

Að róa í hafstraumum alþjóðlegs fjármagns – Reynsla Íslands af framkvæmd peningastefnu í litlu opnu hagkerfi í hnattvæddum heimi

Arnór Sighvatsson¹
Seðlabanki Íslands

Ágrip: Hnattvæðingin, þ.e.a.s. langtímaþróun í átt til frjáls streymis vöru, þjónustu, vinnuafis, fjármagns, hugmynda og upplýsinga yfir landamæri hefur leitt til þess að efnahagsleg landamæri ríkja hafa orðið óskýrari. Hún kann að hafa áhrif á miðlun peningastefnunnar, ekki síst í smáum, opnum hagkerfum sem oft verða fyrir stórum framboðs- og eftirspurnarskellum. Í þessari grein eru áhrif hnattvæðingarinnar á stjórn peningamála í litlu, opnu hagkerfi með verðbólguþætti metin í ljósi reynslunnar af framkvæmd peningastefnu á Íslandi. Á undanförunum árum hefur Ísland orðið fyrir stórum skellum sem eru sérstakir fyrir landið. Þeir hafa að töluverðu leyti verið fyrirsjáanlegir þótt tímasetning þeirra hafi oft verið háð óvissu. Því má halda fram að við þessar aðstæður ættu kostir þess að reka sjálfstæða peningastefnu að vera sérstaklega sýnilegir. Reynslan gæti hins vegar bent til þess að því sem sjálfstæð peningastefna fær áorkað séu veruleg takmörk sett þegar þjóðarbúskapurinn verður fyrir mjög stórum eftirspurnarskellum á sama tíma og alþjóðleg fjármálaskilyrði eru óvenjulega hagstæð, a.m.k. þegar fjármálastefna hins opinbera leggst ekki af krafti á sömu sveif.

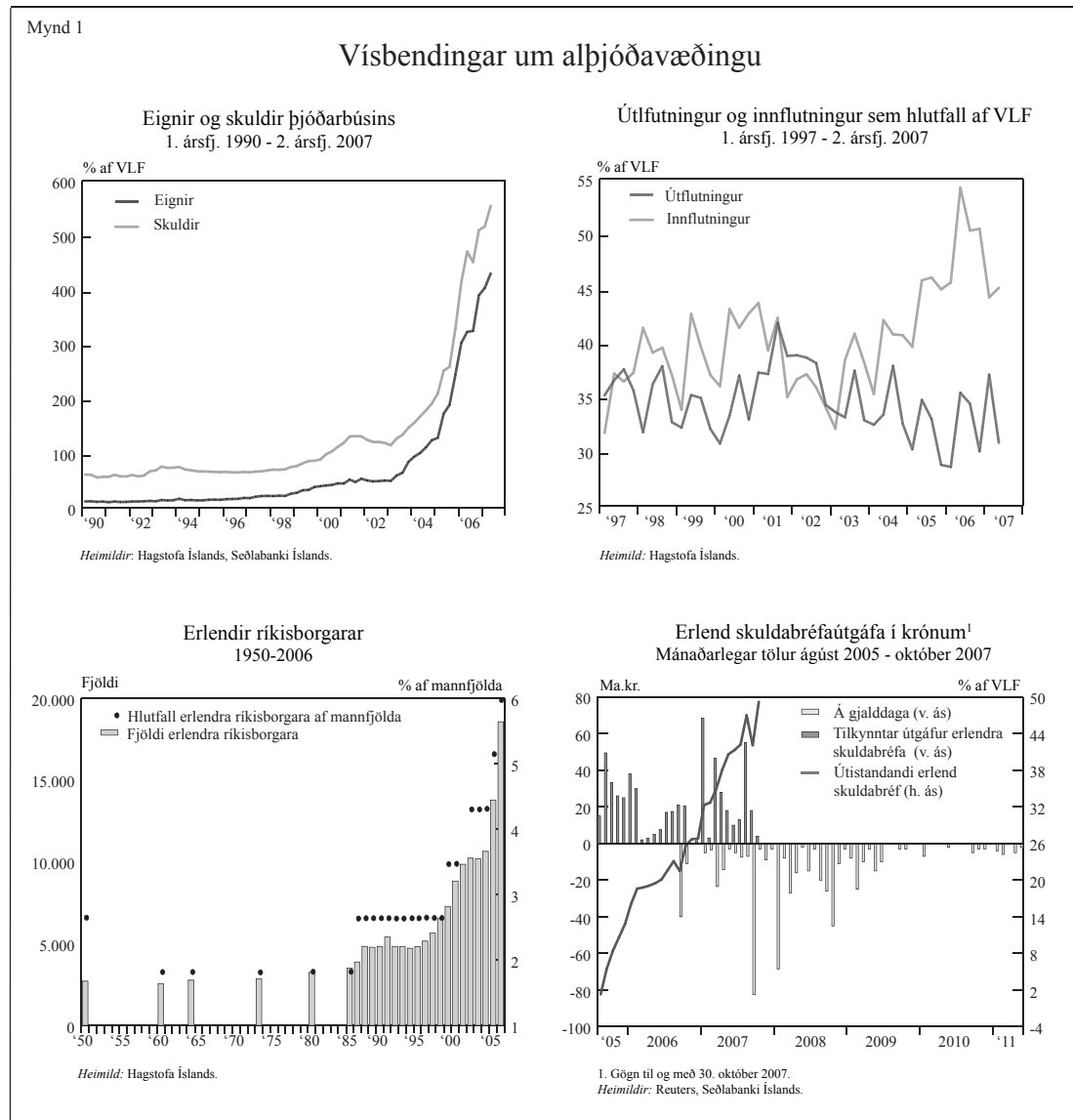
1. Peningaleg sundurgerð á tímum alþjóðavæðingar

Hnattvæðing sótti í sig veðrið á ný á síðari helmingi tuttugustu aldar eftir nokkurn afturkipp um miðbik aldarinnar. Landamæri hafa verið opnuð og aðrir farartálmur á vegi flæðis vöru, þjónustu, fjármagns og vinnuafis yfir landamæri fjarlægðir með ýmsum hætti. Með fjölþjóðlegum viðskiptasamningum hafa tollar og aðrar viðskiptahindranir sem risu um miðbik síðustu aldar verið lækkaðar eða afnumdar. Svæðisbundin fríverslunarbandalög hafa verið stofnuð til dýpri samruna á ákveðnum svæðum. Í Evrópu hefur verið stofnað til sameigin-

legs vinnumarkaðar í stórum hluta álfunnar, sem skipt hefur sköpum fyrir efnahagsþróun hér á landi (sjá mynd I). Auk þess sem manngerðar hindranir hafa verið fjarlægðar hefur flutnings- og samskiptakostnaður lækkað og auðveldað flæði vöru og þjónustu um heim allan til mikilla muna. Upplýsingarbyltingin, ekki síst tilkoma veraldarveffjarins, hefur valdið byltingu í miðlun upplýsinga og þar með ýtt undir alþjóðleg viðskipti – ekki síst á sviði þjónustu af ýmsu tagi, t.d. fjármálaþjónustu. Hvergi eru afleiðingar þessara afla líklegar til að vera meiri en í smáum og landfræðilega tiltölulega einöngruðum ríkjum. Vegna smæðar þeirra valda viðskiptahindranir, hvort heldur náttúrulegar eða af mannavöldum, þeim meiri skaða en stærri ríkjum.

Að líkindum verða ávallt einhverjar hindranir til staðar; af rótum menningar, tungumálakunnáttu, reglugerða og peningakerfis. Verulega hefur þó dregið úr mikilvægi þeirra eða tengslum við þjóðríki á undanförunum áratugum. Ensk tunga hefur orðið sameiginlegur farvegur útbreiðslu menningar, vísinda og viðskipta á heimsvísu. Peningalegur

1. Höfundur er aðalhafgræðingur Seðlabanka Íslands. Skoðanir sem fram koma í greininni eru höfundar og endurspeglar ekki endilega afstöðu Seðlabanka Íslands. Greinin er að nokkru leyti byggð á grein sem lögð var fram á ráðstefnunni *The Challenge of Globalisation for Small Open Economies with Independent Currencies* sem haldin var í Reykjavík 31. maí og 1. júní 2007. Höfundur vill þakka Þórunn G. Péturssyni, Þorvarði Tjörva Ólafssyni og Ingi-mundi Friðrikssyni gagnlegar ábendingar.



samruni og samhæfing reglugerða hefur á undanförmum árum verið mikilvægur þáttur efnahagslegrar og pólitískrar samþættingar í Evrópu.

Þrátt fyrir öra hnattvæðingu á flestum sviðum efnahagsmála má þó segja að peningakerfi heimsins einkennist af meiri sundurgerð en á þeim tíma þegar góðmálmar voru grundvöllur þess. Þrátt fyrir peningalegan samruna á einstökum svæðum hefur sjálfstætt fljótandi gjaldmiðlum fjölgað. Að

nokkru leyti má líta á þessa þróun sem tilraun ríkisstjórna landa sem hafa ekki getað eða viljað taka þátt í svæðisbundnum samruna peningakerfisins til þess að viðhalda nokkurri stjórn yfir eigin þjóðarbúskap. Þrátt fyrir það hafa landamæri einstakra peningakerfa orðið stöðugt götöttari. Eftir því sem höft á fjármagnshreyfingar eru leyst um heim allan verður peningastefna hvers lands í ríkari mæli leiksporr afla sem standa utan áhrifasviðs hennar.

Auk framrásar heimsverslunarinnar er hugtakið hnattvæðing oft notað um eftirfarandi ferli:

- Tengsl á milli vaxtaþróunar ólíkra landa eða svæða hafa aukist á sama tíma og tengslin á milli skammtíma- og langtíma vaxta hafa veikst (svo kölluð ráðgáta Greenspans). Þetta er stundum kallað fjárhagsleg hnattvæðing (e. financial globalisation).
- Víða um heim hefur ójafnvægi í utanríkisviðskiptum verið óvenju mikið.
- Erlendar eignir og skuldir hafa aukist hröðum skrefum.
- Verðbólguferlið hefur í auknum mæli verið drifið áfram af hnattrænum öflum.²

Þótt framangreind þróun sé hluti af hnattrænu ferli er líklegt að núverandi ástand sé að verulegu leyti afleiðing ákveðinnar stefnu mikilvægra leikenda á sviði alþjóðæfnahagsmála, einkum stjórnsvalda í Kína, OPEC-ríkjunum og Bandaríkjunum, sem leitt hefur til hnattræns ofsparnaðar. Stefna þeirra kann að breytast og leiða til verulegrar aðlögunar í heimsbúskapnum. Sé ofgnótt sparnaðar í heiminum afleiðing tímabundinna aðstæðna eða stefnu gæti hún á skömmum tíma snúist upp í andhverfu sína. Samþjöppun áhættuálagss, sem hefur verið ein helsta uppspretta ríkjandi ójafnvægis í heimsbúskapnum, getur þá horfið eins og dögg fyrir sólu. Áhættuálag hefur reyndar hækkað umtalsvert nú þegar. Það má hins vegar fremur rekja til þess að áhættan sem fjárfestar hafa tekið á sig í leit að betri ávöxtun hefur verið að koma fram í dagsljósið fremur en að dregið hafi úr umframsparnaði í heiminum.

Hér á eftir er kastljósinu beint að áhrifum fjármálalegrar hnattvæðingar á framkvæmd peningastefnu í mjög litlu opnu hagkerfi sem verður fyrir stórum eftirspurnarskellum, en Ísland er einmitt áhugavert dæmi um það. Leitast er við að nýta þá reynslu til að varpa ljósi á hvort hnattvæðingin hafi grafið undan valdi smárikja yfir innlendum fjármálaskilyrðum; hvort dregið hafi úr virkni peninga-

stefnunnar og framkvæmd hennar hafi orðið óútreiknanlegri eða hvort tveggja. Í kafla 2 er fjallað um þá kosti í peninga- og gengismálum sem opin og fjárhagslega samþætt hagkerfi smárikja standa frammi fyrir. Í kafla 3 er fjallað um mismunandi skýringar á því hve erfitt hefur reynst að hemja verðbólguna á undanförunum árum. Í kafla 4 er fjallað um margþætt hlutverk gengisþróunar í smáum opnum hagkerfum, sérstaklega hlutverk hennar í miðlun peningastefnunnar. Í kafla 5 er fjallað um glímu peningastefnunnar undanfarin ár við óvenjustóra eftirspurnarskelli á sama tíma og framboð lausafjár í heiminum hefur verið óvenjumikið. Í kafla 6 er sjónum beint nánar að þeirri óvissu sem tengist því að miðlunin fari í ríkum mæli um gengisfarveginn. Í kafla 7 eru dregnar nokkrar ályktanir um framkvæmd peningastefnunnar á undanförunum árum og lokaorð eru í kafla 8.

2. Íslenska hagfræðitilraunin: aukið peningalegt sjálfstæði í litlu, opnu og fjárhagslega samþættu hagkerfi

Árið 2001 var krónan sett á flot og Ísland bættist í ört vaxandi hóp landa sem gert hafa verðbólgu-markmið að kjölfestu peningastefnunnar. Þar sem Ísland er minnsta landið í hópi verðbólgu-markmiðslanda með fljóttandi gengi, a.m.k. ef miðað er við fólksfjölda,³ má líta á framvinduna á Íslandi sem einstaka tilraun í framkvæmd peningastefnu við skilyrði fljóttandi gengis. Mikið hefur verið skrifað um hagfræði litilla, opinna hagkerfa. Hagkerfi flestra landa heims má telja litil í þeim skilningi að þau eru að mestu leyti háð heimsmarkaðsverði án þess að hafa umtalsverð áhrif á það (e. price takers). Hagkerfi sumra landa eru þó minni

2. Um hnattvæðingu og verðbólgu, sjá t.d. Bean (2007). Viðamikla lýsingu á hreyfiöflum verðbólgunnar í Bandaríkjunum er að finna í Cecchetti o.fl. (2007).

3. Miðað við flokkun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á tilhögun gengismála er Ísland minnsta landið í hópi flótgengislanda ef miðað er við fólksfjölda. Máritius er þó minni ef miðað er við landsframleiðslu, en álitamál er hvort gengi gjaldmiðils Máritíus geti talist flótgengi. Nokkur minni lönd hafa eigin gjaldmiðil en flest þeirra hafa myntrað. Öll önnur litil lönd reka fastgengisstefnu af einhverju tagi, annaðhvort gagnvart öðrum gjaldmiðli (Hollensku Antillaeyjar og Vanúatú) eða körfu gjaldmiðla (Samóa og Seychellseyjar). Tonga er með skriðtengingu (e. crawling peg) og Saó Tóme og Prinsípe með stýrt flótgengi (e. managed floating). Sjá Breddon og Þórarinn G. Pétursson (2006).

en önnur. Því vaknar sú spurning hvort vandamál sem mjög lítil þjóðarbú standa frammi fyrir séu á einhvern hátt önnur en þau vandamál sem blasa við opnum þjóðarbúum af miðlungsstærð.

Við val á tilhögun gengismála stendur Ísland, eins og önnur lítil lönd, frammi fyrir ákveðinni togstreitu á milli hlutverks gengisins sem tækis til aðlögunar annars vegar og peningalegrar kjölfestu hins vegar. Smæð íslenska þjóðarbúskaparins felur í sér að stöðugt gengi gæti gegnt mikilvægu hlutverki sem kjölfesta peningalegra stærða (e. nominal anchor). Þetta er meginástæða þess að lítil lönd hafa yfirleitt valið einhvers konar fastgengisstefnu. Tíðni sérstakra skella, sem einnig má rekja til smæðar þjóðarbúskaparins, bendir hins vegar til hugsanlegs ávinnings sjálfstæðrar peningastefnu er dregið gæti úr áhrifum þeirra á raunstærðir þjóðarbúskaparins.⁴

Lítill vafi er á því að rekstur sjálfstæðs gjaldmiðils fyrir 300 þúsund manna samfélag kostar umtalsverðar fórnir að því er áhrærir hagkvæmni. Óvist og umdeilt er þó hve mikill hinn hagræni kostnaður sé.⁵ Óvissa um gengisþróun rekur fleyg á milli innlends markaðar og heimsmarkaðar fyrir vörur, þjónustu og framleiðsluþætti og leiðir til ákveðins fjármálalegs aðskilnaðar eftir mörkum þjóðríkja, sem kann að hafa viðtæk áhrif. Hún hefur áhrif á neyslu og sparnaðarhegðun, samningsstöðu verkalýðsfélaga og viðskipthætti fyrirtækja.

Hugsanlegur þjóðhagslegur ávinningur þess að halda í sjálfstæðan gjaldmiðil sem aðlögunartæki er dregið gæti úr sveiflum í þjóðarbúskapnum er jafnvel enn óvissari. Lítil, opin þjóðarbú verða oftar fyrir sérstökum skellum en þau sem stærri eru og sjálfum sér næg í ríkari mæli. Því gæti ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu, að því

gefnu að hreyfanleiki framleiðsluþátta sé ófullkominn, fræðilega séð verið meiri eftir því sem þjóðarbúið er smærra í sniðum. Margir höfundar hafa því einfaldlega gefið sér að ávinningurinn sé jákvæður og að sjálfstæður gjaldmiðill dragi úr sveiflum í þjóðarbúskapnum fremur en að magna þær. Það er hins vegar síður en svo sjálfgefið (sjá Arnór Sighvatsson, 2004). Þvert á móti bendir ýmislegt til þess að fljóttandi gengi hafi aukið sveiflur í a.m.k. einkaneyslu. Ísland sker sig frá öðrum þróuðum þjóðum að því er áhrærir óstöðugleika einkaneyslu þótt sveiflur í landsframleiðslu u.þ.b. í samræmi við smæð landsins. Náin samsvörun hefur verið á milli sveiflna einkaneyslu og gengis krónunnar undanfarin ár. Sú staðhæfing að sjálfstæð peningastefna og gjaldmiðill dragi úr sveiflum, sem er forsenda þess að sjálfstæð peningastefna geti dregið úr sveiflum í þjóðarbúskapnum, kann því að vera byggð á veikum grunni. A.m.k. kemur hún ekki heim og saman við reynsluna frá því að krónan fór á flot. Áhrif gengisbreytinga á efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja kann að vera ein helsta skýringin. Jafnvel þótt gengið sé út frá því að slíkur ávinningur sé til staðar er erfitt að setja fram meginmælingar á ávinning eða tap sem hægt er að veða á móti hagkvæmnisávinningi gjaldmiðlasamruna. Enn meiri óvissa ríkir um að hve miklu leyti hreyfanleiki framleiðsluþátta bætir upp skort á sveiflujafnandi sveigjanleika í gengi (ef slíku er til að dreifa). Enginn hefur metið þann þroskuld hreyfanleika sem nauðsynlegur er til þess að af því verði hreinn ávinningur að förna hugsanlegum sveiflujafnandi eiginleikum sjálfstæðs gjaldmiðils fyrir ávinning gjaldmiðlasamruna eða varanlegs fastgengis. Þrátt fyrir að fjármagnshreyfingar séu óheftar og íslenskur vinnumarkaður galopinn fyrir erlendu vinnuafli hefur það ekki sannfært alla um að hreyfanleiki vinnuafli muni reynast nægilegur, a.m.k. ekki á samdráttartímum.

Fræðilega er spurningin um hagkvæmt gjaldmiðlasvæði óráðin gáta og verður líklega alltaf. Lykilspurningin er hvaða áhrif stærð þjóðarbúskaparins og hnattvæðingin hefur á það hve þungt hugsanlegur ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu vegur á metaskálanum á móti kostnaði

4. Sögulega, eins og fram kemur í grein Arnór Sighvatssonar o.fl. (2001), hefur íslenskur þjóðarbúskapur einkennst af framboðsskellum, t.d. af völdum auðlinda, framleiðni og viðskiptakjara. Undanfarinn áratug hafa skellir á eftirspurnarhlíð hins vegar verið ráðandi.

5. Þessi kostnaður er einkum viðskiptakostnaður af ýmsu tagi (meðal annars gjaldmiðlaóvissa) sem dregur úr milliríkjavíðskiptum, skertir möguleikar til að deila áhættu í fjármálagum viðskiptum o.s.frv. Breedon og Þórarinn G. Pétursson (2006) meta áhrif aðildar að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu á utanríkisviðskipti Íslands.

vegna minni hagkvæmni. Þrátt fyrir smæðina og margslungna samþættingu íslenska þjóðarbúsins við evrópskt efnahagslíf, sem gæti bent til þess að ávinningur peningalegs samruna sé með mesta móti, hefur Ísland kosið að standa utan Evrópusambandsins og þar með utan peningalegs samruna í álfunni. Með þátttöku í EES er landið þó hluti hins innri markaðar og með aðild að Schengen-svæðinu gengur Ísland lengra í samrunaátt en mörg aðildarríkin, einkum eftir að íslenskur vinnuarkaður var opnaður fyrir nýjum aðildarríkum ESB á sl. ári. Efnahagsreikningur þjóðarbúsins hefur þanist gríðarlega út á undanförmum árum, ekki síst vegna aukinnar starfsemi bankanna í norðanverðri Evrópu. Þessi gríðarlega útpensla, sem hefði ekki verið hugsanleg án EES-samningsins, bindur innlenda og evrópska efnahagsþróun stöðugt sterkari böndum.

Það skýtur því að sumu leyti skökku við að á sviði peningamála skuli Ísland hafa fjarlægst Evrópu, með því að gefa sjálfstæðri peningastefnu aukið vægi. Fyrir því má færa rök að þetta hafi verið nauðval. Eftir að fjármagnshreyfingar voru gefnar frjálssar þurftu stjórnvöld að velja á milli stöðugleika í gengismálum og sjálfstæðrar peningastefnu. Vegna þess að þátttaka í peningalegum samruna var af pólitískum ástæðum ekki möguleg var raunar ekki annar kostur í stöðunni en að leyfa genginu að fljóta og taka upp verðbólguarkmið. Ákvörðun um að halda ekki aðeins peningalegu sjálfstæði heldur auka það réðst ekki síst af þeirri erfiðu stöðu sem fastgengisstefnan var komin í árið 2001. Reynsla Norðurlandanna snemma á niunda áratug síðustu aldar og margra nýmarkaðsríkja nokkru síðar hefur án efa skipt verulegu máli. Þessi reynsla benti til þess að fyrirkomulag gengismála er færi milliveg á milli fljótandi gengis og algers peningasamruna væri viðkvæmt fyrir áhlaupum spákaupmanna og hjarðhegðun fjárfesta.

3. Hvers vegna hefur peningastefna á grundvelli verðbólguarkmiðs ekki verið árangursríkari?

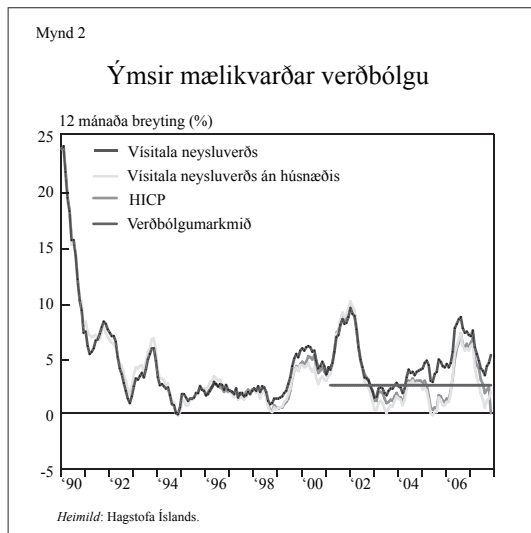
Hins vegar er ekki meginviðfangsefni þessarar greinar hvort vit sé í því að reka sjálfstæða peningastefnu fyrir 300 þúsund manna samfélag. Með réttu eða röngu hefur Ísland kosið að standa utan Evrópusambandsins og þar með gjaldmiðlasamrunans sem

hafinn er innan þess. Fátt virðist benda til þess að Ísland gangi í Evrópusambandið á næstu árum og bæði pólitísk og efnahagsleg rök mæla gegn því að taka evru einhliða upp sem lögeyri á Íslandi. Ekki virðist heldur álitlegt að hverfa aftur til þeirrar fastgengisstefnu sem hrökklást var frá þegar Ísland stóð á barmi gjaldeyriskreppu árið 2001. Flest bendir því til þess að sú tilhögun peningamála sem tekin var upp árið 2001, verðbólguarkmið og fljótandi gengi, verði við lýði um fyrirsjáanlega framtíð, þrátt fyrir að erfiðlega hafi gengið að ná verðbólguarkmiðinu sem Seðlabankanum var sett í mars árið 2001. Því er afar mikilvægt að læra af þeirri reynslu sem nú liggur fyrir og reyna eftir föngum að bæta hagstjórn og auka stöðugleika.

Frá því að verðbólguarkmiðið var tekið upp hefur íslenskur þjóðarbúskapur gengið í gegnum skeið skammvinnns samdráttar og síðan ofpenslu. Á þessu tímabili hefur verðbólgan að meðaltali verið vel yfir 2,5% verðbólguarkmiðinu, eða 4,7%, og afar breytileg. Þótt árangurinn sé ívið betri ef einungis er miðað við tímabilið eftir að verðbólguarkmiðinu var náð árið 2003 virðist árangurinn langt frá því að geta talist ásættanlegur. Hverju er um að kenna? Við fyrstu sýn virðast þrjár möguleikar koma til greina: Í fyrsta lagi gætu skellirnir einfaldlega hafa verið of stórir til þess að sjálfstæð peningastefna gæti komið í veg fyrir verðbólguhrinu, eða að það hefði einfaldlega kostað of miklar sveiflur í framleiðslu að halda verðbólgu stöðugri við verðbólguarkmiðið. Í öðru lagi er hugsanlegt að gerð hafi verið mistök við framkvæmd peningastefnunnar sem hafi leitt til þess að Seðlabankinn missti tókin á þróuninni. Loks gæti verið að sú tilhögun peningamála sem Íslendingar hafa kosið sér sé einfaldlega gölluð. Gæti t.d. hugsast að smæð þjóðarbúskaparins geri stjórnvöldum peningamála erfitt um vik að ná settum markmiðum án ótilhlýðilegs kostnaðar⁶ Er Ísland of smátt til að vera hagkvæmt gjaldmiðla-

6. Hunt (2006) og Honjo og Hunt (2006) fjalla um hagkvæmasta framfall peningastefnu, þ.e.a.s. samband verðlags- og framleiðslubreytileika. Þeirra niðurstöður benda til þess að peningastefnan hér á landi standi frammi fyrir töluvert óhagstæðara samspili sveiflna í verðbólgu og hagvexti en mörg önnur lönd.

svæði? Er Ísland einfaldlega of lítið til þess að hægt sé að reka sjálfstæða peningastefnu með árangursríkum hætti? Það er tiltöluleg nýleg hugmynd og ekki fullreynd að hægt sé að leyfa gengi gjaldmiðils smárikis að fljóta án verulegs kostnaðar. Penningakerfi heimsins eftir að Bretton-Woods-kerfið leið undir lok í byrjun áttunda áratugarins byggðist á því að gjaldmiðla helstu efnahagsveldanna flytu en gengi gjaldmiðla annarra landa væri fast gagnvart þeim eða körfu helstu gjaldmiðla. Hefur hnattvæðingin – eða a.m.k. þær aðstæður sem ríkt hafa á alþjóðlegum fjármálamörkuðum undanfarin ár – gert framkvæmd peningastefnu í smáum opnum hagkerfum sérstaklega erfiða viðfangs?⁷ Árangur peningastefnunnar á Íslandi verður ekki fyllilega metinn nema þessum spurningum sé svarað. Hér á eftir er leitast við að gefa svör við sumum þeirra, með hliðsjón af reynslu Íslands af framkvæmd sjálfstæðrar peningastefnu í stöðugt hnattrænna umhverfi. Fyrst verður lagt mat á nokkrar mismunandi skýringar á langvarandi fráviki verðbólgu frá markmiði, þrátt fyrir virka beitinga þeirra tækja sem peningastefnan hefur yfir að ráða.



7. Umdeilt er hvort áhrif hnattvæðingar hafi almennt auðveldað framkvæmd peningastefnu eða torveldað hana. Um áhrif hnattvæðingar á verðbólgu og peningastefnu, sjá t.d. nokkuð ólík sjónarmið í Claudio Borio og Andrew Filardo (2007) og Woodford (2007).

3.1. Hafa eftirspurnarskellir verið meiri en peningastefnan fær ráðið við?

Eftir að verðbólgu markmið var tekið upp árið 2001 hefur Seðlabankinn þurft að glíma við afleiðingar ofpenslu sem leiddi til endaloka fyrri tilhögunar peningamála og fljótlega eftir það til margþættra eftirspurnarskella. Því má halda því fram að viðfangsefnið hafi einfaldlega verið erfiðara en svo að hægt væri að ætlast til þess að Seðlabankinn kæmi í veg fyrir nokkuð langvarandi frávík verðbólgu frá markmiði. Í fyrsta lagi er mikilvægt að íhuga upphafsskilyrðin í þessu sambandi. Mörg lönd hafa tekið upp verðbólgu markmið í kjölfar gjaldveyriskreppu sem leitt hefur til skipbrots fastgengisstefnu. Þetta á t.d. við um Svíþjóð, Finnland (áður en landið gekki í EMU) og Bretland. Flest verðbólgu markmiðslönd höfðu þegar komið á nokkuð stöðugu verðlagi áður en verðbólgu markmiðið var tekið upp eða opinbert markmið skilgreint (sjá Þórarinn G. Pétursson, 2005). Ísland var hins vegar á barmi gjaldveyriskreppu þegar krónan var sett á flot 27. mars árið 2001. Seðlabankinn hafði þá þegar varið umtalsverðum hluta gjaldveyrisforðans til þess að verja gengi krónunnar, sem virtist sífellt valtari í sessi í ljósi hins mikla viðskiptahalla, sem nam tíunda hluta landsframléislunnar árið 2000.⁸ Verðbólga var í upphafi töluvert yfir 2,5% markmiðinu, sem átti að ná í nóvember árið 2003.⁹ Eftir að krónan fór á flot lækkaði gengi hennar hröðum skrefum. Fyrir vikið færðist verðbólgan í aukana og fjarlægðist markmiðið. Hámarki náði verðbólgan í ársbyrjun 2002 og var þá 9,4%. Hún hjaðnaði hins vegar hratt þegar krónan hækkaði á ný og náði fyrri styrkleika, innlend eftirspurn dróst saman og viðskiptahallinn hvarf og snerist upp í afgang. Þrátt fyrir bakslagið árið 2001 tókst að ná verðbólgu markmiðinu fyrir en stefnt var að, eða

8. Seðlabankinn fylgdi á þeim tíma fastgengisstefnu. Í henni fölst að gengi krónunnar, mælt með viðskiptaveginni gengisvísitölu, mátti ekki víkja meira en 9% frá tilteknu gildi vísitölnnar. Svigrúm til gengisbreytinga hafði verið aukið úr 6% í febrúar árið 2000 og fyrir árið 1995 höfðu gilt enn þrengri vikmörk. Sjá nánar í Arnór Sighvatsson o.fl. (2001).

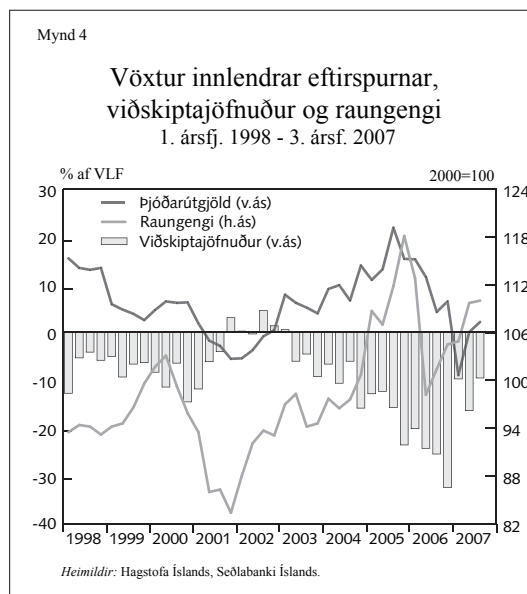
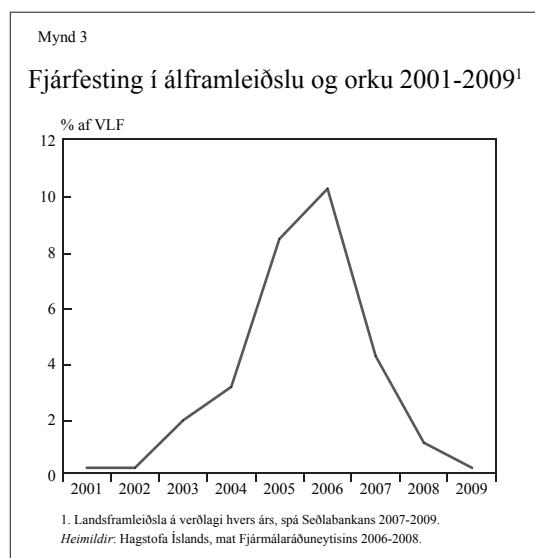
9. Verðbólgu markmiðið er skilgreint í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnarinnar frá mars árið 2001 sem hækkun vísitölu neysluverðs yfir tólf mánuði.

í nóvember árið 2002. Að hve miklu leyti koma hefði mátt í veg fyrir verðbólguholtskefluna eftir að krónan fór á flot í mars árið 2001 er spurning sem aldrei mun fást skorið úr með nokkurri vissu. Á sama tíma og krónan var sett á flot í marslok árið 2001 lækkaði Seðlabankinn stýrivexti sýna um hálfá prósentu. Þegar horft er um öxl blasir við að þetta hafi verið mistök. Að hve miklu leyti aðhaldssamari peningastefna gæti hafa dregið úr þrýstingi á krónuna er þó umdeilanlegt í ljósi þess að Seðlabankinn seldi stóran hluta gjaldeyrisfordans til þess að hamla á móti óhóflegri lækun krónunnar og viðhalda eðlilegri virkni markaða. Sennilega var óhjákvæmilegt að verðbólga færi verulega yfir markmiðið. Hins vegar virðist ósennilegt að peningastefnan hefði verið fullkomlega áhrifalaus ef henni hefði verið beitt af meiri einurð. Sé það hins vegar rétt væru það auðvitað sterk rök fyrir því að gildi sjálfstæðrar peningastefnu sé hverfandi eða neikvætt.

Þótt verðbólgu umfram markmið á fyrstu árum verðbólgu-markmiðs megi skýra að verulegu leyti með þeim aðstæðum sem ríktu í upphafi, verður sömu rökum vart beitt til að skýra frávik frá markmiði eftir árið 2003. Frá því að verðbólgu-markmiðinu var náð í nóvember árið 2002 hefur verðbólga verið að meðaltali 3,7% (og meiri ef áhrif lækkunar neysluskatta í mars 2007 eru frá-

talín) og sveiflast frá 1,6% upp í 8,6%. Breytileiki verðbólgunnar endurspeglar sveiflur í gengi krónunnar ásamt húsnæðisverðbólgu, sem var meiri en dæmi voru um. Húsnæðisverðbólga hefur bein áhrif á mælda verðbólgu í gegnum húsnæðislið vísitölu neysluverðs auk þess sem hún hefur örvandi áhrif á eftirspurn. Skellirnir sem þjóðarbúskapurinn hefur orðið fyrir á undanförmum árum hafa vissulega verið óvenjustórir. Fjárfesting í álbræðslunum tveim og tilheyrandi orkuverum, sem nú er á lokastigi mun nema því sem næst þriðjungi landsframleiðslu ársins 2003, þegar framkvæmdir hófust, og var þorri hennar samþjappaður árin 2005 og 2006.

Skellir af þessari stærð væru einir og sér ærið viðfangsefni stjórnvalda, hvort heldur peninga- eða ríkisfjármála, en þeir voru ekki einu skellirnir sem þjóðarbúskapurinn varð fyrir á árunum 2003-2006. Árið 2003 lauk einkavæðingu stóru viðskiptabankanna, Landsbankans og Búnaðarbankans. Í mörgum löndum þar sem fjármálakerfið hefur verið einkavætt hefur útlánabylgja fylgt í kjölfar einkavæðingar. Líkur á útlánaþenslu hlutu að vera sérstaklega miklar í ljósi væntinga um mikið hagvaxtarskeið í tengslum við áformaðar stórframkvæmdirnar. Ríkisstjórnin kynti enn frekar undir uppsveiflunni þegar hún í kjölfar kosninga efndi



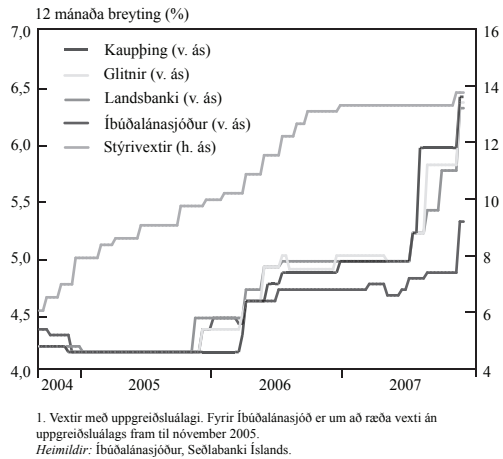
loforð um verulega rýmkun á útlánastefnu Íbúðalánasjóðs. Hámarkslán voru hækkuð og veðmörk hækkuð úr 60% í 90% af kaupverði.

Greinilegt var að bankarnir litu á útpenslu-stefnu Íbúðalánasjóðs sem verulega ógunn við stöðu sína sem veitendur viðbótaríbúðalána. Fremur en draga sig í hlé ákváðu hinir nýlega einkavæddu bankar að mæta samkeppninni og bjóða íbúðalán á sambærilegum (eða jafnvel betri) kjörum og Íbúðalánasjóður. KB banki (nú Kaupþing) reið á vaðið og hinir áttu vart annarra kosta völu en fylgja á eftir. Mestum straumhvörfum olli að bankarnir buðu íbúðaveðlán til einstaklinga án nokkurra kvaða um undirliggjandi fasteignaviðskipti. Þar með opnuðust einstaklingum nýir möguleikar til þess að endurfjármagna útistandandi húsnæðisskuldur. Í mörgum tilvikum fólu viðskiptin einnig í sér að gengið var á viðbótarveð sem fyrir hendi voru og andvirði mismunarins notað til einkaneyslu, einkum bílakaupa. Veðrými fór hratt vaxandi, því að veð húseigna reis hröðum skrefum. Í sumum tilfellum buðu bankarnir lán er námu allt að 100% af veðmæti íbúðar. Einu takmörkin voru áætluð greiðslugeta lántakanda, en þar virtust varfærnisjónarmið ekki hafa vegið þungt. Endurfjármögnun fól í flestum tilfellum í sér verulega lengingu lánstíma. Þorri lánanna voru jafngreiðslulán til 40 ára. Fyrir vikið lækkaði greiðslubyrði lánanna í hlutfalli við ráðstöfunartekjur þrátt fyrir stóru auknar skuldir heimilanna.

Samspil aukinnar samkeppni á milli fjármála-stofnana og hagstæðra skilyrða á alþjóðlegum fjármálamörkuðum leiddi til þess að raunvextir útlána fóru lækkanði allt til haustsins 2005, þrátt fyrir snarpa hækkun stýrivaxta. Lækkanði vextir í heiminum áttu þar einnig hlut að máli og óhugsandi er að vaxtalækkunin hefði gengið svo langt án ytri aðstæðna sem einkenndust af ofgnótt sparnaðar á heimsvísu og leiddu til þess að áhættuálag skrappt saman. Það gerði bönkunum kleift að etja kappi við Íbúðalánasjóða þrátt fyrir að hann hefði ríkissjóð að bakhjarli og nyti því sömu lánshæfis-einkunnar og hann. Hugsanlega átti það einnig þátt í uppsveiflunni að Seðlabankinn lækkaði bindiskyldu bankanna í þrepum til ársins 2003, í sömu hlutföll og giltu á evrusvæðinu, án þess að á móti kæmi aukin aðhald í gegnum stýrivexti. Þetta

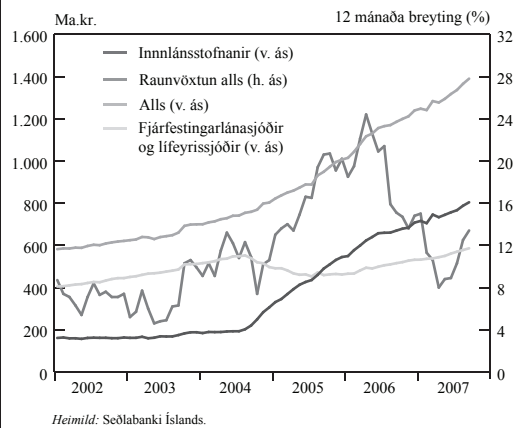
Mynd 5

Verðtrygðir vextir íbúðalána og stýrivextir SÍ¹ 1. september 2004 - 30. nóvember 2007



Mynd 6

Skuldir heimila við helstu lánastofnanir Mánaðarlegar tölur



kann að hafa aukið útlánagetu hins nýeinkavædda bankakerfis, þótt óvíst sé um áhrifin í ljósi þess að frjálsar innistæður bankanna í Seðlabankanum voru mun meiri en nam bindiskyldunni. Lækkun bindiskylduhlutfallsins var framkvæmd á tímum nokkurs slaka í þjóðarþúskaðum og var litið á lækkun hennar sem varanlega kerfisbreytingu fremur en peningastefnuáðgerð til miðlungslangs

tíma. Afleiðing ofangreindra kerfisbreytinga varð gríðarleg útlánabylgja sem leiddi til þess að verðlag íbúðarhúsnæðis reis hraðar en nokkru sinni fyrir, fyrst á höfuðborgarsvæðinu en síðar í nærliggjandi byggðarlögum.¹⁰

Í ljósi þess hve skellirnir voru stórir og þess að fjárfestingin í ál- og orkuverum var að mestu leyti fyrirsjáanleg, og áhrif breytinga á fjármálakerfinu a.m.k. að nokkru leyti einnig, voru sterk rök fyrir mótvægisáðgerðum í ríkisfjármálum. Fjárfesting hins opinbera var reyndar skorin verulega niður árið 2005, en aðhaldsáhrifum þess var eytt og gott betur með verulegum skattalækkunum sem voru til þess fallnar að auka væntar ævitekjur heimila. Árið 2006 jókst fjármunamyndun hins opinbera stórlega í tengslum við sveitarstjórnarkosningar. Fyrir vikið varð aðhald í rekstri hins opinbera ekki meira en svo að byrðum nauðsynlegs aðhalds var að mestu leyti velt yfir á Seðlabankann. Tekjur ríkissjóðs jukust þó hröðum skrefum með tilheyrandi sjálfvirkri sveiflujöfnun og umtalsverður afgangur varð á ríkisfjármálum.¹¹

Ekki fer á milli mála samkvæmt ofangreindri lýsingu, að ytri aðstæður hafa skapað sérlega ögrandi viðfangsefni fyrir peningastefnuna undanfarnin 3 ár, að ekki sé meira sagt. Þótt stórframkvæmdirnar hafi í stórum dráttum verið fyrirsjáanlegar voru samanlögð áhrif fjárfestingar í ál- og orkuverum, einkavæðingar bankanna, aukinna útlánaheimilda Íbúðalánasjóðs, skattalækkana og ofgnóttar sparnaðar í heiminum mikilli óvissu undirorpin. Hefði Seðlabankinn getað séð þau fyrir? Ef svo er, hefði umtalsvert aðhaldssamari peningastefna fyrir í uppsveiflunni leitt til marktækt betri niðurstöðu eða lítið betri niðurstöðu, eða jafnvel erfiðleika af öðru tagi? Hér á eftir er fjallað um vankanta við framkvæmd peningastefnunnar í þeirri uppsveiflu sem enn stendur yfir og mögulegar ástæður þeirra.

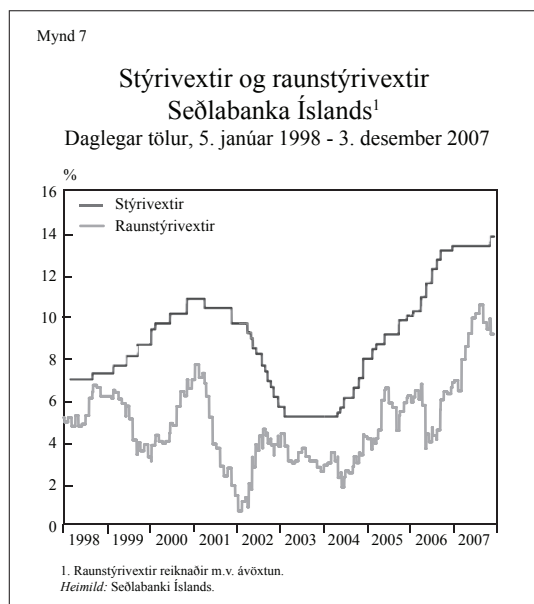
3.2. Vandamál við framkvæmd peningastefnunnar

Undir lok árs 2007 eru stýrivextir Seðlabanka Íslands 13,75%, eftir að hafa hækkað úr 5,2% voríð 2004. Þótt stýrivextir hafi stundum hækkað hratt hefur það ekki nægt til þess að halda aftur af verðbólgunni, sem hefur verið yfir verðbólguumarkmiðinu samfellt frá vormánuðum árið 2004. Verðbólga fór upp í 8½% sumarið 2006, og að frádregnum áhrifum skattalækkana og tímabundnum þáttum er undirliggjandi verðbólga síðla árs 2007 enn í grennd við 7%. Að því gefnu að til sé ferill stýrivaxta sem nægir til þess að halda verðbólgu nálægt markmiðinu verður að draga þá ályktun að stýrivextir hafi verið of lágir.

Eftir á að hyggja virðist augljóst að stýrivextir hafi nokkrum sinnum verið hækkaðir of lítið og of seint. En hver er ástæða þess að seðlabankinn hefur ekki brugðist nógu kröftuglega við? Nokkrar ástæður mistaka koma til greina: Í fyrsta lagi gæti verið að Seðlabankinn hafi byggt eigið mat á verðbólguhorfum á ófullkomnum gögnum. Í öðru lagi er hugsanlegt að líkön sem sérfræðingar Seðlabankans styðjast við í spágerð sinni séu ranglega skilgreind. Vegna þess að spár eru að töluverðu leyti matskenndar – þótt líkön séu hryggjarstykkid í spágerðinni – gæti dómgreind sérfræðinganna einnig hafa brugðist. Í þriðja lagi gæti mat sérfræðinga og bankastjórnar við vaxtaákvæðanir hafa brugðist, t.d. vegna ófullkomins skilnings á miðlunarferlinu, t.d. að því er áhrærir áhrif hnattræns ofsparnaðar á grunna innlenda fjármálamarkaði, útbreiðslu verðtryggingar í fjármálakerfinu og hin margbrotnu áhrif gengisbreytinga á mismunandi geira þjóðarbúskaparins. Einnig gæti gætt ákveðinnar tregðu til að hækka vexti í nægilega stórum skrefum þegar miklir eftirspurnarskellir ríða yfir, t.d. vegna þess að reikna má með verulegum spáskekkjum. Líkur á of vægum viðbrögðum kunna að aukast þegar verðbólguhorfur versna skyndilega mikið. Einnig gæti gætt almennrar tilhneigingar til þess að hafa of mikinn peningalegan slaka þegar verðbólguhorfur breytast hratt. Í fjórða lagi kann kynning Seðlabankans á peningastefnunni að hafa verið óskýr, skort gagnsæi og því tafið fyrir miðlun peningastefnunnar. Að lokum gætu allar ofangreindar ástæður átt við einhver rök að styðjast.

10. Lúðvík Eliasson og Þórarinn G. Pétursson (2007) áætla að kerfisbreytingar á innlendum fjármálamarkaði hafi leitt til hækkunar húsnæðisverðs um 25% umfram það sem annars hefði orðið.

11. Leiðrétt fyrir áhrifum hagsveiflunnar var afgangurinn 3% árið 2005.



Ekki verður gerð nema yfirborðskennd grein fyrir hinum ýmsu þáttum sem kunna að hafa leitt til mistaka við framkvæmd peningastefnunnar á undanförmum árum. Hér á eftir takmarkast umræðan við fáa þætti sem höfðu augljós áhrif á árangurinn. Þar sem verðbólguþætti er grundvöllur peningastefnunnar gegnir mat seðlabanka á verðbólguhorfum lykilhlutverki við ákvarðanir í peningamálum. Spáskekkjur, sakir ófullkominna gagna, rangra líkana eða rangs mats sérfræðinga, eru því meðal þess sem umsvifalaust fellur grunur á. Lítum á árið 2004 sem dæmi. Þegar Seðlabankinn hóf að hækka vexti vorið 2004 hafði hann nýlega birt spá um 3,5% hagvöxt á árinu. Fyrstu áætlanir Hagstofunnar í mars 2005 sýndu 5,2% hagvöxt, endurskoðun í september 6,2% hagvöxt og í mars 2006 var talið að hagvöxturinn hefði verið 8,2%, sem síðan hefur reyndar verið endurskoðað lítillega til lækkunar. Eins og sjá má á mynd 4 hafa endurskoðanir á þjóðhagsreikningum fyrir árið 2005 þróast með svipuðum hætti.

Með hliðsjón af umtalsverðri breytingu þjóðhagsreikninga frá fyrstu áætlunum til þriðju endurskoðunar ári síðar virðist augljóst að stýrivextir hefðu verið hækkaðir fyrir og hraðar hefði Seðlabankinn gert sér grein fyrir því að hagvöxtur yrði

næstum 8% fremur en 3½%. Hið sama á við um framkvæmd peningastefnunnar árið 2005.

Þótt kenna megi ófullburða gögnum um spáskekkjur að töluverðu leyti er ekki víst að við þær einar sé að sakast. Ekki hefur hins vegar verið rannsakað til hlítar enn sem komið er hvort skekkjur í spám Seðlabankans sem ekki verða raktar til gagna hafi verið meiri eða minni en skekkjur í spám annarra. Í sumum tilvikum kann að vera mögulegt að bæta spár með því að horfa fram hjá fyrstu tölum úr þjóðhagsreikningum og meta samtímaefnahagsástand eða nýliðna fortíð með líkönum á grundvelli fyrirliggjandi hagvísu. Þetta hefur Seðlabankinn ekki gert til þessa, en dæmi eru um að seðlabankar fari þessa leið.

Formlegar spár gegna lykilhlutverki við mótnu peningastefnunnar. Í ákvörðunartökufurilinu geta bankastjórn og sérfræðingar bankans hins vegar tekið tillit til gagna sem erfitt er að taka með beinum hætti inn í hagspár. Við ákvarðanir í peningamálum hefði t.d. verið hægt að taka meira tillit til vaxtar utanríkisviðskipta árið 2004, sem gátu bent til meiri hagvaxtar en fyrstu tölur þjóðhagsreikninga. Hið sama á við um hraða hækkun húsnæðisverðs á fyrri helmingi árs 2005¹² eða vöxt atvinnu á árinu 2006. Þótt í aðsigi uppsveiflunnar árin 2004 og 2005 hafi umfang hennar verið vanmetið í spám Seðlabankans og því megi að nokkru leyti kenna þeim um ófullnægjandi hagstjórn, er ekki sjálfgefið að varpa allri skuldinni á ófullkomnar hagspár. Það kann einnig að hafa tafið fyrir viðeigandi viðbrögðum að ákvarðanatáka hafi ekki verið nægilega markviss. Peningastefnufundir með viðeigandi undirbúningi sérfræðinga voru ekki haldnir með reglubundnum hætti fyrir en síðla árs 2006.

Að lokum er hugsanlegt að Seðlabankinn hafi ekki gripið nógu fast í taumana, jafnvel miðað við gögn sem fyrir lágu, eða a.m.k. ekki þegar ný gögn lágu fyrir sem bentu til þess að peningastefnan hefði ekki fylgt efnahagsframvindunni fyllilega eftir. Eins og komið hefur fram gætu ástæður ófullnægjandi viðbragða verið ýmsar, þ.á m. tregða til

12. Ýmsir gagnrýnendur peningastefnunnar drógu reyndar gagnstæða ályktun, þ.e.a.s. að vegna þess að verðbólga skýrist að miklu leyti af hækkun húsnæðisverðs hefði Seðlabankinn átt að hækka vexti minna en raun varð á.

að hækka stýrivexti í mjög stórum skrefum í ljósi mikillar óvissu, m.a. um haggögn og líkön sem ekki hafa fylgt kerfisbreytingum undanfarandi ára nægilega eftir. Sú óvissa sem mestu skiptir kann hins vegar að felast í illfyrirsjáanlegri miðlun peningastefnunnar þar sem tilviljunarkenndar gengisbreytingar gegna lykilhlutverki. Í næsta kafla verða þessari óvissu gerð nokkur skil.

Af ofangreindu má draga þá ályktun að peningastefnan hafi árið 2003 sannarlega staðið frammi fyrir óvenjulega erfiðu viðfangsefni. Skoða verður langvarandi frávik frá verðbólguþætti Seðlabankans í því ljósi. Á hinn bóginn má einnig halda því fram að fyrirséðir eftirspurnarskellir eins og hinar miklu framkvæmdir árin 2005 og 2006 ættu að vera kjörlandi framsýnnar peningastefnu. Oftast þurfa stjórnvöld að kljást við óvænta skelli, en það leiðir til hættu á sveiflumagnandi viðbrögðum vegna tafar á milli atburðar, fyrstu gagna og viðbragða peningastefnu. Kjarni málsins er sá að einn megintilgangur sjálfstæðrar peningastefnu er að geta brugðist við aðstæðum sem eru ólíkar aðstæðum í umheiminum þannig að leiði til betri niðurstöðu en ef sjálfstæð peningastefna væri ekki fyrir hendi. Í ljósi reynslunnar má því spyrja hvort vandinn liggi í einkennum mjög smárra, opinna hagkerfa og þeirri óvissu sem ríkir um miðlun peningastefnunnar í þeim. Um það er fjallað nánar í næsta kafla.

4 Peningastefna og gengi í mjög litlu, opnu og fjármálalega samþættu hagkerfi
Árangur framsýnnar peningastefnu veltur ekki eingöngu á gæðum haggagna, heldur einnig því hve miðlun peningastefnunnar um farvegi vaxta, gengis, væntinga, eignaverðlags o.fl. er fyrirsjáanleg. Einnig á því sviði kunna lítill opin hagkerfi að standa frammi fyrir stærri vanda en hin stærri. Óreiða í gögnum, sem stafar af því að einstakir atburðir hafa hlutfallslega meiri áhrif á þjóðarbúskapinn en í stærri hagkerfum, veldur því að erfið er að túlka þau. Um leið kann undirliggjandi óstöðugleiki að vera meiri og krefjast virkari beitingar stýrivaxta – í því skyni að stuðla að verðstöðugleika og draga úr ónaúðsynlegum sveiflum í hagvexti – en í stærri, sjálfum sér nægum hagkerfum. Frammi fyrir óvissu í gögnum um sveiflukennt

efnahagslíf veltur mikið á getu seðlabanka til að sjá fyrir áhrif eigin aðgerða, þ.e.a.s. að skilningur á miðlunarferlinu sé góður; að það sé stöðugt og fyrirsjáanlegt. Í því er fölginn stærsti vandi lítilla ríkja með fljótandi gjaldmiðla. Þau verða að jafnaði fyrir meiri áhrifum af gengissveiflum en stærri ríki. Áhrif ytri skella koma fram í gengisbreytingum, sem eru um leið einn meginfarvegur miðlunar peningastefnunnar.

Ef gengi gjaldmiðils er sveiflugjarnt og ófyrirsjáanlegt leiðir af sjálfu sér að miðlun peningastefnunnar verður einnig breytileg og ófyrirsjáanleg og verðbólgan einnig. Árangur framkvæmdar verðbólguþætti í litlu opnu hagkerfi með fljótandi gengi veltur því að töluverðu leyti á því að breytingar á gengi gjaldmiðilsins séu hóflegar og ráðist af undirliggjandi innlendri efnahagsþróun fremur en breytilegum skilyrðum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Almennt ættu áhrif gengisbreytinga á þjóðarbúskapinn að vera sterkari eftir því sem hann er minni umfangs og opnari og þáttur þeirra í miðlun peningastefnunnar því gildari. Um leið er almennt viðurkennt að því sem næst ógerlegt sé að spá fyrir um gengisbreytingar, a.m.k. til skamms tíma, af einhverri vissu. Af því má draga þá ályktun að miklar og ófyrirséðar gengisbreytingar leiði til þess að efnahagsframvindan almennt og sérstaklega miðlun peningastefnunnar verði illa fyrirsjáanleg. Því er ástæða til að athuga sérstaklega hin margbrotnu áhrif gengisbreytinga á þjóðarbúskap lítilla opinna landa:

- Áhrif gengisbreytinga á innflutningsverð og að lokum verðlag neysluvöru og þjónustu eru líkleg til að vera sterk í litlum opnum hagkerfum (sjá Þórarinn G. Pétursson, 2007). Þau endurspeglar ekki aðeins hlutdeild innfluttrar vöru og þjónustu í vísitölu neysluverðs, heldur einnig takmarkaða samkeppni milli innlendra framleiðenda. Möguleikar þeirra til að hækka verð ráðast að miklu leyti af erlendri samkeppni, sem er breytileg eftir stöðu gengisins. Að auki er hlutdeild erlends kostnaðar í verði innlendar vöru iðulega töluvert mikil. Áhrif gengissveiflna á innlent verðlag eru auðvitað gríðarlega mikilvæg fyrir seðlabanka

á verðbólgu markmiði, því að geta til þess að spá fyrir um verðbólgu er lykilsenda góðs árangurs. Gengissveiflur eru ein meginástæða spáskekkna. Líklega væri þó hægt að draga úr verðbólguáhrifum gengisbreytinga takist peningastefnunni að skapa verðbólguvæntingum sterkari kjölfestu. T.d. er ekki ólíklegt að mikinn mun á verðbólguáhrifum gengisbreytinga á Íslandi annars vegar og Nýja-Sjálandi hins vegar megi að nokkru leyti rekja til missterkrar kjölfestu verðbólguvæntinga.¹³

- Áhrif gengisbreytinga í litlum opnum hagkerfum eru ekki bundin við áhrif á innlent verðlag. Þær hafa einnig mikil áhrif á hagnað fyrirtækja, en þau eru mismunandi eftir því hvort þau starfa í samkeppnisgeira þjóðarbúsins eða í skjóli fyrir erlendri samkeppni. Mikilvægur farvegur miðlunar peningastefnunnar í litlum opnum hagkerfum eru áhrif gengisbreytinga á getu fyrirtækja í samkeppnisgeiranum til þess að hækka laun. Dragi úr skammtímaáhrifum gengisbreytinga á verðlag, eins og líklegt er að gerist ef gengi gjaldmiðils er síbreytilegt á markaði, verða áhrifin á hagnað í samkeppnisgeiranum meiri. Edwards (2006) bendir á að minni áhrif gengisbreytinga á innlent verðlag leiða til þess að gengisbreytingar verða síður til þess fallnar að milda hagsveiflur.
- Að því er Ísland áhrærir eru fleiri ástæður til þess að efast um að gengi gjaldmiðilsins mildi fremur en magni hagsveiflur. Mikilvægur hluti útflutnings er eðli málsins samkvæmt tiltölulega óteyginn gagnvart gengisbreytingum. Útflutningur sjávarútvegs takmarkast af aflamarki hvers árs og útflutningur áls bregst tæpast við gengisbreytingum nema með langri töf, ef nokkuð. Stærð útflutningsgeirans í litlu, opnu hagkerfi ætti að öðru jöfnu að auka áhrif gengisbreytinga á þjóðarbúskapinn, að því gefnu að teygni útflutnings og innflutnings sé næg. Á móti vegur að áhrif innleðrar eftirspurnar á framboð útflutnings verða minni í litlu, opnu

og sérhæfðu hagkerfi, þar sem innlendir markaður dregur aðeins brot af innlendri framleiðslu til sín.¹⁴ Ef teygnin er lítil aukast líkur á því að tilviljunarkenndar gengisbreytingar leiði til óstöðugleika, einkum þegar mikið ytra ójafnvægi er til staðar. Ef gengisteygni útflutnings er lítil þarf meiri aðlögun innleðrar eftirspurnar og innflutnings til þess að koma á sjálfbærnu ytra jafnvægi. Vegna áhrifa á efnahagsreikning heimila og fyrirtækja getur snörp gengislækkun, t.d. þegar erlend fjármálaskilyrði versna skýndilega, hins vegar haft veruleg samdráttaráhrif og þannig leitt til mikilla sviptinga viðskiptajafnaðar, eins og gerðist árin 2001 og 2002.

- Gengissveiflur hafa óbein áhrif á miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn og á hagkvæmni lántöku heimila og fyrirtækja í erlendum gjaldmiðli, bæði beint og óbeint. Hve sterk þessi áhrif eru veltur að talsverðu leyti á myndun og stöðugleika væntinga heimila og fyrirtækja um gengisþróun. Ef gengisvæntingar ráðast af afdráttarlausri trú á meðaltals- eða jafnvægisshneigð raungengis eða óvarins vaxtafarvegis ætti hækkun stýrivaxta sem leiðir til þess að gengi innleðs gjaldmiðils hækka tímabundið að leiða til aukinnar væntrar greiðslubyrði nýrra lána í erlendum gjaldmiðli, og hið gagnstæða ef stýrivextir lækka. Væntingar heimila og fyrirtækja um langtímafarvegisraungengi geta hins vegar verið óstöðugar og leitt til óstöðugleika nafngengis. Vænt jafnvægisraungengi gæti t.d. orðið fyrir áhrifum af nýlegri fortíð, t.d. ef gengið hefur um langt skeið verið umtalsvert hærri en áður var vænst. Slíkar væntingar, sem fræðilega mætti réttlæta með tilvisun í tilgátuna um slembigöngu (e. random walk) gengis, gætu lokað farvegi miðlunar peningastefn-

13. Samkvæmt niðurstöðum Þórarins G. Péturssonar (2007) er stuðullinn fyrir svokallaðan „gengisleka“ (e. exchange rate pass-through) 0,4 fyrir Ísland og 0,02 fyrir Nýja-Sjáland. Sjá einnig niðurstöður Gagnons og Ihrigs (2004).

14. Til útskýringar má hugsa sér framleiðanda sem selur 90% framleiðslunnar á innlendum markaði. Dragist innlend eftirspurn saman um 10% gæti hann brugðist við með því að auka útflutning sem nemur innlendum samdrætti. Við það u.þ.b. tvöfaldast útflutningurinn. Með lægra gengi gæti þessi hliðrun eftirspurnar gerst á kostnað framleiðandans. Ef innlendir markaður tæki aðeins við 10% framleiðslunnar myndi samsvarandi samdráttur innleðrar framleiðslu aðeins leiða til 1% vaxtar útflutnings.

- unnar um gengi að hluta, a.m.k. um tíma. Ef lántakendur telja að jafnvægisraungengi hafi hækkað eða sé hærra en þeir áður töldu eru þeir líklegir til að taka á sig meiri gjaldmiðlaáhættu en ella. Bresti forsendur sem þessar væntingar eru reistar á getur hjarðhegðun leitt til hraðra umskipta, fjármagnsflóttu og jafnvel teft fjármálastöðugleika í tvísýnu, t.d. ef fjármálafyrirtæki hafa ekki gætt nægrar varúðar að því er varðar óbeina gjaldmiðlaáhættu. Mikil óvissa ríkir um jafnvægisraungengi. Niðurstöður mismunandi aðferða eru afar mismunandi og þær eru nærmar fyrir sendum um þróun einstakra breyta.¹⁵ Þessi óvissa og sögulegar sveiflur um langtíma meðaltal raungengis gerir gengið viðkvæmt fyrir fréttum og hjarðhegðun. Sveiflur í kringum meðaltalið geta því orðið stórar. Það felur einnig í sér að þurft gæti mjög mikla hækkingu gengis til þess að skapa svo sterkar væntingar um gengislækkun að það letji lántöku í erlendum gjaldmiðlum sem einhverju nemur. Af þessu leiðir að áhrif stýrivaxtabreytinga á lántökuskilyrði geta verið mishröð og ólínuleg.
- Það flækir enn frekar miðlun peningastefnunnar að umtalsverður hluti skuldastofns heimila og fyrirtækja er þegar í erlendum gjaldmiðli eða er bundinn við vísitölu neyslverðs, sem er næm fyrir sveiflum í gengi krónunnar. U.þ.b. 3/5 skulda fyrirtækja eru gengisbundnir. Innan við tíundi hluti skulda heimila er gengisbundinn, en hlutdeild gengisbundinna lána hefur vaxið hratt á undanförunum árum. Því er ljóst að stórar gengissveiflur hafa umtalsverð áhrif á efnahagsreikning íslenskra heimila og fyrirtækja, sem eru á meðal hinna skuldsettustu í heiminum. Leiði aðhaldssöm peningastefna til tímabundinnar gengishækkunar aukast eignir miðað við skuldir, að öðru óbreyttu. Þessi áhrif á efnahagsreikninginn vinna gegn miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Á sama hátt getur snörp gengislækkun haft samdráttaráhrif sökum áhrifa á efnahagsreikninginn.
 - Gengishækkun í litlu opnu hagkerfi hefur í för með sér umtalsverð áhrif á hlutfallslegt verðlag innfluttrar vöru. Þetta er æskilegur þáttur miðunarferlisins, því að hlutfallsleg verðlækkun innfluttrar vöru beinir eftirspurn út úr þjóðarþúskapnum, léttir á framleiðsluspennu og hjálpar þannig viðkomandi seðlabanka, beint og óbeint, að hemja verðbólguna. Ef gengishækkunin er hins vegar talin tímabundin getur hún orðið til þess auka eftirspurn eftir varanlegri neysluvöru meðan gengið helst sterkt. Kaup á bilum og annarri varanlegri neysluvöru eru að verulegu leyti fjármögnuð með lánsfé. Því gæti styrking gengisins ýtt undir lántöku og einkaneyslu tímabundið með því að flýta kaupum á varanlegri neysluvöru.¹⁶
 - Arfleifð mikillar og breytilegrar verðbólgu á Íslandi um áratuga skeið er að lán í innlendum gjaldmiðli eru ófáanleg til langs tíma án verðlags- eða gengistryggingar, jafnvel ekki með breytilegum vöxtum. Verðtryggð lán eru hins vegar í flestum tilfellum með föstum vöxtum og til mjög langs tíma.¹⁷ Að því marki sem verðtrygging ýtir undir fasta vexti má því segja að hún stuðli að því að draga úr áhrifamætti stýrivaxta. Í stað þess að hafa áhrif á greiðslubyrði af stórum hluta skuldastofnsins, eins og í löndum þar sem (óverðtryggð) lán með breytilegum vöxtum eru ríkjandi, hafa þeir aðeins áhrif á greiðslubyrði af nýjum lánum. Vegna þess að verðtryggð lán eru jafnan veitt til mjög langs tíma og spanna því væntanlega nokkrar hagsveiflur, má að auki reikna með að stýrivaxtabreytingar hafi minni áhrif á þessa vexti. Verðtrygging gefur færi á lánnum til mun lengri tíma en ella og greiðslubyrði þeirra er mjög afturhlaðin. Því er ekki ólíklegt að hún leiði til meiri skulda en ella. Fyrir vikið verða áhrif gengisbreytinga á efnahagsreikning

15. Í Tchaidze (2007) er að finna mat á jafnvægisraungengi fyrir Ísland samkvæmt þremur mismunandi aðferðum.

16. Ef tekin eru lán í erlendum gjaldmiðli sem fjármagna kaupin að miklu leyti verður væntur ábati þess að flýta kaupum á varanlegri neysluvöru þó lítið.

17. Breytilegir vextir á verðtryggðum lánnum hafa þó tíðkast hjá ýmsum lífeyrissjóðum og hluti verðtryggðra húsnæðislána sem bankarnir hafa veitt á undanförunum árum eru með uppsagnarákvæðum.

- heimila og fyrirtækja sterkari en ella, þ.e.a.s. ef sveiflurnar eru nægilega stórar og langvarandi til þess að hafa umtalsverð áhrif á neysluverð. Gengislækkun leiðir til hækkunar verð- og gengistryggðra skulda og getur orðið til þess að rýra rauntekjur um leið.
- Áhrif gengisbreytinga á efnahagsreikning heimila og fyrirtækja eru ekki bundin við skuldahlið hans. Gengisbreytingar og væntingar um þær geta einnig haft áhrif á eignaverð. Leiði gengislækkun til aukinnar greiðslubyrði af verð- og gengistryggðum skuldum dregur það úr eftirspurn eftir húsnæði og leiðir til lækkunar húsnæðisverðs. Við það dregst húsnæðisauðurinn saman og veðrymi eigna rýrnar. Þegar miklar gengissveiflur eiga sér stað geta þessi áhrif orðið umtalsverð og magnað útlánatregðu banka á samdráttartímum.
 - Í lokuðu hagkerfi leiðir vöxtur innlendrar eftirspurnar umfram framleiðslugetu til þess að innlent verðlag og laun hækka. Því opnara sem hagkerfið er því stærri hluti umframeftirspurnarinnar birtist í aukinni eftirspurn eftir innfluttri vöru og þjónustu. Ef allar neysluvörur væru innfluttar og innlendir verðþáttur þeirra lítill sem enginn gætu skammtímaáhrif eftirspurnar á verðlag nánast horfið. Raunveruleikinn er þó fjarri því, enda nýtur töluverður hluti efnahagsstarfseminnar skjóls gagnvart erlendri samkeppni og innlendir verðþáttur innfluttrar vöru er umtalsverður. Eigi að síður er ljóst að í jafnsmáu hagkerfi og hinu íslenska birtist eftirspurn umfram innlenda framleiðslugetu á þenslutímum að verulegu leyti í auknum viðskiptahalla, ekki síður en hækkun innlends verðlags. Þótt aukinn innflutningur dragi úr þrýstingi á verðlag til skamms tíma, gæti verðbólguþrýstingur komið fram síðar. Mikill viðskiptahalli felur í sér vísbendingu um langtímaþörf fyrir gengislækkun. Hvenær hún verður er hins vegar afar óvíst. Til skamms tíma getur aukið peningalegt aðhald, að öðru óbreyttu, leitt til gengishækkunar og aukins viðskiptahalla, sem kemur fram í þrýstingi á gengi og verðlag síðar. Frestun á verðbólguáhrifum eftirspurnar umfram innlenda framleiðslugetu er reyndar mikilvæg, vegna þess
- að verðbólguáhrif gengislækkunar eru mikil eftir því hvort framleiðsluspenna er mikil eða lítil. Hins vegar veldur þetta óvissu um miðlunarferlið, sem er því meiri sem hagkerfið er opnara og áhrif gengisbreytinga á verðlag meiri.
- Hreyfanleiki framleiðsluþátta kann einnig að skipta máli. Þjóðarþú sem er jafn smátt í sniðum og hið íslenska á auðvelt með að draga til sín fjármagn og vinnuafli frá umheiminum án þess að hafa áhrif á verð þess. Í galopnu hagkerfi þar sem framleiðsluþættir eru fullkomlega hreyfanlegir yrði framleiðsluspenna raunar merkingarlítið hugtak (sjá Má Guðmundsson, 2007). Hreyfanleiki framleiðsluþátta hefur aukist stórlega á undanförunum árum. Eigi að síður er fjarri því að hreyfanleiki vinnuafli sé svo fullkominn að ekki myndist spenna á vinnumarkaði öðru hverju. Takmörk eru fyrir því hve hratt þjóðarþúskapurinn tekið við nýju vinnuafli, m.a. vegna tungumálavanda og nauðsynlegrar starfsþjálfunar. Þetta hefur komið greinilega í ljós eftir að innlendir vinnumarkaður var opnaður fyrir átta nýjum aðildarríkjum Evrópusambandsins. Þrátt fyrir stöðugt innstreymi erlendis vinnuafli hefur mikil spenna myndast á vinnumarkaðinum sem leiddi til launaskriðs. Á ákveðnum sviðum getur aukinn innflutningur vinnuafli beinlínis aukið á verðlagsþrýsting, t.d. á húsnæðismarkaði, þar sem framboð er óteygð.
 - Bankakerfið gegnir mikilvægu hlutverki í miðlun peningastefnu hvers lands. Miðlun lánsfjár til heimila og fyrirtækja á Íslandi, eins og annars staðar, fer að miklu leyti í gegnum innlenda bankakerfið. Stærstu útflutningsfyrirtækin kunna þó að vera í talsverðum viðskiptum við erlenda banka eða fjármagna sig með skuldabréfaútgáfu. Á undanförunum árum hefur efnahagsreikningur bankakerfisins þanist út með ógnarhraða, einkum erlendis. Hvaða áhrif mun það hafa á miðlunarferlið þegar efnahagsreikningur bankakerfisins nemur u.þ.b. tífaldr landsframleiðslu Íslands? Líklegt er að stækkingun og alþjóðavæðing bankanna hafi auðveldað þeim að sniðganga aðhald peningastefnunnar á undanförunum árum. Fyrir því kunna að vera

a.m.k. tvennar ástæður. Í fyrsta lagi felur stærri efnahagsreikningur í sér meiri getu bankanna til þess að taka á sig gengisáhættu vegna fjármögnunar í erlendum gjaldmiðli. Samkvæmt reglugerð má gjaldeyrisáhætta bankanna ekki nema meiru en 30% af eigin fé. Það takmarkar getu bankanna til þess að fjármagna útlán með lántöku í erlendum gjaldmiðli, þótt lengst af hafi gjaldeyrisáhætta bankanna verið langt innan þessara marka. Hvort heldur þröskuldurinn er ákvæði reglugerðar eða innri áhættustýring er ljóst að stærri efnahagsreikningur eykur getu bankanna til þess að taka á sig gjaldmiðla-áhættu, ekki síst á tímum hækkandi eignaverðs þegar gnægð veðrymis er til staðar. Við þetta bætist, að meðan eigið fé bankanna felst í innlendum krónueignum umfram skuldir leiðir hækkun gengis krónunnar til þess að eiginfjárlutfall bankanna hækkar og þar með útlánageta þeirra. Hugsanlegt er að það auki enn frekar á meðsvæifluhneigð útlána bankanna (e. financial accelerator). Einkum gæti snögg gengislækkun kallað á mikinn samdrátt lánsfjárframboðs, þegar saman fer að efnahagsreikningur skuldara verður lakari, tryggingar rýrna og útlánageta minnkar. Virk áhættustýring er tekur mið af langtímagengishorfum gæti þó vegið á móti. Fari bankarnir, eins og sumir þeirra áforma, að gera upp reikninga sína í erlendum gjaldmiðli mun að líkindum draga úr meðsvæiflu-eiginleikum vegna áhrifa gengisbreytinga á eiginfjárlutfall. Hins vegar er hugsanlegt að það auki tilhneigingu bankanna til þess að lána í erlendum gjaldmiðli enn frekar, því að þá munu þeir vilja takmarka áhrif hreinnar eignar í íslenskum krónum á efnahagsreikninginn. Háttsemi erlendra banka í A-Evrópu gæti gefið vísbendingu í þeim efnum.

- Í öðru lagi hefur stækkun bankanna og sífelld alþjóðlegri starfsemi greitt götu þeirra á hinum alþjóðlega fjármagnsmarkaði. Greiðara aðgengi bankanna að alþjóðlegum fjármálamörkuðum átti, eins og fyrr var getið, stóran þátt í því að gera þeim kleift að keppa við Íbúðaláansjóð á íbúðalánamarkaði árin 2004-2005. Meðan aðgangur að erlendu lánsfé er greiður hefur það jafnframt jákvæð áhrif á

gengi krónunnar og auðveldar fjármögnun viðskiptahalla. Reynslan undanfarið ár sýnir þó að valt er að treysta á greiðan aðgang að alþjóðlegum fjármálamörkuðum á tímum óróa. Áhættuálag hefur almennt hækkað og sérstaklega á skuldbindingar hinna ört vaxandi og áhættusæknu íslensku banka. Því gæti stækkun og alþjóðavæðing íslenska bankakerfisins leitt til þess að framboð útlána yrði háðara en áður sveiflum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Á tímum óstöðugleika á alþjóðlegum mörkuðum gætu innlendir bankar komist í þá stöðu að þeirra helsta athvarf og uppspretta fjármagns yrði Seðlabanki Íslands. Þegar skammtíma-vaxtamunur er jafnmikill og nú er það mikið áfall sem getur leitt til þess að fjármálag skilyrði heimila og fyrirtækja hraðversni á sama tíma og gengi krónunnar lækkar, vegna þess að fjármögnun viðskiptahallans verður dýrari.

Greiningin hér að framan sýnir glögglega hve margbrotnu hlutverki gengi krónunnar gegnir í miðlun peningastefnunnar. Hefðbundið einfalt líkan af miðlun peningastefnunnar gæti raunar verið villandi, því að þar er horft fram hjá margvíslegum jákvæðum sem neikvæðum gagnvirkum orsakatengslum gengisbreytinga, efnahagsreiknings heimila, fyrirtækja og fjármálastofnana og eignaverðs.

5. Að bregðast við stórum eftirspurnarskellum í heimi lausfjárfestingum og lágra vaxta

Að sumu leyti er ósanngjarnt að dæma árangur peningastefnunnar út frá óvenjulegum aðstæðum undanfarinna ára. Því má þó einnig halda fram, eins og fyrr hefur komið fram, að þessar aðstæður ættu að leiða skýrt í ljós hvers sjálfstæð peningastefna er megnug. Reynsla undanfarinna ára dregur fram í dagsljósið þau vandamál sem seðlabanki á verðbólgu-markmiði og með fljótandi gengi getur staðið andspænis ef stórir eftirspurnarskellir ríða yfir á sama tíma og skilyrði á alþjóðlegum fjármálamörkuðum eru óvenjuhagstæð.

Óhjákvæmileg afleiðing stóraukins peningalegs aðhalds á sama tíma og vextir í heiminum voru hinir lægstu í áratugi eða jafnvel öld, var

mikill vaxtamunur á milli Íslands og viðskiptalandanna, sem leiddi til sterkra viðbragða á mörkuðum.

Viðbrögð innlendra vaxta voru hins vegar ekki eins sterk. Fyrst eftir að stýrivextir tóku að hækka að marki árin 2004 og 2005 gætti lítilla áhrifa á langtímavexti og jafnvel vexti til tiltölulega skamms tíma. Vextir verðtryggðra skuldabréfa lækkuðu allt fram á síðari helming árs 2005 og stuðluðu að aukinni eftirspurn eftir húsnæði og einkaneyslu. Gengi krónunnar hækkaði hins vegar hratt. Þegar það stóð hæst í nóvember árið 2005 var raungengi hið hæsta frá árinu 1988 og hafði þá hækkað um því sem næst 50% frá því að krónan var lægst fjórum árum fyrr. Gengishækkunin leiddi til þess að vöruverð lækkaði. Verðbólga varð því minni en ella, en jókst eigi að síður umtalsvert, einkum vegna hækkandi íbúðaverðs. Á mælikvarða hinnar samræmdu vísitölu neysluverðs, sem nær ekki yfir eigið húsnæði, var verðbólga hins vegar undir markmiði.

Hátt raungengi ásamt ört vaxandi eftirspurn, bæði fjárfestingu og einkaneyslu, stuðlaði að miklum viðskiptahalla. Áframhaldandi styrkur krónunnar varð því sífellt háðari vilja erlendra fjárfesta til þess að fjármagna viðskiptahallann, m.a. í formi svokallaðra vaxtamunarviðskipta. Fyrstu merki þess að sá vilji væri ekki ótakmarkaður kom í ljós snemma árs 2006, þegar samspil versnandi fjármálaskilyrða á erlendum mörkuðum eða væntinga þar um og neikvæðra fréttu af íslensku efnahagslífi og fjármálafyrirtækjum leiddi til þess að krónan lækkaði hratt um vorið og stóð lágt fram eftir sumri. Á fáum vikum hafði krónan lækkað um því sem næst 30% frá hæsta gildi sínu.

Umskiptin árið 2006 komu of snemma og voru of snögg til þess að geta samrýmst markmiði peningastefnunnar. Vegna þess að gengislækkunin átti sér stað á meðan mikil spennu á vöru-, þjónustu- og vinnumarkaði var enn til staðar fylgdu launahækkunir í kjölfarið og verðbólguhorfur versnuðu mikið, auk þess sem grundvallarbreyting varð á samsetningu verðbólgunnar. Vöruverð hækkaði verulega á sama tíma og dró úr húsnæðisverðbólgu. Til þess að stemma stigu við aukinni verðbólgu og koma í veg fyrir að háar verðbólguvæntingar festu sig í sessi var nauðsynlegt að hækka stýrivexti umtalsvert. Þeir hækkuðu um 3,25 prósentur frá janúar til sept-

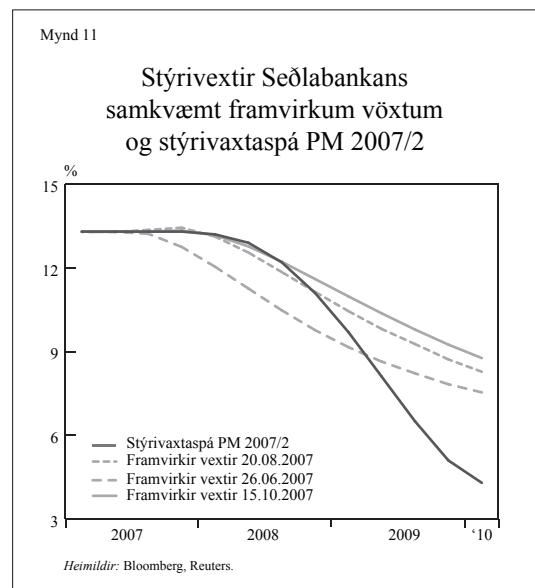
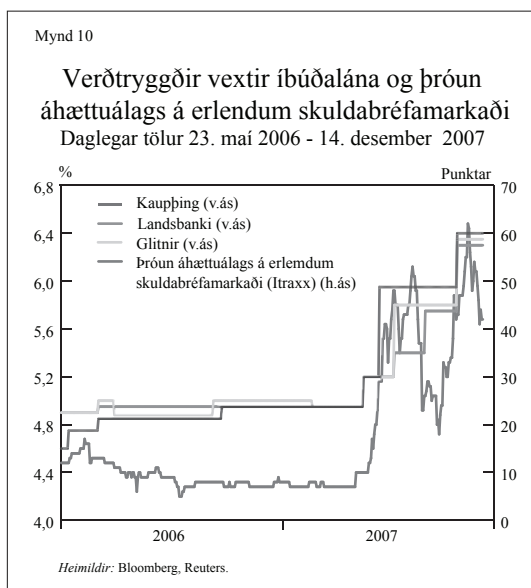
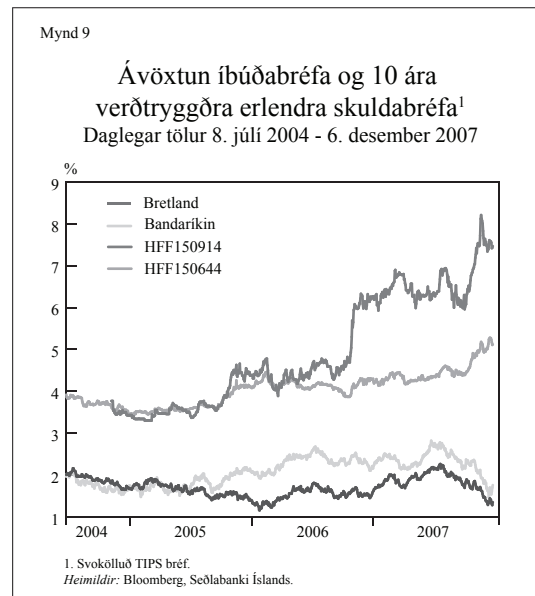
embermánaðar 2006, þ.e.a.s. í 14% (sem jafngildir 13,09% nafnvöxtum sem nú eru birtir). Vaxtahækkunin ásamt nokkuð batnandi erlendum fjármálaskilyrðum dugði til þess að skapa nokkurn stöðugleika á gjaldeyrismarkaði og krónan styrktist á ný.

Þrátt fyrir verulega hækkun stýrivaxta á árinu 2006 og tímabundinn afturkepp innlendra eftirspurnar í kjölfar gengisdýfunnar það ár sótti fljótlega í sama farið. Einkaneysla sótti mjög í sig veðrið er líða tók á árið 2007 og verðbólga í kjölfarið. Miðlun stýrivaxta tók hins vegar verulegum framförum í kjölfar þess að Seðlabankinn hóf að birta stýrivaxtaferil sem að mati sérfræðinga bankans nægði til að ná verðbólgu markmiðinu innan ásættanlegs tíma (sjá rammagrein III-2 í *Peningamálu* 2007/3).

Hvers vegna virðist peningastefnan hafa verið jafn veikburða og raun ber vitni? Getur verið að það sem ýmsir gagnrýnendur Seðlabankans hafa haldið fram um algert áhrifaleysi peningastefnunnar eigi við rök að styðjast? Hér er margs að gæta: Skoða verður áhrif peningastefnunnar í samhengi við stærð fyrrnefndra eftirspurnarskella sem við var að glíma. Þótt peningastefnan hafi ekki haft afl til að vege móti gríðarlegri innspýtingu af völdum mikilla framkvæmda, breytinga á fjármálakerfinu og skattalækkunar á sama tíma og heimurinn var fljóttandi í lausafé er ekki þar með sagt að hún hafi verið áhrifalaus. Aukið peningalegt aðhald hefur án efa komið í veg fyrir enn meiri verðbólguholtskeflu. Til þess að vege fyllilega upp áhrif þessarar innspýtingar hefði þurft enn meiri hækkun vaxta og gengis.

Miðlun stýrivaxta um óverðtryggða vaxtarófið var lengi vel ógreið, af ýmsum ástæðum:

- Framsetning Seðlabankans á eigin mati á horfum í verðlags- og vaxtamálum var ekki nægilega skýr. Ur þessu var bætt verulega þegar Seðlabankinn hóf í mars 2007 að birta stýrivaxtaferil sem að mati sérfræðinga bankans nægir til að ná verðbólgu markmiðinu innan ásættanlegs tíma. Í kjölfarið færðist framvirki vaxtaferillinn mun nær mati Seðlabankans sjálfs en áður var raunin (sjá mynd 11).
- Innlendir skuldabréfamarkaður var mjög grunnur sökum takmarkaðrar skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs.



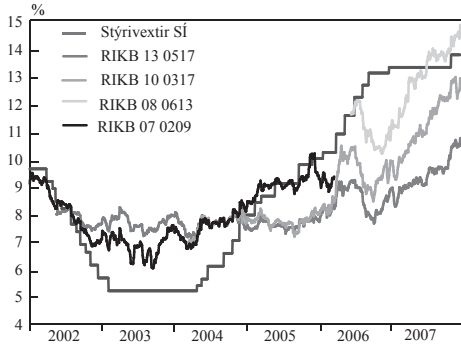
- Umfangsmikil vaxtamunarviðskipti höfðu sterk áhrif á innlenda vaxtaþróun á tímabili. Mikil eftirspurn eftir skuldabréfum í hávaxta-gjaldmiðlum hélt niðri áhættuálagi, sem jafnan skapar skil á milli innlendrar og alþjóðlegrar vaxtaþróunar og veitir sjálfstæðri peningastefnu nauðsynlegt svigrúm.

Afleiðing ofangreindra vankanta var afar skrykkjótt miðlun stýrivaxtabreytinga um óverðtryggða vaxtarófið, eins og sést á mynd 12a. Einnig má draga þá ályktun af mynd 12b að þróun alþjóðlegra fjármálaskilyrða hafi átt verulegan þátt í því að gera þróunina eins skrykkjótt og raun ber vitni. Þá má á myndum 12c og 12d greina

Mynd 12

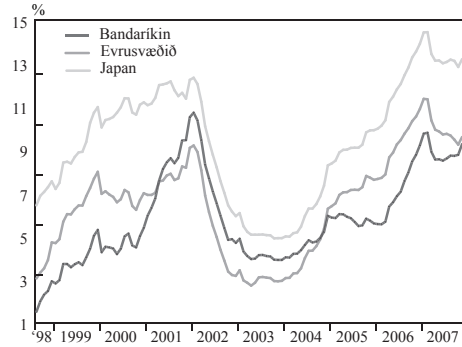
Miðlu peningastefnu

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 14. desember 2007



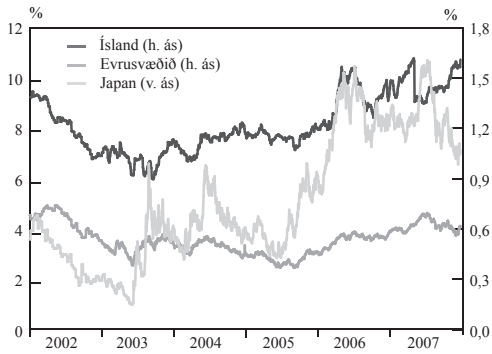
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vaxtamunur við útlönd
Mánaðarleg meðaltöl ágúst 1998 - nóvember 2007



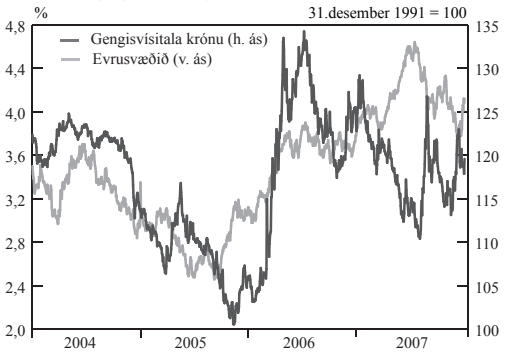
Heimild: Reuters EcoWin.

Vextir ríkisbréfa á Íslandi, evrusvæðinu og í Japan
Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 14. desember 2007



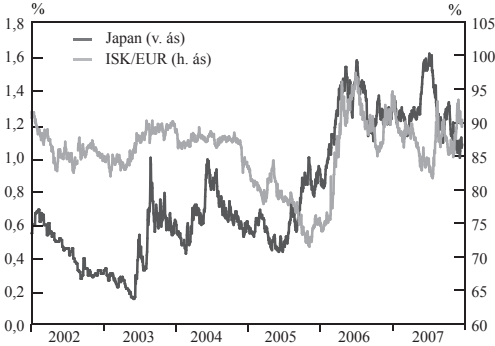
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ávöxtunarkrafa 5 ára ríkisskuldabréfa
í Evrópu og gengisvísitala krónunnar
Daglegar tölur 5. janúar 2004 - 14. desember 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa í Japan
og gengi krónu gagnvart evru
Daglegar tölur 5. janúar 2004 - 14. desember 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gengi krónu gagnvart bandaríkjadal
og gengisvísitala nýsjálenska dalsins
Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 14. desember 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

skýr áhrif breytinga á vöxtum í Evrópu og Japan á gengi krónunnar og greinileg tengsl á milli gengis krónunnar og gengis annarra hávaxtagjaldmiðla á mynd 12f. Draga má fram eftirtalin einkenni þróunarinnar:

- Samband skammtímavaxta og ávöxtunar ríkisskuldabréfa hefur verið skrykkjótt og einkennst af verulegum bakslögum.
- Hækkun ávöxtunar erlendra ríkisskuldabréfa hefur jafnan fylgt meiri hækkun ávöxtunar innlendra skuldabréfa.
- Hækkun ávöxtunar erlendra skuldabréfa hefur jafnan haft í för með sér lækkun á gengi krónunnar. Af því leiðir að krónan hefur oft lækkað á sama tíma og vaxtamunur hefur aukist.
- Gengissveiflur krónunnar eru nátengdar sveiflum í gengi annarra hávaxtagjaldmiðla.

Í samhengi atburða ársins 2006 má túlka framangreind einkenni með eftirfarandi hætti: Þegar vextir erlendra ríkisskuldabréfa hækka verða erlendir fjárfestar áhættufælnari. Þeir snúa sér að áhættuminni fjárfestingu og reyna að verja stöður sínar í áhættusömum hávaxtagjaldmiðlum, einkum í gjaldmiðlum landa með mikinn viðskiptahalla. Gengi hávaxtagjaldmiðla lækkar því. Gengislækkunin leiðir til stýrivaxtahækkunar, einkum í löndum þar sem gengi hefur mikil áhrif á neysluverðlag, auk þess sem verðbólguvæntingar hækka. Þær og væntingar um frekari hækkun stýrivaxta leiða til hækkunar innlendra skuldabréfavaxta. Það skýrir hvers vegna saman getur farið að vaxtamunur eykst og gengi krónunnar lækkar, öfugt við það sem margir myndu álykta og líklegt er að gerist þegar aukinn vaxtamunur á sér rætur í innlendra efnahagsþróun og peningastefnu.

Ef breytingar á erlendum fjármálaskilyrðum ráða miklu um innlenda vaxta- og gengisþróun og þar með miðlun peningastefnunnar má spyrja hvort nokkurt hlutverk sé eftir fyrir sjálfstæða peningamálastjórn, jafnvel þegar þjóðarbúskapurinn verður fyrir stórfelldum framboðs- eða eftirspurnarskellum. Ljóst er að því meiri sem áhrif breytinga erlendra fjármálaskilyrða eru á innlenda vaxta- og gengisþróun, því erfiðara er að reka sjálfstæða peningastefnu sem hentar innlendum

aðstæðum. Vandinn felst þó e.t.v. fremur í því hversu ófyrirsjáanleg miðlunin er um þá farvegi sem eftir standa en að áhrifamáttur peningastefnunnar hafi veikst.

Erfitt er að draga endanlega ályktun í ljósi þeirra sterku afla sem haft hafa gagnstæð áhrif á þjóðarbúskapinn, þ.á.m. alþjóðleg fjármálaskilyrði sem telja verður einstök og leiddu til þess að peningastefnan virtist máttvana. Því er álitamál hvort líta beri svo á að aukið næmi innlendra vaxta fyrir alþjóðlegri vaxtaþróun sé varanleg afleiðing hnattvæðingarinnar eða fremur tímabundið einkenni þeirra sérstöku aðstæðna sem hafa skapast vegna mikillar sparnaðarhneigðar í Asíu og olíuútflutningsríkjum ásamt óvenjulágum stýrivöxtum í Japan, Bandaríkjunum og Evrópu, sem í sameiningu þrýstu vöxtum og vaxtaálagi í lægðir sem áttu sér ekki fordæmi í nýlegri sögu. Líklega má álykta að alþjóðavæðingin hafi almennt orðið til þess að auka vægi gengisfarvegarins á kostnað vaxtafarvegarins, en framangreindar aðstæðar í heimsbúskapnum undanfarin ár hafi magnað þessi áhrif.

Til samans stuðluðu lausafjárnótt á erlendum mörkuðum og umbylting fjármálakerfisins að því að beina miðlun peningastefnunnar um gengisfarveginn í ríkari mæli en áður, en vextir hækkuðu seint í takt við peningastefnuna. Það var ekki fyrr en að Seðlabankinn tók að setja fram eigin vaxtaspa með skýrum hætti og vextir og vaxtaálag á alþjóðamarkaði höfðu hækkað umtalsvert að skýr merki um áhrifamátt peningastefnunnar komu fram.

6. Gengisfarvegurinn og óvissa um miðlun peningastefnunnar

Vel þekkt staðreynd er að miðlun peningastefnunnar einkennist af langri og breytilegri töf. Í örsmáu opnu hagkerfi getur vaxandi hnattvæðing lengt töfina og gert kraft hennar breytilegri. Hafi miðlun um vaxtafarveginn veikst þannig að seðlabankar smárikja þurfi í auknum mæli að reiða sig á gengi gjaldmiðilsins sem farveg miðlunar peningastefnunnar leiðir það til aukinnar óvissu um áhrif stýrivaxtabreytinga. Seðlabanki sem rekur peningastefnu á grundvelli verðbólgu markmiðs getur vegna sterkra tengsla á milli gengis- og verðlagsbreytinga (og í einstökum tilvikum áhrifa gengisbreytinga á stöðugleika fjármálakerfis) í

litlu opnu hagkerfi ekki leyft sér að vera skeytingarlaus um gengisþróunina, jafnvel þótt áhrif peningastefnunnar á hana séu lítt fyrirsjáanleg.

Verðbólguferlið í smáu opnu hagkerfi er að miklu leyti knúð áfram af tveimur gangráðum: gengi gjaldmiðils, sem erfitt er að sjá fyrir, og framleiðsluspennu sem ekki er mælanleg stærð og mat hennar mikilli óvissu undirorpið. Tengsl eru á milli gengis og framleiðsluspennu í gegnum viðskiptajöfnuð, sem gera erfiðara en ella að túlka báðar stærðir. Hátt gengi beinir eftirspurn út úr hagkerfinu og veldur því að framleiðsluspenna minnkar en um leið stuðlar það tímabundið að óhagstæðari viðskiptajöfnuði. Þetta ferlið að einhverju leyti í sér að verðbólguþrýstingi er ýtt inn í framtíðina. Æskilegt er að kaupa frest með þeim hætti, t.d. ef miðlunarferlið um vaxtafarveginn er veikt og tímafrekt. Jafnvel ef vaxtafarvegurinn er fullkomlega óvirkur gæti verið æskilegt að fresta verðbólguþrýstingi uns áhrif skuldasöfnunar á þensluskeiði taka að halda aftur af eftirspurn og vega á móti verðbólguþrýstingi sem fylgir gengisaðlögun. Hvenær best er að tímasetja aðgerðir gegn langtímaverðbólguþrýstingi af því tagi er hins vegar ekki auðmetið fyrirfram.

Annar vandi sem fylgir því að miðlun peningastefnunnar færast í auknum mæli yfir í gengisfarveginn er að gengisbreytingar hafa mismikil áhrif á ýmsa geira þjódarbúskaparins. Hátt gengi kælir samkeppnisgeirann á sama tíma og það getur örvað heimageirann. Heimilin, þjónusta sem ekki verður fyrir alþjóðlegri samkeppni og byggingarstarfsemi njóta verulegs hagræðis af sterku gengi, meðan það varir, á sama tíma og hagnaður í samkeppnisgeiranum minnkar vegna þess að innlendir kostnaður, einkum laun, hækkar meira en afurðaverð sem ræðst á alþjóðlegum markaði. Ef áhrif samkeppnisgeirans á launaþróun eru ráðandi stuðlar sterkt gengi þó að auknu aðhaldi á vinnu- markaði og þannig að verðlagi.¹⁸ Því meiri sem hlutur gengisbreytinga í miðlun peningastefnunnar er á kostnað vaxtabreytinga, því þyngra leggjast

18. Vandinn er hins vegar sá að þessi farvegur miðlunarinnar er jafn ófyrirsjáanlegur og gengisþróunin. Lækki gengið vegna ytri ástæðna þegar mikil spenna ríkir enn á vinnu- markaði, eins og gerðist árið 2006, er hætt við að aðhaldssöm peningastefna nái ekki markmiði sínu að þessu leyti.

áhrif peningalegs aðhalds á tiltekna geira umfram aðra.

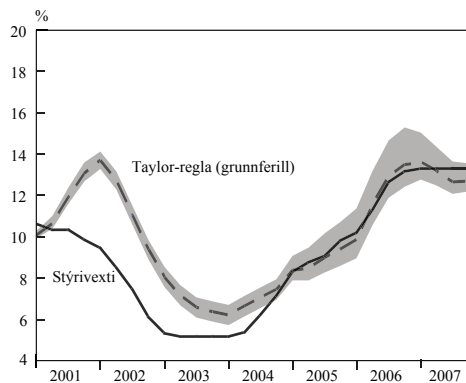
Að miðlun peningastefnunnar eigi sér í vaxandi mæli stað um gengisfarveginn felur einnig í sér að áhrif gengisbreytinga á efnahagsreikning heimila og fyrirtækja verða sterkari. Þessi áhrif eru, eins og áður hefur komið fram, til þess fallin að vinna tímabundið gegn peningastefnunni á meðan gengið er í hækkunarfasa en leggjast á sveif með henni á tímum lækkunar. Almennt dregur það úr getu peningastefnunnar til að draga úr skammtíma hagsveiflum, einkum ef gengisbreytingar eru öfgakenndar og drifnar áfram af hjarðhegðun.

7. Lærdómar og leiðir til að bæta framkvæmd peningastefnunnar

Við framkvæmd peningastefnu sem byggist á verðbólgu markmiði verður að ganga út frá því sem vísu að fyrir hverjar þær aðstæður sem koma upp í þjódarbúskapnum megi ákveða stýrivaxtaferil sem leiði til þess að verðbólga sé að jafnaði í grennd við verðbólgu markmiðið, a.m.k. þegar horft er nokkur ár fram í tímann. Frávik frá markmiði sem varir í 2-3 ár eða lengur ætti að jafnaði að teljast óviðunandi árangur. Því er eðlilegt

Mynd 13

Stýrivextir í reynd og m.v. Taylor-reglur með rauntímagögnum fyrir framleiðsluspennu

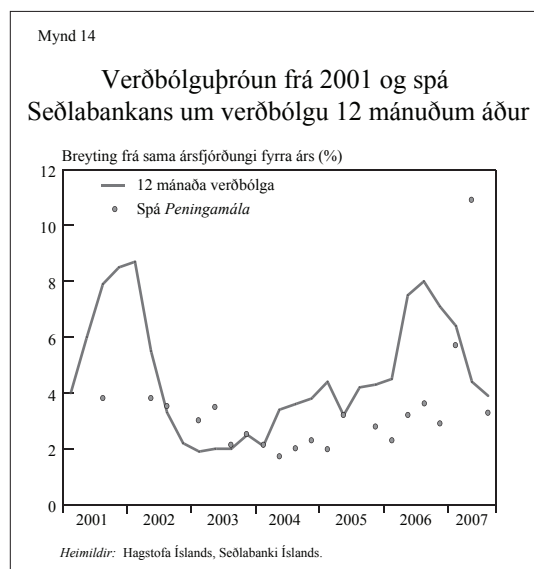


Grunnferill: $R(t) = aR(t-1) + (1-a)[R^* + P^* + b(P(t) - P^*) + cG(t)]$, þar sem R eru stýrivextir, P er verðbólga og G er framleiðsluspenna. R^* (hlutlausir raunvextir) = 3,5%, P^* (verðbólgu markmið) = 2,5%, $a = 0,7$, $b = 1,5$ og $c = 0,5$. Bilið sýnir mismunandi útkomu útfærslna á Taylor-reglunni m.v. mismunandi gildi R^* (3-4%), b (1,5-2,5) og c (0,2-1,0).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

að spurt sé hversu miklu aðhaldssamari peningastefnu hefði þurft til þess að koma í veg fyrir hið langvarandi frávik sem hófst á vormánuðum 2004 og er enn ekki lokið. Stýrivaxtaferill sem reiknaður er út frá svokallaðri Taylor-reglu bendir til þess að stýrivextir hafi raunar verið of lágir frá því að verðbólguþróunin var tekið upp árið 2001 og allt fram á árið 2005. Ef það sem nú er vitað um hagvöxt á undanförunum árum hefði legið fyrir þegar vaxtaákvæðanir voru teknar segir Taylor-reglan að vextir hefðu einnig átt að vera nokkru hærrí á árunum 2006 og 2007, þótt ekki muni miklu.

Þess verður hins vegar að gæta að Taylor-reglan sem sýnd er á mynd 13 tekur mið af líðinni verðbólgu. Framsýn peningastefna tekur hins vegar mið af verðbólguhorfum til nokkurra ára. Að því gefnu að umtalsverð tregða sé í verðbólguþróun skiptir þetta e.t.v. ekki meginmáli og reyndar má draga þá ályktun af reynslu fyrsta ársins eftir að verðbólguþróunin var tekið upp, að framkvæmd peningastefnunnar hafi fyrst og fremst líðið fyrir vanmat á þessari tregðu og of bjartsýnum verðbólguþróun, m.a. vegna þess að lækking gengis krónunnar eftir að hún fór á flot var vanmetin.

Ein helsta ástæða þess að verðbólguþróun reynst of bjartsýnar á árinu 2001 er sú forsenda sem gengið var út frá í öllum spám á þeim tíma, að gengi krónunnar héldist óbreytt á spátímabilinu.



Reyndin varð hins vegar mikil gengisdýfa sem hafði bæði bein áhrif á innflutningsverð og annarrar-umferðar-áhrif á verðlag í gegnum launaþróun. Ef vaxtastefna Seðlabankans hefði tekið mið af mati á verðbólguhorfum byggðu á forsendu um gengisþróun í líkingu við raunveruleikann, en ekki óbreyttu gengi, hefðu stýrivextir að líkindum verið hækkaðir í mars 2001, en ekki lækkaðir um hálfu þróentu. Með sama hætti má ætla að stýrivextir hefðu verið hækkaðir fyrir á árinu 2006 ef gengislækkingunin það ár hefði verið þekkt fyrirfram. Í þessu felst vandi peningastefnu í mjög litlu opnu hagkerfi. Mikil veltur á því hvort forsendur um gengisþróun sem gengið er út frá í spám Seðlabankans gefi rétta mynd af því sem framundan er. Þessi vandi verður því meiri sem ytra ójafnvægi í þjóðarbúskapnum er meira. Mikill viðskiptahalli er vísbending um að gengi gjaldmiðilsins þurfi að lækka til lengri tíma lítið, en útlökar ekki að til skemmri tíma hækki gengið. Þótt Seðlabankinn taki nú meira tillit en áður til þátta eins og raungengis og vaxtamunar við mat á horfum í gengismálum má sem fyrir gera ráð fyrir því að umtalsverð frávik verði vegna gengisþróunar. Því gæti mikill viðskiptahalli falið í sé viðbótarrök fyrir aðhaldssamri peningastefnu á þeirri forsendu að hann feli í sér líkur á gengislækkingun til lengri tíma lítið. Ef frávik frá verðbólgu eru samhverf og hófleg er óvissa vegna óvæntra gengisbreytinga e.t.v. ekki stórt vandamál. Verði frávikin hins vegar mjög stór er aukin hætt á að þau verði einnig ósamhverf, a.m.k. ef þolinmæði Seðlabankans gagnvart langvarandi verðhjöðnun er minni en gagnvart frávikum verðbólgu frá markmiði í gagnstæða átt.¹⁹

Hefðu upplýsingar um hagvöxt á árunum 2004 og 2005 legið fyrir þegar verðbólguþróun voru birtar

19. Sterk rök eru fyrir því að seðlabankar ættu að varast verðhjöðnun jafnvel meira en verðbólgu. Stýrivextir geta ekki orðið lægri en núll, en engin takmörk eru fyrir því hversu mikið er hægt að hækka þá. Tvennt dregur þó úr skaðlegum áhrifum verðhjöðunar á Ísland. Í fyrsta lagi er stöðnun ólíklegri til að verða varanleg vegna þess hve lítið og opið hagkerfið er. Til lengri tíma hefur vöxtur útflutnings mikilvæg áhrif á hagvaxtarhorfur. Í öðru lagi leiðir útbreidd gengis- og verðtrygging útlána til þess að hækking gengis, sem er líklegasta ástæða verðhjöðunar (t.d. í kjölfar dýfu), og verðhjöðnun hefur jákvæð áhrif á efnahagsreikning heimila og fyrirtækja.

vorið 2005 hefðu stýrivextir líklega verið hækkaðir hraðar um sumarið og veitt meira aðhald. Því vaknar sú spurning hvort hægt sé að meta ástand í þjóðarþúskaðum frá fleiri hliðum en þjóðhagsreikningum, sem ekki gefa nægilega trausta mynd af ástandinu nema með verulegri töf. Til greina kemur að meta ástand efnahagsmála með hjálp tölfræðilegra líkana sem stundum geta gefið réttari mynd af ástandi efnahagsmála í nýlegri fortíð en þjóðhagsreikningar. Í Seðlabankanum er hafin vinna við þróun slíkra líkana (sjá Eklund, 2007). Til greina kemur einnig að nota spár fremur en fyrstu áætlanir þjóðhagsreikninga, ef um kerfisbundnar skekkjur er að ræða í fyrstu áætlunum.

Víðtækari spurning er hvort þjóðhagsreikningar og spár á grundvelli þeirra er almennt fullnægjandi umgjörð þegar lagt er mat á verðbólguhorfur til nokkurra ára. Seðlabanki Evrópu (ECB) leggur áherslu á að meta langtímaverðbólguhorfur einnig með hliðsjón af vísbindingum eins og vexti peningamagns. Ýmsar vísbindingar gætu gefið fyllri upplýsingar um langtímaverðbólguhorfur en spár sem byggðar eru á mati á framleiðsluspennu á grundvelli þjóðhagsreikninga einar og sér. Getur t.d. verið, gagnstætt því sem gagnrýnendur Seðlabankans hafa haldið fram, að ástæða hafi verið til þess að gefa vísbindingum eins og óvenjuhraðri hækkingu fasteignaverðs árin 2004 og 2005 meiri gaum en Seðlabankinn gerði sumarið 2005, sérstaklega í ljósi þess að húsnæðisverðbólga virðist vera leiðandi vísbinding um verðbólgu síðar. Fyrri hluta árs 2005 hækkaði húsnæðisverð á höfuðborgarsvæðinu um allt að 5% á milli mánaða. Svo hröð hækking gæti verið vísbinding um ofpenslu sem óvíst er að komist fyllilega til skila í verðbólguþáttum þar sem mat á framleiðsluspennu gegnir lykilhlutverki og byggist á grunni þjóðhagsreikninga. Annað dæmi er hinn öri vöxtur vinnustundafjölda sl. tvö ár, sem kemur illa heim og saman við niðurstöður þjóðhagsreikninga um hagvöxt. Þessar upplýsingar kunna að fela í sér viðbótarrök fyrir aðhaldssamri peningastefnu.

Í áhættumati sem fylgir spám Seðlabankans hefur verið tekið tillit til framangreindra áhættuþátta og sl. ár hafa fráviksdæmi fengið aukið vægi. Hvort slík nálgun gagnast við mótun peningastefnunnar veltur hins vegar að lokum á því hvort tekið

er tillit til áhættumatsins við ákvarðanir í peningamálum í nægilega ríkum mæli.

Eitt af því sem vafist hefur fyrir peningastjórninni á undanförunum árum er hvort eða í hve ríkum mæli eigi að taka tillit til stöðu raungengis við ákvarðanir í peningamálum. Haustið 2005 og fyrri hluti vetrar var sérlega erfiður. Í nóvember 2005 stóð raungengi krónunnar hærra en það hafði gert frá árinu 1988, en vaxtamunarviðskipti hófust af krafti um haustið og jukust hratt, einkum í kjölfar umtalsverðrar stýrivaxtahækkunar í september. Verðbólguhorfur voru, þrátt fyrir gengishækkunina, taldar slakar. Eigi að síður var ákveðið að hækka stýrivexti aðeins í smáum skrefum 2. desember 2005 og 26. janúar 2006. Að ekki voru tekin stærri skref réðst eflaust að nokkru leyti af ótta um að mikið innstreymi skammtíma fjármagns gæti leitt til óstöðugleika. Því var talið heppilegra að stýrivextir yrðu heldur hækkaðir síðar, þegar gengi krónunnar hefði veikt, enda var óhagstæð gengisþróun talin eitt helsta áhættuatriði verðbólguþáttarinnar. Að auki virtist áhrifamáttur stýrivaxtabreytinga takmarkaður meðan erlendir fjárfestar mætu gjaldmiðlaáhættu krónunnar ekki umtalsverða.²⁰ Tilefnið kom fyrir en flesta grunaði og næstu þrjú vaxtaákvörðunardaga á eftir voru stýrivextir hækkaðir um 0,75 prósentur í hvert sinn og samtals um 1% í ágúst og september, en vaxtadegi var bætt við í ágúst. Þrátt fyrir mikla hækkingu vaxta á árinu 2006 má, þegar horft er um öxl, álykta að enn hraðari viðbrögð hefðu e.t.v. verið æskileg, t.d. með því að bæta við vaxtaákvörðunardögum fyrir á árinu. Svo sterk viðbrögð hefði mátt réttlæta á grundvelli áhættumats þeirrar verðbólguþáttarinnar sem lá fyrir í upphafi ársins.

Viðvarandi háu og sveiflukenndu raungengi getur þó hugsanlega fylgt umtalsverður kostnaður til langs tíma lítið. Ef mjög hátt raungengi grefur svo undan vaxtarmöguleikum útflutningsfyrirtækja (t.d. sprotafyrirtækja eins og hugbúnaðar- og annarra hátækniyrirtækja) að þau kjósa að flytja úr landi gætu þau vistaskipti orðið varanleg.

20. Sumir sölumenn svokallaðra jöklaþréfa töldu á haustmánuðum 2005, þegar raungengi var komið nálægt sögulegu hámarki, jafnvel líkur á frekari gengishækkun krónunnar.

Það þýðir að framtíðarútflytningstekjur til þess að standa undir vaxtagjöldum af skuldum þjóðarinnar verða minni. Því kunna að vera rök fyrir því að forðast óhóflegar sveiflur í raungengi. Hins vegar er mikil hættu á að slík tillitssemi við útflutningsvatninnuvegina lendi í mótsögn við verðbólgu-umarkmiðið. Neikvæð áhrif á langtímahagvöxt kunna einfaldlega að vera óhjákvæmileg afleiðing efnahagsstefnu sem leggur of mikla áherslu á hagvöxt til skamms tíma og því sem næst fulla atvinnu sem kemur fram í stöðugri viðleitni til að reyna að halda vexti þjóðarbúskaparins umfram það sem vaxtargeta hans býður upp á.

Árangur seðlabanka með verðbólguumarkmið ræðst að miklu leyti af framsýni peningastefnunnar. Tilraun undanfarinna ára, að fela sjálfstæðum seðlabanka að koma í veg fyrir að gríðarlegir eftirspurnarskellir af völdum ákvarðana pólitískra stjórnvalda leiði til langvarandi verðbólgu, vekur upp spurningar um takmörk slíkrar framsýni. Almennt getur framsýni ákvarðana í peningamálum í besta falli verið ófullkomin. Í litlu opnu hagkerfi, þar sem miðlun peningastefnunnar á sér í ríkari mæli stað í gegnum gengisbreytingar en í stærri hagkerfum, er líklegt að framsýnin verði sérlega ófullkomin, af ástæðum sem fjallað hefur verið um hér að framan. Spyrja má hvort verðbólguþáttur sem hvíla að miklu leyti á óvissu mati á framleiðsluspennu og væntum gengisbreytingum – þar sem áætlanir þjóðhagsreikninga eru upphafspunkturinn – veiti örugga leiðsögn fyrir ákvarðanir í peningamálum. Áhrif eftirspurnarskells koma oft fyrst fram í auknum viðskiptahalla, á meðan verðbólguáhrif takmarkast við heimageirann og hækkandi gengi heldur vöruverði í skefjum. Vaxandi viðskiptahalli getur verið vísbending um langtímaverðbólgu. Hins vegar er ekki sjálfgefið hvenær ætti að bregðast við þeim vísbendingum sem viðskiptahallinn felur í sér. Meiri viðskiptahalli þarf að auki ekki að vera ósjálfbær. Hvort ástæða sé til viðbragða veltur bæði á eðli og stærð viðskiptahallans. Því greiðari sem aðgangur að ódýru erlendu lánsfé er, því lengur getur tímabil erlendar skuldasöfnunar varað og því auðveldara er að halda gengi gjaldmiðilsins nægilega háu til þess að veita upp áhrif verðbólguþrýstings í heimageiranum. Sterk áhrif

gengis á efnahagsreikning heimila og fyrirtækja draga jafnframt á langinn áhrif peningastefnunnar á eftirspurn, auk þess sem erfiðara verður að sjá þau fyrir. Hvort tveggja felur í sér verulega hættu á því að peningastefnan bregðist of seint við og að áhrif hennar komi svo seint fram að þær dýpki sveiflur í þjóðarbúskapnum. Tímanleg viðbrögð við duldam verðbólguþrýstingi sem birtist í viðskiptahalla eru því afar vandasöm.

8. Lokaorð

Fyrir lítil lönd er hnattvæðingin almennt séð jákvæð. Hún gerir þeim kleift að brjótast úr viðjum óhagkvæmni sem leiðir af litlum heimamarkaði og nýta sér kosti alþjóðlegrar verkaskiptingar og stærðarhagkvæmni. Að líkindum hefur hnattvæðingin í formi aukinnar þátttöku lágtekjulanda í alþjóðahagkerfinu stuðlað um tíma að minni verðbólgu í heiminum en ella. Á sama tíma hefur hún ef til vill gert framkvæmd peningastefnu í litlu hagkerfi að vandasamara viðfangsefni en áður. Þótt hnattvæðingin dragi að sumu leyti úr áhrifum eftirspurnarskella sem bundnir eru við einstök lönd á verðbólgu beinir hún miðlun peningastefnunnar í farveg sem erfiðara er að sjá fyrir hvert leiðir til skamms tíma. Virkari beiting vaxtatekisins en áður kann því að vera nauðsynleg til þess að ná sama markmiði. Það gerir þjóðarbúskapinn næmari en ella fyrir breytilegum skilyrðum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, og því fremur sem frávikin þrjú – innlendra vaxta frá erlendum, framleiðslu frá framleiðslugetu og viðskiptajafnaðar frá sjálfbæru jafnvægi – eru stærri. Umtalsverð áhrif gengis á efnahagsreikning heimila og fyrirtækja og innlent verðlag gera miðlunarferlið flóknara en ella. Slík vandamál vekja auðvitað spurningar um hvort sjálfstæð peningastefna í jafn-litlu hagkerfi og hinu íslenska skili þeim ávinningi sem til er ætlast. Flest bendir hins vegar til þess að við núverandi skilyrði séu fáir kostir aðrir í stöðunni en að sníða þá vankanta á framkvæmd peningastefnunnar af sem komið hafa í ljós á undanförunum árum. Ýmislegt hefur þegar verið gert í þeim efnum og hér að framan hefur verið bent á nokkur viðbótarúræði. Birting stýrivaxtaferils Seðlabankans virðist hafa skilað umtalsverðum árangri. Seðlabankinn ætti nú að vera betur í stakk

búinn til að mæta miklum eftirspurnarskellum en hann var í upphafi þess hagvaxtarskeiðs sem enn stendur yfir. Mestu varðar þó að stjórnvöld leggi ekki of þungar byrðar á peningastefnuna. Geri

þau það eykst óvissa um miðlun hennar og líkur á alvarlegum hliðaráhrifum, sem í versta falli geta falist í harkalegum samdrætti og óstöðugleika í fjármálakerfinu.

Heimildir

- Arnór Sighvatsson (2004). Hagkvæmt gjaldmiðla-svæði – hve smátt er of smátt? *Fjármálatíðindi*, 51, 53-65.
- Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2001). Val á hagkvæmstu gengisstefnu fyrir Ísland. *Fjármálatíðindi*, 48, 20-49.
- Borio, C., og A. Filardo (2007). Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation, BIS *Working Papers*, mars 2007.
- Breedon, F., og Þórarinn G. Pétursson (2006). Out in the cold? Iceland's trade performance outside the European Union and European Monetary Union. *Cambridge Journal of Economics*, 30, 723-736.
- Cecchetti, S., P. Hooper, B. C. Kasman, K. L. Schoenholtz og M. W. Watson (2007). Understanding the evolving inflation process. U.S. *Monetary Policy Forum* 2007.
- Edwards, S., (2006). The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited. NEBR *Working Paper Serie* nr. 12163.
- Eklund, B., (2007). Forecasting the Icelandic business cycle using vector autoregressive models. Central Bank of Iceland *Working Paper* nr. 36.
- Gagnon, J. E., og J. Ihrig (2004). Monetary policy and exchange rate pass-through. *International Journal of Finance and Economics*, 9, 315-338.
- Honjo, K., og B. Hunt (2006). Stabilizing inflation in Iceland. IMF *Working Paper*, september 2006.
- Hunt, B., (2006). Simple policy rules and inflation control in Iceland. Central Bank of Iceland *Working Paper*, nr. 30.
- Krugman, P., (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. Í bókinni *International Finance and Financial Crises: Essays in honor of Robert Flood*. Ritstjórar I. P. Razin og A. Rose. Kluwer Academics Publishers-IMF.
- Lúðvík Eliásson og Þórarinn G. Pétursson (2007). The residential housing market in Iceland: Analysing the effects of the recent mortgage market restructuring. *Housing Studies*, væntanleg.
- Már Guðmundsson (2007). Financial Globalisation and the transmission mechanism of monetary policy in small and medium-size countries. Erindi flutt á fundi aðalhogfræðinga seðlabanka (drög), Centre for Central Banking Studies, Englandsbanki.
- Mishkin, F. S. og K. Schmidt-Hebbel (2006). Does inflation targeting make a difference? Central Bank of Chile *Working Paper*, nr. 404.
- Tchaidze, R., (2007). Estimating Iceland's real equilibrium exchange rate. IMF *Working Paper*, væntanleg.
- Tovar, C. E., (2006). Devaluations, output and the balance sheet effect: A structural econometric analysis. BIS *Working Paper*, nr. 215.
- Woodford, M., (2007). Globalisation and monetary control. CEPR *Discussion Paper* nr. 6448.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson (2005). Erlend skulda-bréfaútgáfa í krónum. *Peningamál* 2005/4, 55-83.
- Þórarinn G. Pétursson (2005). Inflation targeting and its effects on macroeconomic performance. *SUERF Studies*, 2005/5.
- Þórarinn G. Pétursson (2007). Is inflation control more difficult in very small open economies? Erindi flutt á ráðstefnunni The Challenges of Globalisation to Small Open Economies with Independent Currencies. Reykjavík, 31. maí til 1. júní.