxtum á verðtryggða langtímavexti eru þó örugglega einhver. Þeir kunna hins vegar að þurfa að hreyfast töluvert mikið til að hafa umtalsverð áhrif, einkum ef hækkun stýrivaxta er viðbrögð við vaxandi verðbólguvæntingum. Því aðeins að stýrivextir hækki meira en verðbólguvæntingar er að vænta áhrifa á verðtryggða langtímavexti.

Hugsanlegt er að eftirspurn eftir innlendum skuldabréfum verði óvenju mikil um skeið, t.d. ef væntingar fjárfesta um langtímaávöxtun fara lakkandi eða erlent fjármagn býðst á óvenju lágum vöxtum. Þá er ekki sjálfgefið að langtímavextir haggist við minni háttar breytingu á stýrivöxtum, sérstaklega ef verðbólguvæntingar eru á uppleið og draga úr biti stýrivaxta. Slíkar aðstæður hafa verið fyrir hendi að undanförunu. Vextir í Bandaríkjunum, Japan og Evrópu hafa verið hinir lægstu í hálfu öld, sem hefur leitt til vaxanda áhuga fjárfesta á skuldabréfum hávaxtalanda, t.d. í jaðargjaldmiðlum eins og íslenskri krónu. Fjárfestar eru reiðubúnir að taka á sig meiri áhættu en áður í von um meiri ávöxtun, sakir þess að vænt ávöxtun bandarískra, japanskra eða evrópskra skuldabréfa er með eindæmum slök um þessar mundir. Á sama tíma hafa þær miklu umbreytingar sem orðið hafa á íslenska fjármálakerfinu og leitt hafa til stærri og öflugri fjármálastofnana en áður, opnað íslenska skuldabréfamarkaðinn fyrir erlendum fjárfestum og greitt götu innlendra aðila að erlendum lánsfjármarkaði. Lítil vafi er á að þessar aðstæður hafa átt töluverðan þátt í að halda vöxtum innlendra skuldabréfa niðri um nokkurt skeið.

En þýðir það að peningastefnan geti aldrei haft áhrif á vextina, sama hversu hátt stýrivextir Seðlabankans fara? Því fer fjarri. Eftirspurn erlendra aðila eftir innlendum skuldabréfum og beinar lántökur fyrirtækja erlendis, eða fjármálastofnana fyrir þeirra hönd, stuðla að gengishækkun krónunnar. Eftir því sem munurinn á milli innlendra og erlendra skammtímavaxta verður meiri eykst hvatinn til að kaupa innlend

² Sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson (2001), The transmission mechanism of monetary policy, analysing the financial market pass-through, Central Bank of Iceland Working Paper nr. 14, nóvember.

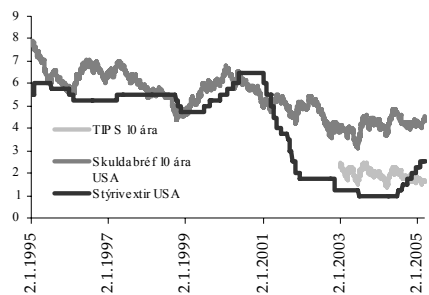
skammtímaskuldabréf fremur en erlend, þ.e.a.s. að því gefnu að gert sé ráð fyrir að gengi krónunnar haldist stöðugt. Ef fjárfestar gerðu ávallt ráð fyrir stöðugu gengi yrðu til ótæmandi möguleikar til högnunar (*e. arbitrage*) með því að taka erlend skammtímalán á lágu vöxtum og kaupa fyrir þau innlend skammtímaskuldabréf. Væri gjaldmiðlaáhætta ekki fyrir hendi myndu fjárfestar geta hirt vaxtamun án áhættu. Þetta gerist auðvitað ekki. Eftirspurn eftir innlendum verðbréfum leiðir til eftirspurnar eftir krónum og gengi krónunnar rís fyrir vikið. Að því mun koma að gengið hafi hækkað svo mikið að fjárfestir telji líklegt að það hljóti að lækka á ný, enda leiðir hærri gengi til aukins viðskiptahalla. Þegar svo er komið eru innlend skuldabréf ekki jafn góður fjárfestingarkostur og áður, því að erlendum fjárfestir verður að taka tillit til rýrnunar verðmætis þeirra (metinnar í erlendum gjaldmiðli) sakir væntrar gengislækkunar krónunnar. Með sama hætti verða ný erlend lán dýrari fyrir innlenda aðila en sem nemur erlendum nafnvöxtum.³ Þessu til viðbótar virkar aðhald peningastefnunnar í gegnum gengið með þrennum hætti: Í fyrsta lagi með því að draga úr hagnaði í útflutnings- og samkeppnisgeiranum og þar með getu til lánsfjáröflunar, fjárfestingar og launahækkana. Þessi fyrstu áhrif eru aðeins byrjunin, því að minni fjárfesting leiðir til minni eftirspurnar eftir vörum, þjónustu og vinnuafli. Þessi afleiðdu áhrif eru að öllum líkindum til muna sterkari en hin fyrstu. Í öðru lagi með beinum áhrifum á verðlag innfluttrar vöru og þjónustu og þar með einnig á verðbólguvæntingar og í þriðja lagi með því að draga úr eftirspurn eftir innlendum vörum í samkeppni við erlendar vörur sem lækkað hafa í verði. Eftirspurn er þannig beint út úr þjóðarþúskapnum, en það dregur einnig úr eftirspurn eftir innlendum framleiðsluþáttum.

Seðlabankinn hefur því þegar allt kemur til alls töluverð áhrif á það hversu hagkvæmt er að taka erlend lán. Það sem meira er: eftir að fastgengisstefna var aflögð og gengi krónunnar fór á flot hefur þessi virkni peningastefnunnar aukist stórlega. Á meðan fastgengisstefnu var fylgt þurfti Seðlabankinn að kaupa gjaldeyri í

stórum stíl til þess að koma í veg fyrir að gengi krónunnar hækkaði. Því hærrí sem stýrivextir bankans urðu, þ.e.a.s. því meiri sem vaxtamunur við útlönd varð, því meiri gjaldeyri þurfti bankinn að kaupa að öðru óbreyttu. Úr því að genginu var haldið föstu af Seðlabankanum gátu spákaupmenn verið nokkuð vissir um að hagnast á þessum vaxtamun, a.m.k. svo lengi sem samleglegt traust ríkti um fastgengisstefnuna.

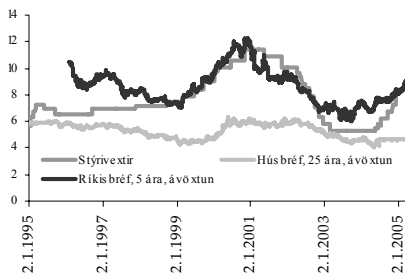
Hvers vegna hefur tæplega 3½% hækkun stýrivaxta Seðlabankans ekki megnað að hreyfa við verðtryggðum langtímavöxtum ef virkni peningastefnunnar hefur aukist? Eins og áður hefur komið fram er hið óreglulega og stundum veika samband á milli skammtíma- og langtímavaxta ekki séríslenskt fyrirbæri. Við þurfum ekki annað en horfa á samband nýlegra stýri- og langtímavaxtabreytinga í Bandaríkjunum til þess að sjá að svo er. Spurn eftir langtímaskuldabréfum hverju sinni ræðst af fjölda þátta og væntingum um efnahagsþróun til langs tíma, þar á meðal á erlendum markaði. Ekki er óeðlilegt að breytingar fyrrgreindra væntinga yfirgnæfi stundum breytingar skammtímavaxta um nokkurn tíma sérstaklega ef búist hefur verið við skammtímavaxtabreytingum um langt skeið. Án hækkunar stýrivaxta er auðvitað mögulegt að verðtryggðir vextir hefðu hækkað enn meira.

Mynd 2: Stýrivextir, vextir ríkisskuldabréfa til 10 og 10 ára TIPS í Bandaríkjunum:



³ Á móti dregur auðvitað úr greiðslubyrði þeirra lána sem þegar hafa verið tekin. Til fjárfestingar þurfa fyrirtæki hins vegar oftast að taka ný lán.

Mynd 3: Stýrivextir, vextir ríkisbréga og vextir húsbréga 1995-2005:



Rétt er að halda því til haga að þótt stýrivextir Seðlabankans hafi hækkað um tæplega 3½% frá því að Seðlabankinn tók að herða aðhaldið í maí 2004 hafa raunstýrivextir, þ.e.a.s. að teknu tilliti til væntrar verðbólgu, aðeins þokast lítillega upp á við. Þar sem markaðsaðilar hafa væntanlega búist við að minnsta kosti jafnmikilli ef ekki meiri raunhækkun er ekki að undra að lítil áhrif hafi komið fram enn sem komið er. Á sama tíma hafa aðrar breytingar á íslenskum fjármálamarkaði verkað í gagnstæða átt, eins og ég nefndi áður. Eitt af því sem án efa mun breytast á næstu árum eru hinir óvenjulágu vextir í helstu viðskiptalöndum Íslands. Þegar þeir hækka verða erlend lán óhagkvæmari og innlend skuldabréf ekki jafn áhugaverður kostur í augum erlendra fjárfesta nema innlendir vexti hækki enn meira. Þá kynni að fara svo að ýmsir sem tóku erlend skammtímalán á þeirri forsendu að vextir héldust lágir og gengi krónunnar hátt um langa framtíð, uppgötví sér til lítillar gleði að þessi lán voru ekki eins hagkvæm og þau virtust við fyrstu sýn. Á þeirri stundu munu þeir komast að raun um að aðhald Seðlabankans er beittara en þeir hugðu og hættulegt að vanmeta það.

Annað mál er að það kann að vera umhugsunarefni hversu ómjúkum höndum peningastefnan kann að þurfa að fara um útflutnings- og samkeppnisatvinnuvegi þjóðarinnar þegar treysta þarf á breytingar á gengi krónunnar í jafnríkum mæli og nú til að miðla áhrifum peningastefnunnar. Vilji menn ekki horfast í augu við þann herkostnað sem fylgir því að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil væri nær að beina athyglinni að því sem gera mætti á sviði ríkisfjármála til að draga úr þeim herkostnaði, fremur en ala á ranghugmyndum um að peningastefnan hafi engin áhrif. Þá snertir

kostnaður við gengissveiflur auðvitað spurninguna hvort Ísland sé hagkvæmt gjaldmiðilssvæði. En það er efni í aðra ritgerð.

Um höfund



Arnór Sighvatsson
Aðalhafgræðingur
Seðlabanka Íslands

Arnór Sighvatsson er aðalhafgræðingur Seðlabanka Íslands og framkvæmdastjóri hafgræðisvið bankans. Hann lauk prófi í sagnfræði og heimspeki frá Háskóla Ísland árið 1980. Eftir að hafa lokið kennsluréttindanámi og stundað kennslu um skeið nam hann hafgræði við háskólann í Mannheim í Þýskalandi og Northern Illinois University í Bandaríkjunum, þaðan sem Arnór lauk doktorsprófi árið 1990. Það ár hóf hann störf á hafgræðisviði Seðlabanka Íslands og hefur starfað þar síðan, að frátöldum árunum 1993-1995 þegar Arnór starfaði hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum í Washington D.C. Árið 1995 varð Arnór deildarstjóri og staðgengill aðalhafgræðings Seðlabankans og aðalhafgræðingur var hann skipaður í júní árið 2004.