



Arnór Sighvatsson, aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands:¹

Ræður Seðlabankinn við verðbólguna?

Í lok mars árið 2001 urðu þáttaskil í stjórn peningamála á Íslandi þegar gengi krónunnar var látið fljóta, Seðlabankanum sett verðbólgu-markmið og um leið gefið sjálfstæði til þess að ákveða stýrivexti í því skyni að ná því markmiði. Í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnarinnar var verðbólgu-markmiðið nánar skilgreint sem 2,5% hækkun *vísitölu neysluverðs* á 12 mánuðum að jafnaði. Á tímabilinu sem liðið er frá þessum tímamótum hefur verðbólga að meðaltali verið 4,9% og sveiflast á bilinu 1-12%. Gengi krónunnar hefur einnig sveiflast mikið. Enn er verðbólga langt yfir markmiði, hefur aukist undanfarna mánuði og verðbólguhorfur slakar í náinni framtíð en í *Peningamálum* sem gefin voru út í apríl s.l. var því spáð að verðbólgu-markmiðið næðist á árinu 2010.

Þetta getur ekki talist viðunandi árangur sjö árum eftir að verðbólgu-markmið var tekið upp. Því er full ástæða til að horfa um öxl og spyrja hvað fór úrskeiðis og hvaða lærdóma megi draga af tilraun Íslendinga til að reka sjálfstæða peningastefnu í hagkerfi á stærð við litla borg í Evrópu. Áður en ég sný mér að sjö ára reynslu okkar af verðbólgu-markmiði, er þó rétt að skoða hvernig á því stóð að Ísland endaði í þeirri stöðu að reka minnsta fljótandi gjaldmiðil í heimi.

Upphafið má rekja til ársins 1993, þegar Ísland gerðist aðili að Evrópska efnahagssvæðinu (EES). Með tilkomu EES urðu EFTA-löndin aðilar að hinum sameiginlega markaði Evrópusambandsins (ESB). Þau undirgengust fjórfrelsið, þ.e.a.s. frjálst flæði vöru, þjónustu, vinnuafis og fjármagns. Hins vegar tóku þau ekki þátt í einu mikilvægasta lokaskrefinu í átt til óhefts innri markaðar, þ.e.a.s. hinum peningalega samruna sem fólst í stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU) árið 1999.

Aðild Íslands að EES fól í sér að árið 1995 voru öll höft á skammtímaflæði fjármagns afnumin. Afnáam hafta á fjármagns-hreyfingar án þátttöku í gjaldmiðlasamruna í Evrópu fól í sér meiri

¹ Erindi flutt í málstofu viðskipta- og hagfræðideildar Háskóla Íslands 2. júní 2008. Skýringarmyndir fylgja með í sérstöku Power Point-skjali. Það er aðgengilegt á sama stað á vef Seðlabanka Íslands og þetta erindi. Skoðanir sem koma fram í erindi þessu eru höfundar og endurspeglar ekki endilega afstöðu Seðlabanka Íslands.

grundvallarbreytingu á forsendum peningastjórnar á Íslandi en flestir gerðu sér grein fyrir á þeim tíma.

Í því samhengi er gagnlegt að rifja upp hina ósamrýmanlegu þrenningu, þ.e.a.s þá niðurstöðu Mundell-Fleming-líkansins að ekki sé hægt á sama tíma að reka sjálfstæða peningastefnu, halda gengi gjaldmiðils stöðugu og fjármagnshreyfingum óheftum. Bundið af ákvæðum EES-samningsins um óheft flæði fjármagns yfir landamæri átti Ísland því tveggja kosta vöð, þ.e. að hverfa algerlega frá sjálfstærðri peningastefnu með mun fastari tengingu við evru en áður þekktist, t.d. með s.k. myntráði, eða að leyfa krónunni að fljóta og finna sjálfstærðri peningastefnu aðra kjölfestu en gengisfestu. Þetta eru stundum kallaðar hornalausnir. Hvorki gullfótur né peningamagnsstýring virtust raunhæfir möguleikar, en árin á undan hafði fjöldi landa tekið upp verðbólguþrýstingum, að því er virtist með ágætum árangri. Sum þeirra voru lítil opin hagkerfi, t.d. frumkvöðullinn Nýja-Sjáland. Þó var ekkert þeirra jafn smátt og Ísland.

Auðvitað er raunveruleikinn ekki alveg jafn afdráttarlaus og líkön hagfræðinnar. Enda voru fyrstu viðbrögð Seðlabankans við hinum nýju aðstæðum ekki þau að hverfa umsvifalaust á vit hornalausna heldur nýta sér svigrúm sem helgast af því að markaðir eru ófullkomnir til þess að reka peningastefnu með takmarkað sjálfstæði innan ákveðins ramma, þar sem gengið var áfram mikilvæg kjölfesta, en þó ekki alveg fast. Þetta gafst vel um nokkurra ára skeið.

Ekki þurfti hins vegar að bíða í mörg ár eftir því að brestir þeirrar stefnu að reyna að halda gengi krónunnar stöðugu en nýta takmarkað svigrúm peningastefnunnar til þess að halda aftur af vaxandi verðbólguþrýstingi kæmu í ljós. Fyrstu viðbrögðin voru að auka svigrúmið, leyfa genginu að styrkjast meira. Þetta hjálpaði til skamms tíma lítið, en fljótlega tók fjármagnsinnstreymi sem um nokkurt skeið hafði ýtt undir hækkun gengis að snúast í útstreymi. Meiri viðskipta-halli en lengi hafði þekkt myndaðist á árunum 1998-2000. Seðla-bankinn þurfti því fljótlega að selja erlendan gjaldeyri í því skyni að koma í veg fyrir að gengi krónunnar lækkaði niður fyrir sett vikið. Í mars árið 2001 var ljóst að þessi stefna væri komin í þrot. Gjaldeyrisstaða Seðlabankans hafði rýrnað verulega. Slíkar aðstæður gefa fjármagnsflotta og spákaupmönnum byr undir báða vængi. Ísland stóð á barmi gjaldeyriskreppu þegar gengi krónunnar var leyft að fljóta hinn 27. mars árið 2001.

Hefðbundin gengisfelling hefði auðvitað komið til greina. Sú leið var hins vegar ekki fýsileg í ljósi reynslunnar. Við þá spennu sem ríkti á vinnumarkaði hefði gengislækkun fljótlega leitt til nýrrar holskeflu launahækkana. Reynslan af gjaldeyriskreppum í Asíu benti einnig til þess að gjaldeyrismarkaðurinn myndi fljótlega láta reyna á ný viðmið í gengismálum, sérstaklega í ljósi þess hversu mjög gjaldeyrisstaðan hafði rýrnað.

Niðurstaðan var að leyfa genginu að fljóta en fela Seðlabankanum að vinna að því að ná tókum á verðbólgunni fyrir nóvember árið 2003 og halda henni að jafnaði sem næst 2½% frá þeim tíma. Ég hygg að ákvörðunin hafi ekki endilega verið tekin á þeirri forsendu að fljótandi gengi væri heppilegasta fyrirkomulag gengismála á Íslandi, heldur byggðist hún á því að sýnt þótti að fastgengisstefna hafði beðið skipbrot og að pólitískar forsendur þess að slík stefna gæti heppnast í framtíðinni væru ekki fyrir hendi. Án aðildar Íslands að ESB var EMU-aðild útilokuð og veikari form fastgengisstefnu þóttu ekki líkleg til þess að standast við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga. Því má segja að verðbólguþæðing hafi orðið fyrir valinu vegna þess að aðrir kostir voru útilokaðir, þótt einnig hafi verið horft til þess að ósamhverfar hagsveiflur virtust benda til þess að ábati sjálfstæðrar peningastefnu gæti verið umtalsverður, samkvæmt kenningunni um hagkvæmasta gjaldmiðlasvæði, enda markast hagsveiflur á Íslandi iðulega af sérstökum eftirspurnar- eða framboðsskellum.

Ólíkt mörgum löndum sem tóku upp verðbólguþæðing í kjölfar gjaldeyriskreppu var verðbólguþæðing tekið upp á Íslandi á barmi gjaldeyriskreppu. Tímabil verðbólguþæðingar hófst því með umtalsverðri gengislækkun krónunnar sem leiddi til þess verðbólguþæðingar fjarlægðist verðbólguþæðing í stað þess að nálgast það, eins og að var stefnt. Segja má að í upphafi hafi þurft að glíma við eftirköst þess ójafnvægis sem byggst hafði upp undir fastgengiskerfinu og því sé ekki réttmætt að dæma árangurinn fyrsta árið á grundvelli þeirrar stuttu reynslu, enda náðist verðbólguþæðing þrátt fyrir slæma byrjun u.þ.b. ári fyrir en að var stefnt, eða í nóvember 2002.

Ég er þó þeirrar skoðunar að gengislækkunin og verðbólguþæðing sem henni fylgdi hafi verið meiri en óhjákvæmilegt var sakir ófullnægjandi aðhalds í peningamálum. Þrátt fyrir að krónan væri undir þrýstingi og verðbólga umtalsvert yfir markmiði hóf Seðlabankinn feril sinn sem sjálfstæður seðlabanki með vaxtalækkun. Það verður að telja mistök, a.m.k. þegar horft er um öxl. Í stað þess að bregðast við lækkun krónunnar með vaxtahækkun og skapa þannig aukinn hvata fyrir fjárfesta til þess að eiga krónur hélt Seðlabankinn áfram að ganga á gjaldeyrisstöðuna til þess að hamla gegn lækkun krónunnar. Þetta reyndust gagnlitlar aðgerðir þegar upp var staðið.

Verðbólguþæðing sem hófst árið 2004 og stendur enn er að því leyti alvarlegra áfall fyrir peningastefnuna en hið fyrra að frávikin verður ekki skýrt með tilvísun til eftirmála fastgengisstefnu sem brást. Það hefur að auki staðið lengur og frávikin verið stærra. Frá maímánuði árið 2004 hefur verðbólguþæðing verið 5,4% að meðaltali og meiri ef horft er framhjá áhrifum lækkunar neysluskatta. Verðbólguþæðingar hafa nær allan tímann verið yfir verðbólguþæðingunni og aldrei meira en síðustu vikurnar. Eitt af meginmarkmiðum peningastefnunnar, þ.e. að skapa verðbólguþæðingum kjölfestu, hefur því ekki náðst.

Árangursleysið kemur fram í óvægnum kaupkröfum og kjarasamningum þar sem kaupmáttur er varinn með sérstökum verðbólgu- og kaupmáttarákvæðum.

Hvað fór úrskeiðis? Eðlilega beinast gagnrýnisspjótin að verulegu leyti að Seðlabankanum, enda hefur bankanum verið sett það markmið að halda verðbólgu í skefjum. Fullyrt er að Seðlabankanum hafi orðið á mistök. Gagnrýnendur eru hins vegar ekki á eitt sáttir í hverju mistökin felast. Þannig hefur OECD haldið því fram að Seðlabankinn hafi verið of hikandi við að hækka vexti, t.d. árið 2005. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur einnig hvatt bankann áfram í aðhaldinu. Seðlabankinn hefur sjálfur tekið undir þessa gagnrýni í ljósi þeirri gagna sem nú liggja fyrir. Á hinn bóginn hafa margir innlendir gagnrýnendur haldið fram hinu gagnstæða, þ.e. að bankinn hafi hækkað vexti of mikið, sérstaklega árið 2005, enda hafi verðbólga að miklu leyti verið húsnaðisverðbólga.

Það einkennir umræðu um peningastefnuna hér á landi hversu ruglingsleg hún er. Því er best að gera skýran greinarmun á tveimur lykilspurningum: Er verðbólguvandinn afleiðing mistaka við *framkvæmd* peningastefnunnar, þ.e.a.s. voru vaxtaákvæðanir Seðlabankans rangar miðað við aðstæður, eða liggur vandinn í sjálfri *umgjörð* hennar, þ.e.a.s. hentar fljótandi gengi og verðbólguþætti illa íslenskum aðstæðum? Víkjum fyrst að framkvæmdinni.

Óvissa er eitt af meginviðfangsefnum peningastefnunnar. Allar ákvæðanir eru teknar á grundvelli ófullkominna upplýsinga. Af því leiðir að það er nánast skilgreiningaratriði að allar ákvæðanir í peningamálum eru í einhverjum skilningi rangar, vextir ýmist of háir eða of lágir, þegar horft er um öxl. Óvissan er reyndar slík að jafnvel þegar fortíðin er metin í ljósi gagna sem ekki lágu fyrir þegar ákvæðanir voru teknar verður ævinlega rúm fyrir mjög ólíkar skoðanir um þá stýrivexti sem hæfa tilteknum aðstæðum. Ástæðan er sú að það eru ekki aðeins aðstæður í þjóðarbúskapnum á hverjum tíma sem eru háðar óvissu heldur miðlunarferlið sjálft, þ.e.a.s. áhrif stýrivaxta á fjármálamarkaðinn og þjóðarbúskapinn í heild. Stundum er reyndar talað um miðlunarferlið sem „svartan kassa“. Vitað er að það virkar, en ekki nákvæmlega hvernig. Mismunandi skoðanir manna á miðlunarferlinu eru einmitt undirrót mismunandi skoðana á því hvernig best hefði verið að haga peningastefnunni á umliðnum árum.

Mistök við stjórn peningamála geta í meginatriðum verið af tvenns konar rótum runnin: röngu mati á ástandi og horfum í efnahagsmálum eða röngu mati á miðlun peningastefnunnar. Þessir óvissuþættir eru vitaskuld nátengdir, en skoðum hið fyrrnefnda fyrst. Þegar seðlabanki leggur mat á ástand og horfur í efnahagsmálum kemur margvísleg óvissa við sögu, sem getur orðið uppspretta mistaka. Í fyrsta lagi er *mælióvissa* til staðar, þ.e.a.s. óvissa um ástand efnahagsmála í nýlegri fortíð, sem t.d. birtist í verulegum breytingum á mati Hagstofunnar á

hagvexti eftir því sem fyllri upplýsingar berast, eins og sést fyrir árin 2004 og 2005.

Í öðru lagi ríkir óvissa um *hagfræðileg sambönd* sem metin eru með tölfræðilegum aðferðum og eru undirstaðan í líkönum sem gegna lykilhlutverki við mat á verðbólguhorfum, m.a. vegna þess að strúktúr hagkerfisins og þar með samböndin sjálf eru breytingum undirorpin. Þriðji óvissuþátturinn leiðir af hinum fyrri. Vegna þeirrar óvissu sem ríkir um mældar stærðir og líkönin sem notuð eru við spánnar verða sérfræðingar ævinlega að byggja á eigin *dómgreind* í töluvert ríku mæli. Hún getur auðvitað brugðist. Það getur einnig átt við um dómgreind bankastjóranna sem á grundvelli greiningar og tillagna sem sérfræðingar Seðlabankans leggja fram þurfa að taka ákvörðun um vexti.

Ef bæði spánnar og ákvarðanir sem taka mið af þeim byggja á ófullkomnum upplýsingum ætti að vera hægt að meta hvernig til tókst í ljósi nýrra upplýsinga sem borist hafa eftir að ákvarðanir voru teknar. Ef grundvallarágreiningur er um miðlunarferli peningastefnunnar er þó ekki víst að sátt verði um þær niðurstöður. Algengt er að leikmenn haldi því fram að hærri vextir valdi verðbólgu fremur en að vera tæki til þess að hemja hana. Jafnvel menntaðir hagfræðingar, þá oftast þeir sem eru á mála hjá hagsmunasamtökum, hafa tekið undir slík sjónarmið, a.m.k. að einhverju leyti. Að ekki sé fullkomin samstaða um slík grundvallaratriði gerir umræðuna erfiða. Hún er á vissan hátt endurómun viðhorfa sem algeng voru snemma á 8. áratugnum, áður en almenn sátt myndaðist meðal þorra hagfræðinga og seðlabanka um getu peningastefnunnar til þess að kveða niður verðbólgu, þ.e.a.s. eftir að bandaríski seðlabankinn kvað hana niður undir forystu Volkers á 9. áratugnum og seðlabankar annarra landa fylgdu í kjölfarið.

Göngum útfrá því í byrjun að stýrivextir Seðlabankans séu virkt tæki til þess að hafa áhrif á þjóðarbúskapinn og koma böndum á verðbólgu. Af því leiðir að hafi verðbólga verið langt yfir verðbólgu markmiði um langt skeið hljóta stýrivextirnir að hafa verið of lágir. Þá liggur beinast við að spyrja, af hverju vanmat Seðlabankinn verðbólguna sem framundan var? Svarið við því hygg ég að sé tvíþætt: Í fyrsta lagi sá Seðlabankinn ekki fyrir, fremur en aðrir, þær miklu breytingar sem urðu á íslenskum fjármálamarkaði í kjölfar einkavæðingar bankanna og vaxandi samkeppni þeirra á milli og við Íbúðalánasjóð. Í öðru lagi ofmat Seðlabankinn líklega áhrif stýrivaxta á langtímavexti og á eftirspurn í umhverfi alþjóðlegrar lausafjárgnóttar. Áhrif peningastefnunnar kunna enn fremur að hafa verið veikari en ella vegna þess að boðskipti bankans hafi ekki verið nægilega skýr.

Til þess að bæta framkvæmd peningastefnunnar er mikilvægt að leita leiða til þess að bæta spár. Sumir viðburðir eru þó þess eðlis að spár geta aldrei náð umfangi þeirra. Það er einkenni allra líkana sem notuð eru við spágerð, hvar sem er í heiminum, að þau eiga erfitt með að

greina og tímasetja háþörk og lágmörk hagsveiflunnar. Það er auðvitað vísbending um að skilningur hagfræðinnar á eðli hagsveiflunnar er ófullkominn sem og aðferðir tölfræðinnar við að meta efnahagssamböndin. Þegar þjóðarbúskapurinn verður fyrir stórum skellum sem vart eiga sér söguleg fordæmi, eins og hinar miklu framkvæmdir við ál- og orkuver á undanförunum árum, eru líkur á því að líkön bregðist meiri en ella.

Ekki ætti að þurfa að endurtaka hversu gríðarlegir eftirspurnarskellir undanfarinna ára hafa verið. Í þeirri orrahríð gagnrýni sem dunið hefur á Seðlabankanum undanfarin misseri hafa margir gagnrýnendur samt annað hvort gleymt eða kosið að horfa fram hjá þessum staðreyndum: Á sama tíma og stofnað var til framkvæmdar sem nam þriðjungi landsframleiðslu eins árs á fárra ára tímabili var gripið til margvíslegra eftirspurnarhvetjandi aðgerða: Bankarnir voru einkavæddir og alþjóðavæðing þeirra fylgdi í kjölfarið, en einkavæðingu banka hefur iðulega fylgt útlánabensla. Hámarkslán og veðhlutföll Íbúðalánasjóðs voru hækkuð. Grimmileg samkeppni á íbúðaveðlánamarkaði fylgdi í kjölfarið, sem lyktaði með því að stór hluti skuldastofns einstaklinga og fyrirtækja var endurfjármagnaður á lægri vöxtum og með lengri endurgreiðslutíma. Tekjuskattur var lækkaður í áföngum og að lokum neysluskattar. Til þess að veða á móti samanlögðu afli þessara eftirspurnarörvandi aðgerða þurfti gríðarlega aðhaldsama peningastefnu. Það aðhald reyndist ekki nógu mikið.

Hvers vegna? Skýringanna er að stórum hluta að leita utan landssteina. Á sama tíma og „mesta framkvæmd Íslandssögunnar“ stóð yfir og þörf var á ströngu peningalegu aðhaldi heima fyrir voru erlendir vextir í aldarlágmarki, heimurinn baðaði sig í lausafjárgnótt og áhættuálög voru hverfandi um nokkurt skeið. Innlend fjármálafyrirtæki gátu gefið út skuldabréf á erlendum fjármálamörkuðum og selt óhindrað inn í skuldabréfavafninga í krafti hárrar lánshæfiseinkunnar. Fjármagnið var endurlánað til innlendra fyrirtækja og einstaklinga, sem gátu keypt innlendar sem erlendar eignir: hlutabréf, fasteignir og land á lægri vöxtum en lengi hafði þekkt, eða aukið neyslu.

Með öðrum orðum, Ísland hinna óheftu fjármagnshreyfinga reyndist ekki vera eyland í efnahagslegum skilningi. Hin gjöfulu fjármála-skilyrði í heiminum ásamt innlendum eftirspurnarhvötum leiddu til þess að Ísland fékk væna sneið af tvíþættum fjölþjóðlegum vanda: eignaverðsbólu og viðskiptahalla, auk almennrar ofpenslu, sem birtist í óhóflegum launahækkunum, launaskriði og verðbólgu. Það er eftirtektarvert að hin alþjóðlega fasteignabóla blés út nánast óháð fyrirkomulagi peningamála: í Bandaríkjunum, myntbandalagslöndum eins og á Írlandi og Spáni, í fastgengislandinu Danmörku og í löndum með sjálfstætt fljótandi gjaldmiðla, eins og Bretlandi, Svíþjóð, Nýja-Sjálandi, Ástralíu og Íslandi. Af því má draga þá ályktun að sjálfstæðri peningastefnu séu takmörk sett þegar miklir kraftar toga og ýta á

hinum hnattrænu fjármálamörkuðum. Hvernig eða hvort peningastefna eigi að bregðast við eignaverðsbólum er einnig óútkljáð mál.

Á Íslandi urðu sérstakir innlendir eftirspurnarskellir hins vegar til þess að magna ójafnvægið. Það er umhugsunarefni að ekki skuli hafa tekist betur að ráða við þann hluta vandans sem var af innlendum rótum runninn en raun varð á, því það sem fremur öðru getur réttlætt sjálfstæða peningastefnu fyrir jafn lítið land og Ísland er að hún gefi færi á að mæta sérstökum framboðs- og eftirspurnarskellum, með því að skapa innlend fjármálaskilyrði sem eru frábrugðin þeim sem ríkja í viðskiptalöndunum.

Þýðir þetta að peningastefnan sé getulaus? Því er oft haldið fram, stundum af þeim sömu sem halda því fram að peningastefnan sé að leggja hér allt í rjúkandi rúst. Hvort tveggja eru ýkjur. Vissulega er rétt að alþjóðleg fjármálaskilyrði höfðu yfirhöndina lengi framan af, m.a. vegna þeirra strúktúrbreytinga sem urðu á innlendu fjármálakerfi á sama tíma. Þótt stundum hafi hallað verulega á Seðlabankann í reiptogi hans og gagnstæðra afla er ekki þar með sagt að tilgangslaust hafi verið að toga. Ef áhrif stýrivaxta eru veik, en þó meiri en engin, er rökrétt að draga þá ályktun að meiri vaxtabreytingu þurfi til að ná tilsettum árangri. Sé peningastefnan hins vegar með öllu óvirk, hvað þá ef stjórnþæki virka öfugt eins og einnig hefur heyrst, eru einu rökréttu viðbrögðin að leggja af sjálfstæða peningastefnu sem fyrst og taka upp annan gjaldmiðil. Það er umræða sem snýr að stjórnvöldum ekki síður en Seðlabankanum.

Stýrivextir Seðlabankans eru ekki áhrifalausir. Þar með er þó ekki sagt að enginn vandi sé á höndum. Augljóslega er áhrifamáttur stýrivaxta á Íslandi minni en æskilegt væri. Ella hefði Seðlabankinn ekki staðið frammi fyrir því á síðasta ári að efnahagssumsvif og verðbólga færðust í aukana, þrátt fyrir að raunstýrivextir væru í kringum 10%. Slík staða er auðvitað sterk vísbending um að virkni svokallaðs miðlunarferlis peningastefnunnar sé minni en æskilegt væri, a.m.k. þegar svo háttar að peningaleg skilyrði í umheiminum eru allt önnur en þau sem þarf til að hemja verðbólgu innanlands.

Hvernig má skýra það að mun hærri raunstýrivexti þurfi, að því er virðist, til þess að hemja verðbólgu á Íslandi en í flestum öðrum löndum? Sennilega eiga nokkrir samverkandi þættir þar hlut að máli. Í fyrsta lagi hafa eftirspurnarskellirnir auðvitað verið gríðarlega stórir, eins og ég nefndi áður. Í öðru lagi hefur ekki tekist að skapa traust um verðbólguþéttunum. Margra áratuga verðbólguþéttunum mótast enn væntingar og háttsemi einkaaðila og hins opinbera. Verðbólguvæntingar hafa því takmarkaða kjölfestu. Hafi verðbólguvæntingar ekki kjölfestu kostar það hærri og langærri raunstýrivexti að ná verðbólgu að markmiði hafi hún vikið frá því um skeið. Í ýmsum löndum sem eiga svipaða verðbólguþéttunum að baki og Ísland eru raunstýrivextir áþekkir eða jafnvel hærri. Í þriðja lagi, þótt ég geti ekki

tekið undir fullyrðingar um að getuleysi peningastefnunnar sé nánast algert, virðast verulegir hnökrar vera á miðlunarferlinu, sem veikja mátt peningastefnunnar eða auka óvissu um miðlun hennar. Miðlunarferli peningastefnunnar er oft lýst á myndrænan einfaldan hátt eins og á meðfylgjandi mynd (mynd nr. 14 í meðf. PP-skjali: Miðlunarferlið, yfirlit). Þessi mynd er þó að líkindum of mikil einföldun á veruleikanum, sérstaklega þegar Ísland er annars vegar.

Eitt af því sem hefur umtalsverð áhrif á miðlun peningastefnunnar á Íslandi er almenn notkun verðtryggingar útlána með föstum vöxtum og hátt hlutfall erlends lánsfjár. Í því felst að þeir vextir sem Seðlabankinn ákveður hafa tiltölulega skjót áhrif á mjög lítinn hluta skulda einstaklinga og fyrirtækja, einkum ef miðað er við lönd þar sem lán með breytilegum vöxtum eru ráðandi. Verðtryggingin hvetur til lántöku til mjög langs tíma og á föstum vöxtum. Vaxtamyndun á markaði fyrir verðtryggð langtímaskuldabréf, sem spanna nokkrar hagsveiflur, er eðli málsins samkvæmt ekki mjög næm fyrir breytingum á innlendum skammtímavöxtum og verður jafnframt fyrir hlutfallslega meiri áhrifum frá alþjóðlegum vöxtum. Rétt er þó að benda á að takmörkuð áhrif skammtímavaxta á langtímavexti er vandamál sem ekki er takmarkað við Ísland. Í nýlegri grein benti Frederic Mishkin á að ein af áhrifum hnattvæðingar á miðlun peningastefnunnar væri að auka vægi gengisfarvegarins í miðlunarferlinu. Ég fjallaði einnig nokkuð um þennan vanda á Íslandi í lokahefti *Fjármálatíðinda*.

Svokölluð fjármálahröðunaráhrif í miðlunarferlinu unnu einnig gegn auknu aðhaldi peningastefnunnar og studdu við lánsfjármagnaða uppsveiflu á eignamörkuðum og að aukinni einkaneyslu. Efnahagsreikningar heimila, fyrirtækja og banka stækkuðu með aukinni erlendri fjárfestingu og hækkun eignaverðs. Aðgengi þeirra að lánsfé, innlendu sem erlendu, jókst því ört þrátt fyrir hækkun stýrivaxta. Umskiptin hafa hins vegar verið ör að undanfögnu, með lækkun eignaverðs á sama tíma og framboð lánsfjár dregst saman. Veðrymi minnkar því og bit stýrivaxta eykst.

Ef miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið er af ofangreindum ástæðum veikari en í flestum verðbólgu markmiðsríkjum þýðir það í litlu opnu hagkerfi að nauðsynlegt er að hreyfa vexti meira til þess að ná tilætluðum áhrifum, nema samsvarandi áhrifum megi ná fram í gegnum gengisfarveg miðlunarferlisins. Árangursrík framkvæmd peningastefnunnar er háð því að gengi krónunnar bregðist við vaxtabreytingum og undirliggjandi efnahagsþróun með tiltölulega fjárfjárlegum hætti. Með því að stuðla að gengishækkun getur hækkun stýrivaxta dregið úr innfluttri verðbólgu tímabundið og þar með verðbólguvæntingum, dregið úr hagnaði í samkeppnisgeiranum og þar með getu hans til að hækka laun og dregið úr hvata til erlendrar lántöku, þ.e.a.s. ef væntingar um gengisþróun taka mið af meðaltals-

hneigð raungengis. Gengishækkun beini eftirspurn úr landi, sem dregur úr verðbólguþrýstingi.

Raunveruleikinn er hins vegar flóknari. Í því liggur hinn mikli vandi við framkvæmd peningastefnunnar á Íslandi. Að vísu eru nokkuð góðar líkur á því að skammtímaáhrif vaxtahækkunar séu þau að gengið styrkist, eins og kenningin um óvarið vaxtajafnvægi gerir ráð fyrir. Reyndar virðast áhrifin yfir lengra tímabil vera meiri en samrýmist óvörðu vaxtajafnvægi, enda eru svokölluð vaxtamunarviðskipti (e. carry trade) nánast veðmál gegn kenningunni um óvarið vaxtajafnvægi. Það ætti að vinna með áhrifamætti peningastefnunnar – stundum.

Eins og sjá má hefur gengisþróunin oft verið í litlu samræmi við þær forsendur sem Seðlabankinn hefur gefið sér í spám, sem ýmist hefur verið óbreytt eða byggt á reiknireglu út frá óvörðu vaxtajafnvægi og aðlögun raungengis að kaupmáttarjafnvægi. Sveiflurnar hafa verið miklar, ófyrirsjáanlegar og sérlega illa tímasettar með tilliti til markmiða peningastefnunnar. Skilyrði á erlendum fjármálamörkuðum hafa undanfarin ár oft verið stærri áhrifavaldur en innlend efnahagsþróun.

Að miðlun peningastefnunnar sé svo háð miklum og ófyrirsjáanlegum gengisbreytingum, sem ráðast af duttlungum alþjóðlegs fjármála-markaðar fremur en innlendri efnahagsþróun, hefur margvíslegan vanda í för með sér. Vegna almennrar verð- og gengistryggingar skulda styrkist efnahagsreikningur heimila, fyrirtækja og fjármála-stofnana þegar gengi krónunnar hækkar og öfugt. Ef peningalegt aðhald á uppgangstímum leiðir til herra gengis eykst auður heimila og fyrirtækja meira en ella og öfugt þegar gengi lækkar. Sumir hafa haldið því fram að þessi áhrif séu svo sterk að áhrif stýrivaxtabreytinga verði öfugsnúin, a.m.k. þegar vaxtamunur verður mikill. Engar empírískar rannsóknir liggja fyrir sem styðja þá tilgátu og mér finnst afar ólíklegt að áhrifin séu svo sterk. Áhrif fyrrgreindrar fjármálahröðunar skýrir þróunina líklega að miklu leyti. Rannsóknir sem fyrir liggja benda þvert á móti til þess að miðlun peningastefnunnar á Íslandi sé nokkuð áþekk því sem gerist í öðrum löndum, þótt auðvitað megi halda því fram að við öfgakennd skilyrði geti hagræn sambönd sem gilda við venjulegar aðstæður trosnað.

Eigi að síður verður að horfa til þess að hér eru öfl að verki sem eyða áhrifum hærri stýrivaxta að hluta, jafnvel að miklu leyti hvað heimilin áhrærir. Því þarf að breyta stýrivöxtum meira en ella til þess að þeir hafi tilætluð áhrif. Skapist mikið ójafnvægi í þjóðarbúskapnum, t.d. af völdum eftirspurnarskella, getur þurft að hreyfa stýrivexti mikið og hratt. Vaxtamunur við útlönd verður eftir því mikill.

Miklum vaxtamun við útlönd fylgja vandamál, sérstaklega vegna þess að ofpenslan sem skapar þörf fyrir peningalegt aðhald leiðir einnig til viðskiptahalla. Vaxtamunurinn auðveldar fjármögnun hans, en skapar

jafnframt hættu á að fjármagnsinnstreymið rofni og valdi óstöðugu gengi. Eftir því sem viðskiptahallinn og vaxtamunurinn eru meiri aukast líkur á því að fjármögnun hallans samanstandi af fjárfestingu aðila sem annaðhvort eru áhættusæknir eða vanmeta þá áhættu sem í slíkri stöðu felst. Hvort tveggja getur verið ávísun á fyrirvaralítið rof í fjármögnun viðskiptahallans og leitt til snarprar gengislækkunar þegar breytingar verða á áhættusækni eða áhættumati á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Máttur peningastefnunnar til þess að bregðast við slíkum sviptingum getur verið takmarkaður til skamms tíma lítið.

Þetta er í grófum dráttum sá vandi sem peningastefnan stendur frammi fyrir um þessar mundir. Hinir miklu eftirspurnarskellir undanfarinna ára leiddu til þess að mikill viðskiptahalli myndaðist. Hallinn varð meiri en ella vegna lausafjárgnóttar og lágra vaxta á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, sem lengi framan af auðvelduðu fjármögnun viðskiptahalla í löndum sem einkennast af lágum sparnaði. Hagstæð skilyrði á alþjóðafjármálamörkuðum urðu einnig til þess að beina miðlun peningastefnunnar enn frekar í gengisfarveginn. Krónan hækkaði á sama tíma og fjármagnsinnstreymi tafði miðlun stýrivaxtabreytinga til útlánsvaxta og dró úr áhrifum þeirra á eftirspurn. Hvort tveggja ýtti undir viðskiptahalla. Hagstæð alþjóðafjármálaskilyrði ýttu ekki aðeins undir viðskiptahalla á Íslandi heldur víða um heim.²

Að því hlaut að koma að hin hagstæðu alþjóðlegu fjármálaskilyrði breyttust. Hins vegar er ógerlegt að tímasetja slík umskipti nákvæmlega. Þess vegna á peningastefnan erfitt með að bregðast við þeim fyrirfram. Seðlabankinn birti hins vegar fráviksspár, þar sem gert var ráð fyrir gengislækkun vegna versnandi fjármálaskilyrða og gefnar vísbendingar um hvernig peningastefnan gæti brugðist við slíkri framvindu. Umskiptin urðu hins vegar hraðari en flesta óraði fyrir og jafnvel meiri en í fráviksspám Seðlabankans, sem flestum þóttu mjög svartsýnar.

Hvers vegna gerðist þetta svona skyndilega? Ástæðan er líklega tvíþætt. Í fyrsta lagi var viðskiptahallinn gríðarlega mikill (þótt ágreiningur sé um hversu mikill hann sé í raun og veru). Í öðru lagi komu upp efasemdir um getu bankanna til þess af laánsfjár á erlendum mörkuðum til þess að endurfjármagna skammtímaskuldbindingar sínar eftir að lausafjárþurrðar tók að gæta á alþjóðafjármálamörkuðum. Þeir hafa fyrir vikið verið bönkunum því sem næst lokaðir um nokkurt

² Summa af viðskiptahalla allra landa heims ætti vitaskuld ávallt að vera núll (þótt mæliskekkjur valdi frávikum frá því). Á undanförunum árum hefur hins vegar fjöldi nýmarkaðsríkja og olíuútflutningsríkja aukið sparnað gríðarlega með því að verja viðskiptaafgangi til þess að byggja upp stóran gjaldeyrisforða. Mikill sparnaður þessara landa þrýstir niður vöxtum og dregur úr hvata til sparnaðar annars staðar í heiminum og auðveldar um leið fjármögnun viðskiptahalla þar sem sparnaðarhneigð er lítil.

skeið. Það leiddi svo til þess að gjaldmiðlaskiptamarkaðurinn lamaðist og sú mikla hringekja sem í daglegu tali gengur undir heitinu vaxtamunarviðskipti (e. carry trade), og hefur fjármagnað meira en helming viðskiptahallans frá því hún fór að snúast, stöðvaðist. Alla tíð var ljóst að hægja myndi á þessum viðskiptum, t.d. þegar drægi út útlánavexti, annað hvort vegna minni eftirspurnar eftir lánsfé eða meiri tregðu bankanna til að veita lán. Aðgengi bankakerfisins að lausafé í erlendum gjaldmiðlum reyndist hins vegar sá hlekkur sem fyrst brast og takmarkaði útlánagetu bankanna.

Bankarnir brugðust við lausafjárskortinum með því að hamstra gjaldeyri og tilboð þeirra á gjaldmiðlaskiptamarkaði endurspegluðu þau afarkjör sem þeim buðust á alþjóðlegum lánsfjármarkaði. Vaxtamunur utan landssteina nánast hvarf, varð jafnvel neikvæður. Þar með var m.a. hvati erlendra útgefenda til að gefa út skuldabréf í krónum úr sögunni, enda ekki ætlun þeirra að taka gjaldmiðlaáhættu. Þegar þeir gátu ekki varið sig gegn gjaldmiðlaáhættu hættu þeir að gefa út skuldabréf. Þar með lokaðist fyrir einn mikilvægasta farveg fjármagnsinnstreymis undanfarin ár.

Til þess að mæta þessum vanda hefur Seðlabankinn og ríkisstjórnin leitast við að opna fyrir aðra farvegi fjármögnunar, t.d. með útgáfu Seðlabankans á innistæðubréfum, sem hafa verið gerð aðgengileg erlendum fjárfestum, og ríkissjóðs á ríkisbréfum. Þannig er hægt að draga úr falli krónunnar og gefa óhjákvæmilegri aðlögun í ytri jöfnuði þjóðarbúsins meiri tíma og með hætti sem samrýmist betur verðbólgu markmiði Seðlabankans. Jafnframt voru vextir hækkaðir til þess að koma í veg fyrir að ört lakkandi raunstýrivextir vegna verðbólgunnar sem fylgdi í kjölfar falls krónunnar leiddi til vítahrings verðbólgu, launa og fallandi gengis. Þar var m.a. horft til þess að í bankakerfinu eru lausar innstæður sem nema u.þ.b. landsframleiðslunni. Raunávöxtun þeirra verður að vera nægileg til þess að eigendur þeirra flýi ekki krónuna.

Til lengri tíma litið breytir það hins vegar ekki þeirri staðreynd að viðskiptahallinn þarf að minnka svo hann verði sjálfbær. Útflutningsframleiðsla Íslands er tiltölulega óteygin m.t.t. gengis – t.d. vegna kvótakerfis í sjávarútvegi, langra tafa við að auka álframleiðslu, og ekki síður vegna þess að stór hluti viðskiptahallans er þáttatekjuhalli sem eykst þegar gengið lækkar. Aðlögunin verður því að eiga sér stað með samdrætti innlendarar eftirspurnar að miklu leyti. Það þýðir að kaupmáttur þarf að dragast saman, annað hvort með lækkun raunlauna eða minnkandi atvinnu. Þessa aðlögun getur Seðlabankinn ekki komið í veg fyrir, þótt hann gæti tafið hana á kostnað meiri verðbólgu. Frestun yrði hins vegar dýrkeypt til lengdar, því að lokum þarf alltaf að kveða niður verðbólguna með aðhaldssamri peningastefnu.

Framundan eru erfiðir tímar. Um það virðast nú flestir sammála, þótt ýmsir hafi heillast af kenningum um eilíft sumar í efnahagsmálum um

skeið. Seðlabankinn hefur um langt skeið spáð því að því tímabili ofpenslu sem nú er að renna sitt skeið myndi ljúka með samdrætti. Sumir hafa kallað þetta svartsýni. Ég kalla það raunsæi, því aðlögun verður ekki umflúin. Verðbólgan, viðskiptahallinn, húsnæðisbólán og útlánavöxturinn – allt voru þetta ótvíræðar vísbendingar um ósjálfbæran vöxt sem hlaut að ljúka með bakslagi. Seðlabankinn stendur nú andspænis þeim vanda sem hann hefði síst kosið sér, að kljást við vaxandi verðbólgu á sama tíma og samdráttur virðist vera framundan í atvinnulífinu.

Þá ber svo við að sumir vilja að bankinn hlaupi frá verðbólgu-markmiðinu, á ögurstundu, á vit þægilegra en óljósra kenninga um stjórn peningamála. Það er ekki óvænt að slíkur „popúlismi“ komi upp á erfiðleikatímum. Aðhald er óþægilegt. Það er eftirspurn eftir hugmyndum um þægilegri lausnir, lausnir sem leyfa ósjálfbæran vöxt fram í hið óendanlega. Þegar menntaðir hagfræðingar setja fram slíkar hugmyndir verður að gera þá kröfu að þeir svari spurningunni; ef ekki verðbólgu-markmið, hver á þá kjölfesta peningalegs stöðugleika að vera? Vilja þeir reyna aftur fastgengi, taka upp peningamagnsstýringu, gullfót, eða ganga í Evrópusambandið og síðar Efnahags- og myntbandalag Evrópu? Hver þessara leiða sem yrði fyrir valinu, þá er víst að aðhaldið, þegar á það reyndi, yrði óþægilegt.

Ég hef á öðrum vettvangi gert grein fyrir þeirri skoðun minni að raunhæfir kostir séu þegar nánar er að gáð aðeins tveir: umbætur á hagstjórn með núverandi fyrirkomulagi, eða aðild að EMU, með öllu sem því fylgir. Aðild að Evrópusambandinu virðist enn fjarlæg á vettvangi stjórnmalanna og EMU-aðild gæti fyrst orðið nokkru síðar. Því er mikilvægt að skoða hvernig bæta má framkvæmd peningastjórnar og efnahagsstjórn í landinu innan núverandi umgjardar peningamála. Mikilvægt er hins vegar að gera sér raunhæfar vonir um árangurinn. Ísland er að öllum líkindum of lítið til þess að vera hagkvæmt gjaldmiðlasvæði. Verðbólga er því líkleg til að vera sveiflukenndari og möguleikar peningastefnunnar til þess að taka tillit til annarra sjónarmiða þegar verðbólga er nálægt markmiði afar litlir. Samt tel ég að hægt sé að gera betur.

Hvað er hægt að gera til þess að bæta framkvæmdina? Byrjum á því sem Seðlabankinn hefur verið að gera og mun halda áfram að gera.

- Eins og ég gat um áðan er líklegt að ein ástæða þess að verðbólga fór úr böndum á undanförunum árum hafi verið vanmat Seðlabankans á krafti uppsveiflunnar. Vanmatið má að nokkru leyti rekja til þess að þau líkön sem Seðlabankinn hafði yfir að ráða í upphafi voru þess vanbúin að meta slík áhrif og hvaða stýrivexti þyrfti til þess að lágmarka frávik frá markmiði við slík skilyrði. Þjóðhagslíkanið sem Seðlabankinn hafði yfir að ráða í upphafi hafði raunar engan peningageira. Seðlabankinn tók nýtt þjóðhagslíkan í notkun árið 2006, sem

var mikil framför, m.a. að því leyti að það hefur peningamálageira og gerir miðlunarferli peningastefnunnar betri skil. Það er ársfjórðungslegt og gefur því betra færi á að nýta nýjustu upplýsingar en árslíkanið sem áður var notað. Næstu skref er að byggja upp verkfærakistu líkana sem eru hjálpartól við spágerð og greiningu. Þar má nefna heildarjafnvægislíkan (DSGE) sem getur verið gagnlegt greiningartól og vísbendingalíkon af ýmsu tagi sem gefa færi á að meta af meiri nákvæmni stöðu efnahagsmála á hverjum tíma, nýliðna og í næstu framtíð.

- Hið síðastnefnda er mikilvægt vegna þess að bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga geta stundum gefið rangar vísbendingar um stöðu efnahagsmála. Fjármunamyndun er þar sérstakt vandamál. Því þyrfti e.t.v. einnig að huga að því að veita Hagstofunni það fé sem til þarf til að hún geti unnið hraðar úr ársreikningum fyrirtækja og komið fyrir fram með sæmilega áreiðanlegar áætlanir um fjármunamyndun atvinnulífsins. Úrbóta er einnig þörf hvað varðar söfnun upplýsinga um íbúðafjárfestingu.
- Seðlabankinn hefur einnig tekið ýmis skref til þess að bæta miðlun peningastefnunnar. Það sjónarmið er nú viðtekið innan peningahagfræðinnar að miðlun peningastefnunnar virki að miklu leyti í gegnum áhrif hennar á væntingar. Það var því nokkurt áhyggjuefni að lengi virtist mega lesa það útúr vaxtarófinu að væntingar markaðarins um stýrivexti Seðlabankans væru mjög frábrugðnar þeim hugmyndum sem Seðlabankinn hafði sjálfur um þróun stýrivaxta. Til þess að bæta úr þessu hóf Seðlabankinn á s.l. ári að birta spár sérfræðinga bankans um stýrivexti til þriggja ára. Forsenda þess var auðvitað að bankinn réði yfir líkani sem gerði slíkt mögulegt.
- Lykilforsenda þess að vænlegt sé að reka peningastefnu með þeim hætti sem hér er gert er að markaðir séu virkir og starfi eðlilega. Á þetta hefur nokkuð skort, ekki aðeins vegna stöðu bankanna, sem hefur valdið truflunum á gjaldeyrismarkaði, heldur einnig vegna þess að skuldabréfamarkaðir eru mjög þunnir. Ríkissjóður hefur verið rekinn með afgangi undanfarin ár. Hann hefur því ekki þurft að gefa út skuldabréf til þess að standa undir eigin rekstri. Í langtímasamhengi hefur ríkissjóður hins vegar hag af því verðmyndun á skuldabréfamarkaði sé með eðlilegum hætti og ríkisstjórn hvers tíma ber nokkra ábyrgð á því að miðlun peningastefnunnar sé þokkalega hnökralaus. Að halda uppi virkum skuldabréfamarkaði, þrátt fyrir að lánsfjárbörf ríkissjóðs sé engin, er einfaldlega hluti af

rekstrarkostnaði þess að halda úti sjálfstæðum gjaldmiðli. Á þessu hefur stundum skort skilning stjórnvalda.

- Meginábyrgð á því að halda verðlagi stöðugu liggur vissulega hjá Seðlabankanum. Þar með er ekki sagt að önnur stjórnvöld geti ekki stuðlað að sama markmiði eða gert Seðlabankanum kleift að ná verðbólgu markmiðinu með minni tilkostnaði. Stjórnvöld hafa á undanförunum árum, eins og ég rakti hér áðan og alkunna er, lagt afar þunga byrði á herðar peningastefnunnar, e.t.v. vegna þess að nokkurrar oftrúar á áhrifamætti peningastefnunnar hafi gætt í upphafi. Þótt Seðlabankinn hafi tækin til þess að ná verðbólgu markmiðinu til lengdar, getur kostnaðurinn orðið mikill ef hið opinbera leggst ekki á árárnar með bankanum. Ólíklegt verður að telja að stórframkvæmdir og aðrar umbyltingar árárnar 2003 til 2007 verði endurteknaðar í sama mæli og að alþjóðlegir fjármálamarkaðir fljóti í lausafé á sama tíma. Þó tel ég óvarlegt að gera ráð fyrir að efnahagsstjórn verði í framtíðinni miklu betri en hún hefur verið undanfarin ár.
- Hafi stjórnvöld áhyggjur af því að Seðlabankinn hafi með stýrivöxtum sínum of fá vopn í vopnabúri sínu gætu þau einnig íhugað að færa honum fleiri vopn í hendur. Þróun á íbúðamarkaði gegndi lykilhlutverki í þeirri einkaneyslu- og lánabylgju sem hér hefur ríkt undanfarin ár. Hækkun hámarks lána og veðhlutfalla áttu ásamt lágum alþjóðlegum vöxtum ríkan þátt í að kynda undir henni. Vilji stjórnvöld læra af reynslunni gætu þau íhugað að fela Seðlabankanum reglugerðarvald til þess að takmarka veðhlutföll, ekki bara Íbúðalánasjóðs heldur bankakerfisins í heild, líkt og gert hefur verið í Hong Kong og Suður-Kóreu. Þá hefði Seðlabankinn væntanlega lækkað veðhlutföll þegar stjórnvöld og bankarnir ákváðu að hækka þau.

Ég sagði áðan að menn skyldu varast að gera sér óraunhæfar væntingar. Við eigum samt að horfa til landa sem tekist hefur betur upp en okkur við erfiðar aðstæður. Ég hef stundum nefnt Ísrael í þessu samhengi. Ísrael svipar um margt til Íslands. Landið er mjög dollaravætt, verðtrygging útbreidd og áhrif gengis á innlent verðlag enn sterkari en hérlendis. Verðbólga hefur verið sveiflukennd í samræmi við það, sem endurspeglar sveiflur í gengi shekelsins. En Seðlabanka Ísraels hefur tekist að ná verðbólgu markmiðinu að meðaltali. Það hefur tvívegis kostað stutt tímabil verðhjöðnunar. Seðlabanka Nýja-Sjálalands hefur tekist að skapa verðbólguvæntingum kjölfestu með kerfisbundinni og gagnsærri framkvæmd peningamála. Perú gæti ég einnig nefnt. Ég tel að Seðlabanki Íslands eigi góða möguleika á að ná svipuðum árangri ef pólitísk stjórnvöld skapa honum viðunandi skilyrði til þess.

Verðbólguþátturinn mun ekki nást þráttalaust. Skorti verðbólguvæntingar kjölfestu verða áhrif gengisbreytinga á verðbólgu meiri en ella, sem aftur stuðlar að næmni verðbólguvæntinga gagnvart gengisbreytingum. Þetta er vítahringur sem nauðsynlegt er að brjóta út úr með aðhaldssamri peningastefnu. Stýrivextir eru háir og verða það áfram um sinn. Raunstýrivextir eru þó ekkert hærra en í mörgum öðrum löndum sem eru að kljást við sambærilegan verðbólguvanda með verðbólguþáttum á bakinu, eins og vék að áður. Aðhaldssöm peningastefna er langtímafjárfesting sem felur í sér skammtímakostnað en ber með sér verulegan langtímaávinning. Þegar til lengdar lætur ræður Seðlabankinn við verðbólguna, þrátt fyrir allt. Peningastefnan er langhlaup. Þótt Seðlabankinn hafi tapað nokkrum sprettum getur hann unnið maraþonið. Spjóttin munu eðlilega standa á Seðlabankanum á meðan aðhaldssöm peningastefna er að vinna sitt verk. Það verður ekki vinsælt en nauðsynlegt. Í þessari baráttu þarf Seðlabankinn liðsinni allra þeirra sem skilja nauðsyn þess að varðveita sjálfstæði bankans. Til lengri tíma litið mun umræðan hins vegar eflaust snúast um það hvort skynsamlegt sé að Ísland standi áfram utan gjaldmiðlabandalaga þegar bankakerfið hefur náð tífaldri landsframleiðslu Íslands. Í því felst áhætta sem nauðsynlegt er að gaumgæfa. Því er ekki loka fyrir það skotið að annað horn þríhyrnings hinnar ósamrýmanlegu þrenningar verði fyrir valinu í framtíðinni. Það er hins vegar pólitískt úrlausnarefni sem ekki er á valdi Seðlabankans. Á meðan ekki eru teknar ákvarðanir um annað verður Seðlabankinn að vinna ótrauður að því markmiði sem honum hefur verið sett.