

FRAMTÍÐ ÍSLENSKRAR PENINGASTEFNU

ENDURMAT Á RAMMA PENINGASTEFNUNNAR

ÁSGEIR JÓNSSON
ÁSDÍS KRISTJÁNSDÓTTIR
ILLUGI GUNNARSSON

Framtíð íslenskrar peningastefnu

Ásgeir Jónsson
Ásdís Kristjánsdóttir
Illugi Gunnarsson

Framtíð íslenskrar peningastefnu

Reykjavík, 2018

Höfundar

Ásgeir Jónsson

Ásdís Kristjánsdóttir

Illugi Gunnarsson

Sérstakar þakkir:

Axel Hall

Benedikt Árnason

Diljá Matthíasardóttir

Eðvarð Ingi Erlingsson

Friðrik Már Baldursson

Marías Halldór Gestsson

Sigrún Ólafsdóttir

Stefanía K. Ásbjörnsdóttir

Þórunn Helgadóttir

Útgefandi: Forsætisráðuneytið

Hönnun og umbrot:

Hemmi - Hermann Sigurðsson

Prentvinnsla:

Oddi, umhverfisvottuð prentsmiðja

ISBN 978-9935-486-86-8

Framtíð íslenskrar peningastefnu

Efnisyfirlit

Niðurstöður	7
Ellefu tillögur starfshóps um endurbætta peningastefnu	11
Tíu lærdómar úr íslenskri peningasögu	21
Um tilraunir Íslendinga í peningamálum 1918-2018	39
Ísland í norræna myntbandalaginu 1873-1920	42
Rammagrein 1. Raungengi sem samkeppnismælikvarði	47
Ísland á gullfæti 1927-1931	48
Rammagrein 2. Gullfótur sem verðlagsmarkmið	54
Fastgengi studd með innflutningshöftum 1931-1960	56
Bretton-Woods fastgengissamstarfið 1960-1971	61
Rammagrein 3. Þýðing greiðslujafnaðar	66
Skriðgengi 1971-1989	67
Rammagrein 4. Ódysseifur bundinn við mastrið – reglur við hagstjórn	72
Einhliða fastgengi 1989-2001	74
Rammagrein 5. Þríprautarval eða tvíprautarval? Hvaða val hafa þjóðir raunverulega í gengismálum?	79

Verðbólógumarkmið 2001-2008	81
Rammagrein 6. Taylor reglan	94
Verðbólógumarkmið innan hafta 2009-2018.....	95
Rammagrein 7. Verðbólóguspálíkan Seðlabankans	106
Rammagrein 8. Hvað lærði hagfræðin af hruninu? Svar: mikilvægi fjármálastöðugleika og þjóðhagsvarúðar	120
Tillögur verkefnastjórnar.....	124
Rammagrein 9: Samanburður á aðferðum við að meta kostnað vegna eigin húsnæðis	144
Rammagrein 10: Mat á miðlunarferli peningastefnunnar á Íslandi	148
Rammagrein 11: Verðbólógumarkmiðsríki.....	153
Rammagrein 12: Nýsjálenska umferðarljósakerfið	160
Nauðsynlegur stuðningur frá hagstjórninni	188
Aðrir valkostir.....	202
Rammagrein 13: Kostir og gallar þess að nota landsframleiðslu á nafnvirði sem markmið	204
Heimildaskrá.....	227
Viðaukar	239

Niðurstöður

Starfshópur um endurmat á peningastefnu Íslands var skipaður þann 12. mars 2017 af ráðherranefnd um efnahagsmál. Hópnun var fengið verkefni í fjórum liðum:

1. Meta skal peningastefnu síðustu áratuga að því marki sem það hefur ekki verið gert í fyrri vinnu, til dæmis í skýrslu Seðlabankans frá 2012, Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum.
2. Greint verði hvaða umbætur hægt væri að gera, að því gefnu að halda skuli í megin Einkenni núverandi peningastefnu sem byggir á verðbólgu markmiði. Hér mætti nefna breytingar á viðmiði verðbólgu markmiðs, sveigjanleika og tímaviðmið, beitingu tækja Seðlabankans og öðrum þáttum sem lúta að framkvæmd Seðlabankans sjálfs (samanber yfirlýsingu um verðbólgu markmið frá árinu 2001). Þær gætu líka falist í breytingum á samspili við aðra þætti eins og efnahagsstefnu opinberra aðila eða bættum starfsháttum hjá aðilum vinnumarkaðarins.
3. Aðrir valkostir við peningamálastjórnun skulu greindir og metnir. Þar með teljast útfærslur á gengismarkmiði, til dæmis með hefðbundnu fastgengi eða fastgengi í formi myntráðs. Litið verði til reynslu annarra landa af svipuðu fyrirkomulagi hvað það varðar og tilhögunin útfærð að því marki sem þarf til að bera hana saman við niðurstöðuna úr lið 2.
4. Kostir og gallar peningastefnu samkvæmt liðum 2 og 3 verði bornir ítarlega saman með tilliti til framlags peningastefnunnar, í samspili við aðra hagstjórn, til efnahagslegs og fjármálalegs stöðugleika.

Endurskoðunin gekk út frá þeirri forsendu að krónan verði gjaldmiðill Íslendinga í nánustu framtíð. Jafnframt skyldi miðað við að fjármagnshreyfingar til og frá landinu verði eins frjálssar og kostur er, í samræmi við alþjóðlegar skuldbindingar. Með þessari skýrslu hefur starfshópurinn skilað því fjórhlíða endurmati er honum var falið.

Niðurstaða starfshópsins er í stuttu máli eftirfarandi:

Að fylgja leikreglum skiptir meira máli en hvaða leikur er valinn

Sérhver peningastefna hefur kosti og galla. Það skiptir ekki höfuðmáli hvaða stefna er valin – heldur að farið sé eftir þeim leikreglum sem hvert fyrirkomulag krefst á hverjum tíma. Ástæða þess að Íslendingar hafa frá fullveldi yfirleitt búið við óstöðugleika og verðbólgu er ekki sú að þeir hafi ávallt valið sér ranga peningastefnu – eða hafi ekki enn fundið þá stefnu sem hentar þeim. Ástæðan er sú að þeir hafa ekki fylgt þeim leikreglum sem viðkomandi fyrirkomulag hefur krafist hvað varðar beitingu hagstjórnartækja til að viðhalda efnahagslegum stöðugleika. Það hefur orðið til þess að fyrri peningastefnur hafa molnað í sundur og þjóðin búið við þrálátan óstöðugleika í peningamálum.

Ísland er smátt mynsvæði sem er vissulega áskapað ýmis sérkenni vegna landfræði, sögu og uppbyggingar efnahagslífins sem gera peningastjórnun erfiða viðfangs. Það eru þó ekki þessir þættir sem skipta mestu, líkt og Jón Sigurðsson forseti varaði við á sínum tíma: „mörgum hættir við að taka Ísland eitt sér í allri veröldinni og vilja neita að reynsla annarra landa eigi þar við“¹. Ísland er fámenn en í alþjóðlegum samanburði eru norrænu löndin einnig fámenn og háð útflutningi á hrávörum, en hafa samt öll náð góðum tókum á sínum peningamálum, hvaða leið sem þau hafa valið.

Eflitið er til hagsögu Norðurlanda – hvort sem litið er til fastgengis Danmerkur, upptöku Svíþjóðar og Noregs á verðbólgu markmiði eftir 1990 eða inngöngu Finna í myntbandalag Evrópu árið 1998 – liggur fyrir að þau glímdu við mjög keimlík úrlausnarefni og við Íslendingar varðandi verðbólgu og óstöðugleika sem og ósætti á vinnumarkaði. Þeim hefur hins vegar heppnast að vinna sig út úr þessum vandamálum um leið og leikreglur peningastefnunnar – hvaða stefnu sem viðkomandi þjóð hefur valið – hafa verið felldar inn í samfélagssáttmála þessara landa. Þetta hafa Íslendingar enn ekki náð að leika eftir.

Ísland hefur tvo kosti með krónuna

Ef gengið er út frá þeirri forsendu að krónan verði áfram gjaldmiðill Íslendinga í nánustu framtíð hefur þjóðin í raun aðeins tvo kosti:

- A. Að halda áfram með núverandi fyrirkomulag sem felur í sér að fylgja sjálfstæðri peningastefnu undir merkjum verðbólgu markmiðs.
- B. Að hætta að reka sjálfstæða peningastefnu og festa gengi krónunnar varanlega niður með myntráði sem felur í sér að öll innlend seðlaútgáfa er tryggð með erlendum gjaldeyri.

1 Sjá Jón Sigurðsson (1843).

Verðbólguþéttur getur gengið upp

Ef sá kostur er valinn að hafa sjálfstæða peningastefnu er hún nær undantekningarlaust leidd undir merkjum verðbólguþéttar hjá vestrænum lýðræðisríkjum. Fyrir því eru ýmsar hagfræðilegar ástæður er gjarnan eru tengdar við reglur og trúverðugleika. Það er þó ekki hið eina. Staðreyndin er einnig sú að verðbólguþéttur leggur áherslu á gagnsæi og opinbera ábyrgð sem fellur mjög vel að leikreglum lýðræðissamfélags. Að mati starfshópsins er ekkert sem bendir til annars en að verðbólguþéttur ætti að geta gengið upp hérlendis með sambærilegum hætti og hefur tekist á Norðurlöndum – ef það tekst samíleg samfélagsleg sátt um leikreglur þessa fyrirkomulags.

Á síðustu fjórum til fimm árum hefur náðst mikill árangur við að framfylgja verðbólguþéttum hérlendis. Það hefur skilað íslenskum almenningi gríðarlegum ábata með mikilli aukningu kaupmáttar, samhliða því að almennt vaxtastig hefur lækkað. Það er mjög mikilvægt að þessum árangri sé fylgt eftir.

Það er einföld þumalfingursregla að við 2,5% verðbólguþéttur og 1-2% framleiðnivöxt megi nafnlaun ekki hækka um meira en 4-4,5% á ári til lengri tíma lítið án þess að kollvarpa stefnunni. Nafnlaunahækkun síðustu fimm ára hefur verið 8% á ári. Raunar gengur engin peningastefna hérlendis svo lengi sem nafnlaun halda áfram að hækka verulega umfram mögulega framleiðni. Lág verðbólga á Íslandi verður aðeins tryggð til langframa með einhvers konar stéttasátt um launaákvæðanir – þar sem stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika.

Að mati starfshópsins ætti ekki að þurfa að reka íslenska peningastefnu með stuðningi fjármagnshafta, nema aðeins í neyð. Það ætti að vera hægt að styrkja grundvöll stefnunnar með markvissri beitingu þjóðhagsvarúðar þannig að Seðlabanki Íslands beri einn ábyrgð á fjármálastöðugleika með sama hætti og bankinn er nú einn í ábyrgð fyrir verðstöðugleika.

Myntráð felur í sér áhættu fyrir fjármálastöðugleika

Myntráð felur í sér varanlega gengisfestu og hefur þannig að einhverju leyti sömu kosti og galla og aðild að myntbandalagi. Hins vegar er einn meginmunur til staðar. Við inngöngu Íslands í myntbandalag Evrópu myndi Seðlabanki Íslands áfram starfa sem útibú frá hinum evrópska seðlabanka. Sem slíkt útibú gæti hann ekki lengur ákvarðað sérstaka peningastefnu fyrir Ísland en gæti áfram þjónað sem lánveitandi til þrautavara fyrir íslenskt fjármálakerfi. Í myntráði getur Seðlabankinn ekki sinnt þessu hlutverki samhliða því að tryggja fjármálastöðugleika.

Það hefur lengi verið viðurkennd staðreynd að bankakerfi án lánveitanda til þrautavara eru í grundvallaratriðum óstöðug og geta fallið saman í áhlaupi. Aðlögunarferli myntráðs krefst

Þess að vextir þróist á frjálsum markaði eftir framboði og eftirspurn eftir lausafé. Það hlýtur að setja gríðarlegan þrýsting á fjármálakerfið sem verður að geta þolað lausafjárþurrð og vaxtatoppa án þess að tapa trúverðugleika sínum innanlands sem utan.

Að mati starfshópsins er það eitt og sér gríðarlega erfitt að tryggja efnahagslegan stöðugleika undir myntráði sem getur aðeins gerst með miklum kerfisbreytingum hér innanlands, svo sem á vinnumarkaði. En jafnframt er það mat starfshópsins að upptaka myntráðs skapi óásættanlega áhættu fyrir fjármálastöðugleika þar sem íslenskar fjármálastofnanir standi eftir án lánveitanda til þrautavara. Af þessum ástæðum getur starfshópurinn ekki mælt með þeim kosti fyrir Ísland við núverandi aðstæður.

Að taka leikinn alvarlega

Sú trú að Íslendingar geti staðið jafnfætis öðrum þjóðum – ef þeir aðeins taka leikinn nógu alvarlega – ætti ekki að vera bundin við íþróttakappleiki. Íslendingar ættu að geta búið við trúverðuga efnahagsstefnu líkt og þekkist annars staðar á Norðurlöndum – ef þeir aðeins fara eftir leikreglunum. Það er því í þessari trú að starfshópur um endurskoðun peningastefnunnar leggur fram tillögur til þess að endurbæta núverandi stefnu.

Reykjavík, 5. júní 2018

Ásgeir Jónsson
Ásdís Kristjánsdóttir
Illugi Gunnarsson

Ellefu tillögur starfshóps um endurbætta peningastefnu

Tillögur starfshóps eru ellefu talsins og taka á fjórum meginsviðum peningastefnunnar. Starfshópurinn hefur notið ráðgjafar erlendra sérfræðinga sem og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins við mótun á tillögum sínum, en þær eru vitaskuld á ábyrgð hópsins.

- Þrjár tillögur snúa að umgjörð varúðartækja og tryggja aukna samhæfingu milli fjármálastöðugleika og peningastefnunnar.
- Tvær tillögur um endurbætt verðbólgaumarkmið tryggja að Seðlabankinn beiti stýrivöxtum á áhrifaríkari máta án þess að veða fjármálastöðugleika.
- Tvær tillögur snúa að markvissari beitingu stjórnækja Seðlabankans. Þær tryggja að skýrari skil verði á milli stjórnækja á sviði peningamála annars vegar og fjármálastöðugleika hins vegar.
- Fjórar tillögur snúa að ákvörðunarferli peningastefnunnar og stuðla að auknu gagnsæi og umræðu um hana með það að markmiði að skapa sátt meðal almennings peningamál og fjármálastöðugleika.

Þrjár tillögur um breytingar á umgjörð þjóðhagsvarúðar og peningastefnunnar

Beiting þjóðhagsvarúðar snýst ekki aðeins um viðhald fjármálastöðugleika – heldur getur þessi nýja hugsun og/eða aðferðafræði einnig skerpt bit peningastefnunnar með því að hafa hemil á útlánvexti og skuldsetningu í efnahagslífinu. Þetta hefur sérstaka þýðingu á litlum myntsvæðum þar sem aukinn vaxtamunur við útlönd getur komið greiðslujöfnuði í ójafnvægi og skapað hættu á fjármálalegum og efnahagslegum óstöðugleika. Þessi vandamál felast ekki aðeins í óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði, heldur einnig í því að alþjóðlegt fjármagn flæðir inn í fjármagnskerfið og veldur útlána- og eignabólu.

Sá skilningur fer nú vaxandi að sjálfstæð peningastefna sé í raun ekki lengur í boði fyrir smærri myntsvæði vegna alþjóðavæðingar fjármagnsviðskipta án þess að hægt sé stýra fjármagnsjöfnuði, með beinum eða óbeinum hætti, sama hvaða gengisfyrirkomulag væri við lýði. Hægt er að vinna það verk með fjármagnshöftum en einnig með rétttri beitingu þjóðhagsvarúðar. Þjóðhagsvarúð getur skapað betri grundvöll fyrir sjálfstæða peningastefnu í litlum opnum hagkerfum með því að bæta leiðni peningastefnunnar inn í hagkerfið eftir hinni svokölluðu lánaleið (e. Credit Channel). Með því væri unnið það verk sem fjármagnshöftum hefur verið ætlað að vinna – en með mun minni kostnaði fyrir þjóðfélagið.

Að áliti starfshópsins er brýnt að skilgreina einn ábyrgðaraðila fyrir beitingu þjóðhagsvarúðar og viðhaldi fjármálastöðugleika. Jafnframt að stofnanaleg uppbygging stuðli að því að betri samhæfing náist við beitingu þjóðhagsvarúðar og hefðbundinnar peningastefnu. Aukinheldur skiptir máli að hinn takmarkaði mannauður þessa fámenna lands sé nýttur með sem hagkvæmustum hætti við greiningu og söfnun upplýsinga. Núverandi fyrirkomulag þjóðhagsvarúðar er frá árinu 2014 en var þá aðeins ætlað að vera tímabundið skref þar til Seðlabankinn tæki einn við fullri ábyrgð við beitingu þjóðhagsvarúðar. Er nú kominn tími til þess að stíga skrefið til fulls.

Kristin Forbes hefur að beiðni starfshópsins farið yfir beitingu þjóðhagsvarúðar fyrir Ísland og niðurstöðurnar koma fram í skýrslu hennar. Að áliti Forbes stendur Ísland að mörgu leyti framarlega þegar kemur að þjóðhagsvarúð. Hún leggur þó til veigamiklar breytingar á hinum formlega hagstjórnarramma sem starfshópurinn vill gera að tillögu sinni sem er raunar í samræmi við álit annarra erlendra ráðgjafa sem hafa áður um málið fjallað.

Tillaga 1: Seðlabanki Íslands skal vera einn ábyrgðaraðili fyrir þjóðhagsvarúð og eindarvarúð, og hafa yfirumsjón með greiningu, ákvörðun og beitingu allra þjóðhagsvarúðartækja.

Ofangreind tillaga felur í sér að öll þjóðhagsvarúð auk eindarvarúðar verði á forræði eins aðila, Seðlabanka Íslands. Ábyrgðin færist því frá Fjármálaeftirlitinu yfir til Seðlabankans og verður verkaskipting skýrari milli þessara tveggja stofnana. Vægi fjármálastöðugleika mun við breytinguna aukast í starfsemi Seðlabankans. Fjármálaeftirlitið mun áfram gegna hlutverki eftirlitsaðila á markaði.

Með því að sameina öll varúðartæki á einn stað verður ferlið frá greiningu til ákvörðunar skilvirkara. Greining, ákvörðun og ábyrgð er öll hjá Seðlabankanum. Þá verður

greiningarvinnan jafnframt öflugri og umfangsmeiri með sérfræðinga og upplýsingar á sama staðnum.

Samhliða þarf að styrkja ábyrgð- og stjórnendahlutverk Seðlabankans með skipun sérstaks aðstoðarseðlabankastjóra með áherslu á þjóðhagsvarúð. Jafnframt verði til staðar annar aðstoðarseðlabankastjóri með áherslu á peningastefnuna. Gert er ráð fyrir því að áfram verði einn aðal-seðlabankastjóri sem verði æðsti yfirmaður bankans og taki ábyrgð á rekstri hans. Þessir þrír munu hins vegar mynda fjölskipað stjórnvald. Þetta felur þó ekki í sér að hverfa skuli aftur til hins gamla fyrirkomulags að hafa þrjá jafnrétt háa bankastjóra, enda segir hið fornkveðna að ekki sé hægt að hafa nema einn skipstjóra á hverri skútu. Hins vegar eru ýmsar ákvarðanir sem til dæmis tengjast óreglubundinni hagstjórn (e. discretionary policy) sem heppilegt væri að fjölskipað stjórnvald fjallaði um. Er hér einkum vísað í samskipti við fjármálastofnanir, svo sem lánveitingar til þrautavara, eða ákvarðanir um inngríp á markaði sem falla utan hinnar reglubundnu hagstjórnar.

Tillaga 2: Skipaðir verða tveir aðstoðarseðlabankastjórar, annar með áherslu á fjármálastöðugleika og hinn með áherslu á hefðbundna peningastjórn. Báðir munu eiga sæti í bankastjórn með núverandi seðlabankastjóra. Bankastjórnin myndar síðan fjölskipað stjórnvald er tekur ákvarðanir utan hinnar hefðbundnu hagstjórnar.

Nánar tiltekið verður verkaskiptingin þessi:

- 1. Seðlabankastjóri:** Æðsti yfirmaður bankans – eins konar forstjóri. Hann er jafnframt formaður bankastjórnar, ber ábyrgð á starfsemi bankans og er talsmaður Seðlabankans og bankastjórnar. Situr í peningastefnunefnd, kerfisáhættunefnd og fjármálastöðugleikanefnd.
- 2. Aðstoðarseðlabankastjóri á sviði peningamála:** Hefur yfirumsjón með peningamálastefnunni. Situr í peningastefnunefnd og kerfisáhættunefnd.
- 3. Aðstoðarseðlabankastjóri á sviði fjármálastöðugleika:** Hefur yfirumsjón með þjóðhags- og eindarvarúðartækjum. Situr í peningastefnunefnd, kerfisáhættunefnd og fjármálastöðugleikanefnd.

Samfara breyttu hlutverki Seðlabankans og aukinni ábyrgð á sviði fjármálastöðugleika þarf jafnframt að skerpa á verkaskiptingu milli nefnda og tryggja samvinnu og samlegð milli peningastefnu og þjóðhagsvarúðar. Starfshópurinn leggur fram eftirfarandi tillögu.

Tillaga 3: Fjölga skal ytri meðlimum í fjármálastöðugleikanefnd sem mun taka endanlega ákvörðun um beitingu allra þjóðhagsvarúðartækja.

Í stað fjármálastöðugleikaráðs er lagt til að komi fjármálastöðugleikanefnd og að bæði seðlabankastjóri og fjármála- og efnahagsráðherra gegni þar formennsku. Auk þeirra sitja í nefndinni aðstoðarseðlabankastjóri á sviði fjármálastöðugleika auk tveggja ytri meðlima þar sem a.m.k. einn hefur reynslu úr fjármáallífinu. Lagt er til að atkvæðagreiðsla um beitingu þjóðhagsvarúðartækja eigi sér stað hjá fjármálastöðugleika-nefnd og skal vera opinber þegar tilkynnt er um breytingu stjórnartækja. Endanleg ákvörðun um beitingu varúðartækja skal því vera hjá fjármálastöðugleikanefnd. Kerfisáhættunefnd skal áfram hafa yfirumsjón með greiningarvinnu, koma með tillögur um innleiðingu varúðartækja til fjármálastöðugleikanefndar og hafa yfirumsjón með innleiðingu varúðartækja.

Tvær tillögur um breytingar á verðbólgu­markmiði Seðlabankans

Á árunum fyrir fjármálakreppuna var deilt um hvaða hlutverki peningastefnan ætti að þjóna gagnvart eignaverði, eða kannski öllu heldur bólu­myndun á eignamörkuðum. Þessi deila var oft skýrð með hugtökunum „halla-hreinsa“ (e. lean or clean) – það er hvort seðlabankar ættu að halla sér upp í vindinn og hækka vexti til þess að vega á móti hækkun eignaverðs eða láta eignarmarkaðina óáreiða og hugsa aðeins um að hreinsa upp eftir að bólu­nar hafa sprungið.

Þessi umræða hefur hins vegar hljóðnað eftir því sem frá hefur liðið. Þess í stað virðist sá skilningur (e. consensus) vera að skapast að setning vaxta sé fremur máttlaust verkfæri gegn fjármálabólu. Þetta hefur verið orðað sem svo að það vaxtastig sem dugi til að hemja eignabólu væri svo hátt að það myndi lama raunhagkerfið og fela þannig í sér gríðarlegan kostnað. Að sama skapi myndi slík ógnarhækkun vaxta valda verulegum vandamálum á gjaldeyrismarkaði með of háu raungengi og viðskiptahalla – sem hlyti að grafa undan fjármálastöðugleika.

Ofangreind umræða um verkaskiptingu þjóðhagsvarúðar annars vegar og peningastefnunnar hins vegar samhliða því að áhersla hefur aukist á fjármálastöðugleika hefur töluverða þýðingu fyrir Seðlabanka Íslands – sérstaklega í ljósi mjög biturrar reynslu landsmanna af hruninu 2008.

Í núgildandi samstarfssamningi á milli ríkisstjórnar Íslands og Seðlabankans – frá 27. mars 2001 – er gert ráð fyrir því að verðbólgu­markmið hafi alltaf forgang yfir fjármálastöðugleika. Miðað við þann þjóðfélagslega kostnað sem hlýst af fjármála­stöðugleika – hlýtur fjármálastöðugleiki að hafa forgang yfir verðstöðugleika ef slíkar aðstæður skapast.

Aukinheldur hlýtur viðhald fjármálastöðugleika að setja framfylgd peningastefnunnar ákveðin mörk. Starfshópurinn leggur því til eftirfarandi breytingar:

Tillaga 4: Breyta skal samstarfssamningi ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands þannig að viðhald fjármálastöðugleika hafi forgang yfir viðhald verðstöðugleika ef þær aðstæður skapast að ógn skapist gagnvart hinum fyrrnefnda. Í því tilviki skal peningastefnunefnd leyfa verðbólgu umfram markmið til að gefa fjármálastöðugleikanefnd svigrúm til þess að beita þjóðhagsvarúð.

Á Íslandi er málum svo háttað að riflega fjórðung vísitölu neysliverðs má rekja til húsnæðisverðs. Þetta getur valdið óheppilegri skörun á milli markmiða um verðstöðugleika annars vegar og fjármálastöðugleika hins vegar. Ekki aðeins fyrir þær sakir að Seðlabankinn þurfi að beita stýrivöxtum til þess að hafa hemil á húsnæðisverði sem hefur 25% í verðbólgu markmiði bankans heldur hafa vextir bankans mjög takmörkuð áhrif á húsnæðisverð sökum þess að vaxtaleiðni hérlendis frá stýrivöxtum yfir til lengri verðtryggðra vaxta er afar veik og tölfræðilega ómarktæk. Hagstofa Íslands metur einnig húsnæðiskostnað í vísitölu neysliverðs með sk. notendakostnaðaraðferð er byggir á þriggja mánaða hlaupandi meðaltali af húsnæðisverði. Í ljósi þess hve sveiflur á fasteignaverði hafa verið miklar á síðustu árum leiðir þessi mæliaðferð til skammtímasveiflna í verðbólgu sem Seðlabankanum er samkvæmt lögum skylt að bregðast við.

Hér skal þó áréttað að sjálfstæði Hagstofunnar er álíka mikilvægt og sjálfstæði Seðlabankans. Það skiptir máli að mæling verðbólgu sé trúverðug og gerð með eins nákvæmum hætti sem mögulegt er. Starfshópurinn tekur því ekki afstöðu til þess hvaða mæliaðferð gefi raunsönnustu mynd af húsnæðiskostnaði og ljóst er að hægt er að færa fræðileg rök fyrir núverandi mælingaraðferð Hagstofunnar.

Með því að beita stýrivöxtum til þess að mæta verðsveiflum í húsnæðiskostnaði – svo sem með því að reyna að kalla fram lækkun innflutningsverðlags með hærri gengi krónunnar – skapar hættu á mjög dýrum fórnarskiptum á milli verðstöðugleika annars vegar og framleiðslu í efnahagslífinu hins vegar.

Starfshópurinn vill í þessu efni taka þá grundvallarafstöðu að húsnæðisverð eigi ekki heima í verðbólgu markmiði Seðlabanka Íslands og það eigi ekki að reyna beita stýrivöxtum gegn fasteignaverði þegar vaxtamiðlunin er eins veik og raunin er. Til þess eru nokkrar leiðir færar, Seðlabankinn gæti miðað við aðrar vísitölur, svo sem vísitölu neysliverðs án húsnæðis

eða samræmda vísitölu neysluverðs. Að mati starfshópsins þarf að skoða slíkar leiðir vel og vandlega.

Tillaga 5: Verðbólguþröskur Seðlabankans skal áfram miðast við 2,5% en sú verðvísitala sem markmiðið nær til skal ekki taka mið af kostnaði vegna eigin húsnæðis. Verðbólguþröskur skal því undanskilja húsnæðisverð.

Tvær tillögur er snúa að markvissari beitingu stjórnþækja

Frá hruninu 2008 hafa gjaldeyrisinngrip verið stór hluti af framfylgd peningastefnunnar. Þessi inngrip voru einkum á árunum 2014-2016 þegar bankinn keypti 50-70% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði, en hafa að mestu legið í láginni frá 2017. Ljóst er að gjaldeyrisinngrip munu áfram leika stórt hlutverk íslenskri peningastefnu til framtíðar í þeirri viðleitni að tryggja verðstöðugleika, enda fer miðlun peningastefnunnar að stórum hluta fram í gegnum gjaldeyrismarkaðinn.

Starfshópurinn fékk Sebastian Edwards til þess að fjalla sérstaklega um gjaldeyrisinngrip Seðlabankans í skýrslu er ber titilinn Monetary Policy in Iceland: An evaluation. Hann leggur til að svokallað „umferðarljósakerfi“ að fyrirmynd nýsjálenska seðlabankans verði lagt til grundvallar fyrir inngripastefnu Seðlabankans. Starfshópurinn leggur til að Seðlabankinn taki upp þetta umferðarljósakerfi í samræmi við tillögu Sebastian Edwards. Það felur þá einnig í sér að bankinn birti mat sitt jafnvægisraungengi samhliða hagspám sínum.

Tillaga 6: Seðlabanki Íslands skal taka mið af umferðarljósakerfi nýsjálenska seðlabankans til þess að skapa skýrar leikreglur í kringum ákvarðanatöku og miðlun upplýsinga um gjaldeyrisinngrip. Jafnframt er þörf á skýrri og gagnsærri stýfingarstefnu í tengslum við inngripin. Þá skal bankinn birta mat á jafnvægisraungengi með reglubundnum hætti.

Ofangreint umferðarljósakerfi er vitaskuld mjög almennt – nánari útfærsla hlýtur að vera byggð upp á reynslu og staðhættum. Það ætti þó að skapa ákveðnar leikreglur utan um inngripin, sem hafa ekki verið til staðar. Þannig skapast rammi fyrir ákvörðunartöku í peningastefnunefnd og gerir bankanum auðveldara fyrir að útskýra stefnu sína og ákvarðanir fyrir bæði markaðsaðilum og almenningi. Það ætti þá jafnframt að gefa viðskiptabönkunum þremur – er mynda millibankamarkað með gjaldeyri – svigrúm til

Þess að skapa betri skammtímastöðugleika á markaðinum og hnökraminni verðmyndun. Einnig er mikilvægt að hafa í huga að slík inngrípastefna getur ekki falið í sér eins konar fastgengisstefnu – loforð um að Seðlabankinn muni verja forðanum til þess verja ákveðið gengisstig né heldur má búast við því að gjaldeyrisinngríp hafi langtíma áhrif á gengi krónunnar.

Í júní 2016 voru innleidd sérstök höft á innflæði fjármagns. Tilkoma slíkra hafta var sögð vera til að sporna gegn „óhóflegu innflæði fjármagns“ sem leitt gæti til uppbyggingar á kerfislegri áhættu í þjóðarþúskapnum. Seðlabankinn hefur einnig skýrt tilkomu haftanna með þeim hætti að borið hafi á brestum í miðlun stýrivaxta vegna erlends innflæðis fjármagns. Í úttekt Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um Ísland í júní 2017 er eindregið lagt til að hin 40% bindiskylda skyldi færð í núll þar sem það verði ekki séð að aðstæður hafi raunverulega kallað á beitingu haftanna. Sebastian Edwards og Kristin Forbes taka jafnframt undir þá skoðun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins að í dag séu veik rök fyrir viðvarandi beitingu innflæðishafta enda hafi fyrir tilkomu haftanna innflæði erlends fjármagns ekki verið af þeirri stærðargráðu að það hefði vegið að fjármálastöðugleika og að slíkri hættu hefði mátt afstýra með annars konar þjóðhagsvarúðartækjum. Aukinheldur nefnir Kristin Forbes þrjú skilyrði sem ávallt skal horfa til áður en innflæðishöftum er beitt,

1. Þegar **efnahagslegt ójafnvægi** hefur myndast, krónan sé of hátt verðlögð og ekki sé hægt að beita öðrum þjóðhagsvarúðartækjum til að sporna gegn slíku ójafnvægi.
2. Innflæðishöftum sé beitt sem **tímabundinni aðgerð** ef töf er á að önnur stjórnþæki hafi áhrif.
3. Þegar innflæði fjármagns skapar **ógn við fjármálastöðugleika**.

Staðreyndin er sú að höft á alþjóðaviðskiptum eru mjög klunnalegt verkfæri sem veldur skaða þegar því er beitt. Beiting hafta hlýtur að teljast síðasta úrræðið – eða hagstjórn til þrautavara. Ekki verður heldur annað séð en að núverandi beiting innflæðishafta sé þvert á ráðleggingar sérfræðinga og að þeim sé fyrst og fremst beitt til að styrkja vaxtamiðlun peningastefnunnar.

Að þessu gefnu vill starfshópurinn því leggja áherslu á að innflæðishöft eru ekki peningastjórnþæki heldur þjóðhagsvarúðartæki til þess að tryggja fjármálastöðugleika. Ákvörðun um beitingu þeirra skal því vera hjá fjármálastöðugleikanefnd líkt og aðrar ákvarðanir um beitingu þjóðhagsvarúðartækja. Þó innflæðishöft verði áfram hluti af stjórnþækjum Seðlabankans þá er mikilvægt að skýrar reglur gildi hvenær þeim er beitt.

Tillaga 7: Innflæðishöft skulu vera á forræði fjármálastöðugleikanefndar sem hluti af Þjóðhagsvarúð og verði afnumin í skrefum. Þegar til framtíðar er litið gildi skýrar reglur um hvenær þeim sé beitt.

Fjórar tillögur er snúa að skilvirkara ákvörðunarferli

Þrátt fyrir að sú breyting sem átti sér stað með nýjum seðlabankalögum árið 2009 að fela peningastefnunefnd að taka vaxtaákvörðanir hafi verið mikið framfaraspor þá er á sama tíma ljóst að vaxtavæntingamiðlun nefndarinnar er ekki eins og best verður á kosið. Ef litið er á viðbrögð á skuldabréfamarkaði í kjölfar vaxtaákvörðunardaga Seðlabankans sést að ákvörðanir bankans virðast sífellt koma markaðinum á óvart – og eru þannig í ósamræmi við væntingamyndun er hafði áður átt sér stað. Þannig eru sveiflur á markaðskröfu á Íslandi á vaxtaákvörðunardegi allt að þrefalt meiri en í Svíþjóð og tvöfalt meiri en í Noregi. Það bendir til þess að styrkja þurfi betur væntingastjórnun, auka gagnsæi við vaxtaákvörðanir og gefa betri framtíðarleiðbeiningu um setningu vaxta.

Einn möguleiki til þess að bæta vaxtavæntingastjórnun Seðlabankans væri sú að hagfræðideild Seðlabankans myndi birta vaxtaspáferla sína sem liggja til grundvallar verðbólguáspánni. Það gerði deildin raunar á árunum 2007 og 2008 með góðum árangri.

Þessi fræði eru þó ekki einhlít. Stýrivaxtaspáin er gerð af hagfræðideild Seðlabankans en annar aðili – fjölskipuð peningastefnunefnd – tekur ákvörðun um vextina sjálfa. Hver meðlimur í téðri nefnd er þar á eigin forsendum og hyggjuviti – og er beinlínis ætlað að taka sjálfstæðar ákvörðanir með hliðsjón af spám Seðlabankans sjálfs. Stýrivaxtaspáin getur því alls ekki skuldbundið peningastefnunefndina. Að mati starfshópsins gæti birting stýrivaxtaspáferils þó mögulega styrkt trúverðugleika verðbólguáspámarkmiðsins með því að sýna vaxtasvörun seðlabankans við verðbólgu fram í tímann – jafnframt því að geta stjórnað vaxtavæntingum markaðarins með ákveðnari hætti.

Starfshópurinn telur þó mikilvægt að til að styrkja væntingastjórnun þurfi í auknum mæli að beina umræðunni fram á veginn með því að stýrivaxtaspá hagfræðideildar Seðlabankans verði birt opinberlega.

Tillaga 8: Seðlabankinn skal birta stýrivaxtaspáferil í Peningamálum fjórum sinnum á ári. Þannig er unnt að styrkja markaðsvæntingar og auka gagnsæi í langtíma vaxtastefnu bankans.

Í þessu framhaldi er nauðsynlegt að styrkja betur starfsumgjörð peningastefnunefndar. Ytri meðlimir nefndarinnar hafa nú fremur lítinn faglegan bakstuðning úr Seðlabankanum þar sem þau hafa ekki beinan aðgang að sérfræðingum bankans eða sinn eigin starfsmann til þess að aðstoða sig við greiningar, eða sannprófa eigin ályktanir. Aukinheldur fá ytri meðlimir nefndarinnar fremur lítið greitt fyrir sín störf en á móti kemur að þau hafa fremur takmarkaðar starfsskyldur – sem felast í því að sitja upplýsinga- og kynningarfundum með starfsfólki bankans dagana á undan vaxtaákvörðunum.

Tilgangur með skipun ytri meðlima yfir höfuð er að veita Seðlabankanum ákveðið aðhald og leggja fram gagnstæðar skoðanir við álit sem kann að vera stofnanafest innan bankans. Þá er það einnig staðreynd að ytri nefndarmenn í peningastefnunefnd færa ekki rök fyrir sínu atkvæði eftir hverja vaxtaákvörðun á opinberum vettvangi. Allt sem tengist vaxtaákvörðun peningastefnunefndar hefur upplýsingagildi fyrir markaðsaðila, heimili og fyrirtæki. Í því sambandi er það jákvætt að rödd og skoðanir ytri meðlima fái einnig að heyrast – þannig að utanaðkomandi aðilar fái betri tilfinningu fyrir því um hvaða atriði er tekist á um í nefndinni – og hvaða þættir skipta máli hverju sinni.

Starfshópurinn telur í ljósi þessa mikilvægt að auka ábyrgð og stuðning ytri meðlima í peningastefnunefnd sem er í samræmi við það sem vaninn er hjá öðrum erlendum seðlabönkum sem hafa ytri meðlimi í peningastefnunefnd. Jafnframt er því beint til nefndarinnar að huga betur að langtímaleiðbeiningu vaxta (e. forward guidance) og einkum svokallaðri Delfískri leiðbeiningu. Hún snýst um að seðlabanki gefi ákveðin fyrirheit um þróun skammtíma vaxta háð því hvernig ákveðnar hagstærðir þróast. Þeirri aðferð hefur raunar verið beitt af peningastefnunefnd með góðum árangri í tengslum við gerð kjarasamninga – og því er hægt að byggja á þeim árangri.

Tillaga 9: Auka þarf ábyrgð og stuðning ytri meðlima í peningastefnunefnd. Auka skal gagnsæi við ákvörðunartöku með opinberri birtingu atkvæða nefndarmanna við vaxtaákvörðun. Nefndin hugi einnig betur að Delfískri langtímaleiðbeiningu vaxta.

Gagnsæi er grundvöllur verðbólguþéttis, og þess að seðlabanki sé metinn af verkum sínum og fagleg og sanngjörnt umræða skapist um markmið og leiðir peningamálastefnunnar. Þannig á almenningur til að mynda að geta skilið þá valkvöl sem er á milli verðbólgu og atvinnuleysis, og af hverju grípa þurfi til sárausaukafullra aðgerða til þess að tryggja verðstöðugleika. Það þýðir að seðlabanka er beinlínis ætlað að tala við þjóðina svo markmið hans náist. Mjög mikilvægt er að þeim árangri sé fylgt eftir sem náðst hefur við framfylgd verðbólguþéttisins. Ljóst er verðstöðugleiki síðustu fjögurra til fimm ára hefur skilað gríðarlegum ábata til almennings með auknum kaupmætti – og mikilvægt er að það sé metið að verðleikum. Þá þarf að skapast betri sátt um stefnuna í þjóðfélaginu.

Að mati starfshóps hefur Seðlabanki Íslands ekki sinnt fræðsluhlutverki sínu nægjanlega vel, hvorki um peningastefnuna almennt eða hlutverk Seðlabankans. Það skal að vísu viðurkennt að í mörgu hefur verið að snúast á undanförunum árum. En eins og hið fornkveðna segir: Oft var þörf en nú er nauðsyn.

Tillaga 10: Seðlabankinn skal stuðla að aukinni fræðslu um peningastefnuna og gildi verðbólguþéttis með það að markmiði að auka skilning almennings á þeim möguleikum og takmörkunum sem eru til staðar og stuðla að aukinni sátt um stefnuna.

Núverandi endurskoðun er sú fyrsta sinnar tegundar. Aldrei áður hafa ytri sérfræðingar tekið þátt í að endurskoða íslenska peningastefnu. Flestir erlendir seðlabankar láta þó framkvæma slíka endurskoðun með reglulegum hætti. Regluleg endurskoðun á peningastefnunni veitir seðlabönkum faglegt aðhald og ætti að skapa holla umræðu um peningastefnuna almennt – ef ekki skapa almenna samstöðu um fyrirkomulag og framkvæmd peningastefnunnar. Janframt tryggir regluleg endurskoðun peningastefnunnar að kostir og gallar á fyrirkomulaginu hverju sinni séu metnir.

Tillaga 11: Regluleg ytri endurskoðun skal fara fram á fimm ára fresti á peningastefnunni. Stuðlar slík endurskoðun að aukinni sátt og stuðningi við framkvæmd stefnunnar auk þess að veita Seðlabankanum faglegt aðhald.

Tíu lærdómar úr íslenskri peningasögu

Hundrað ára einsemd

Í sjálfstæðisbaráttu Íslendinga bar myntmál nær aldrei á góma. Það var sjálfkrafa reiknað með því að landið héldi áfram þátttöku í myntbandalagi Norðurlanda sem sjálfstæður aðili – líkt og Norðmenn höfðu gert eftir aðskilnað frá Svíþjóð árið 1905. Aðild að norræna myntsamstarfinu var meira að segja rituð inn í sambandssáttmálann þegar Ísland fékk fullveldi árið 1918. Téd myntsamstarf hvíldi síðan á gullfæti líkt og flestar myntir heimsins á þeim tíma.

Landsmenn vöknudu hins vegar upp við vandan draum eftir stríðslok. Það var ekki aðeins að myntsamvinna hinna norrænu ríkja hafði sundrast – heldur hófu Íslendingar fullveldið með því að verða greiðsluþrota. Það var hvort tveggja að verðbólga fór úr böndunum á stríðsárunum með tilheyrandi hækkun raungengis og innflutnings, samhliða því að verðfall og sölutregða var á sjávarafurðum við stríðslok. Raunar virðist sem þetta hafi komið öllum á óvart. Forsvarsmenn Landssjóðs reyndu sumarið 1920 að leysa út póstávísun í Kaupmannahöfn frá Íslandsbanka – þá starfandi seðlabanka landsins. Ávísuninni var hafnað. Næsta vetur á eftir þurfti að skammta nauðsynjavörur hérlendis vegna gjaldeyrisskorts allt þar til það heppnaðist að koma sjávarafla í verð og fá lán frá Bretlandi. Allt frá því að téður gúmmítækki kom fram í Kaupmannahöfn 1920 hefur verið mjög ákøf umræða um gengis- og peningamál hérlendis – nefndir hafa verið skipaðar, erlendir sérfræðingar ráðnir til þess að skrifa álit ásamt því sem rifist hefur verið um þessi mál í sölum Alþingis sem og kaffistofum og eldhúsum þjóðarinnar. Og erum vér enn að.

Á þessum 100 árum sem Íslendingar hafa haft fulla sjálfstjórn í peningamálum hefur margt verið reynt. Landsmenn hafa verið í myntbandalagi, á gullfæti, á fastgengi með höftum og fastgengissamstarfi innan Bretton-Woods kerfisins. Einnig hafa verið gerðar tilraunir með peningamagnsmarkmið, raungengismarkmið eða skriðgengi, og fastgengi með skuggaaðild að evrópska myntkerfinu (EMS). Þá hafa landsmenn nú einnig reynt verðbólguþröskulmarkmið með frjálsu fljótandi gengi og nú frá árinu 2009 sveigjanlegt verðbólguþröskulmarkmið með stuðningi af fjármagnshöftum. Í þessari samantekt hér að aftan hefur verið gerð tilraun til þess að fjalla stuttlega um hverja þessa stefnu – hvernig þær hafa reynst og hvað hefur farið

úrskaiðis við framkvæmd þeirra. Heimurinn hefur breyst – Ísland hefur breyst – á þessum 100 árum en samt sem áður eru hagfræðilögmálin þau sömu og hin sömu stef koma ávallt fyrir þegar kemur að framfylgd peningastefnunnar. Það ætti því ekki að vera úr vegi að reyna að draga einhverja lærdóma af þeim tilraunum sem þegar hafa farið fram. Að áliti þeirra er hér rita má draga eftirfarandi tíu lærdóma af 100 ára peningasögu landsins.

Lærdómur 1

– Að fylgja leikreglum skiptir meira máli en hvaða leikur er valinn

Allt myntfyrirkomulag hefur sína kosti og galla – sem raunar hefur verið tiltekið í ótal skýrslum í gegnum tíðina. Aftur á móti hefur minna verið rætt um leikreglur hvers fyrirkomulags. Raunin er samt sú að það skiptir þó ekki höfuðmáli hvaða fyrirkomulag er valið – heldur að farið sé eftir þeim leikreglum sem hvert fyrirkomulag krefst á hverjum tíma. Ástæða þess að Íslendingar hafa frá fullveldi yfirleitt búið við óstöðugleika og verðbólgu er ekki sú að þeir hafi ávallt valið sér ranga peningastefnu – eða hafi ekki enn fundið þá stefnu sem hentar þeim. Ástæðan er sú að þeir hafa ekki fylgt þeim leikreglum sem hvert fyrirkomulag hefur krafist bæði hvað varðar beitingu hagstjórnartækja sem og viðhalds almenns efnahagslegs stöðugleika. Það hefur orðið til þess að hver peningastefna sem hefur verið í gildi hefur molnað í sundur og þjóðin búið við þrálátan óstöðugleika og þá hæstu vexti sem þekkjast hjá nokkru vestrænu ríki.

Í sjálfu sér er Ísland ekki einsdæmi. Öðrum þjóðum hefur einnig reynst erfitt að fylgja settum leikreglum. Þannig var gullfóturinn lagður til hliðar vegna þess að leikreglur hans – svo sem að verðbólga skyldi leiðrétt með verðhjöðnun – reyndust of kostnaðarsamar í framkvæmd og urðu pólitískt ómögulegar þegar kom fram á tuttugustu öld. Sama átti við um Bretton-Woods fastgengiskerfið – sem féll vegna þess að Bandaríkjamenn vildu ekki lengur fylgja leikreglum þess samstarfs. Aðrar þjóðir misstu einnig stjórn á verðbólgu eftir fall Bretton-Woods árin 1971 til 1973 líkt og Ísland. Það sama hefur síðan gerst innan Myntbandalags Evrópu. Mörgum bandalagsþjóðum – einkum þó þeim við Miðjarðarhafið – hefur ekki reynst unnt að fylgja leikreglum sem ein sameiginleg mynt hefur krafist og það hefur leitt til efnahagskreppu. Hins vegar hafa hin íslensku reglufrávik verið mun meiri en þekkest annars staðar – það er eins og þjóðin hafi í raun ekki einu sinni reynt að að fylgja þeim reglum sem peningastefnan á hverjum tíma hefur krafist. Það hefur því miður komið illa niður á henni sjálfri.

Lærdómur 2

– Hagstjórnin þarf pólitískan stuðning

Á þriðja áratug tuttugustu aldar varð til nýtt flokkakerfi sem byggðist á stéttabaráttu og er gjarnan vísað til sem *fjórflöksins*. Af einhverjum ástæðum hefur hefðbundin hagstjórn

– sem byggir á því að beita stjórnækjum peninga- og ríkisfjármála til þess að dempa hagsveiflur – aldrei átt afdrep í þessu „nýja“ kerfi. Önnur pólitísk markmið – atvinnumál, velferðarmál, byggðastefna eða einfaldlega óskín um að vinna næstu kosningar – hafa alltaf haft forgang yfir það verkefni að viðhalda efnahagslegum stöðugleika. Þetta birtist með því að Seðlabanki landsins hafði ekki pólitískt umboð til beitingar stýrivaxta – fyrr en við byrjun 21. aldar. Þetta hefur einnig birst með því að ríkisfjármálum hefur ekki verið beitt til þess að viðhalda stöðugleika – svo sem með því að halda aftur af eyðslu í góðæri.

Þetta pólitíska hagsmunamat gengur hins vegar gegn hagsmunum þjóðarinnar – þar sem hinn þjóðfélagslegi kostnaður sem fylgir því að þessum tækjum sé ekki beitt á réttan hátt er gríðarlegur. Þessi kostnaður birtist í víðtækri haftasetningu á árunum 1931-1960, sem óðaverðbólga á árunum 1971-1989 og sem kollsteypur árin 2001 og 2008. Þegar litið er yfir sögu síðustu ára má draga mjög í efa að fjárlög og framkvæmdir ríkisins sem og gerðir ríkisstofnana hafi tekið nægjanlega mikið tillit til verðbólgu markmiðsins. Seðlabankinn hefur yfirleitt staðið nánast einn og óstuddur í baráttu sinni gegn verðbólgu þó raunar hafi ný lög um opinber fjármál bætt úr skák á síðustu árum.

Ísland er lýðræðisríki og kjörnir fulltrúar endurspeglar val kjósenda. Vandamálið snýst því ekki um einstakar persónur eða flokka – heldur hvernig lýðræðismenningu Íslendingar hafa tamið sér. Kannski er þetta einnig spurning um lýðþekkingu – að kjósendur skilji tengslin á milli orsaka og afleiðinga í efnahagsmálum? Það er þó ljóst að engin peningastefna í lýðræðisríki gengur upp – að minnsta kosti ekki til lengdar – nema með þverpólitískum stuðningi.

Lærdómur 3

– Stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika

Verkfall átta verkalýðsfélaga þann 2. janúar 1941 markar söguleg tímamót. Eftir þann dag hafa nafnlaun jafnan hækkað á mun meiri hraða en getur samrýmst eðlilegum vexti kaupmáttar. Kaupmáttur stafar af framleiðni – það er hvað hver vinnustund skilar í auknu verðmæti. Að baki framleiðninni eru síðan tæknibreytingar, bætt menntun og góðar félagslegar undirstöður. Þegar litið er til lengri tíma er hægt að búast við 1-2% framleiðniaukningu á ári og það er einmitt sú prósentu sem kaupmáttur hefur vaxið um að meðaltali. Nafnlaunahækkanir umfram þetta mark skila aðeins verðbólgu.

Í svo litlu og opnu hagkerfi sem hinu íslenska þar sem stór hluti neysluvara er innfluttur er þó hægt að ná fram kaupmáttarstökkum ef þróun viðskiptakjara og útflutnings er mjög hagstæð. Þá geta nafnlaunahækkanir umfram framleiðni skilað kaupmætti sem stafar af hækkuðum raungengis og lækkun innflutningsverðlags. Sú sæla er yfirleitt skammvinn – og gengur til baka. Launahækkanir umfram framleiðni hljóta að rýra samkeppnishæfni

landsins og draga úr útflutningi – en á sama tíma hvetja áfram innflutning. Afleiðingin er viðskiptahalli sem verður að fjármagna með erlendum lántökum – en það getur aðeins gerst í takmarkaðan tíma. Fyrir eða síðar mun viðskiptahallinn koma landinu í greiðsluþrot nema þá aðeins að raungengið sé leiðrétt með gengisfellingu sem jafnframt veldur verðbólgu er færir kaupmátt almennings niður á raunhæft stig.

Árið 1980 flutti Jónas Haralz, þá bankastjóri Landsbankans, erindi hjá Félagi viðskiptafræðinga og hagfræðinga um ástæður þess af hverju Ísland væri svona mikið verðbólgu-land. Hann taldi verðbólgunu einkum eiga sér tvær rætur: Annars vegar af sveiflum í sjávarútvegi sem reglulega kölluðu á gengisfellingar og hins vegar af deilum um skiptingu þjóðarkökunnar þar sem verðbólgan væri „eins konar gerðardómur í félagslegri togstreitu“. Jónas vísaði þannig til þess að markmið kjarasamninga hefði löngum verið það að viðhalda launabili á milli stétta. Og þar sem stéttirnar væru yfirleitt ekki sammála um hvað launabilið ætti að vera yrðu samningarnir að einhvers konar höfrungahlaupi þar sem hver skiptust á um að berja fram „launaleiðréttingar“. Afleiðing þessarar togstreitu birtist síðan með miklum nafnlaunahækkunum, langt umfram greiðslugetu atvinnulífsins sem hagkerfið hlaut að létta sér með verðbólgu og lækkun raunlauna – oft eftir mikla lækkun gengisins.¹

Ef Jónas Haralz hefur rétt fyrir sér er það stéttaspenna sem er hin upprunalega orsök verðbólgunnar – eða sú staðreynd að Íslendingar séu einfaldlega ekki sammála um hvert launabilið eigi að vera á milli hinna ýmsu þjóðfélagshópa. Svo sem á milli verkafólks og háskólamenntaðra starfsmanna, á milli flugþjóna eða þjóna á landi niðri, á milli kennara og verslunarfólks, á milli alþingismanna og öryrkja, á milli biskups Íslands og venjulegs launafólks. Um þetta ríkir ekki sátt hérlendis – öfugt við það sem að megin stofni gerist hjá öðrum norrænum þjóðum.

Nú er það staðreynd að almennur launamunur er fremur lítill hérlendis miðað við það sem þekkist erlendis. Jafnframt er það staðreynd að lægstu taxtar hafa hækkað mun meira en laun millistéttarinnar hérlendis á undanförunum árum. Þriðja staðreyndin er sú að launaumbun fyrir menntun er mun minni en þekkist í öðrum löndum OECD – sérstaklega ef litið er til ráðstöfunartekna. Loks er það staðreynd að lág verðbólga frá árinu 2014 hefur skilað íslensku launafólki gríðarlegum ávinningi í auknum kaupmætti – þar sem miklar nafnlaunahækkningar hafa enn ekki ýtt verðbólgu af stað. Samt er staðan sú að stéttaólga virðist fara vaxandi hérlendis og gæti hæglega leitt til efnahagslegs óstöðugleika – eins og svo oft áður.

Það er einföld þumalfingursregla að við 2,5% verðbólgu markmið og 1-2% framleiðnivöxt

1 Fyrirlesturinn birtist síðar sem kafli með titlinum *Í ljósi reynslunnar* í greinasafni Jónasar „Velferðarríki á villigötum“. Sjá Jónas H. Haralz (1981).

mega nafnlaun ekki hækka um meira en 4-4,5% á ári til lengri tíma litið án þess að kollvarpa stefnunni. Nafnlaunahækkun síðustu fimm ára hefur verið 8% á ári. Þetta getur ekki gengið áfram. Raunar gengur engin peningastefna upp á Íslandi svo lengi sem ofangreind stéttaólga leiðir til nafnlaunahækkana á sama hraða og verið hefur undanfarin ár og áratugi. Lág verðbólga á Íslandi verður aðeins tryggð til langframa með einhvers konar stéttasátt um launaákvæðanir – þar sem stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika.

Lærdómur 4

– Íslendingar þrá stöðugt gengi en hafa ekki úthaldið sem þarf

Þegar litið er yfir gjaldmiðilssögu landsins er ljóst að Íslendingar hafa yfirleitt þróað fastgengi. Í því skyni hafa landsmenn tekið beinan eða óbeinan þátt í því fastgengissamstarfi sem hefur verið í boði á hverjum tíma í Vestur-Evrópu – hvort sem það var norræna myntbandalagið, gullfóturinn, Bretton-Woods eða evrópska myntkerfið – allt fram að sköpun evrunnar árið 1998. Kveikjan að þessari þrá er líklega sú að gengishreyfingar hafa gríðarlega viðtæk áhrif á allt samfélagið – þar sem um leið og krónan fer af stað færast fjármunir á milli atvinnugreina, á milli neytenda og fyrirtækja, á milli lánardrottna og skuldunauta og svo framvegis. Það er að vísu fullljóst að þessar gengishreyfingar geta þjónað góðum þjóðhagslegum tilgangi ef þær eru í takti við gang hagsveiflunnar. Þá getur sveigjanlegt gengi til dæmis mýkt áhrif breytinga í útflutningstekjum á efnahagslífið. Hækkun á gengi krónunnar nú síðustu misserin er í sjálfu sér ekki óeðlileg hreyfing miðað við gang ferðaþjónustunnar. En samt sem áður finnst almenningi sem og fyrirtækjum þessar hreyfingar óþægilegar.

Danir hafa haft svipaða skoðun og Íslendingar í gengismálum eins og farið er yfir í rammagrein 5. Þeir hafa verið með einhliða gengisfestu frá árinu 1981. Þessi myntfesta hefur gengið upp vegna þess að öll danska þjóðin gerir sér grein fyrir þeim leikreglum sem henni fylgja – og það ríkir síðan þver-samfélagsleg sátt um að haga efnahagsstefnunni í samræmi við hana. Þá ríkir einnig sá skilningur að laun í Danmörku geta ekki hækkað umfram laun í þeim löndum sem fasttengingin nær til – þau eru leiðrétt með framleiðni. Ef slíkt gerist mun raungengið hækka og samkeppnisstaðan versna sem mun að lokum koma fram með viðskiptahalla er mun sprengja fastgengið.

Fastgengi er vitaskuld erfiðara í framkvæmd fyrir Ísland en Danmörku í ljósi þess að útflutningur héðan er fábreyttari. Þá er Ísland eyja og er ekki með sömu efnahagslegu tengsl við neitt eitt myntsvæði ólíkt Danmörku sem er áföst við Þýskaland. Þá er einnig ljóst að trúverðugleiki dönsku fastgengisstefnunnar er að einhverju leyti tryggður með bakstuðningi frá evrópska seðlabankanum. Hins vegar er það margviðtekið stef í gegnum fullveldissögu Íslands að landsmenn hafa ekki haft þá eirð í sér að geta fylgt eftir því markmiði sínu að halda genginu föstu. Þjóðin hefur ekki getað staðið við þá efnahagsstefnu sem er nauðsynleg til þess að fastgengi haldi – ólíkt Dönum. Hefur því gjarnan verið

gripið til þess góða íslenska að ráðs að *skítamíxa* eða *redda* fastgenginu með höftum. Eina undantekningin frá þessu er upphaf fastgengisstefnunnar árið 1989 sem var studd með þjóðarsátt á vinnumarkaði – en þegar á leið losnaði um öll bönd í hagstjórninni ásamt því að nafnlaunahækkunir ruku aftur á stað sem endaði með því fastgengið sprakk árið 2001. Raunar er það svo að hver einasta uppsveifla í efnahagslífinu frá seinna stríði hefur endað með ofhitnun hagkerfisins og miklum kostnaðarhækkunum fyrir atvinnulífið sem síðan hefur verið fleytt burt með gengisfalli og verðbólgu. Í því samhengi er athyglisvert að þrátt fyrir að gengisfallið árið 2008 geti ekki talist annað en eðlileg aðlögun, eftir þenslu og gríðarlegan viðskiptahalla árána á undan, var þjóðmálaumræðan samt á þann veg að um „forsendubrest“ hafi verið að ræða. Bresturinn virðist vera álitinn sambland af slysi og samsæri sem þarf að „leiðrétta“ með greiðslu bóta. Þannig virðist þjóðin nú sem fyrr gera kröfur um gengisfestu.

Fastgengi er aðeins mögulegt með nýjum háttum við hagstjórn – einkum ríkisfjármála og setningu launa á vinnumarkaði – þar sem gríðarlega sársaukafullt verður fyrir atvinnulífið að endurheimta samkeppnishæfnina með nafnlaunalækkunum. Kannski gætu Íslendingar breytt háttum sínum og tamið sér aukinn aga – eins og að einhverju leyti gerðist á þriðja áratugnum þegar markmiðið var að komast á hinn alþjóðlega gullfót eða á sjöunda áratugnum þegar landið tók fullan þátt í Bretton-Woods samstarfinu. Sú spurning vakir hvort það sé í raun og veru gerlegt. Burt séð frá þessu er ljóst að sú almenna lýðkrafa mun verða gerð til peningastefnunnar til framtíðar að hún feli í sér gengisstöðugleika.

Lærdómur 5

– Greiðslujöfnuður er öxull íslenskrar hagstjórnar

Þegar litið er til hagsögu Íslands frá fullveldi er ljóst að þróun greiðslujafnaðar hefur verið öxull íslenskra efnahagsmála. Greiðslujöfnuður er samtala viðskiptajafnaðar og fjármagnsjafnaðar – sem er ávallt núll samkvæmt skilgreiningu líkt og fjallað er um í rammagrein 3. Greiðslujöfnuður Íslands hefur verið mjög sveiflukenndur af tveimur sökum: Í fyrsta lagi vegna þess hve einhæfur útflutningur landsins hefur verið – þar sem ein útflutningsgrein hefur yfirleitt leitt hagkerfið á hverjum tíma. Áður var það sjávarútvegur, um tíma fjármálaþjónusta og nú ferðaþjónusta. Í sögu landsins hefur það oft gerst að útflutningstekjur hafa dottið niður, svo sem vegna lækkunar á fiskverði eða aflabrests, og landið hefur staðið frammi fyrir viðskiptahalla. Í annan stað – sökum þess hve lítið landið er – kemur vöxtur innlendrar eftirspurnar ávallt fram í miklum innflutningi. Áhrifin verða enn meiri ef þessi aukning eftirspurnar leiðir til ofhitnunar, verðbólgu og launahækkana – sem er svo sígilt héraendis. Niðurstaðan er einnig viðskiptahalli. Þetta tvennt: sveiflur í útflutningi og skortur á vilja til þess að beita hefðbundnum hagstjórnartækjum hefur leitt til þráláts greiðslujafnaðarvanda. Viðskiptahalla þarf að fjármagna með annað hvort erlendum lántökum eða sölu úr gjaldeyrisforðanum – að öðrum kosti hlýtur gengi krónunnar að

lækka til þess að útflutningstekjur og innflutningskaup standist á. Ef engin erlend lántaka er möguleg, en genginu er samt haldið föstu, blasir ekkert annað við en greiðsluþrot líkt og gerðist árin 1920, 1931 og 1945 – sem var brugðist við með því að setja á innflutningshöft og/eða skammta erlendar neysluvörur.

Þetta greiðslujafnaðarvandamál hefur aðeins vaxið á síðustu árum í kjölfar frelsis í fjármálaviðskiptum og vaxandi fjárstrauma um heiminn. Sú neikvæða hlið er á fjármagnsinnflutningi að hann leiðir oft til þenslu og eignabólu – og mikils viðskiptahalla. Áhrifin eru þó ekki að öllu leyti samhverf (e. symmetric). Ójafnvægi byggist upp með stíganda samfara miklu innflæði en aðlögunin kemur oftast fram með ofsakenndum hætti þegar fjárstreymið inn í hagkerfið stöðvast líkt og gerðist veturinn 2000/2001 eða lausafé byrjar renna út úr hagkerfinu líkt og gerðist haustið 2008. Þessu samhliða hefur ferðajónusta tekið við af sjávarútvegi – sem forysta við sköpun útflutningstekna – og henni eru áskapaðir sömu áhættuþættir. Það er ekki erfitt að sjá fyrir sér sölutregðu á ferðum til Íslands í kjölfar breytinga í heimsbúskapnum líkt og hefur svo oft gerst í sjávarútvegi.

Hinn óstöðugi íslenski greiðslujöfnuður skapar töluverð vandamál fyrir íslenska peningastjórnun – þar sem aukinn vaxtamunur við útlönd dregur samstundis að erlent áhættufjármagn og kemur efnahagslífinu úr jafnvægi líkt og gerðist á árunum 2004-2008. Árið 2001 nægði 20-30% gengislækkunin til þess að viðskiptahallinn snerist í afgang og gjaldeyrismarkaðurinn náði nýju jafnvægi. Árið 2008 dugði 50% gengislækkun ekki til vegna þess að erlendir gjaldeyrisspákaupmenn voru með það stórar stöður, eða um 650 milljarða, inni í íslensku fjármagnskerfi. Ísland varð því í raun greiðsluþrota. Setning fjármagnshafta varð því þrautalending á þeim tíma.

Í grein sinni *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, sem fjallað er um í rammagrein 5, færði Helene Rey rök fyrir því að sjálfstæð peningastefna væri í raun ómöguleg ef alþjóðlegar fjármagnshreyfingar væru frjálssar: „Sjálfstæði í peningamálum væri aðeins mögulegt ef fjármagnsjöfnuðinum væri stjórnað, með beinum eða óbeinum hætti, sama hvaða gengisfyrirkomulag væri við lýði.“²

Það er því deginum ljósara að Seðlabankinn verður að hafa stjórn á þróun greiðslujafnaðar til þess að geta tryggt stöðugleika í verðlagi og efnahagslífi – og framfylgd peningastefnu sinnar. Seðlabankinn getur gert það með þrenns konar hætti. Í fyrsta lagi með beitingu innflæðishafta sem eiga að varna því að erlendir skuldabréfafjárfestar lyfti gengi krónunnar úr jafnvægi og náí að byggja upp samskonar gjaldeyrisstöður og fyrir hrún. Sú beiting getur þó aðeins verið tímabundin þar sem fjármagnshöft stangast á við EES samninginn

2 Fluctuating exchange rates cannot insulate economies from the global financial cycle, when capital is mobile. The “trilemma” morphs into a “dilemma” – independent monetary policies are possible if and only if the capital account is managed, directly or indirectly, regardless of the exchange-rate regime. Sjá Heléne Rey (2018).

um frjálst flæði fjármagns. Í annan stað með því að beita hinum núverandi 650 milljarða gjaldeyrisforða til þess að koma í veg fyrir kollsteypur á gjaldeyrismarkaði. Og í þriðja lagi að beita þjóðhagsvarúðartækjum til þess að hafa hemil á skuldsetningu og útlánamyndun í fjármagnskerfinu sem að öðrum kosti gæti ógnað greiðslujöfnuði. Kannski má líta á þetta sem endurhönnun þeirrar stefnu sem Seðlabankinn fylgdi á árum áður með notkun bindiskyldu.

Hér er alltaf um jafnvægislist að ræða – einkum hvað varðar samhæfingu við hina hefðbundnu peningastjórn sem felst í setningu stýrivaxta. Jafnframt þarf að finna leiðir til þess að ná þessu fram – án beitingar fjármagnshafta sem fela í sér töluverðan þjóðhagslegan kostnað. Í þessu er samt fólgin hin raunverulega trygging fyrir stöðugleika til framtíðar.

Lærdómur 6

– Fjármálastöðugleiki hlýtur að vera annað markmið Seðlabankans

Þann 21. september 2009 skipulagði hollenski seðlabankinn málstofu með yfirskriftinni *Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis.*³ Í erindi sem Lars Svensson – þá vara-seðlabankastjóri sænska Seðlabankans – flutti við það tækifæri og bar titillinn *Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis* hélt hann því fram að verðbólguþátturinn í framkvæmd hlýti vera það sem hann kallaði „sveigjanlegt verðbólguþátturinn“. Þar sem jafnvægi væri á milli markmiðs um verðstöðugleika annars vegar og framleiðsluþáttanýtingar hins vegar – og hægt væri að kalla „well-balanced“ peningastefna. Fjármálastöðugleiki gæti í sjálfu sér aldrei orðið eitt af markmiðum peningastefnunnar en hlýti að setja henni mörk.⁴

Hægt væri að setja íslenska peningastefnu á árunum 2004-2008 sem viðhengi við þessa ræðu Svensson – en á þeim tíma fór saman gríðarmikill vaxtamunur við útlönd, 20-30% viðskiptahalli sem var fjármagnaður með erlendum lántökum innlendra aðila sem voru að flýja íslenska vexti, og stöðutökum erlendra aðila er nutu íslenskra vaxta. Peningastefnan fékk því verkefni á þessum tíma sem var í raun óviðráðanlegt. Tilraunir til þess að ná fram lögboðnu markmiði um verðstöðugleika með stýrivextina eina að vopni urðu til þess að peningastefnan fór út fyrir þau mörk sem Svensson tiltók hér að ofan – gróf undan fjármálastöðugleika. Vel má vera að íslensku bankarnir hefðu fallið – sama hvaða peningastefnu hefði verið fylgt – vegna þess að þeir höfðu ekki trúverðugan lánveitanda til þrautarvara. Hins vegar varð kostnaðurinn vegna fallsins mun meiri en ella vegna þess mikla ójafnvægis sem hafði skapast í greiðslujöfnuði árin á undan. Það leiddi til þess að gjaldeyrisáhætta reis upp fyrir öll mörk. Eftirköstin fólust annars vegar í gríðarlegum

3 Sjá Wellink, Svensson, Goodfriend, Roach, Borio, Goodhart og Hoogduin (2009).

4 „One question is whether financial stability belongs in the loss function for the central bank, together with inflation and resource utilization. I argued that a good way of handling this additional objective is as a constraint on monetary policy rather than as a separate target variable that appears in the loss function.“ Sjá Svensson (2009).

skuldavandræðum heimila og fyrirtækja vegna gengisbundinna lána og því erfiði að losa „snjóhengjuna“ eða 650 milljarða króna eftirstöðvar vaxtamunarviðskiptanna sem voru föst í íslensku fjármálakerfi eftir setningu hafta í nóvember 2008. Sem betur fer heppnaðist að velta mjög miklu af þessum kostnaði yfir á erlenda kröfuhafa eða á spákaupmennina sjálfa.

Fjármálastöðugleiki á almennt við þá forsendu að fjármálamarkaðir geti sinnt sínu hlutverki sem markaðir – með því að færa fjármagn og áhættu til í efnahagslífinu og tryggja öruggar greiðslur. Hann hefur því þunga þýðingu fyrir lítill opin hagkerfi vegna samspils fjármálakerfis og gjaldeyrisviðskipta. Ástæðan er einföld: Þegar hreint útstreymi er til staðar renna peningar af reikningum fjármálastofnana og streyma út um gjaldeyrismarkaðinn. Fjármálaóstöðugleiki í litlum opnum hagkerfum verður þannig til þess að beita verður peningastefnunni andsælis við hagsveifluna til þess að bregðast við fjármagnsflóttu og þverhniptu gengisfalli. Þá verður að hækka vexti verulega og draga saman í ríkisútgjöldum til þess að rétta greiðslujöfnuðinn aftur af – jafnvel þótt efnahagslífið sé á leið í kreppu. Það var til dæmis það sem löndin í Suðaustur-Asíu þurftu að gera eftir að hafa leitað aðstoðar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) í svonefndri Asíukreppu árið 1998. Þessar aðgerðir voru mjög sársaukafullar og umdeildar á sínum tíma en dugðu vel. Efnahagsniðursveiflan var tiltölulega skammvinn og Asíuhagkerfin héldu samþættingu sinni við alþjóðafjármálamarkaði. Íslendingar spöruðu sér óþægindin með því að setja á fjármagnshöft með samþykki AGS er þóttist reynslunni ríkari eftir Asíukreppuna 1998. Ef til vill skipti það máli að árið 2008 var Ísland fyrsta þróaða landið er leitaði til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í um þrjá áratugi og sjóðnum var því mikið í mun að sýna fram á að mildilega yrði tekið á málum og Íslendingar yrðu ekki þvingaðir í kalda sturtu eins og Asíulöndin forðum.

Eftir Íslandskrísuna átti sú mikilvæga breyting sér stað að fjármálastöðugleika var bætt inn í seðlabankalögin árið 2013 sem öðru markmiði bankans. Það liggur nú fyrir að beiting peningastefnunnar hér eftir mun því þurfa að taka mið af fjármálastöðugleika – sem mun setja henni mörk – svo sem hve mikill vaxtamunur getur verið við útlönd án þess að gripið sé til nýrra fjármagnshafta.

Lærdómur 7

– Þjóðhagsvarúð er grundvöllur peningastefnu framtíðar

Seðlabankinn varð sjálfstæð stofnun árið 1961 en sjálfstæði til beitingar stýrivaxta fylgdi ekki með í kaupunum á þessum tíma – raunar má segja að sjálfstæði bankans hafi minnkað hvað þetta varðar þegar hin svokallaða fimmtán manna Landsbankanefnd var lögð niður. En þeirri nefnd hafði verið ætlað að tryggja fjarlægð bankans frá ríkisstjórn og Alþingi. Bankanum bar samt að tryggja fastgengi innan Bretton-Woods samstarfsins og greip til bindiskyldu til þess að tryggja stöðugleika í greiðslujöfnuði. Bindiskyldan fól í sér að viðskiptabankarnir þurftu að leggja 18-27% af innlánnum sínum inn til Seðlabankans. Þannig gat Seðlabankinn stjórnað útlánamyndun í bankakerfinu og þróun peningamagns í umferð – er kæmi síðan fram í almennri eftirspurn og innflutningi. Svo virðist sem þetta hafi gefist fremur vel – sæmilegur stöðugleiki hélst á Viðreisnarárrunum þrátt fyrir mikinn vöxt í síldarafla og almenna uppgangstíma. Hins vegar voru völdin tekin af bankanum þegar á leið og honum gert skylt að lána út fjármagnið sem hann tók til sín vegna bindiskyldunnar í gegnum stofnlánadeild sjávarútvegsins. Það varð síðan ein af ástæðum þess að verðbólga fór úr böndunum á áttunda áratugnum.

Það hefur verið haft á orði að kreppan mikla hafi orðið til þess að þjóðhagfræði varð að sérstakri grein innan hagfræðinnar – meðal annars vegna bókar Keynes lávarðar, *The General Theory of Employment, Interest and Money* sem kom út árið 1936. Með sama hætti hefur fjármálakrisan orðið til þess að þjóðhagsvarúð (e. MacroPru) hefur hafist upp sem sérstök grein innan hagfræðinnar – og er nú orðin að mjög heitu umræðuefni innan stéttarinnar. Þessi nýja grein er þó enn heldur laus í reipum – enda hefur hún ekkert eitt „manifesto“ líkt og þjóðhagfræðin hafði upprunalega með framlagi Keynes. Þjóðhagsvarúð miðar að því að viðhalda fjármálastöðugleika sem aftur á móti er erfitt að mæla með megindlegum (e. quantitative) leiðum ólíkt verðstöðugleika. Þjóðhagsvarúðartæki ná einnig yfir tiltölulega breitt svið sem skarast bæði á við hefðbundna peningastefnu – til dæmis er deilt um hvar beiting fjármagnshafta á heima – sem reglum á fjármálamarkaði. Hægt er því að orða það svo að þessi nýja grein er enn að taka á sig fullnaðarmynd – og nú er unnið hörðum höndum að því þróa sams konar ramma í kringum þessa stefnumörkun – líkt og þekktist nú með hefðbundna peningastefnu.⁵ Er hér vísað til skýrslu sem Kristin Forbes ritaði fyrir starfshóp um endurskoðun á peningastefnunni; *Macroprudential Policy after the Crisis: Forging a Thor's Hammer for Financial Stability in Iceland* til betri og nánari umfjöllunar.

Beiting þjóðhagsvarúðar snýst þó ekki aðeins um viðhald fjármálastöðugleika – heldur getur þessi nýja hugsun og/eða aðferðafræði einnig skerpt bit peningastefnunnar með því að hafa hemil á þróun útlána fjármálastofnana og þróun peningamagns í umferð sem dæmi.

5 Sjá Skingsley (2016).

Líkt og var með beitingu bindiskyldunnar hér á fyrri tíð. Eins og kemur skýrt fram í skýrslu Kristínar Forbes sem og grein Helenar Rey sem áður er vitnað til, þá felast vandamál frjálsra fjármagnsflutninga ekki aðeins í óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði. Þau felast einnig í því að alþjóðlegt fjármagn flæðir inn í fjármagnskerfi viðkomandi landa og veldur þar útlána- og eignabólu – sem síðan kemur efnahagslífinu í uppnám. Líkt og gerðist hérlandis á árunum 1998-2000 og aftur á árunum 2004-2008. Beiting þjóðhagsvarúðar snýst því um að hefta áhrif erlendra fjármagnsstrauma á einstök fjármálakerfi og bæta leiðni peningastefnunnar inn í hagkerfið með hinni svo kölluð lánaleið (e. Credit Channel).

Þá er það einnig svo að beiting vaxta hentar ekki sérstaklega vel til þess að kljást við fjármálabólur. Raunar er það svo að hækkun vaxta eykur þau vandamál sem kennd eru við ósamhverfar upplýsingar (e. asymmetric information), hraklegar kenndir (e. adverse incentives) eða hrakval (e. adverse selection). En eftir því sem vaxtastig hækkar draga „venjulegir“ fjárfestar sig í hlé sem hafa það í huga að fjármagna „venjulega“ framleiðslu. Í þeirra stað koma áhættusæknir spákaupmenn sem vilja hagnast á hækkandi eignaverði og setja það ekki fyrir sig að taka lán með háum vöxtum – enda felur eignabóla ávallt í sér gríðarlega arðsemi þar til hún springur að lokum. Þetta hefur verið orðað sem svo að það vaxtastig sem dugi til að hemja eignabólu væri svo hátt að það myndi lama raunhagkerfið og fela þannig í sér gríðarlegan kostnað.⁶ Að sama skapi myndi slík ógnarhækkun vaxta valda verulegum vandamálum á gjaldeyrismarkaði með of háu raungengi og viðskiptahalla – sem hlyti að grafa undan fjármálastöðugleika.⁷ Ætti þetta að hljóma kunnuglega fyrir þá Íslendinga sem muna tímunn fyrir hrún. Það er því kannski ekki að undra að áðurgreind Helen Rey taki svo djúpt í árinna í sinni grein að beiting þjóðhagsvarúðar sé ein af forsendum þess að lönd hafi einhverja möguleika á því að beita sjálfstæðri peningamálastjórn.⁸

Beiting þjóðhagsvarúðar er hins vegar ekki einfalt mál. Vafalítið mun þessi nýsprötna grein verða að sterkum stofni í framtíðinni – en þegar hér er komið sögu er komin lítil reynsla á hana. Til að mynda er beiting bindiskyldu upp á gamla móðinn líklega ekki heppileg í ljósi þeirra flóknu lausafjárreglna sem nútíma viðskiptabankar búa nú við. Seðlabankinn reyndi til að mynda að hækka bindiskylduhlutfallið í október 2015 en sneri strax aftur til baka með þá hækkun tveimur mánuðum síðar þar sem hún þurrkaði upp lausafé bankanna á nær einni nóttu. Hins vegar er ljóst að beiting þjóðhagsvarúðar er sá vettvangur sem býður upp á mesta möguleika til þess að bæta íslenska peningamálastjórnun eins og nú er komið að málum – hvað sem síðar kemur á daginn.

6 Sjá Persaud (2009) og Smets (2014).

7 Sjá Turner (2017).

8 Sjá Rey (2018).

Lærdómur 8

– Höft rýra velferð

Árið 1843 birti Jón Sigurðsson forseti grein í þriðja árgangi Nýrra félagsrita er bar titilinn *Um verslun á Íslandi*. Þetta er án efa ein áhrifamesta tímaritsgrein sem rituð hefur verið á íslensku þar sem hún markar nýja stjórnmalastefnu fyrir Ísland, með höfuðáherslu á viðskiptafrelsi í anda Adam Smith. Stefnuna áréttaði Jón síðan aftur í Lítilli varningsbók sem var gefin út árið 1861. Þar segir hann í formála að einokunarverslun Dana hafi orðið til þess að landsmenn „hafa misst traustið á sjálfum sér, sem öllum er nauðsynlegt, og með því samheldið og viljann til að hjálpa sér sjálfir; þeir hafa misst hinn alþjóðlega vilja til allra framkvæmda, og orðið kotungar ...“ Að áliti Jóns var viðskiptafrelsi forsenda fyrir þjóðfrelsi – að landsmenn ættu að sækja fram á heimsmörkuðum en ekki loka sig frá þeim. Barátta hans varð síðan til þess að síðustu leifar hinnar dönsku einokunar (að aðeins þegnar hins danska ríkis mættu versla héraðs) voru afnumdar árið 1855. Síðar útbjó Jón bakreikning til Dana og krafðist þess að fá gróða þeirra af verslunareinokuninni endurgreiddan. Það er því ákveðin þverstæða að um leið og Íslendingar voru búnir að losa sig undan stjórn hinna leiðu Dana var það eitt þeirra fyrsta verk að njörva útflutningsverslun niður með sjálfskaparfjötrum.

Eins og hér hefur verið rakið voru það hin þrálátu vandamál í greiðsluþöfnuði sem þrýstu Íslendingum ávallt lengra á háskabraut hafta og ríkisafskipta af atvinnulífnum á árunum 1930-1960. Og það var ekki fyrr en árið 1994 – við inngöngu í Evrópskt Efnahagssvæði – að undið hafði verið ofan af þessu sjálfskaparviti. Setning hafta felur þó ekki endilega í sér raunverulega lokun fjármagnsviðskipta – þau halda áfram og samhengið á milli utanríkisviðskipta og fjármagnsjafnaðar er áfram hið sama. Höftin aftur á móti stjórnmalavæða fjármagnsviðskiptin þar sem fjármagnsfærslur lúta annaðhvort pólitískt ákvörðuðu undanþágufærli eða eru á vegum ríkisins sjálfs. Stjórnmalavæðing fjármagnsviðskipta hefur einnig tilhneigingu til þess að leiða til íhlutunar um það hvernig fjármagninu er varið innan landsins. Þannig verða fjárfestingarnar ákvarðaðar á pólitískum vettvangi fremur en á hinum frjálsa markaði sem yfirleitt leiðir til missetningar fjármagns (e. misallocation of capital). Þyrfti nú einhvern sporgöngumann fyrir Jón til þess að útbúa reikning fyrir þeim búisfjum sem höftin hafa valdið landinu – verst er þó að ekki er hægt að senda hann á neinn annan stað en til Íslendinga sjálfra.

Setning fjármagnshafta á nýjan leik árið 2008 var neyðarráðstöfun – og færa má rök fyrir því að hún hafi verið nauðsynleg í endurreisnarstarfinu.⁹ Hins vegar er því starfi lokið – og það heldur enn það sem Jón forseti hélt fram að höft gera Íslendinga að „kotungum“ auk þess að kosta pening. En á sama tíma má til sanns vegar færa að ófært sé að leyfa fullkomlega frjálsa umferð alþjóðlegs kvikasilfurs (e. hot money) um gjaldeyrismarkaðinn

9 Sjá nánari umfjöllun hjá Ásgeiri Jónssyni og Hersi Sigurgeirssyni (2016).

né heldur fjármálakerfið – og hana þurfi að takmarka með þjóðhagsvarúðarreglum af ýmsum toga. Eða svo aftur sé vitnað í Helen Rey – að virkni peningastefunnar byggji á því að tryggja ákveðna stjórn á fjármagnsjöfnuðinum. Hins vegar felst gríðarlegur ábati í alþjóðlegri samþættingu (e. integration) íslensks fjármagnsmarkaðar. Það er ekki aðeins það að alþjóðleg fjármagnsverslun skili Íslendingum lægri langtímavöxtum heldur tryggir hún nauðsynlega áhættudreifingu á mörgum sviðum. Hægt er að taka dæmi af hinu stóra lífeyriskerfi hérlendis er telur eignir upp á 3.900 milljarða króna – en af þessum fjármunum er aðeins um fjórðungi verið fjárfest erlendis. Heppilegast væri að þetta erlenda hlutfall væri nær 50%.¹⁰ Lausnin hér er augljóslega að lífeyrissjóðirnir fjárfesti erlendis og í stað þeirra komi erlendir fjárfestar með langtímaskuldbindingu við landið.

Fjármagnshöft geta verið sérstaklega skæð fyrir smærri markaði þar sem þau mismuna fjárfestum eftir þjóðerni og leiða þannig til minni veltu og einsleitari markaðsaðila. Það veldur síðan hnökróttri verðmyndun, og skapar fákeppni á fjármagnsmarkaði þar sem innlendar fjármálastofnanir sitja einar að markaðinum. Afleiðingin verður hærra vaxtaálag (e. credit spread). Á hinum þunna og smáa íslenska fjármagnsmarkaði verður að taka samkeppnismál alvarlega þar sem þrír viðskiptabankar og nokkrir stórir lífeyrissjóðir bera ægishjálmið yfir verðmyndun.

Sem kunnugt er voru útlæðishöftin frá árinu 2008 tekin af í mars árið 2017. Þau hafa að vísu enn stoð í lögum þannig að hægt er að grípa til þeirra ef þörf krefur. Hins vegar nokkru áður, eða í júní árið 2016, voru sett svokölluð innflæðishöft sem byggja á því að 40% bindiskylda sé lögð á fjárfestingar á íslenskum skuldabréfum fyrir nýjan erlendan gjaldeyri. Slík höft eiga sér fyrirmynd frá Chile á tíunda áratugnum. Helsti vankanturinn við þessi höft er að þau virðast byggja á þeirri forsendu að þjóðerni fjárfesta ráði því hvort þeir geti talist þolinmóðir ellegar stöðugir langtímafjárfestar. Af þeim sökum eiga téð innflæðishöft aðeins við erlenda fjárfesta. Nú er það svo innlendir fjárfestar halda að öllu jöfnu meiri tryggð við landið. Það breytir því þó ekki að fjárfestar sýna tímaviðmið sín fyrst og fremst með því hvaða fjárfestingakosti þeir velja. Þeir fjárfestar sem til að mynda kaupa löng íslensk fyrirtækjaskuldabréf hljóta að ætla sér að eiga þau til lengri tíma – enda er mjög takmarkaður eftirmarkaður með slík bréf hérlendis. Aðra sögu er að segja af þeim sem kaupa stutta ríkisvixla – sem dæmi. Reynsla annarra landa sýnir að innlendir fjárfestar geta verið rétt eins ókyrrir og erlendir – og þjóðerni því mjög ónákvæmur mælikvarði á þolinmæði.

Það er efalaust að innflæðishöftin fela í sér þjóðhagslegan kostnað þó þau kunní að styrkja vaxtamiðlun Seðlabankans. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur lagst gegn því að

10 Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson (2014) eða Baldursson og Portes (2018).

innflæðishöftum sé beitt miðað við núverandi aðstæður á Íslandi.¹¹ Undir það taka Kristin Forbes (2018) og Sebastian Edwards (2018) í skýrslum sínum fyrir starfshópin. Þess í stað beri að huga að nákvæmari og oddhvassari tækjum í anda þjóðhagsvarúðar sem miða að því að stýra fjármagnsviðskiptum í anda góðrar hagfræði en ekki banna þau. Höftum verði síðan aðeins beitt þegar mikið liggur við – líkt og í fjármálakrísum. Þau mega annars ekki verða samgróin íslensku peningastefnunni á nýjan leik.

Lærdómur 9

– Árangur felst í því að forgangsraða markmiðum

Árið 1959 ritaði Robert Loring Allen hagfræðiprófessor við Háskólann í Virginíu grein um íslenska efnahagsstjórn sem bar heitið *The vulnerability of Iceland's economy*. Þar segir í upphafsorðum:

„Iceland is in a constant state of economic crisis. The country has attempted to achieve greater increases in the real standard of living than is justified by the productivity of the economy. The country has simultaneously invested at a phenomenally high rate, frequently in activities which have not contributed significantly to the growth of the economy. This pressure on Iceland's resources has resulted in a host of problems: chronic inflation, malfunction of the price system, government deficits, loss of its competitive position in world markets (at prevailing exchange rates), chronic balance of payment deficits, and policies which have not only failed to ease the situation but have even aggravated it.“¹²

Þrátt fyrir að Íslendingum hafi sannarlega farið fram á þeim 60 árum sem liðin eru frá þessum skrifum – er samt ljóst að ákveðnir þættir sem þarna er lýst eru enn til staðar í dag. Svo virðist sem landsmenn geti ekki forgangsraðað við þjóðhagslega markmiðasetningu – og það sé viðtekin skoðun að hægt sé að ná fleiri markmiðum samtímis en mögulegt er. Eða kannski öllu heldur að peningastefnunni hafi verið ætlað að ná mun fleiri markmiðum en henni er í raun mögulegt – svo sem að tryggja betri lífskjör en framleiðni hagkerfisins leyfir.

Svo sé vitnað til stéttar markþjálfara – þá er staðreyndin sú að ef það er keppt að of mörgum – og kannski gagnstæðum markmiðum – verður niðurstaðan á þann veg að engin markmið nást. Þannig er það einnig með peningastefnunna. Sú leið við hagstjórn að beita hagstjórnartækjum að eigin geðþótta (e. discretion), eða því sem hentaði hverju sinni, til þess að ná ýmsum ólíkum markmiðum til skiptis – líkt og þekktist á áttunda áratugnum – leiddi til fremur ömurlegrar útkomu; verðbólgu, atvinnuleysis og óstöðugleika.

11 Sjá International Monetary Fund (2017).

12 Sjá Allen (1958).

Í grunninn snýst peningastefnan um það að prenta pappírseðla (flesta raunar á rafrænu formi) eða kannski öllu heldur að tryggja verðmæti pappírseðla sem hafa ekkert innra virði í sjálfu sér. Röng nálgun eða misbeiting peningastefnunnar getur valdið miklum skaða í efnahagslífinu. Hins vegar getur peningastefnan ekki ein og óstudd tryggt stöðugleika í efnahagslífinu – hvort sem miðað er við stöðugt gengi, stöðugt verðlag eða stöðuga atvinnu. Raunar er mjög mikið af þeim verkefnum sem almenningur telur að séu innan verkahrings peningastefnunnar það alls ekki – svo sem hvað varðar langtímaraunvexti, langtíma hagvöxt, lífskjör eða tekjuskiptingu. Það verða engar þjóðir ríkar af því prenta pappírseðla! Það sem peningastefnan getur gert er að tryggja verðstöðugleika innan ákveðins ramma. Framfylgd annarra markmiða veltur á öðrum þáttum í efnahagslífinu. Það er þessi viðurkenning á takmörkunum peningastefnunnar sem er hinn raunverulegi grundvöllur verðbólgu markmiðs – og þá jafnframt að Seðlabankinn geti einbeitt sér að því sem hann getur gert fremur en að eltast við hluti sem eru honum raunverulega utan seilingar.

Þegar efnahagsmál eru annars vegar eru gjarnan fórnarskipti á milli markmiða til skemmri tíma – svo sem hvað varðar verðbólgu og atvinnuleysi. En slík fórnarskipti hverfa til lengri tíma. Þjóðir geta haft mismunandi viðhorf, skilning, eða kannski öllu heldur þol, gagnvart verðbólgu. Þjóðverjar til að mynda hafa litla þolinmæði gagnvart verðbólgu og má rekja það til óðaverðbólgu millistríðsáranna. Aðrar þjóðir, líkt og Bandaríkjamenn, höfðu meira verðbólguþol og hafa lagt samhliða áherslu á önnur markmið við stjórn peningamála á borð við að halda uppi atvinnustigi. Þessi ólíki smekkur á verðbólgu varð meðal annars til þess að leiðir skildu á milli þessara tveggja þjóða í fastgengissamstarfi undir merkjum Bretton-Woods í upphafi áttunda áratugarins. En samt kom þó tímabil þar sem Bandaríkjamenn urðu að velja á milli. Árið 1979 varð Paul Volcker seðlabankastjóri þar vestra. Þá var verðbólga um 15% – Volcker lamdi hana niður í 3% á þremur árum með aðhaldssamri peningastefnu en á sama tíma fór atvinnuleysi í 10%. Atvinnuleysið lækkaði aftur á næstu árum – en verðbólgan hefur haldist lág frá þessum tíma. Um þetta má segja – ekkert markmið sem skiptir raunverulega máli næst án erfiðis og sársauka. Eða enginn ábati án sársauka (e. No pain – no gain).

Eftir því sem segir í almannavalsfræðum eiga stjórnámálamenn við ákveðinn skuldbindingarvanda að etja þegar kemur að stórum, erfiðum og mögulega óvinsælum ákvörðunum. Það er eins og kennt var í Litlu gulu hænunni að allir vilja éta kökuna en enginn hafa fyrir því að baka hana. Lýðræðið getur mjög hæglega snúist upp í uppboðsmarkað – þar sem hver frambjóðandi keppist við að bjóða hærra þar til samkoman endar langt fyrir ofan efnahagslegan veruleika. Það var meðal annars af þessum sökum sem seðlabönkum var gefið sjálfstæði frá almannavaldinu til þess að tryggja skýra forgangsroðun markmiða – sem er

síðan skilyrði fyrir langtíma stöðugleika. Eftir miklar launahækkanir og gríðarlega hækkun raungengisins á síðustu fjórum árum stendur íslensk peningastefna fyrir nýju þolprófi – þegar hagsveiflan virðist ætla að hníga, meðal annars vegna samdráttar í ferðaþjónustu. Sú spurning vakir hvort Íslendingar geti tekið upp markmiðsmiðaðri stjórnumarhætti.

Lærdómur 10

– Verðbólugumarkmið ætti að ganga upp á Íslandi

Ísland býr við mörg sérkenni sem ljóst er að gera peningamálastjórnun erfiða. Hagkerfið er agnarsmátt. Útflutningsatvinnuvegir einhæfir og sveiflukenndir. Takmarkaður seljanleiki ríkir á flestum fjármálamörkuðum sem gerir verðmyndun hnökrótta. Myntkerfið er ekki aðeins lítið heldur er mitt á milli tveggja stærstu myntsvæða í heimi – dollars og evru – sem hlýtur að gera sjálfstæða peningamálastjórnun ákaflega erfiða viðfangs. Verðlag verður fyrir miklum áhrifum af gengishreyfingum – og gjaldeyrismarkaðurinn hefur síðan reynst vera ótemja. Hefðbundin vaxtaleiðni frá sjö daga stýrivöxtum út á vaxtarófið virðist einnig mjög takmörkuð – sem takmarkar enn svigrúm peningastefnunnar.

Og enn er hægt að telja fleira til. Íslendingar sýna gríðarlega hjarðhegðun í neysluákvörðunum sem veldur því að einkaneysla er mjög sveiflukennd. Þá er einnig takmarkaður mannauður í landinu til þess að gera allt sem gera þarf – svo sem reka heilbrigðiskerfi, menntakerfi, stjórnkerfi – og síðan stjórna peningamálum. Það er því kannski ekki að undra að í sérriiti nr. 7 Seðlabankans frá september 2012 er ber titil *Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum* sé lýst ákveðnum efasemdum um hvort yfir höfuð sé hægt að reka sjálfstæða peningastefnu með viðunandi hætti.¹³

Hver sem fjallar um íslensk peningamál hlýtur að viðurkenna þessi vandamál. Í hnotskurn má orða það sem svo að íslensk peningapólitik hafi fyrst og fremst snúist um að möndla með gengi krónunnar – með beinum eða óbeinum hætti. Á hinn bóginn er ljóst að mestu vandamál peningastjórnunar hérlandis eru ekki þessir kerfislægu gallar sem Íslandi er áskapað af sögu og landfræði- og verður líklega ekki breytt. Helstu vandamálin er stofnanaleg, pólitísk – eða kannski öllu heldur samfélagsleg: Þau snúast um ákvarðanatöku í ríkisfjármálum og gerð kjarasamninga og almenna þjóðfélagssátt. Hægt er að kalla þetta stofnanabresti – sem Íslandi er ekki áskapað og er hægt að breyta með góðum vilja. Þá má einnig vara við hinni íslensku sérhyggju (e. singularism) – líkt og Jón Sigurðsson forseti lagðist gegn á sínum tíma að „mörgum hættir við að taka Ísland eitt sér í allri veröldinni og vilja neita að reynsla annarra landa eigi þar við“.¹⁴ Ísland er smátt en í alþjóðlegum

13 Sjá Seðlabanki Íslands (2012).

14 Sjá Jón Sigurðsson (1843).

samanburði eru norrænu löndin einnig smá og háð útflutningi á hrávörum. Það er því bitamunur en ekki fjár á vandamálum Íslands og hinna Norðurlandanna.

Ef litið er til hagsögu Norðurlanda – hvort sem litið er til fastgengis Danmerkur, upptöku Svíþjóðar og Noregs á verðbólgu markmiði eftir 1990 eða innngöngu Finna í myntbandalag Evrópu árið 1998 – liggur fyrir að þau voru að glíma við mjög keimlík úrlausnarefni og við Íslendingar varðandi verðbólgu og óstöðugleika sem og ósætti á vinnumarkaði. Þeim hefur hins vegar heppnast að vinna sig út úr þessum vandamálum um leið og leikreglur peningastefnunnar – hvaða stefnu sem viðkomandi þjóð hefur valið – hafa verið felldar inn í samfélagsáttmála þessara landa.

Ef litið er víðar en til Norðurlanda, þá hafa leikreglur verðbólgu markmiðs gefist mjög vel hjá löndum sem búa við lýðræði – meðal annars vegna þess að þau gera kröfur um gagnsæi og opinbera ábyrgð sem fellur vel að leikreglum opins lýðræðissamfélags. Nánar tiltekið gengur verðbólgu markmið út frá þeirri einföldu verkaskiptingu að almannavaldið setji markmiðið en Seðlabankinn sjái um framkvæmdina. Alþingi samþykkti nær einróma 2,5% verðbólgu markmið árið 2001 en margt bendir þó til þess að stofnanaleg skuldbinding fyrir verðstöðugleika sé ekki til staðar. Og ljóst er að Íslendingar hafa átt mjög erfitt með að tileinka sér leikreglur þessarar peningastefnu.

Upphaflega þegar Íslendingar sóttust eftir fullveldi og síðan sjálfstæði var ekki gert ráð fyrir sjálfstæðri peningamálastjórnun – því hlutverki var eiginlega þröngvað upp á landið eftir fall norræna myntbandalagsins. Samt sem áður var það staðföst trú fólks á þeim tíma að landið gæti staðið fyllilega jafnfætis Norðurlöndunum í einu og öllu – þar með talið peningastjórnun. Sú trú var í farteski hinnar fimm manna milliþinganefndar um endurskoðun peningastefnunnar þegar hún ferðaðist um Norðurlönd sumarið 1925 og lýst er í upphafi kaflans hér að aftan – og bjó aukin heldur að baki frumvarpi um nýjan seðlabanka á þeim tíma. Fullveldi í peningamálum felur ávallt í sér verðmæti – sem hefur sannað sig við hrunið og eftirmála þess. Það hlýtur síðan ávallt að vera kalt hagsmunamat hverju sinni hvort landið vilji beita þessu fullveldi – eða fórna því fyrir aðra sterkari hagsmuni.

Það er því ekkert sem bendir til annars en verðbólgu markmið ætti að geta gengið upp héraendis með sambærilegum hætti og hefur tekist á Norðurlöndum – ef það tekst sámið samfélagsleg sátt um leikreglur þessa fyrirkomulags. Þá er það einnig svo – að það besta við að standa sig illa í einhverju er að það gefur mikið svigrúm til þess að bæta sig. Stofnanaumbætur á framkvæmd peningastefnunnar fram til þessa hafa sannanlega skilað árangri. Til að mynda eru vísbendingar um að sú breyting að fela vaxtaákvæðanir sérstakri

peningastefnunefnd hafi aukið trúverðugleika Seðlabankans við stjórn peningamála.¹⁵ Það er einnig efalaust að beiting þjóðhagsvarúðar með markvissum hætti á síðustu árum hefur orðið til þess að styrkja peningastefnuna í sessi. Sama á við um nýja lagaumgjörð í opinberum fjármálum sem að einhverju leyti hafa haldið aftur af aukningu ríkisútgjalda. Hér eru gríðarlegir hagsmunir í húfi fyrir almenning. Árangur síðustu fjögurra til fimm ára við að viðhalda verðstöðugleika hefur skilað mikilli aukningu kaupmáttar til almennings samhliða því að almennt vaxtastig hefur lækkað verulega. Sú spurning vakir hvort þessi árangur sé fyrirboði um varanlegar breytingar eða aðeins logn á milli storma.

En sú trú að Íslendingar geti staðið jafnfætis öðrum þjóðum – ef þeir aðeins taka leikinn nógu alvarlega – ætti ekki að vera bundin við íþróttakappleiki. Íslendingar ættu að geta búið við trúverðuga efnahagsstefnu líkt og þekkist annars staðar á Norðurlöndum – ef þeir aðeins taka leikreglurnar alvarlega. Það er því í þessari trú að starfshópur um endurskoðun peningastefnunnar leggur fram tillögur til þess að endurbæta núverandi peningastefnu.

15 Sjá Þórarinn G. Pétursson (2018).

Um tilraunir Íslendinga í peningamálum 1918-2018

Nýr seðlabanki fyrir fullvalda þjóð

Nefnd í þungavíkt

Þann 15. maí 1925 kaus Alþingi fimm manna nefnd „til þess að íhuga og gera tillögur um, hvernig seðlaútgáfu ríkisins skuli fyrir komið, og einnig að öðru leyti að undirbúa endurskoðun á bankalöggjöf landsins.“ Nefndinni var samkvæmt erindisbréfi ætlað að smíða lagafrumvarp um „fyrirkomulag seðlaútgáfunnar“ og leggja fram við þingið ári síðar. Þetta var á þeim tíma er íslensk stjórnsmál voru í endurmótun eftir lok sjálfstæðisbaráttunnar – og rétt í þann mund er hið svokallaða fjórflokkakerfi var í burðarliðnum. Flokkaskipan á Alþingi var því nokkuð á reiki. Samt er óhætt að segja að það hafi verið pólitískir þungavíktarmenn er völdust í nefndina. Hér má fyrstan telja Jónas Jónsson frá Hriflu stofnanda Framsóknarflokksins, Alþýðuflokksins og Alþýðusambands Íslands – og einn helsta forvígismann hins nýja flokkakerfis er byggði á stéttabaráttu. Þá Svein Björnsson og Ásgeir Ásgeirsson sem síðar urðu fyrsti og annar forseti lýðveldisins. Og enn Benedikt Sveinsson þá forseta neðri deildar þingsins (og faðir Bjarna er síðar varð ráðherra og formaður Sjálfstæðisflokksins). Loks Magnús Jónsson dósent (og tveim árum síðar prófessor) í guðfræði við Háskóla Íslands. Magnús var þó ekki eini guðfræðingurinn í nefndinni þar sem Ásgeir Ásgeirsson var einnig guðfræðingur að mennt. Sveinn Björnsson var skipaður formaður nefndarinnar en Ásgeir Ásgeirsson ritari. Í daglegu tali var téð nefnd kölluð Millipinganefndin.

Nefndin hóf þegar störf og ferðuðust þeir þrír saman – Ásgeir, Jónas og Sveinn – til Danmerkur, Finnlands, Noregs og Svíþjóðar þetta sama sumar til þess að kynna sér fyrirkomulag peningamála þar ytra. Jafnframt fór nefndin þess á leit við hvern og einn af seðlabönkum Norðurlanda að gefa hinu ný-fullvalda Íslandi umsagnir hvernig best

væri að haga seðlaútgáfu. Jafnframt studdist nefndin við álit Axel Nielsen prófessors við Kaupmannahafnarháskóla um sama efni auk annarra álitssgerða. Eftir reisu um Norðurlönd ritaði nefndin álitssgerð um heppilegasta fyrirkomulag seðlaútgáfu – ásamt því að leggja fram frumvarp sem fól það í sér að Landsbankanum var breytt í seðlabanka að skandinavískri fyrirmynd. Frumvarpið var síðan gefið út sem bók ásamt skýrslu nefndarinnar og erlendum álitssgerðum árið 1926.¹⁶

Að álit Millipinganefndarinnar var það mikilvægt að bankinn „sje sjálfstæð stofnun undir sjerstakri óháðri stjórn.“ Þetta var áréttað í lögunum með því að hinn nýi banki skyldi vera hlutafélag og án ríkisábyrgðar – jafnframt virðist vera opin heimild til þess að bankinn sækir sér stofnfé til einkaaðila. Þá var talið mikilvægt að skapa ákveðna fjarlægð frá löggjafar- og framkvæmdavaldinu við stjórn bankans. Stjórnun bankans átti því að vera með eftirfarandi hætti:

- Alþingi var ætlað að kjósa 15 manna Landsbankanefnd til sex ára. Annað hvert ár skyldu fimm ganga úr nefndinni eftir hlutkesti og Alþingi kjósa fimm menn í staðinn. Þannig gæti einn þingmeirihluti á einu kjörtímabili aldrei náð algerum völdum á nefndinni. Landsbankanefndin skyldi síðan hittast á ársfresti.
- Landsbankanefndin myndi síðan kjósa fjóra menn í bankaráð til fjögurra ára í senn. Ráðherra bankamála skyldi hins vegar skipa bankaráðsformann til fimm ára í senn. Bankaráðið skyldi hittast tvisvar í hverjum mánuði.
- Bankaráðið skyldi síðan velja einn aðalbankastjóra og tvo til aðstoðar.
- Hið fimm manna bankaráð ásamt hinum þremur bankastjórum átti síðan að mynda það sem í dag kallast peningastefnunefnd og ákveða forvexti (stýrivexti) bankans.
- Bankinn mátti ekki veita ríkissjóði önnur lán en bráðabirgðalán til allt að þriggja mánaða í senn og alls ekki meira en ¼ af eiginfé bankans.
- Bankaráðsmenn máttu ekki hafa milligöngu um lántökur til einstakra viðskiptavina.

Hinum nýja banka var síðan fengið eitt skýrt hagstjórnarmarkmið að tryggja fast gullvirði íslenskrar krónu með beitingu vaxta sem er í raun í hið sama og fastgengisstefna í framkvæmd eða verðlagsmarkmið. Jafnframt átti bankinn að gæta jafnvægis á greiðslujöfnuði með

16 Sjá Magnús Jónsson (1926).

markaðsaðgerðum eða inngrípum á gjaldeyrismarkaði – sem segir orðrétt í lögnum: „Svo ber og stjórn bankans að afstýra, eftir því sem unnt er, með kaupum og sölum á erlendum gjaldeyri og verðbrjefum, sem eru skráð á erlendum kauphöllum með viðskiftum við aðrar peningastofnanir í landinu, og með tilhögun útlánastarfseminnar, truflun þeirrar á peningamálum og atvinnulífi, sem annars má vænta, að almennar hagsveiflur hafi í för með sér.“¹⁷

Það eina sem var ekki „núttímalegt“ við þessi lög var að þau fólu í sér að Landsbankinn átti áfram að sinna viðskiptabankastarfsemi samhliða því að vera seðlabanki. Einn nefndarmanna – Benedikt Sveinsson – var þessu ósammála og lagði því fram sérálit og sitt eigið lagafrumvarp um „Ríkisbanka Íslands“ er skyldi vera sérhæfður seðlabanki. Ástæðan fyrir því að þessi leið var valin af meirihluta nefndarinnar var tvíþætt: Annars vegar þótti nefndinni það vera of mikill kostnaður fyrir 100 þúsunda manna þjóð að leggja fram stofnfé til sérstaks seðlabanka og hins vegar taldi hún að miðlunarferli vaxta væri of veikt á Íslandi frá stýrivöxtum (forvöxtum) til almennrar vaxtasetningar í landinu. Þannig væri heppilegast að seðlabankinn ræki sjálfur viðskiptabankastarfsemi til þess að geta ráðið innlána- /útlánavöxtum í landinu með beinum hætti. Þessu til staðfestingar lét nefndin birta kafla úr ritgerð hins fræga, sænska hagfræðings og föður nútíma vaxtafræða Knut Wicksell. Ásamt kostum þess að seðlabankar miðluðu vaxtastefnu sinni með beinum hætti út í atvinnulífið með því að taka við innistæðum frá almennungi.¹⁸

Jón Þorláksson – þá forsætis- og fjármálaráðherra – lagði frumvarpið fram árið 1927 með nokkrum semingi og breytingum – svo sem var ekki gert fyrir Landsbankanefnd – og var það samþykkt. Hins vegar voru kosningar það sama ár og nýr þingmeirihluti myndaðist með stórsigri Framsóknarmanna. Einn nefndarmanna – Jónas Jónsson – varð þá ráðherra og lét leggja frumvarp nefndarinnar fram í annað sinn og var það samþykkt nokkuð óbreytt þannig að gert var ráð fyrir Landsbankanefnd. Sú breyting var hins vegar gerð að allir bankastjórnarnir skyldu vera jafnrétt háir og Landsbankinn skyldi vera með ríkisábyrgð.

Þegar litið er yfir ofangreind lög er engum blöðum um það að fletta að árið 1928, eða tíu árum eftir fullveldi, var Ísland komið með sambærilega seðlabankalöggjöf miðað við það sem best þekktist á Norðurlöndum. Þessi lög voru síðan í gildi allt til ársins 1961 – eða í 33 ár. Hins vegar vekur það spurningar hvað lögin þjónuðu illa þeim tilgangi er þeim var ætlað.

17 Sjá Magnús Jónsson (1926).

18 Hefur nefndin verið gagnrýnd fyrir að hafa í þessu efni tekið of mikið mið af lagafrumvarpi samið í Landsbankanum árið 1924 sem gerði ráð fyrir samrekstri viðskiptabankastarfsemi og seðlabankaþjónustu. Sjá til dæmis Jóhannes Nordal (2002).

Ísland í norræna myntbandalaginu 1873-1920

Peningavaldið og fullveldið samskipa til Íslands

Þann 5. maí árið 1873 höfðu hinar norrænu þjóðir – Danmörk, Svíþjóð og Noregur – stofnað með sér myntsamband með nýrri mynteiningu – norrænni krónu. Hið nýja myntsamband var á gullfæti. Það fól í sér að hver sænsk, dönsk eða norsk króna hafði jafnmikið virði í gulli – sem var 0,4 grömm. Þannig gátu peningaseðlar landanna farið frjálsglega á milli þeirra. Ísland var hluti af Danmörku og varð því sjálfkrafa hluti af norræna myntsbandinu. Fyrstu íslensku krónurnar voru síðan gefnar út af Landssjóði árið 1885 en þær voru þó ekki gulltryggðar heldur stóðu skatttekjur landsins að baki þeim líkt og um venjuleg (vaxtalaus) ríkisskuldabréf væri ræða. Seðlaútgáfa Landssjóðs var síðan notuð sem eiginfjárframlag til stofnunar Landsbankans árið 1886 sem starfaði svo sem viðskiptabanki. Leið nú og beið til tuttugustu aldar en svo má þó segja að framkvæmdavaldið og peningaprentunarvaldið hafi orðið samskipa til Íslands í upphafi þeirrar aldar.

Að kvöldi hins 24. nóvember 1903 komu tveir valdamestu menn landsins saman á póstskipinu Lauru til Reykjavíkur: Hannes Hafstein með skipunarbréf frá kóngi um að verða fyrsti ráðherra Íslands og Emil Schou, nýráðinn bankastjóri Íslandsbanka með hlutafjárloforð frá norrænum fjárfestum um stofnun nýs banka á Íslandi. Emil hafði einnig uppáskrifað einkaleyfi fyrir téðan banka um útgáfu á gulltryggðum íslenskum krónum innan ramma norræna myntbandalagsins.

Íslandsbanki var annars viðskiptabanki í einkaeign skráður á Börsen í Kaupmannahöfn. Með stofnun hans kom gríðarlegt erlent fjármagn til landsins bæði sem hlutafé og heildsölufjármögnun. Í kjölfar bankans komu togarar og vélbátar og síðan iðnvæðing til landsins með vélvæðingu sjávarútvegs. Íslandsbanki hafði danskan bankastjóra allt fram yfir fullveldi. Til hliðar við hann voru ráðnir tveir íslenskir aðstoðarbankastjórar. Hinir norrænu eigendur fóru fram á að annar þessara íslensku bankastjóra væri valtýingur en hinn heimastjórnarmaður – en svo hétu tveir helstu stjórnmalaflokkar landsins í þann tíma – til þess að tryggja pólitískt jafnvægi við stjórn bankans. Svo fór að Hannes Hafstein varð annar þessara auka-bankastjóra og þannig samstarfsmaður Emils Schou fjórum árum síðar, eða árið 1909, þegar heimastjórnarmenn misstu meirihluta á þingi. Hannes varð aftur ráðherra frá 1912 til 1914 – en sat annars sem bankastjóri Íslandsbanka óslitið til 1917 er hann lét af störfum vegna heilsubrests.

Íslandsbanki var formlega séð Seðlabanki Íslands með rétt til gulltryggðar seðlaútgáfu. Og formlega séð var bankinn undir stjórn Íslendinga þar sem stofnskrá bankans tryggði þeim meirihluta í hinni sjö manna stjórn bankans er Alþingi kaus þrjá menn til móts við þrjá frá hinum erlendu hluthöfum. Forsætisráðherra var síðan ætlað að vera stjórnarformaður og

oddamaður í stjórninni. Þannig – formlega séð – var danska ríkið komið með tvo sjálfstæða seðlabanka. Það var því ekki að undra að danski seðlabankinn hafi verið á móti þessu fyrirkomulagi á sínum tíma¹⁹

Allt bendir til þess að eigendur og framkvæmdastjórn bankans hafi fyrst og fremst litið á hann sem viðskiptabanka undir verndarvæng danska seðlabankans – líkt og nú þekkist til dæmis í Færeyjum²⁰ Völd bankaráðsins voru táknað – helstu ákvarðanir virðast hafa verið teknar af dönskum hluthöfum. Og þá sérstaklega af hinum danska fjárfestingarbanka Privatbanken sem var allt í senn; stærsti hluthafi, helsti viðskiptabanki og megin lánardrottinn Íslandsbanka. Þess verður heldur ekki vart að bankinn hafi til að mynda reynt að fylgja sjálfstæðri vaxtastefnu – svo dæmi sé tekið²¹

Íslandsbanka var hins vegar ætlað að vera hluti af hinu norræna myntbandalagi og gefa út gullkrónur – samhliða því að starfa sem viðskiptabanki. Í upphafi tuttugustu aldar voru því þrjár tegundir af krónum á Íslandi: ótryggðar Landssjóðskrónur, gulltryggðar Íslandsbankakrónur og síðan gulltryggðar danskar krónur. Og kannski slæddust hingað norskar eða sænskar gulltryggðar krónur.

Það var ávallt sjálfkrafa gert ráð fyrir því að Ísland yrði áfram í hópi hinna norrænu ríkja í hinu gulltryggða myntsambandi. Hægt var taka dæmi af Noregi sem fékk sjálfstæði frá Svíþjóð árið 1905 og tók upp frá því þátt í hinu norræna myntsamstarfi sem sjálfstæð þjóð. Þegar Ísland varð fullvalda árið 1918 var þverpólitísk sátt um að halda áfram í norræna myntsamstarfinu sem sjálfstætt ríki.²² Hins vegar fór það svo að hið skandinavíska myntbandalag varð eitt af fórnarlömbum stríðsins, þótt ekkert Norðurlandanna tæki með beinum hætti þátt í ófriðnum. Ástæðan var einkum sú að stríðið leiddi til mikillar hækkunar á öllum hrávörum – sem gagnaðist bæði Noregi og Danmörku sem matvælaútflytjendum. Það jafnaðist þó ekkert á við Svía sem fóðruðu hergagnaiðnað Þjóðverja á járn og timbri. Á stríðsárunum voru Danir og Norðmenn með viðskiptahalla en Svíar með gríðarmikinn viðskiptaafgang. Það leiddi til þess að í frjálsum viðskiptum hækkaði sænska krónan í verði miðað við þá norsku og dönsku – en sænski seðlabankinn varð samt sem áður að kaupa norrænu bræðramyntirnar á fullu verði samkvæmt ákvæðum myntsamstarfsins. Það leiddi til spákaupmennsku þar sem fjárfestar keyptu danskar og norskar krónur á markaðsgengi og skiptu síðan aftur í sænskar krónur á hinu opinbera gengi. Og olli þannig mikilli gremju á milli seðlabankanna þriggja – sem varð að lokum til þess að formleg myntsavinna hætti

19 Sjá Magnús Jónsson (1926).

20 „Fjárhagsástandið. Viðtal við stjórn Íslandsbanka.“ (1920).

21 Sjá Magnús Jónsson (1926).

22 Sjá Jón Þorláksson (1929).

á milli þeirra árið 1918.²³ Allt þetta virðist þó hafa farið fram án þess að Íslendingar gæfu því mikinn gaum.

Preföldun verðlags í stríðinu

Við upphaf heimsstyrjaldar árið 1914 var gullinnlausnarskylda Íslandsbanka á seðlaútgáfu afnumin og í kjölfarið sjöfaldaði bankinn seðlaútgáfu sína á næstu fjórum árum. Það er enda svo að fyrir viðskiptabanka er ógulltryggð seðlaprentun í raun hið sama og ókeypiss fjármögnun útlána. Án efa var bankinn að láta undan þeirri freistni að hagnast á uppsveiflu stríðsáranna. Á sama tíma kom hækkun hrávöruverðs bæði fram í innflutningi og útflutningi og olli þannig bæði miklum verðhækkunum á mörgum nauðsynjavörum og gríðarlegum hagnaði í útflutningsgreinum. Sú staðreynd ásamt vöruskorti vegna siglingaleysis leiddi til þess að verðlag þrefaldaðist á stríðsárunum. Þessi mikla verðbólga leiddi til samsvarandi launahækkana en til að mynda þrefaldaðist lágmarksdagvinnutaxti fyrir almenna verkamannavinnu á sama tíma. Lengi síðan var um það deilt hvort hefði komið verðbólgunni af stað; seðlaútgáfa Íslandsbanka eða almenn verðþensla vegna stríðsins.²⁴

Vitanlega var alls staðar mikil verðbólga um hinn vestræna heim á stríðsárunum og til að mynda tvöfaldaðist verðlag í Danmörku. Ísland var samt sér á parti með sína þreföldun á verðlagi ásamt því að raungengi krónunnar hækkaði verulega eða um helming.²⁵ Slík raungengishækkun hlaut að skapa vandamál fyrir utanríkisviðskiptin – þó ekkert annað hefði komið til.

Það voru hinar erlendu hrávöruhækkarnir er höfðu lyft Íslandi upp í stríðinu eins og áður var á minnst. Eins og sést á mynd 1 hér að neðan bötunuðu viðskiptakjör landsins um 50% á stríðsárunum. Hins vegar var fallið hátt við stríðslok og nam það einnig 50%. Verðlækkunin var þó ekki hið versta heldur þó mun frekar sölutregða þar sem engir kaupendur fengust lengi vel að síldaraflanum frá sumrinu 1919.

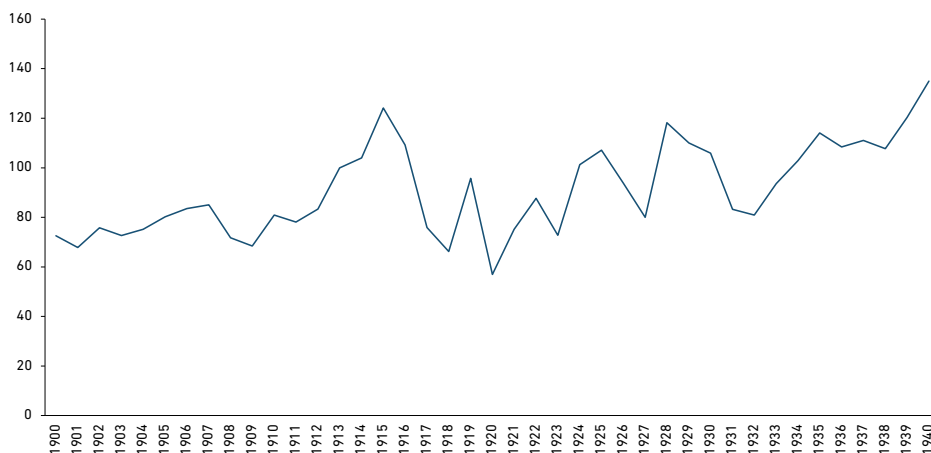
23 Sjá Rongved (2017).

24 Sjá Jón Þorláksson (1925).

25 Raungengi er hlutfallið á milli verðlags innanlands og erlendis umreiknað í heimamýnt og er því mælikvarði á samkeppnisstöðu viðkomandi lands. Innan hagfræðinnar er hefð að tala um jafnvægisraungengi sem það raungengisstig eða verðmun við útlönd sem samræmist jafnvægi í utanríkisviðskiptum. Hækkun raungengisins frá þeim punkti mun skapa viðskiptahalla en lækkun viðskiptaafgang. Sjá Jóhannes Nordal og Ólafur Tómasson (1985).

Mynd 1: Viðskiptakjör Íslands

Reiknað sem verðlag á útflutningi á móti verðlagi innflutningi, 1900 til 1940



Heimild: Hagstofa Íslands

Þetta áfall kom rétt eftir að landsmenn klipptu á naflastrenginn við Danmörku og urðu fullvalda þjóð – og voru því í raun einir í veröldinni. En Íslands óhamingju varð fleira að vopni.

Gúmmítékkinn í Kaupmannahöfn – Ísland greiðsluþrota í fyrsta sinn 1920

Gjaldeyriseignir Íslandsbanka – og þar með gjaldeyrissjóður landsins – voru geymdar á reikningum Privatbankans í Kaupmannahöfn – helsta viðskiptabanka og eiganda Íslandsbanka. Af einhverjum ástæðum tók Privatbankinn þessar erlendu innistæður upp í skuldir síðari part sumars árið 1920 og hafnaði síðan beiðni Íslandsbanka um frekari lán eða yfirdrátt. Sama svar kom frá öðrum dönskum bönkum. Það olli því að ekki var lengur hægt að skipta íslenskum krónum yfir í danskar. Þetta varð síðan að almennu hneyksli þegar íslenska ríkið ætlaði að greiða ýmis útstandandi gjöld ytra með því að senda póstávísun til Kaupmannahafnar þar sem Privatbankinn neitaði að leysa hana út. Þá var Ísland í raun greiðsluþrota í einhverja mánuði þar til Íslandsbanka heppnaðist að kría út lán hjá danska fjármálaráðuneytinu og íslenskum útvegsmönnum heppnaðist að selja eitthvað af síldaraflanum. Næsti vetur var þó mjög erfiður. Innflutningshömlur voru teknar upp og voru ýmsar „óþarfavörur“ líkt og sykur skammtaðar í Reykjavík. Úr þessu greiddist ekki fyrr en sumarið eftir að Íslenska ríkið tók lán í Bretlandi (með 7% vöxtum og 15% afföllum og þurfti að setja tolltekjur landsins að veði).

Jafnframt lækkaði krónan í verði í frjálsum gjaldeyrisviðskiptum og í lok árs 1920 hafði gullvirði íslensku krónunnar rýrnað um 30%. Gengislækkunin hélt áfram þar til í árslok 1923 en þá var gullvirði krónunnar aðeins rúmur helmingur eða 56% af því sem það hafði verið fyrir stríð. Danskan krónan féll líka á sama tíma gagnvart gulli og því varð gengislækkun þeirra íslensku aðeins minni í þeim samanburði eða 15% við árslok 1920 og 23% við árslok 1923. Upp úr þessu tók heimsbúskapurinn að batna og fiskverð að hækka.

Þessi gúmmítékki reyndist Íslandsbanka dýr. Það var ekki aðeins að bankinn væri úthrópaður í fjölmiðlum og í samfélagsumræðunni – heldur hafði bankinn einnig misst traust stjórnvalda. Allir virtust nú sammála um að erlendur banki gæti ekki starfað sem seðlabanki landsins. Í kjölfarið, árið 1921, krafðist ríkisstjórnin þess að tveir af bankastjórum Íslandsbanka segðu af sér. Hinn danski bankastjóri Íslandsbanka (H. Tofte) neitaði að segja af sér og varð á endan að leysa hann út með feitum starfslokasamningi sem olli almennri hneykslan í landinu. Þá var Íslandsbanki sviptur einkarétti sínum til útgáfu peningaseðla og síðan skyldaður til þess að draga inn þá seðla sem fyrir voru. Jafnframt hafnaði Alþingi því boði að kaupa bankann með því að leggja honum til nýtt fé. Hins vegar voru menn alls ekki sammála um hvað skyldi taka við – hvernig seðlabanka landið ætti að hafa. Var nú um fátt meira rífast á þinginu þar til hinir fimm þungaviktarmenn voru kosnir í millipinganefnd til þess að rita frumvarp til stofnunar á nýjum seðlabanka – eins og áður er minnst. Deilan um peningastefnuna hafði nú tekið við af deilum um sjálfstæði landsins.

Hins vegar var norræna myntsbandið úr sögunni og gat ekki lengur verið grundvöllur peningastefnunnar í hinu nýfrjálsa landi. Svo virðist sem landsmenn hafi lengi lifað í voninni um endurvakningu á norræna myntbandalaginu. Til að mynda stóð Samband íslenskra samvinnufélaga fyrir alþjóðlegri ráðstefnu í Reykjavík árið 1955 undir yfirskriftinni *Kemur norræn króna aftur til sögunnar?*²⁶

Hvað fór úrskeiðis?

Norræna myntbandalagið leið undir lok vegna þess að efnahagsstefna þessara landa var ekki samhæfð og það skorti til að mynda sameiginlega ríkisfjármálastefnu til þess að tryggja jafnvægi á milli landanna. Þetta er nákvæmlega sama vandamál og Myntbandalag Evrópu þurfti síðar að kljást við. Fyrra stríð hafði ólík áhrif á utanríkisviðskipti þessara landa sem framboð og eftirspurn á gjaldeyrismarkaði riðlaðist til – sænska krónan styrktist vegna viðskiptaafgangs en danska og norska krónan veiktust vegna viðskiptahalla. Þetta varð til þess að myntfestan á milli þeirra rofnaði í sundur.

26 Sjá Samband íslenskra samvinnufélaga (1955).

Á Íslandi hafði ekki verið til staðar markviss hugsun um hvernig hægt væri að halda jafnvægi í greiðslujöfnuði sem samræmdist aðild landsins að téðu myntsambandi. Ljóst er að Íslandsbanki fylgdi mjög útþenslusamri peningastefnu eftir að gulltryggingin var afnumin 1914 sem átti stóran þátt í verðþensluninni á þessum tíma.

Hins vegar var það samsetning – eða kannski öllu heldur einhæfni – íslenskra utanríkisviðskipta sem varð hinu ný-fullvalda landi þyngst í skauti. Iðnvæðing Íslands fólst í vélvæðingu sjávarútvegsins. Fiskur varð aðgöngumiði landsins að heimsviðskiptunum – fyrir sjávarafurðir gátu landsmenn keypt það sem þeir girntust frá erlendum þjóðum. En á sama tíma sannaðist hið fornkveðna *að svikull er sjávarafli*. Markaðir fyrir fisk lokuðust tímabundið eftir stríð og verðið lækkaði verulega. Þessi útflutningstregða olli síðan greiðsluþroti sumarið 1920. Íslendingar gripu þá til vöruskammtana allt þar til fjármagn fékkst frá Bretum.

Rammagrein 1. Raungengi sem samkeppnismælikvarði

Raungengi (e. real exchange rate) byggir á lögmálinu um jafnvirði verðs (e. purchasing power parity) sem byggir á því að verðlag innlands geti ekki vikið frá verðlagi erlendis nema aðeins í skamman tíma. Raungengið er einfaldlega verðlag hérlendis á móti verðlagi erlendis miðað við nafngengið hverju sinni. Raungengi er jafnframt mælikvarði á samkeppnisstöðu viðkomandi lands sem ákvarðar stöðu viðskiptajafnaðarins. Hægt er að setja raungengi fram með neðangreindum hætti:

$$\text{Raungengi } (q) = \frac{P_{\text{Heima}}}{E P_{\text{Erlendis}}}$$

Hér stendur q fyrir raungengi, P fyrir verðlag og E fyrir nafngengi. Þessi mælikvarði endurspeglar því skiptihlutfallið á milli innlendra og erlendra vara. Einnig er hægt að setja þennan mælikvarða upp sem raungengi launa, það er hlutfallið á milli framleiðnileiðréttra launa hérlendis og erlendis miðað við nafngengið (skiptihlutfall milli vinnuafns heima og heiman).

Lykilatriðið er að ef hækkun launa umfram framleiðni og verðlags er meiri í einu landi en þekkest í helstu viðskiptalöndum mun það rýra samkeppnisstöðu innlendra framleiðenda. Það mun leiða til þess að hlutfallslega dýrara verður að framleiða vörur innanlands, sem mun draga úr útflutningi. Að sama skapi verður ódýrara að kaupa erlendar vörur inn í landið, sem mun auka innflutning.

Hið sama gerist ef nafngengið hækkar (E lækkar) og raungengið hækkar af þeim sökum. Hægt er að orða það svo að með hækkun raungengis sé viðkomandi land að verðleggja sig út af heimsmarkaði.

Innan hagfræðinnar er hefð að tala um jafnvægisraungengi sem það raungengisstig eða verðmun við útlönd sem samræmist jafnvægi í utanríkisviðskiptum. Hækkun raungengisins frá þeim punkti mun skapa viðskiptahalla en lækkun viðskiptaafgang. Jafnvægisraungengið ræðst af því sem kallaðir eru djúpir stikar (e. deep parameters) í efnahagslífinu. Þar má telja þætti er ráða samkeppnishæfni þjóða, svo sem tæknistig, framleiðni, auðlindir, viðskiptakjör, stofnanafyrirkomulag, viðskiptafrelsi eða hindranir í viðskiptum og svo framvegis, en einnig þætti sem hafa áhrif á innflutning, svo sem sparnaðarhneigð.

Ísland á gullfæti 1927-1931

Hið fræga kvöldverðarboð Winston Churchills

Þann 27. mars 1925 bauð Winston Churchill – þáverandi fjármálaráðherra Bretlands – fjórum hagfræðingum til kvöldverðar, þar með talinn John Maynard Keynes.²⁷ Þessi kvöldverður hefur orðið frægur í breskri efnahagssögu og er gjarnað vísað til hans sem hið *fræga kvöldverðarboð Churchills* (e. Churchill's famous dinner party). Hagfræðingarnir fjórir virðast hafa rifist allt kvöldið – og það harkalega. Umræðuefnið var gullfóturinn og áætlun Churchills um að gull tryggja pundið á sama verði og verið hafði fyrir stríð. Þannig að hvert pund væri virði $\frac{1}{4}$ únsu (7,77 g) af gulli en það gullgengi hafði raunar verið óbreytt frá 1723. Keynes lagðist algerlega gegn þessari ráðstöfun og varaði við því að kreppa, atvinnuleysi og pólitískur óstöðugleiki myndi fylgja í kjölfarið. En Churchill ákvað samt ótraudur að hækka gengi pundsins til þess að geta tryggt aftur fyrra gullgengi – svo kom í ljós að Keynes hafði rétt fyrir sér. Bretland var því komið í kreppu löngu áður en kreppan mikla hófst.

Gullfóturinn var settur upp sem fastgengisyfyrirkomulag – löndum bar að tryggja að útgefnir pappírseðlar hefðu fast virði í gulli. Þetta gullvirði varð hins vegar að vera í samræmi við jafnvægi í utanríkisviðskiptum landsins eða við það sem kallast jafnvægisraungengi. Ef verðbólga á sér stað mun raungengið hækka og utanríkisviðskiptin snúast í halla. Þá samkvæmt bókinni átti sjálfvirkt aðlögunarferli að eiga sér stað. Viðskiptahalli leiddi til

27 Hagfræðingarnir sem um ræðir voru þeir Sir Reginald McKenna, John Maynard Keynes, Sir John Bradbury and Sir Otto Niemeyer. Sjá Arthmar og McLure (2016).

Þess að gullforði viðkomandi seðlabanka minnkaði. Þar sem allir útgefnir seðlar voru gulltryggðir hlaut það að leiða til þess að viðkomandi banki varð að draga seðla úr umferð til þess að geta staðið við trygginguna. Minna peningamagn hlaut síðan að leiða til hærri vaxta á fjármagnsmarkaði. Hærri vöxtum var síðan ætlað að slá á heildareftirspurn og lækka verðlag aftur til fyrra horfs – og þannig þrýsta raungengi aftur niður. Danski hagfræðiprófessorinn Ludwig Birck orðaði þetta svo að undir gullfæti gæti páfagaukur verið seðlabankastjóri.

Gengisfellingar gátu átt sér stað innan þessa kerfis í kjölfar þess að lönd afnámu gullinnlausn gjaldmiðla vegna einhverra stóratburða, til að mynda styrjalda eða fjármálakreppu. Það var þó aðeins tímabundið. Þegar óróinn hafði gengið yfir gátu aðildarlönd aftur gerst aðilar að myntsamstarfinu – en endurkoman varð að vera á fyrra gullvirði. Þetta fól í sér að ef einhver verðbólga hafði átt sér stað á þeim tíma sem gulltryggingin var ekki í gildi, þannig að verð viðkomandi gjaldmiðla hafði þar af leiðandi lækkað, varð að vinna þetta verðmætatap til baka með verðhjöðnun.

Það voru þó ákveðin praktísk vandamál sem fylgdu þeirri ákvörðun Breta að taka aftur upp gulltryggingu á gamla genginu. Englandsbanki átti lítið sem ekkert gull eftir stríðið. Bretland hafði verið með mikinn viðskiptahalla á stríðsárunum og safnað skuldum í Bandaríkjunum. Í raun má segja að Bandaríkin hafi fjármagnað stríðsrekstur bandamanna – og fyrir vikið var gullið með raun og réttu allt komið þangað vestur. Til þess að gullfótarkerfið hefði átt að ganga upp eftir stríðið hefðu bandalagsþjóðir Bandaríkjanna þurft að vera með afgang á viðskiptum þangað vestur og notað hann til þess að greiða upp skuldir sínar. Þetta gátu Bandaríkin ekki hugsað sér. Heldur ákváðu þau að beita tollum sem tæki til þess að örva innlenda eftirspurn með Smoot-Hawley lögnum sem var samstundis svarað með gagntollum frá öðrum löndum. Í kjölfarið þurrkuðust alþjóðaviðskipti upp.

Verra var að sú megin forsenda gullfótarins að bæði laun og verðlag væru sveigjanleg – bæði upp og niður – virðist hafa brostið þegar hér var komið sögu. Hún kann að hafa haldið á nítjándu öld – fyrir tíma verkalýðsfélaga – en gekk ekki upp á tuttugustu öld eins og glögglega kom fram á kreppuárunum. Verðhjöðnun reyndist sáraukafull og gat aðeins átt sér stað með kreppu og atvinnuleysi – og þessi sársauki braust síðan út sem pólitískur óstöðugleiki. Uppgangur öfgahópa líkt og kommúnista, nasista eða fasista er deildu andstöðu við tvær megin stöðir vestrænna samfélaga – einstaklingsfrelsi og markaðsfrelsi – í kreppunni miklu er líklega flestum vel kunnugur. Áhrifin voru þó mun djúpstæðari en það. Kreppan var álitin skipbrot kapitalismans og var kveikjan að skipulagshyggju eða handstjórn í efnahagsmálum.

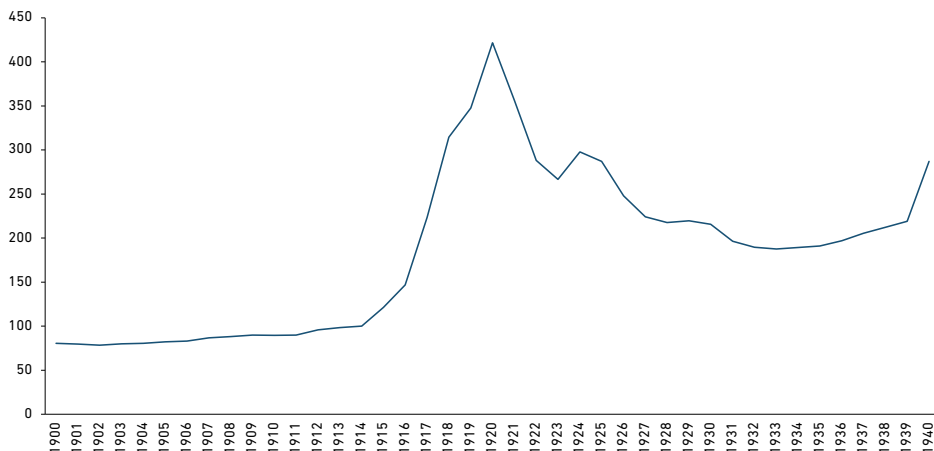
Kotungskróna?

Hin Norðurlöndin tóku brátt upp gulltryggingu að nýju. Það gerði Svíþjóð árið 1924, Danmörk 1927 og Noregur 1928. Íslendingar voru hins vegar hikandi í þessu efni. Jón Þorláksson varð hins vegar fjármálaráðherra árið 1924 (sem formaður Íhaldsflokksins) og var eindreginn í þeirri afstöðu sinni að Íslendingar færu aftur á gullfót á gamla genginu. Líkti hann gengisfalli, eða stýfingu eins og það var þá kallað, við ríkisgjaldþrot enda væru útgefnir pappírseðlar eitt og hið sama og ríkisskuldabréf þó vaxtalaus væru. Hann taldi landsmenn heldur ekki geta sætt sig við „kotungskrónu“ sem hefði skert gullvirði.²⁸ Hann lét heldur ekki sitja við orðin tóm heldur beitti hann sér sem fjármálaráðherra fyrir miklu aðhaldi í ríkisfjármálum til þess að stuðla að minni eftirspurn og verðhjöðnun. Ytri aðstæður voru hér hjálplegar. Fiskverð hækkaði með betri tíð í heimsbúskapnum eftir 1923 og útflutningstekjur jukust. Krónan tók þá að hækka í frjálsum gjaldeyrisviðskiptum. Sumarið 1925, þegar millipinganefndin ferðaðist um Norðurlönd, hafði krónan náð um 65% af upphaflegu gullgildi sínu. Krónan hélt síðan áfram að hækka er leið að hausti þar til í október að hún hafði náð 82% af fyrra gullvirði. Var gengi hennar fest við breska sterlingspundið til bráðabirgða.²⁹ Voru þá mjög skiptar skoðanir um hvort þetta væri hæfilegt gengi eður ei – var rifist um þetta í blöðum og þingsölum næstu árin. En þessi bráðabirgðafesting við pundið var samt til staðar allt til ársins 1939 eða í tæp 14 ár. Má líta á þetta sem málamiðlun. Íslenska krónan var fest við pundið sem var gulltryggður gjaldmiðill en með 20% afslætti.

Ef lítið er á þróun verðlags á þessum tíma virðist sem Ísland hafi verið á góðri leið með að verða gulltryggingarland að norrænni fyrirmynd. Eins sést átti mikil verðhjöðnun sér stað á árunum eftir fyrra stríð, en alls lækkaði verðlag um 60% á milli árána 1920 og 1930.

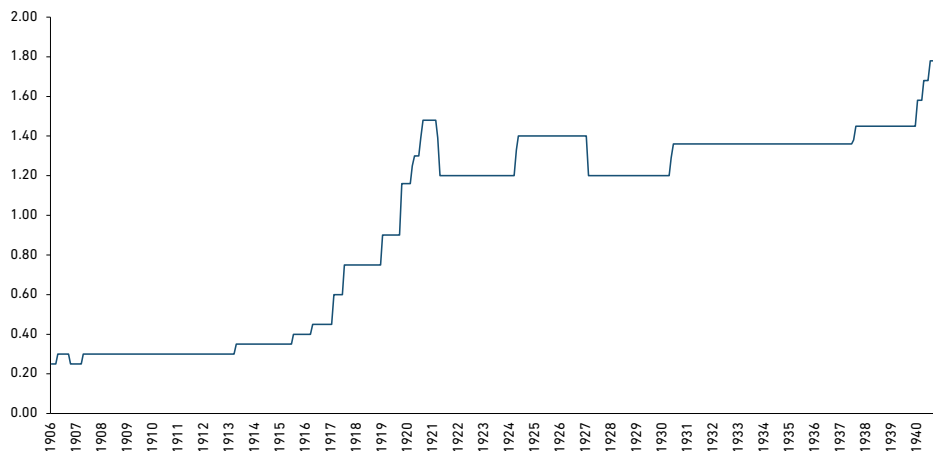
Mynd 2: Verðlag á Íslandi

Almenn verðvísitala, 1900 til 1940



Heimild: Hagstofa Íslands

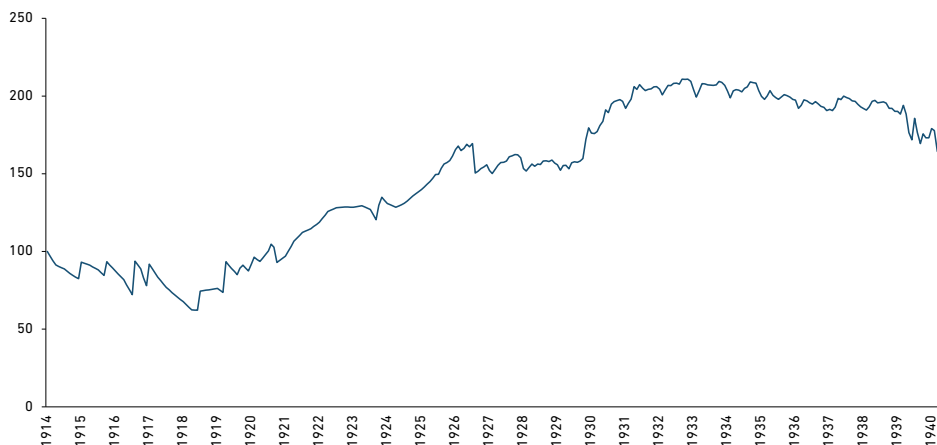
Mynd 3: Lágmarksdagvinnutaxti fyrir almenna verkamannavinnu eftir mánuðum
1906 til 1940 (gamlar krónur)



Heimild: Hagstofa Íslands

Nafnlaun stóðu hins vegar föst á sama tíma eftir mikla hækkun á stríðsárunum. Það leiddi því til mikillar hækkunar raunlauna á þessu tímabili eða allt að 100% hækkun á milli 1920 og 1930 eins og sjá má af mynd 4 hér að neðan.

Mynd 4: Kaupmáttur lágmarksdagvinnutaxta fyrir almenna verkamannavinnu eftir mánuðum
1914 til 1940



Heimild: Hagstofa Íslands

Viðskiptakjör landsins bötnuðu verulega á árunum 1923 til 1930 – einkum vegna hækkunar fiskverðs. Utanríkisviðskiptin stóðu því undir mikilli hækkun kaupmáttar á sama tíma. Hins vegar sló brátt í bakseglin við upphaf heimskreppunnar þegar bæði verðlækkunar og sölutregða tóku við. Ísland sigldi einnig inn í kreppuna miklu með mjög hátt raunlaunastig og það hefndi sín brátt með viðskiptahalla árið 1931. Tilraunir til þess að lækka nafnvaxtastig til móts við verðlag gengu illa og strönduðu algerlega í svokölluðum Gúttóslag þann 9. nóvember 1932. En sá slagur varð í tilefni þess að Reykjavíkurborg vildi lækka tímakaup í atvinnubótavinnu. Var bæjarstjórnarfundur haldinn af því tilefni sem endaði með götuslag þar sem æstur múgur umkringdi lögregluþing borgarinnar og barði síðan til óbóta og nokkra til örkumla.³⁰ Hefur ekki verið imprað á almennum nafnlaunalækkunum hérlandis síðan.

Greiðsluþrota í annað sinn 1931

Að kvöldi sunnudagsins 2. febrúar 1930 var Alþingi kallað saman á lokaðan neyðarfund sem hófst klukkan tíu. Þar var aðeins eitt mál á dagskrá; beiðni um ríkisábyrgð fyrir Íslandsbanka, eina einkabanka landsins. Dagana á undan hafði magnast upp áhlaup á bankann er sparifjareigendur hófu að taka innistæður sínar út – föstudaginn þann 31. janúar var bankinn þorrinn að lausafé. Alþingismönnum voru settir skýrir kostir; ef ábyrgð fengist ekki væri bankinn kominn í þrot. Þá lá einnig fyrir að ríkisstjórn landsins treysti sér ekki til þess að mæla með ríkisábyrgð. Bankastjórar Íslandsbanka höfðu af þeim sökum tekið þá ákvörðun að leggja málið beint fyrir Alþingi. Alla nóttina deildi þingheimur um örlög Íslandsbanka en að lokum, klukkan sex að morgni, var gengið til atkvæða. Hjálpabeiðninni var hafnað og viðskiptavinir bankans komu að lokuðum dyrum daginn eftir.

Hugmynd ríkisstjórnarinnar (sem þá var minnihlutastjórn Framsóknarflokksins með stuðningi Alþýðuflokks) var að gera bankann gjaldþrota og þannig losa landið undan þeim erlendu lánum sem Íslandsbanki var með á efnahagsreikningi sínum og hafði endurlánað inn í íslenska hagkerfið. Var þar ákafamestur einn af áðurgreindum nefndarmönnum Millipínganefndarinnar Jónas Jónsson. Þessi gjaldþrotaleið hugnaðist kröfuhöfum bankans mjög illa. Þeir höfðu talið að Íslandsbanki nyti ríkisábyrgðar sem helsti viðskiptabanki landsins og seðlabanki með stjórn skipaða af Alþingi og forsætisráðherra sjálfan sem stjórnarformann. Svo fór að Alþingi féll frá gjaldþrotaleiðinni eftir mikinn alþjóðlegan þrýsting og gengið var til samninga við erlenda kröfuhafa Íslandsbanka. Eignir og skuldir bankans voru færðar yfir í nýjan banka er hlaut nafnið Útvegsbankinn. Var erlendum skuldum bankans síðan breytt í hlutafé – þó án atkvæðisréttar. Lykilmaðurinn í þeirri ráðstöfun var annar fyrrum meðlimur millipínganefndar Ásgeir Ásgeirsson – sem varð

30 „Bæjarstjórnarfundur hleypt upp. Samfylkingin, sósíalistar og kommúnistar, gerðu í gær út árás gegn bæjarstjórn og lögreglu.“ (1932).

síðar bankastjóri Útvegsbankans árið 1938 og gegndi þeirri stöðu þar til hann varð forseti 1952. Erlendir kröfuhafar þurftu þó að bíða fram til seinna stríðs þar til að bankinn gerði upp skuldir sínar eftir mikla aukningu gjaldeyrstekna. Þessir atburðir áttu þó eftir að draga langan dilk á eftir sér.

Þann 20. september 1931 var gullforði Englandsbanka á þrotum og Bretar yfirgáfu gullfótinn – var það upphafið að endalokum þess gengisfyrirkomulags. Í kjölfarið féll gengi pundsins gagnvart öðrum myntum sem kom Íslendingum vel þar sem krónan var fest við þann gjaldmiðil. Hins vegar fylgdi gríðarmikill óróleiki þessum sviptingum. Landsbankinn stóð uppi án gjaldeyrisvaraforða og raunar höfðu safnast upp skammtímaskuldir í útlöndum. Þann 13. október þetta haust kom Jón Árnason – þá formaður bankaráðs Landsbankans – aftur frá London. Sagði hann farir sínar ekki sléttar. Taldi hann „með öllu óhugsandi“ að Landsbankinn fengi frekari lán þar ytra hvort sem væri til lengri eða skemmri tíma. Jafnframt væri þrýst á bankann að greiða upp skuldir sínar. Var þá ljóst að breskir bankamenn ætluðu sér ekki að leysa landsmenn úr möskva líkt og þeir höfðu gert árið 1921 er þeir veittu landinu stórt lán. Leiða má af líkum að framkoma Íslendinga við kröfuhafa sína rúmu ári fyrir hafi unnið töluvert tjón á lánstrausti landsins. Landsbankinn var þá kominn í sömu stöðu og Íslandsbanki árið 1920 – að verða greiðsluþrota í erlendri mynt. Sameinaður fundur bankaráðs- og stjórnar samþykkti síðan í kjölfarið áskorun til ríkisstjórnarinnar um setningu bæði fjármagns- og viðskiptahafta til þess að vernda greiðslustöðu landsins. Það var svo gert með reglugerð tíu dögum síðar.³¹

Hvað fór úrskeiðis?

Í litlu opnu hagkerfi skiptir þróun eftirspurnar gríðarmiklu máli fyrir þróun greiðslujafnaðar. Aukin fjárfesting, aukin einkaneysla og/eða aukin ríkisútgjöld leiða sjálfkrafa til aukins innflutnings og verri viðskiptajafnaðar. Áhrifin verða enn meiri ef þessi aukning eftirspurnar leiðir til ofhitnunar, verðbólgu og launahækkana umfram framleiðni er hækka raungengið og skapa þannig falskan kaupmátt. Viðhald fastgengis krefst þess að þessum eftirspurnarþáttum sé haldið í skefjum til þess að greiðslujöfnuði sé haldið í jafnvægi. Vestrænar þjóðir beita nær undantekningalaust markaðsaðgerðum til þess að halda þessu jafnvægi með peningastefnu sem byggir annað hvort á setningu vaxta og magnbundnum aðgerðum (er hafa áhrif á peningamagn og útlán) eða ríkisfjármálaaðgerðum sem byggja þá og stjórna eftirspurn með niðurstöðu fjárlaga – hvort sem miðað er við gjöld eða skatta. Hið ný-fullvalda Ísland virðist í upphafi hafa einsett sér að fylgja sama aga í hagstjórn og nágrannaþjóðirnar. Töluvert þétt vaxtaaðhald var á Íslandi á þriðja áratugnum. Jafnframt því hafði Jón Þorláksson það markmið í sinni ríkisfjármálastjórn sem fjármálaráðherra að

31 Sjá Jóhannes Nordal (2002).

stýðja við gengishækkun krónunnar með því að draga úr eftirspurn með aðhaldi á fjárlögum. Íslendingar náðu þannig þeim árangri að þína fram 60% verðhjöðnun á milli áráanna 1920 og 1930 og voru þannig nærri því að uppfylla inntökuskilyrði gullfótarsamstarfsins árið 1925 þegar krónan hafði náð 80% af fyrra gullvirði. Þessi stefna rakst þó á vegg á vinnumarkaði – þar sem mikil hækkun nafnlauna á stríðsárunum gekk ekki til baka þrátt fyrir mikla verðhjöðnun. Það varð til þess að raunlaun hækkuðu verulega á þriðja áratugnum um leið og verðlag lækkaði. Greiðslujöfnuður landsins virðist hafa staðið þetta af sér fyrst í stað sökum mikilla verðhækkana á sjávarafurðum á sama tíma. Þessi verðhjöðunarstefna var síðan algerlega kveðin í kútinn í Gúttóslagnum 1932.

Áherslur breyttust mjög mikið við valdatöku Framsóknarflokksins árið 1927 undir forystu Jónasar frá Hriflu. Jónas og flokksfélagar hans höfðu önnur markmið með ríkisfjármálum en að stýðja við fastgengið – þeir vildu byggja upp nýtt Ísland með miklum fjárfestingum víða um landið. Ríkisfjármálastefnan varð því útþenslusöm á góðæristímanum fram til 1931 þegar að loks sló í bakseglin. Svo má segja að öll fjárlagafrumvörp eftir árið 1927 hafi verið þessu marki brennd. Önnur pólitísk markmið – atvinnumál, velferðarmál, byggðastefna eða einfaldlega óskinn um að vinna næstu kosningar – hafa alltaf haft forgang yfir það verkefni að viðhalda efnahagslegum stöðugleika.

Á árunum 1930-1931 virðist vera mikill greiðsluhalli við útlönd þar sem erlendar skuldir landsins uxu verulega samhliða því að erlendar eignir Landsbankans hverfa nær gersamlega. Þetta má líklega rekja til viðsnúnings í vöruviðskiptum – viðskiptahalla er stafaði af lækkandi fiskverði, of mikilli innlendri eftirspurn og of háum launum. Mögulega hefur einnig fjármagnsflótti brostið á eftir gjaldþrot Íslandsbanka árið 1930. Þessi samsetning: of mikil eftirspurn í efnahagslífinu samhliða verðfalli sjávarafurða og óróleiki á alþjóðafjármálamörkuðum var uppskrift að nýrri gjaldeyriskrísu sem hinn nýi seðlabanki þurfti brátt að fást við. Hins vegar virðist landið hafa fyrirgert lánstrausti sínu í Bretlandi eftir gjaldþrot Íslandsbanka og því var ekki í boði að taka lán til að styrkja gjaldeyrisstöðuna. Var það þrautalendingin í annað sinn að beita innflutningshöftum til þess að tryggja fastgengi krónunnar við pundið þó það væri ekki lengur gulltryggt.

Rammagrein 2. Gullfótur sem verðlagsmarkmið

Gulltrygging gjaldmiðla fól í sér eitt mjög skýrt markmið fyrir seðlabanka heimsins og það var talið sjálfsgagt að þeir hefðu sjálfstæði til þess að fylgja því eftir. Sumir bankanna – líkt og Englandsbanki og Íslandsbanki hinn fyrsti – voru jafnvel í einkaeign. Gullfóturinn kollvarpaðist eftir fyrra stríð vegna þess að sú alþjóðasamvinna sem er grundvöllur peningastjórnunar af þessu tagi sundraðist. Bretar voru sú þjóð sem hélt utan um þessa samvinnu á níttjándu öld en höfðu í raun tapað öllu gullinu frá sér til Bandaríkjanna eftir

fyrira stríð. Bandaríkjamenn voru ekki tilbúnir til þess að leiða nýtt gullfótarsamstarf – þess vegna endaði gulltryggingin með ósköpum þar sem seðlabankar ýmissa þjóðlanda börðust um gull heimsins með stýrivaxtahækkunum.

Vandamálið stóð þó mun dýpra en þetta. Gulltryggingin var í raun verðlagsmarkmið þar sem löndum bar að tryggja að gjaldmiðlar þeirra rýrnuðu alls ekkert í verði. Það fól í sér að *verðbólgu* varð að svara með *verðhjöðnun*. Verðhjöðnun var aftur á móti kostnaðarsöm og átti sér aðeins stað í kreppu og atvinnuleysi. Staðreyndin er nefnilega sú að flestar nafnstærðir sem tengjast einstaklingum eiga erfitt með að lækka nema með töluverðum harmkvælum. Það er bæði tafsamnt verk og erfitt fyrir einstök fyrirtæki, og jafnvel atvinnugreinar, að semja um beinar launalækkanir nema þá í algerri neyð. Starfsmenn hljóta ávallt að vera tortryggir gagnvart því að gefa eftir áunnar hækkunar og réttindi, auk þess að líta í kringum sig til launa annarra í sambærilegum störfum. Þess vegna velja fyrirtæki gjarnan þá leið að spara launakostnað með því að segja upp fólki og draga úr framleiðslu í stað þess að lækka laun. Þannig eru þau örugg um að halda besta fólkinu ánægðu í starfi í stað þess að hætta á það að starfsmenn bregðist við lægri launum með því að slá slöku við eða leggja inn umsóknir á öðrum stöðum. Þessi kostnaður við verðhjöðnun hækkaði verulega þegar kom fram á tuttugustu öld með tilkomu verkalýðsfélaga í hverjum fólk bast samtökum um að standa gegn nafnlaunalækkunum.

Í upphafi kreppunnar miklu árið 1929 var það álit flestra hagfræðinga að verðhjöðnun væri leiðin til efnahagsbata þar sem framboð myndi mæta eftirspurn á lægra verði. Það gekk ekki eftir. Verðhjöðnunin skapaði aðeins meiri samdrátt og atvinnuleysi. Það sem verra var – þá ógnaði atvinnuleysið lýðræði og stjórnskipan Vesturlanda. En eftir kreppuna miklu hafði álit hagfræðinga snúist við og lítið var á verðhjöðnun sem mestu ógn efnahagslífsins.

Gulltryggingin var einnig mjög erfið fyrir lítil opin hagkerfi – einkum fyrir hráefnisútflytjendur líkt og Ísland – sem voru háðir verðsveiflum á alþjóðamörkuðum. Eina stundina var útflutningsverðlag hátt og fjármagn streymdi inn í hagkerfið. Samkvæmt gullfótarfyrirkomulaginu bar að svara slíku fjárflæði með lækkun vaxta – raunar átti það að gerast sjálfvirk um leið og fjármálakerfi fylltist af lausafé. Það örvaði síðan efnahagslífið, leiddi til aukinnar eftirspurnar og hærra verðlags þannig að innflutningur ykist til jafns við útflutning. En aðra stund féll útflutningsverðlag aftur og engin erlend þjóð vildi lengur kaupa saltaða síld og greiðslujöfnuði tók aftur að blæða með viðskiptahalla. Þá þurfti að spóla öllu til baka – hærri vextir þindu fram verðhjöðnun og lægri eftirspurn – þannig að innflutningur fylgdi útflutningi niður á við. Þannig var þróun greiðslujafnaðar, hreyfiaflið sem var innbyggt í gullfótinn ákaflega erfið fyrir Ísland – og þrautaráðið var ávallt að setja á höft og innflutningsskammtanir á þeim tíma er landið var á gullfæti eða tengt við hið gulltryggða breska pund.

Fastgengi studd með innflutningshöftum 1931-1960

Banki undir stjórn stærstu viðskiptavina?

Íslandsbanki hafði á árunum fyrir fyrra stríð fylgt erlendum vöxtum í vaxtaákvörðunum sínum líkt og aðrir bankar á gullfæti. Hann hafði að einhverju leyti gert tilraunir til þess að hækka forvexti í greiðslujafnaðarkrísunni árið 1920 en ljóst er af blaðaumfjöllun, að því var mjög illa tekið. Það má raunar efast um að hann hafi haft raunverulegt pólitískt umboð til þess að beita stýrivöxtum sem stjórnæði. Landsbankinn virðist í fyrstu atrennu hafa ætlað sér að starfa sem hver annar banki á gullfæti. Vextir Landsbankans höfðu staðið í 7% á þriðja áratugnum en í ljósi þess að verðhjöðnun var til staðar hérlendis þá fól þetta í sér mjög hátt raunvaxtastig. Bankinn hækkaði forvexti sína í 8% í september haustið 1929 við upphaf kreppunnar miklu og fylgdi þar öðrum erlendum seðlabönkum eftir en lækkaði þá aftur í desember sama ár í 7½%. Virðist bankinn hafa ætlað að beita vöxtum til þess að styðja við fastgengið. Hins vegar snerist kúrsinn eftir setningu fjármagnshafta 1931. Bankinn lækkaði þá forvexti sína niður í 6% á næstu tveimur árum. Þar stóðu þeir óhreyfðir fram til stríðsloka 1945 er þeir voru lækkaðir niður í 5%.

Í bók sinni *Orsakir erfiðleikanna í atvinnu og gjaldeyrismálum* – sem gefin var út árið 1938 – telur Benjamín J. Eiríksson að peningastefna Landsbankans hafi verið orðin of slök frá árinu 1933 og stýrivextir bankans of lágir. Of slök peningastefna hafi þá verið á góðri leið með að koma hagkerfinu úr jafnvægi með halla á greiðslujöfnuði.³² Verðbólga var þá á bilinu 3-4%. Jafnframt því var ljóst að það markmið Landsbankalaganna, að ríkið væri ekki að draga að sér lánsfé úr bankanum, gengu ekki eftir. Sem kunnugt er, er það ígildi beinnar peningarentunar að fjármagna ríkisútgjöld með lánnum úr seðlabanka – það gerði ríkissjóður óspart. Kvað svo mikið að þessu að bankastjórar Landsbankans fundu sig knúna til þess að birta opinbera greinargerð árið 1949 þar sem þeir kröfðust þess að lántökum ríkissjóðs og ríkisfyrirtækja yrði hætt – þess í stað myndi ríkið huga að því að fara að greiða til baka útistandandi lán. Það var einnig álit bankastjórnanna þriggja að fjármálastefna ríkisins væri aðalorsök verðbólgunnar á þessum tíma.

Benjamín J. Eiríksson heldur því jafnframt fram í bók sinni frá árinu 1938 að orsökina fyrir því að Landsbankinn beitti ekki vaxtateki sínu í samræmi við það þjóðhagslega markmið sem honum var gefið væri sú að helstu lánþegar viðskiptabankahlutans hefðu í raun náð stjórn á vaxtaákvörðunum hans. Hér vísaði hann til þess að bankaráðið væri nær eingöngu skipað hagsmunaðilum úr atvinnurekstri. Það sást vel að áður nefndur Jón Árnason, formaður bankaráðs Landsbankans frá árinu 1929 til ársins 1945, var samtímis einn af framkvæmdastjórum Sambands íslenskra samvinnufélaga. Fljótlega eftir að tédur

32 Sjá Benjamín H. J. Eiríksson (1938).

Jón verður formaður bankaráðsins hættir Landsbankinn að beita forvöxtum sínum til þess að ná þeim hagstjórnarmarkmiðum sem honum voru sett með lögunum frá 1928. Hins vegar virðist vaxtastjórnunin hætta eftir setningu hafta árið 1931. Það sést af því að í júní árið 1933, setti Alþingi *Lög um bann við okri* sem settu 8% vaxtaþak á óveðtengda útlánavexti. Vaxtaþakið átti við vexti með lánaálagi (e. credit spread) sem hlaut að fela í sér að þak forvaxta Landsbankans er voru það sem kallast áhættulausir vextir hlutu að liggja neðar. Svo kannski má segja að Landsbankinn hafi með þessu verið sviptur sjálfræði til vaxtaákvæðana af löggjafanum.

Upphaf höfrungahlaupsins?

Þann 2. janúar árið 1941 boðuðu átta verkalýðsfélög verkfall. Þau voru Dagsbrún, Hið íslenska Prentarafélag, Bókbindarafélagið, Iðja, Félag verksmiðjufólks, Félag járníðnaðarmanna, Bakaraveinafélagið, Sveinafélag húsgagnasmiða og Félag íslenskra hljóðfæraleikara. Á forsíðu Þjóðviljans á gamlársdag árið 1940 var verkfallið útskýrt með eftirfarandi hætti „Atvinnurekendur hafa enn ekki gengið að kröfum Dagsbrúnar og annarra verkalýðsfélaga, veldur því illvilji stór atvinnurekendanna, sem vilja beygja verkamenn undir ofríki sitt og arðrán“.³³ Ljóst er samt af efnahagsumræðu þess tíma að rót verkfallanna var annars vegar mikil verðbólga eða dýrtíð eins það var þá kallað vegna vöruskorts er fylgdi heimsstyrjöldinni. Verkalýðsfélögin vildu fá „dýrtíðaruppbót“. Hins vegar virtist það vera Bretavinnan sem hafði komið íslenskum vinnumarkaði í uppnám. Ísland hafði vorið áður verið hernumið af Bretum og þeim lá á að koma upp varnarvirkjum. Til þess þurftu þeir íslenskt vinnuafli og voru tilbúnir að borga vel. Það hafði síðan smitast út og orðið ný viðmiðun fyrir aðra íslenska launþega.

Tveimur dögum seinna eða þann 4. janúar 1941 skrifaði ungur hagfræðingur – Ólafur Björnsson – grein er bar yfirskriftina Kaupgjaldssamningarnir og dýrtíðin. Þar segir Ólafur: „Það þarf því ekki spámann til þess að sjá fyrir afleiðingar þeirrar stefnu í kaupgjaldsmálum sem nú virðast ætla að verða ofan á. Hinn takmarkaði innflutningur, jafnframt síaukinni kaupgetu og hömlum á álagningu vara, hlýtur óhjákvæmilega að draga í kjölfar sitt nokkuð sem ekki verður umflúið þó kaupgjald fari hækkandi í hlutfalli við dýrtíðina og meira til, og verður öllu tilfinnanlegra en dýrtíðin, nefnilega stórfeldan vöruskort í landinu. Það ætti engum að koma á óvart, þó svo færi að óbreyttu ástandi, er líða tæki á árið, að sjá mætti biðraðir fyrir utan fleiri búðardyr...“³⁴

Allt gekk þetta eftir eins og Ólafur hafði spáð. Verkalýðsfélögin fengu umbeðnar launahækkanir og meira í viðbót í ýmsum öðrum vinnustöðvunum sem fylgdu í kjölfarið.

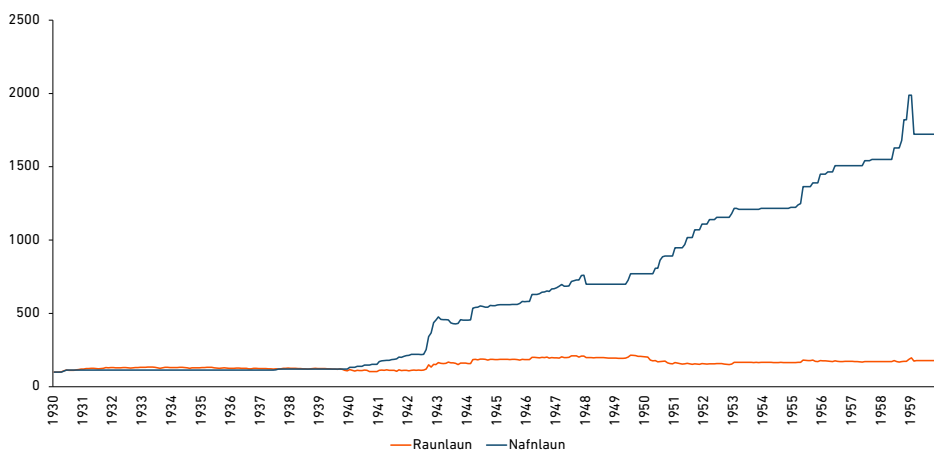
33 „8 verkalýðsfélög boða verkfall 2.jan“. (1940).

34 Sjá Ólafur Björnsson (1941).

Þessar hækkanir komu hins vegar strax fram með hækkun verðlags og auknum vöruskorti. Hófst nú leikur er átti eftir að standa til 1960 með víxlverkun launa, verðbólgu og innflutningshafta sem glögglega sjá á mynd 5 hér að neðan hvernig nafnlaun hækkuðu en kaupmáttur stóð samt sem áður í stað.

Mynd 5: Raunlaun og nafnlaun á Íslandi eftir mánuðum

Miðað við lágmarksdagvinnutaxta og vísitölu neysluverðs, 1930 til 1959 (jan. 1930 = 100)

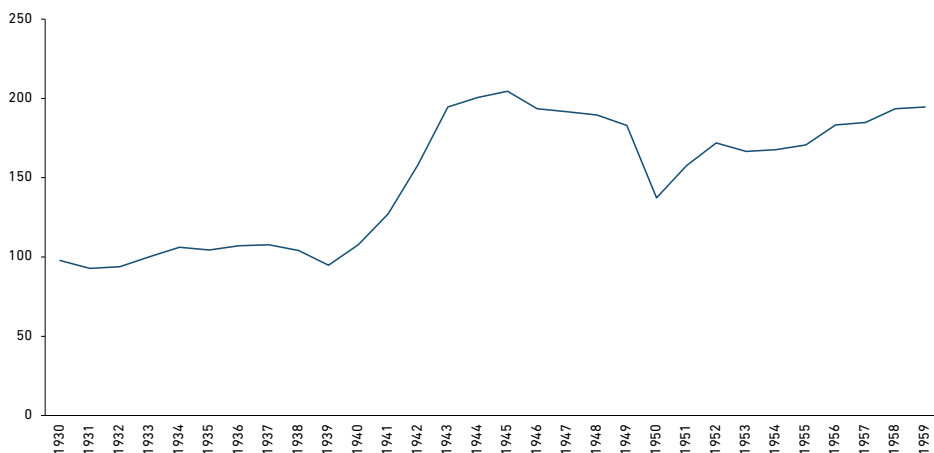


Heimild: Hagstofa Íslands

Á Íslandi hafði frá upphafi fullveldis verið þverpólitísk samstaða um að viðhalda fastgengi. Svo var einnig áfram á stríðsárunum. Miklar launahækkanir og verðbólga urðu því til þess að raungengi krónunnar tvöfaldaðist á árunum 1941-1942, eins og sjá má af mynd 6 hér að neðan. Almennur vöruskortur og kafbátarárásir Þjóðverja takmörkuðu mjög innflutning til landsins er varð þó til þess að fastgengið varð ekki fyrir þrýstingi á stríðsárunum – en það breyttist fljótt í stríðslok.

Mynd 6: Raungengi krónunnar

1930 til 1959



Heimild: Hagstofa Íslands

Hafi skoðun Benjamíns verið rétt árið 1938, að peningamálastefna Landsbankans hafi verið of lausgirt og 6% stýrivextir verið of lágir, er ljóst að steininn tók úr á stríðsárunum þegar erlendur her tók að byggja varnarvirki af ýmsum gerðum á landinu. Eins og farið var yfir hér að ofan vildi millipinganefndin frá 1925 fela Landsbankanum það starf að vera Seðlabanki samhliða því að starfa sem viðskiptabanki til þess að tryggja rétta miðlun peningastefnunnar. Var þar vísað til kenninga Knut Wicksell. Samkvæmt Wicksell átti seðlabanki að stjórna eftirspurn með setningu innlánavaxta. Ef mikil fjárfesting og neysla var í gangi gerði hann ráð fyrir því að innlán yrðu tekin út og þá myndi Seðlabankinn bregðast við með hækkun innlánavaxta. Ef eftirspurn væri takmörkuð myndu innlánin bunkast inn í bankann sem myndi bregðast við með lækkun vaxta til þess að hvetja til neyslu og fjárfestingar. Hvað sem um þessa kenningu má segja er ljóst að hún snerist upp í andhverfu sína á stríðsárunum. Almennigur fékk gríðarmiklar launahækkanir en gat ekkert keypt fyrir launin. Fólk brást við með því leggja peninginn inn á bankabók. Bankarnir fylltust innlánum. Landsbankinn brást við gríðarlegri aukningu innlána með því að lækka vexti niður í 5% árið 1945 – hvort sem það hefur verið vegna þess að bankinn hugsaði fremur sem viðskiptabanki en seðlabanki, eða hvort hann fylgdi lögmáli Knut Wicksell um að láta einmitt vexti fylgja framboði innlána sem millipinganefndin hafði séð fyrir sér. Í öllu falli var slík peningaleg slökun á þenslutíma – sem seinna stríð óneitanlega var hérlendis – mjög óheppileg eins og síðar átti eftir að koma á daginn.

Ísland greiðsluþrota í þriðja sinn árið 1946

Ísland átti gríðarlegar gjaldeyrisinnistæður við stríðslok 1945 vegna mjög ábatasamrar fisksölu í Bretlandi. Árið 1944 hafði hin svo kallaða Nýsköpunarstjórn – samstjórn Sjálfstæðisflokks, Sósíalistaflokks og Alþýðuflokks – tekið við völdum. Hún ákvað að nýta helming gjaldeyrisinnistæðnanna til „nýsköpunar“ í atvinnulífinu með því að kaupa nýja togara og báta til landsins. Hinn helmingur forðans hvarf síðan í geigvænlegum viðskiptahalla þegar Íslendingar hófu aftur utanríkisviðskipti á hinu gríðarháa raungengi stríðsáranna. Þannig endurtók sagan sig – og Íslendingar lentu í sömu stöðu við lok seinna stríðs og hafði gerst við lok hins fyrra: Þeir urðu greiðsluþrota.

Þann 21. október 1946 var þá áður nefndur Ólafur Björnsson kallaður ásamt þremur öðrum hagfræðingum³⁵ á fund 12 manna nefndar alþingismanna úr öllum flokkum. Þá var Nýsköpunarstjórnin sprungin vegna deilna um varnarmál og gjaldeyriseignir landsins voru brátt á þrotum. Þessir fjórir hagfræðingar mynduðu þá svokallaða Hagfræðinganefnd og skiluðu álit 22 dögum síðar. Þeir sáu engin ráð önnur en að herða höftin til þess að ná viðskiptahallanum niður. Í þriðja skipti frá fullveldi hafði þjóðarskútuna rekið upp í fjöru

35 Hinir hagfræðingarnir voru Gylfi Þ. Gíslason, Klemens Tryggvason og Jónas Haralz. Sjá Álit hagfræðinganefndar (1947).

greiðsluþrota – og viðbrögðin voru þau sömu og fólust í herðingu innflutningshafta og síðan vöruskömmun innanlands. Var nú gengið lengra en nokkru sinni fyrr eða síðar. Var embætti skömmunarstjóra stofnað og skömmunarseðlum útbýtt til fjölskyldna til kaupa á matvælum, fatnaði og svo framvegis. Við lok seinni heimsstyrjaldar var Ísland að nafninu til ein ríkasta þjóð Evrópu en gat þó ekki flutt inn í ávexti nema aðeins fyrir jólin! Í kjölfarið fylgdi millifærslukerfi, útflutningsbætur til handa sjávarútvegi og síðan fjölgengiskerfi. Það var svo Bandaríkjastjórn sem skar Íslendinga – hina nýju bandalagsþjóð í Kalda stríðinu – niður úr snörinni með Marshallaðstoð og annarri fyrirgreiðslu.

Árið 1957 birti vikublaðið *the Economist* stuttan pistil um Ísland undir fyrirsögninni *Tight little Island*. Titillinn vísaði til frægrar kvikmyndar frá árinu 1949 um skipsstrand við eyju undan ströndum Skotlands. Skipið var hlaðið 50.000 tonnum af viskí og eyjarskeggar gripu tækifærið fegins hendi til þess að fara allir saman á kenderí. Líkingin við Ísland var þá augljós þar sem landið hafði sannarlega fengið sinn hluta af strandgóssi úr stríðinu til þess að drekka fyrir. Þeir höfðu ekki aðeins auðgast á styrjöldinni, heldur einnig fengið Marshallaðstoð sem var einungis ætluð stríðshrjáðum ríkjum Evrópu. Í ofanálag var staða landsins í Kalda stríðinu notuð til þess að kría út ýmis lán og fríðindi frá Bandaríkjunum og Sovétríkjunum til skiptis. En flestir þessir fjármunir brunnu á báli óráðsía og viðvarandi ójafnvægis í þjóðarþúskapnum. Í augum umheimsins var því Ísland eyjan með strand-viskíið þar sem drykkja og timburmenn skiptust á með sífelldum reddingum og bráðabirgðaráðstöfunum í efnahagsmálum.

Hvað fór úrskeiðis?

Hin raunverulega undirstaða *aukins* kaupmáttar er *aukin* framleiðni – það er hvað hver vinnustund skilar í *auknu* verðmæti. Að baki framleiðninni eru síðan tæknibreytingar, bætt menntun og góðar félagslegar undirstöðu (e. social capital). Þegar lítið er til lengri tíma er hægt að búast við 1-2% framleiðniaukningu á ári og það er sú prósentu sem kaupmáttur getur vaxið um að meðaltali. Nafnlaunahækkunar umfram þetta mark skila aðeins verðbólgu. Í svo litlu og opnu hagkerfi sem hinu íslenska þar sem stór hluti neysluvara er innfluttur er hins vegar hægt að ná fram kaupmáttarstökkum ef þróun viðskiptakjara og útflutnings er mjög hagstæð, sem sagt ef góðæri ríkir í sjávarútvegi. Þá geta nafnlaunahækkunar umfram framleiðni skilað kaupmætti sem stafar af hækkun raungengis er skilar hagstæðara innflutningsverðlagi. Sú sæla er hins vegar yfirleitt skammvinn – og gengur til baka.

2. janúar 1941 markar söguleg tímamót. Eftir þennan dag skiljast leiðir með *nafnlaunum* og *raunlaunum* á Íslandi og hefur þessi aðskilnaður verið til staðar allt fram á vora tíma. Það er engum vafa undirorpið að í efnahagskerfi þar nafnlaun og raunlaun fylgjast ekki að getur fastgengisstefna ekki gengið upp nema í takmarkaðan tíma. Launahækkunar umfram

framleiðni *hljóta* að hækka raungengið – draga úr útflutningi og hvetja áfram innflutning og leiða til viðskiptahalla. Viðskiptahallann verður að fjármagna með erlendu fjármagni – en það getur aðeins gerst í takmarkaðan tíma. Fyrir eða síðar mun viðskiptahallinn valda því að efnahagslífið kemst í greiðsluþrot nema þá aðeins að raungengið sé *leiðrétt* með gengisfellingu.

Svo má heita að þverpólitískur vilji hafi verið til staðar til þess að viðhalda fastgengi. En þar sem hefðbundnum hagstjórnartækjum var ekki beitt – var gripið til hafta. Benjamín J. Eiríksson hagfræðingur kallaði höftin „stíflugarða á floti“ þar sem ef stíflað væri á einum stað – myndi lækurinn fljótlega flæða framhjá og skapa þörf fyrir nýjan garð. Allt varð að gera til þess að halda eftirspurn í skefjum, hindra innflutning og koma í veg fyrir viðskiptahalla. Það kom fljótlega í ljós að ekki var nóg að setja innflutningshöft – heldur varð einnig að stoppa neyslu og fjárfestingu innanlands með boðum og bönnum. Þessi viðleitni – að viðhalda fastgengi án hefðbundinna hagstjórnartækja varð til þess að íslenskt efnahagslíf breyttist í vöndunarhús reglugerða, skammtana og síðan fjölgengis. Ein afleiðing þess var að lífskjör hérlendis stóðu í stað frá stríðslokum fram til ársins 1960 – þrátt fyrir mjög harða verkalýðsbaráttu á þessum tíma og miklar nafnlaunahækkanir.

Bretton-Woods fastgengissamstarfið 1960-1971

Gulltrygging án sársauka

Þann 1. júlí 1944 komu 730 fulltrúar saman frá öllum 44 bandalagsþjóðum í stríðinu gegn hinum svokölluðu Öxulveldum í litlum bæ í New Hampshire sem heitir Bretton-Woods. Fundurinn var haldinn að frumkvæði Breta og Bandaríkjamanna – en þeir John Maynard Keynes, efnahagsráðgjafi fjármálaráðherra Bretlands, og Harry Dexter White, fjármálaráðherra Bretlands, höfðu verið í forsvari fyrir undirbúningsvinnuna. Ráðstefnan stóð yfir í 3 vikur og á henni var hamrað saman nýtt fyrirkomulag í alþjóðapeningamálum – sem hinar sigruðu þjóðir áttu einnig eftir að taka upp eftir stríð. Bar þetta fyrirkomulag nafn ráðstefnustaðarins og var kallað Bretton-Woods. Í stað gulls var Bandaríkjadollar settur sem miðjumynt samstarfsins – það er aðildarríkjum var skylt að halda föstu dollaraverðmæti á gjaldmiðlum. Bretton-Woods fastgengið var þó ólíkt gullfætinum að því leyti að hliðranir – gengisfellingar – voru leyfðar ef mikið ójafnvægi skapaðist á greiðslujöfnuði, svo sem vegna áfalla í útflutningsgeiranum án þess að löndin þyrftu að endurheimta fyrra gengi. Verðhjöðnun, sem áður hafði verið litið á sem eðlilegt aðlögunarferli í efnahagsmálum var nú orðin einn helsti ótti hagfræðinga. Annað mjög mikilvægt fráhrarf frá gullfætinum var að Bretton-Woods fastgengið gerði ekki ráð fyrir frjálsum fjármagnsflutningum – aðildarlöndum var leyft að hafa fjármagnshöft ef þau svo kysu. Hins vegar var gert ráð fyrir því að færslur innan viðskiptajafnaðar – utanríkisviðskipti – væru frjáls. Jafnframt

var stofnaður sérstakur aðili – Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn – til þess að halda utan um fastgengissamstarfið og hjálpa löndum sem lentu í greiðslujafnaðarferfiðleikum með skammtímalánum.

Ísland átti sína fulltrúa á Bretton-Woods ráðstefnunni³⁶ og Alþingi samþykkti aðild landsins að þessu samstarfi. Þingið samþykkti einnig aðild að Alþjóðagjaldeyrissjóðnum sem var stofnaður árið 1945. Hins vegar höfðu íslensk stjórnvöld lítinn áhuga á samskiptum við þessar nýju stofnanir lengi vel – enda höfðu þau lengi úr nógu fjármagni að spila frá Bandaríkjunum – svo sem með Marshallaðstoðinni. Þá var íslensk efnahagsstefna sem byggði á höftum við lýði og síðan fjölgengi sem var ekki beinlínis í samræmi við viðmið þessa samstarfs.³⁷ Þetta breyttist þó árið 1960 í kjölfar myndunar Viðreisnarstjórnarinnar þar sem gerð var regin breyting á efnahagsstefnu stjórnvalda. Gengi krónunnar var fellt um tæp 60% og jafnframt var létt á tollum og viðskiptahöftum. Svo má segja að Bretton-Woods fyrirkomulagið hafi því myndað ramma í kringum efnahagsstefnu Viðreisnarstjórnarinnar er hélt allt til ársins 1971.

Nýr seðlabanki 1961

Í bók sinni frá árinu 1938 – *Orsakir erfiðleikanna í hagstjórn í atvinnu- og gjaldeyrismálum* – gerði Benjamín það því að tillögu sinni að stofnaður yrði sérstakur, stakur seðlabanki sem myndi „lúta aðeins Alþingi.“³⁸ Honum varð svo að ósk sinni tæpum aldarfjórðungi síðar. Árið 1961 varð seðlabankinn að sérstakri stofnun. Samkvæmt nýjum lögum var bankastjórnin – hinir þrír seðlabankastjórar – skipuð beint af ráðherra en fimm manna bankaráð var kosið á Alþingi. Skyldi bankastjórnin og bankaráðið ákveða saman vexti. Ljóst er þó að aflögunum má sjá að Seðlabankinn var ekki sjálfstæður – en það kemur fram í fjórðu grein frumvarpsins:

„Í öllu starfi sínu skal Seðlabankinn hafa náð samstarf við ríkisstjórnina og gera henni grein fyrir skoðunum sínum varðandi stefnu í efnahagsmálum og framkvæmd hennar. Sé um verulegan ágreining við ríkisstjórnina að ræða, er Seðlabankanum rétt að lýsa honum opinberlega og skýra skoðanir sínar. Hann skal engu að síður telja það eitt meginhlutverk sitt að vinna að því, að sú stefna, sem ríkisstjórnin markar að lokum, nái tilgangi sínum.“

Eins og lögín eru skrifuð var Seðlabankanum ekki fengið annað markmið en það að styðja

36 Þeir voru Magnús Sigurðsson bankastjóri Landsbankans, Ásgeir Ásgeirsson bankastjóri Útvegsbankans og Svanbjörn Frimannsson aðalbókari Landsbankans. Ritari nefndarinnar var Marta Thors.

37 Sjá Jónas Haralz. (2002). Frá Kreppu til viðreisnar. „Ísland og Bretton-Woods stofnanirnar, 1944 til 1960. Reykjavík. Hið íslenska bókmenntafélag.

38 Sjá Benjamín H. J. Eiríksson (1938).

við efnahagsstefnu stjórnvalda – hver sem hún annars yrði. Í skýringum með frumvarpinu er þetta orðað svo:

„En með tilliti til þess, að margar ákvarðanir bankastjórnar Seðlabankans eru mjög mikilvægar fyrir þróun efnahagsmála í heild, er gert ráð fyrir því, að bankastjórnin hafi í starfi sínu náin samráð við ríkisstjórnina annars vegar (sbr. 4. gr.) og bankaráð sem fulltrúa Alþingis gagnvart bankanum hins vegar. Er æskilegt, að á komist náði og heilbriggt samstarf þessara aðila um að móta stefnu bankans og störf.“

Í reynd fól þetta í sér að Seðlabankinn hafði ekki sjálfstætt ákvörðunarvald hvað varðar peningastefnuna – einkum þó hvað varðaði vexti. Enn fremur gerðu lögin ekki ráð fyrir því að stýrivöxtum væri beitt til þess að halda jafnvægi í hagkerfinu heldur var bankanum aðeins ætlað að „vinna að því, að peningamagn í umferð og framboð lánsfjár sé hæfilegt miðað við það, að verðlag haldist stöðugt og framleiðslugeta atvinnuveganna sé hagnýtt á sem fyllstan og hagkvæmastan hátt“. Þess í stað var Okurlögnum frá 1933 varpað yfir á bankann þar sem honum var fengið það hlutverk að ákvarða hámarksvexti á Íslandi með valdboði. Fyrrverandi aðalhafgfræðingur og aðstoðarbankastjóri Seðlabankans – Bjarni Bragi Jónsson – orðaði það svo „að með þessu var stjórn málaöflunum opnuð hagfelld leið til þess að fórna fjársparnaði landsmanna til friðþægingar við almenna kröfugerð.“³⁹ Vísaði hann þar til þess að raunvextir voru yfirleitt neikvæðir eftir stofnun Seðlabankans – allt fram til Ólafslaga 1979 er verðtrygging var lögtekin á Íslandi.

Jóhannes Nordal var skipaður seðlabankastjóri árið 1961 og formaður bankastjórnar frá árinu 1965 og sat sem slíkur allt til ársins 1993. Til hliðar við hann voru gjarnan skipaðir seðlabankastjórar úr röðum stjórnmalamanna. Var svo litið á að Sjálfstæðisflokkur ætti annan stólinn en Framsóknarflokkur hinn. Jóhannesi var nokkur vandi á höndum þar sem eftir efnahagsumbæturnar 1960 var Seðlabankanum ætlað að halda greiðslujöfnuði landsins í jafnvægi í samræmi við Bretton-Woods samstarfið í nokkurn veginn frjálsum utanríkisviðskiptum. Það varð bankinn þó að gera án þess að geta beitt stýrivöxtum – þar sem lágir vextir voru með raun og réttu stefna stjórnvalda. Lausn vandans var sú að grípa til bindiskyldu.

Bindiskyldan fól í sér að viðskiptabankarnir þurftu að leggja 18-27% af innlánnum sínum inn til Seðlabankans. Á síldarárunum fengu íslenskar útgerðir gríðarlegar útflutningstekjur sem þær lögðu inn á viðskiptareikninga sína í íslenskum bönkum. Hækkun bindiskyldunnar kom í veg fyrir að bankarnir myndu lána út þessar nýju innistæður. Hugsun Seðlabankans með þessum aðgerðum var einkum sú að koma í veg fyrir útlánavöxt bankanna og aukningu

39 Sjá Bjarna Braga Jónsson (1998).

peningamagns í umferð er kæmi síðar fram með aukningu eftirspurnar og innflutnings. Hins vegar kom það fyrir lítið er fram leið. Með lögnum frá 1961 var Seðlabankanum gert skylt að reka stofnlánadeild fyrir sjávarútveginn. Og svo fór að öllum innlánnum sem Seðlabankinn tók frá viðskiptabönkunum var skóflað til baka inn í efnahagslífið annars vegar með afurðalánnum til sjávarútvegsins og hins vegar með lánnum til ríkissjóðs. Flaug það um að bindiskylda Seðlabankans væri í raun réttnefnd „flæðiskylda“ þar sem peningurinn hafi í raun ekki verið bundinn í bankanum heldur flæddi hann strax út aftur.⁴⁰ Þegar kom fram á áttunda áratuginn hafði Seðlabankinn í raun verið sviptur stýritækjum sínum.

Sátt og verðtrygging á vinnumarkaði

Viðreisnarstjórninni var mikið í mun að ná sátt á vinnumarkaði og stöðva höfrungahlaupið í launahækkunum – og varð nokkuð ágengt í því efni. Í heildarkjarasamningum vorið 1964 var til að mynda vinnuvikan stytt, orlofið lengt og greiðslur fyrir eftirvinnu hækkaðar. Síðar komu aðrar félagslegar umbætur er núverandi lífeyriskerfi var komið á fót og gert var átak í húsnæðismálum sem Breiðholtið ber vitni um. En samningarnir 1964 gerðu einnig ráð fyrir verðtryggingu launa. Með þeirri aðgerð ætlaði stjórnin sér að koma böndum á verðbólgu þar sem verkalýðsfélögin þyrftu þá ekki að heimta miklar nafnlaunahækkningar af ótta við verðbólgu heldur yrði kaupmáttur tryggður. Með þetta að veganesti var ákveðið að hækka ekki nafnlaun þetta ár.⁴¹ Þessi tilraun til þjóðarsáttar átti þó eftir að draga langan slóða á eftir sér þar sem verðtrygging launa getur ekki farið saman með sveigjanlegu nafngengi. Tilgangur gengislækkana er að lækka raungengi og raunlaun. Ef laun eru verðtryggð munu þau hækka sjálfkrafa um leið og gengið er fellt og alda víxlverkana kemst af stað þar sem verðlag hækkar og gengið lækkar til skiptis. Þetta átti brátt eftir að sýna sig í verki.

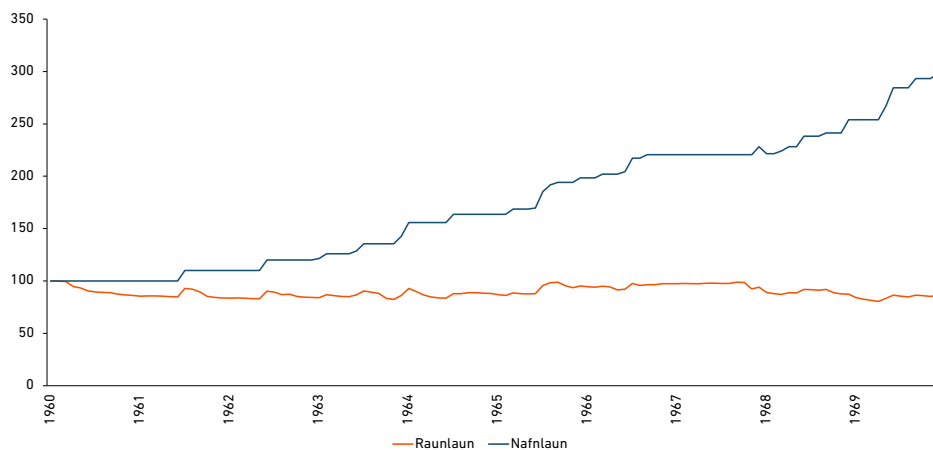
Sjöundi áratuginn varð tími mikillar kaupmáttaraukningar eftir langa stöðnun árin á undan. Hins vegar voru þetta aðeins tímabundnir sigrar. Nafnlaun héldu áfram að hækka umfram raunlaun eins og sjá má af mynd 7 hér að neðan. Ef aftur er tekið mið af lágmarksdagvinnutaxta Dagsbrúnar fyrir almenna verkamannavinnu þá alls þrefaldaðist hann frá 1960-1970.

40 Sjá Eiríkur Guðnason (1989).

41 Sjá 5. Frumvarp til laga um verðtryggingu launa, 1964.

Mynd 7: Raunlaun og nafnlaun á Íslandi eftir mánuðum

Miðað við lágmarksdagvinnutaxta og vísitölu neysluverðs, 1960 til 1969 (jan. 1960 = 100)



Heimild: Hagstofa Íslands

Ísland nýtti sér heimildir Bretton-Woods kerfisins til þess að fella gengið um tæp 12% árið 1961 í kjölfar mikilla launahækkana þá um sumarið, um 25% árið 1967 og aftur 35% árið 1968. Yfirlýst ástæða hinna tveggja stóru gengisfellinga 1967-68 var hrún síldveiðanna á þessum tíma. En þær voru þó með öðrum þræði lagfæring á raungenginu eftir mikla hækkun þess vegna verðbólgu og launahækkana.

Hvað fór úrskeiðis?

Þó Viðreisnarstjórnin hæfi starfstíma sinn á miklum efnahagsumbótum – þá var þeim ekki fylgt nægjanlega vel eftir með því að taka upp sömu vinnubrögð við hagstjórn eins og aðrar þjóðir, svo sem með því að viðhalda stöðugleika með beitingu vaxta. Hinn ný-sjálfstæði seðlabanki fékk þó ákveðið svigrúm til þess að viðhalda efnahagslegum stöðugleika með bindiskyldu sem einkum hafði þýðingu fyrir greiðslujöfnuð landsins. Það sem virðist einnig hafa unnið með bankanum er að Bretton-Woods fastgengistengingin var álitin trúverðug héraendis og þjónaði því sem akkeri fyrir verðbólguvæntingar þrátt fyrir nokkrar stórar gengisfellingar. Þá virðist íslenskt efnahagslíf hafa unnið upp óstjórn árána á undan með gífurlegri aukningu í framleiðni á viðreisnarárunum – sem ásamt mikilli aukningu í útflutningi vegna síldveiðanna stóðu undir mikilli aukningu í kaupmætti á tímabilinu. Bretton-Woods fastgengisárin standa því upp úr sem stöðugleikatímabil í íslenski hagsögu – þrátt fyrir að á nútímamælikvarða hafi svo sannarlega þensla og verðbólga verið til staðar.

Rammagrein 3. Þýðing greiðslujafnaðar

Löng hefð er fyrir því að setja utanríkisviðskipti hvers lands upp sem greiðslujöfnuð sem eins konar bókhaldsjafna fyrir hagkerfið er mælir fjárflæði til og frá landinu. Greiðslujöfnuður er samtala viðskiptajafnaðar (af viðskiptum með afurðir og greiðslur fyrir framleiðsluþætti fjármagns og vinnuafls) og fjármagnsjafnaðar (flutningi fjármagns milli landa)⁴² og er því hægt að rita með eftirgreindum hætti:

$$\text{Viðskiptajöfnuður} + \text{fjármagnsjöfnuður} = \text{greiðslujöfnuður}$$

Samkvæmt skilgreiningu er greiðslujöfnuður núll. Það felur í raun í sér að fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður þurfa ávallt að standast – og þá í rauninni spegla hvorn annan. Þó greiðslujöfnuður sé ávallt 0 samkvæmt skilgreiningu getur myndast ójafnvægi á einstökum liðum hans – svo sem vegna viðskiptahalla. Það getur gerst ef viðskiptakjör versna vegna lækkunar á verði útflutnings eða útflutningsframleiðsla minnkar vegna til dæmis aflabrests í sjávarútvegi. Þá myndast viðskiptahalli sem þarf að fjármagna með annað hvort erlendum lántökum eða sölu erlendra eigna – að öðrum kosti hlýtur gengi krónunnar að lækka til þess að útflutningstekjur og innflutningskaup standist á.

Ef engin erlend lántaka er möguleg – en genginu er samt haldið föstu – blasir ekkert annað við en greiðsluþrot líkt og gerðist árin 1920, 1931 og 1945. Að sama skapi mun mikið erlent fjárinnstreymi hækka gengi krónunnar sem og valda þenslu innanlands er mun leiða til viðskiptahalla líkt og gerðist árið 2000 og aftur á árunum fyrir hrun. Ef fjármagnsinnstreymið stoppar af einhverjum orsökum stendur viðskiptahallinn eftir ófjármagnaður og þrýstingur kemur á gengið til lækkunar líkt og gerðist árin 2001 og 2008. Árið 2001 nægði 20-30% gengislækkunin til þess að viðskiptahallinn snerist í afgang og gjaldeyrismarkaðurinn náði nýju jafnvægi. Árið 2008 dugði 50% gengislækkun ekki til vegna þess að erlendir gjaldeyrisþakaupmenn voru með stórar stöður, eða um 650 milljarða, inni í íslenska fjármagnskerfinu. Setning fjármagnshafta varð því þrautalending á þeim tíma.

42 Margs konar skilgreininga- og mælingavandamál fylgja þessari framsetningu. Helsta gagnrýnin á þessa framsetningu er að mörg viðskipti sem eru talin saman í bæði viðskiptajöfnuði og fjármagnsjöfnuði feli ekki í sér raunverulegar fjárfærslur á milli landa. Þannig hljóti ávallt að vera verulegt misræmi á milli þeirrar tölu sem samtala utanríkisviðskipta gefur og niðurstöðu greiðslujafnaðar sem er ætlað að mæla raunverulegar fjármagnsfærslur til og frá landinu. Mælingarvandráðin sem síðan fylgja afleiðuviðskiptum, óúppgefnum erlendum eignum og skammtíma högnunarviðskiptum á gjaldeyrismarkaði og fleiri slíkum hlutum eru síðan ærið mörg.

Í litlum, opnum hagkerfum með eigin mynt birtast vandamál í greiðslujöfnuði bæði á gjaldeyrismarkaði og fjármagnsmarkaði. Ástæðan er einföld: Þegar hreint útstreymi er til staðar renna peningar af reikningum fjármálastofnana og streyma út um gjaldeyrismarkaðinn. Það er því ekki að undra að í opnum hagkerfum fara gjaldeyriskreppur og bankakreppur yfirleitt saman og eru kallaðar tvíburakreppur.⁴³ Þessi tvíburatengsl gera seðlabönkum á litlum myntsvæðum erfitt um vik að þjóna sem lánveitendur til þrautavara þar sem mikil peningaprentun er ávisun á gengisfall þegar hinir nýprentuðu seðlar leita á gjaldeyrismarkaðinn og leita útgöngu.

Það hefur löngum verið talið eitt meginhlutverk seðlabanka að reyna að mæta sveiflum í gjaldeyrisflæði með því að kaupa gjaldeyri og safna í forða þegar greiðslujöfnuður er með afgangi og síðan selja úr forðanum ef halli er til staðar. Þess vegna er greiðslujöfnuður iðulega skilgreindur sem breyting í gjaldeyrisforða seðlabanka, líkt og ritað er upp hér að neðan:

Greiðslujöfnuður = Breyting í gjaldeyrisforða

Yfirleitt hafa seðlabankar fremur þröngt svigrúm til að beita slíkum aðgerðum til þess að halda gjaldeyrismarkaði og fjármálakerfi í jafnvægi til lengdar ef mikill afgangur/halli er á fjármagnsjöfnuði eða viðskiptajöfnuði. Mikil gjaldeyriskaup geta leitt af sér mikla aukningu peningamagns í umferð. Ef seðlabankinn bregst við þeirri aukningu með því að kaupa þennan „umfram“ gjaldeyri af markaði afhendir hann um leið nýjar krónur inn í bankakerfið. Af þeim sökum verður Seðlabankinn að stýfa gjaldeyrissinngrípin með því að taka krónurnar til baka í endurhverfum viðskiptum við bankana eða með því að selja innlendar eignir á markaði.

Skriðgengi 1971-1989

Nixon skellurinn

Þann 15. ágúst 1971 tilkynnti Richard Nixon hina svokölluðu *Nýju efnahagsstefnu* (e. *New Economic Policy*) sem átti að „skapa hagsæld án stríðs“. ⁴⁴ Þessar tillögur snerust meðal annars um að afnema gulltryggingu dollars til þess að geta fellt gengi hans innan Bretton-Woods samstarfsins og leggja 10% toll á allan innflutning. Þessar tillögur gengu síðan eftir undir nafninu *Nixon-skellurinn* (e. *Nixon shock*) þar sem téður Nixon hafði ekki haft

43 Sjá nánar um tvíburakreppur hjá Kaminsky og Reinhart (1999).

44 Sjá Office of the historian (e.d.).

samráð við önnur ríki innan Bretton-Woods samstarfsins áður en þær komu fram. Þetta var upphaf að endalokum samstarfsins sem endaði algerlega einu til tveimur árum síðar. Bandaríkjamenn voru á þeim tíma orðnir uppgefnir á því að viðhalda þessu samstarfi og á því að þurfa að taka tillit til alls heimsins í peningamálastefnu sinni. Ríkisútgjöld höfðu aukist verulega vegna Víetnam stríðsins og ýmissa nýrra velferðaráætlana (e. Great society) og viðhorfið þar vestra á þessum tíma var að aukin verðbólga þyrfti ekki að vera svo slæm ef hún yrði til þess að skapa fleiri störf. Þetta gekk gegn afstöðu sumra annarra landa innan Bretton-Woods samstarfsins líkt og Þjóðverja sem vildu ekki sjá neitt annað en verðstöðugleika. Eftir árið 1973 voru helstu gjaldmiðlar heimsins komnir á flot og verðbólga hækkaði nær alls staðar í heiminum – á sama tíma bundust helstu olíuframleiðsluríki samtökum undir merkjum OPEC um að draga úr framleiðslu og hækka olíuverð. Til að mynda jókst meðalverðbólga í Bandaríkjunum, hún fór frá því að vera 2,3% á sjöunda áratugnum til þess að vera rúm 7% á þeim áttunda, en á ársgrundvelli fór verðbólga þar hæst í 12–14%.

Á Íslandi varð fall Bretton-Woods samstarfsins til þess að botninn datt alveg úr peningastefnunni. Það sem kom verðbólgunni af stað upphaflega var ný tækni í togveiðum þegar skuttogarar komu á sjónarsviðið. Á sama tíma var landhelgin færð út í 50 mílur árið 1972 og svo í 200 mílur árið 1976. Skuttogaravæðingin var efnahagsleg hvatning þar sem þá fóru saman gríðarleg aukning í útflutningi og miklar fjárfestingar í sjávarútvegi. Og þegar verðbólgan var eitt sinn komin af stað – stoppaði hún ekki. Það var ekki aðeins að verðbólguhraðinn ykist hérlandis eftir 1971, heldur urðu verðhækkanirnar stöðugar og raunar sjálfvirkar þar sem launin voru verðtryggð og eltu því verðbólguna. Verðbólgan var því ekki lengur hluti af einhverri aðlögun – svo sem að laga raungengi og raunlaun að raunverulegum þjóðhagslegum aðstæðum – heldur aðeins samfelld hækkunarskriða, sem er réttnefnd óðaverðbólga.⁴⁵

Raungengismarkmið

Sú peningastefna sem Íslendingar fylgdu kallast skriðgengi (e. crawling peg) og felst í því að gengið er fellt í sífellu til þess að halda raungengi stöðugu þrátt fyrir mikla verðbólgu til þess að tryggja jafnvægi í greiðslujöfnuði. Þessi peningastefna á sér fordæmi erlendis – einkum hjá ríkjum í S-Ameríku og hafði alls staðar sömu afleiðingar.⁴⁶

Þar sem sjávarútvegur bar höfuð og herðar yfir aðrar útflutningsgreinar má segja að þessi

45 Óðaverðbólga er þýðing orðsins „hyperinflation“. Erlendar skilgreiningar á óðaverðbólgu eru mismunandi. Alþjóðlega reikningskilaráðið (the International Accounting Standards Board) skilgreinir óðaverðbólgu þegar uppsöfnuð þriggja ára verðbólga fer yfir 100%. Cagan (1956) skilgreindi hins vegar óðaverðbólgu sem verðbólgu sem er meiri en 50% verðhækkun á mánuði.

46 Sjá umfjöllun hjá Sebastian Edwards. (2018). Monetary Policy in Iceland: An Evaluation

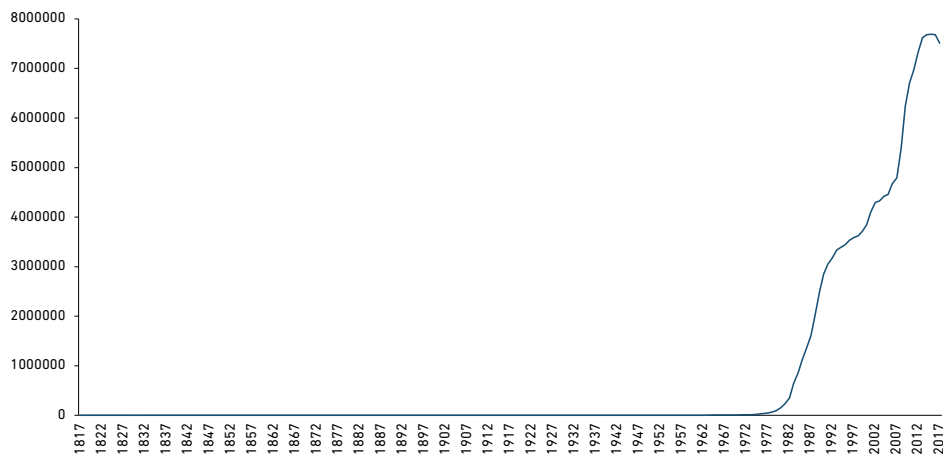
hagstjórn hafi komið út sem óbeint auðlindagjald. Ef vel gekk í greininni smitaðist velgengnin út í hagkerfið með launa- og verðlagshækkunum sem hækkaði raungengi krónunnar. Hærra raungengi jók kaupmátt almennings en dró sjálfkrafa úr hagnaði sjávarútvegsfyrirtækja. Ef illa gekk í sjávarútvegi var nafngengið fellt og raungengið lækkað. Þessi stefna hefur stundum verið kölluð 0-reglan í peningamálastjórnun, það er raungengið hreyfðist með þeim hætti að meðalhagnaður í sjávarútvegi stóð ávallt á núlli. Þetta varð til þess að aðalfundir Landssambands íslenskra útvegsmanna (LÍÚ) urðu með eftirsóttari viðburðum þar sem upplýsingar um almennan rekstur sjávarútvegsfyrirtækja gáfu til kynna þá gengislækkun er var í vændum hverju sinni.

Þessi peningastefna varð síðan til þess að það tókst á loft verðbólgukrúfa með víxlhækkun launa og verðlags – eða ef til vill öllu heldur víxlverkun launahækkana og gengisfellinga sem leiddi til þess að verðbólga hljóp á 30-50% allan áttunda áratuginn og náði upp yfir 100% þegar hæst stóð í stönginni við upphaf níunda áratugarins. Þessi víxlverkun varð nokkurn veginn sjálfvirk vegna þess að laun voru verðtryggð – þau eltu því strax verðbóluskellina uppi. Þjóðarsáttin frá Viðreisnarárunum varð því að sprengiefni um leið og verðbólgan fór af stað.

Hægt er að orða það svo að verðbólguvæntingar landsmanna hafi misst fótfestu og fólk fór að reikna almennar verðlagshækkanir inn í allar sínar ákvarðanir. Þannig fara aðilar efnahagslífsins að hækka verð í sífellu án þess að sérstök ástæða sé fyrir hendi önnur en sú að allir hinir væru einnig að hækka sitt verð. Ísland verðbólguáranna var land þar sem allir höfðu gert sér væntingar um ákveðna verðbólgu og tóku ákvarðanir í samræmi við þær og sú staðreynd hélt verðbólgunni gangandi. Það var á dagskrá hvernar einustu ríkisstjórnar að ná henni niður en án árangurs. Að kveða niður verðbólgu drauginn var það oft kallað á þeim tíma en kraftaskáld gáfust fá.

Mynd 8: Verðlag á Íslandi

Almenn verðvísitala, 1817 til 2017



Heimild: Hagstofa Íslands

Eins og áður segir var ekkert raunverulegt hagstjórnarmarkmið til staðar eftir fall Bretton-Woods og Seðlabankinn hafði verið sviptur tækjasjálfstæði. Samkvæmt seðlabankalögnum frá árinu 1960 bar Seðlabankanum að ákveða hámarksvexti fyrir bæði innlán og útlán – vextir umfram það voru taldir okur og lögbrot. Í stuttu máli fylgdu vextir Seðlabankans verðbólgunni ekki eftir sem leiddi til þess að raunvextir urðu verulega neikvæðir, eða um –20%, á áttunda áratugnum. Neikvæðir raunvextir eyða sparifé fólks. Kannski er rangt að nota hugtakið að eyðast þar sem verðmætið hverfur ekki heldur er millifært til lántakenda sem þurfa ekki að greiða nema hluta af lánum sínum til baka – hitt sér verðbólgan um að strika út. Þannig fela 20% neikvæðir raunvextir það í sér að fimmtungur sparifjár landsmanna var millifærður til lántaka á hverju ári og þá hlýtur að ganga fljótt á höfuðstólinn.

Eftir því sem leið á áttunda áratuginn tók bönkunum að blæða út þar sem innistæður drógust hratt saman að raunvirði. Raunpeningamagn M3 (sem er að langmestu leyti bankainnistæður) mælt sem hlutfall af landsframleiðslu hafði löngum verið um 40% af landsframleiðslu en þegar dró að lokum áttunda áratugarins var þetta hlutfall komið í 25% og raunveruleg útlánageta bankanna hafði því minnkað sem því nam. Við lok áttunda áratugarins var íslenskt fjármálakerfi farið að skekkjast verulega á grunninum og verulegar blikur komnar á loft yfir efnahagslífinu.

Upphaf verðtryggingar

Þann 15. mars 1979 steig Ólafur Jóhannesson forsætisráðherra í ræðustól Alþingis og mælti fyrir lögum um verðtryggingu lánsfjár sem hafa síðan tekið nafn af honum og kallast Ólafslög. Það hefur hins vegar ekki farið hátt í umfjöllun en í téðum lögum – nánar tiltekið í greinum 28–30 – er gefið fyrirheit um peningamagnsmarkmið fyrir Ísland. Akkerið var sett þannig upp að peningamagn í umferð átti ekki aukast hraðar en 25% innan ársins. Möglega hefði verið hægt að líta á þetta sem útvíkkun á beitingu bindiskyldunnar sem áður segir frá. Raunar höfðu slík peningamagnsmarkmið þá komist í tísku í Evrópu, svo sem í Bretlandi og Þýskalandi. Hugmyndin var sú að láta verðbólguna brenna út sitt eigið eldsneyti með því að halda peningarentun í skefjum. En ef peningamagn jókst ekki í takt við verðbólgu myndaðist lausafjárskortur sem leiddi til hækkunar vaxta og samdráttar útlána í bankakerfinu. Þessi aðferðafræði heppnaðist býsna vel hjá Þjóðverjum en gekk ekki upp hér. Kannski var ekki nægjanleg alvara á bakvið hana. Þess má geta að í næstu grein Ólafslaga – það er grein númer 31 – er gert ráð fyrir því að gengið sé ávallt fellt til að „ná settu markmiði um viðskiptajöfnuð en tryggja jafnframt rekstrargrundvöll útflutningsatvinnuveganna og samkeppnisgreina“. Hér gengur því markmiðin hvort gegn öðru.

Sagan segir að Ólafur hafi sjálfur samið þessi lög við eldhúsborðið heima hjá sér. Lögin sjálf gerðu að vísu lítið til þess að stoppa verðbólguna sjálfa. Hún átti eftir að magnast enn frekar upp næstu ár á eftir og ná hámarki árið 1983 þegar hún skaust stuttlega upp í 100% á mánaðargrundvelli. En Ólafslögin takmörkuðu skaðann vegna óðaverðbólgunnar í fjármagnskerfinu sjálfu með því að gera raunvexti jákvæða. Þau gerðu það líka að verkum að enginn hagnaðist lengur á verðbólgu í gegnum neikvæða raunvexti. Það virðist hafa verið mjög mikilvægt lóð á vogarskálarnar til þess að snúa hugum kjósenda og þrýstihópa gegn verðbólgunni. Að lokum kallaði það stjórnmalamenn landsins til raunverulegra aðgerða. Er líklega leitun að öðrum jafn áhrifaríkum íslenskum ritverkum sem samin hafa verið við eldhúsborð en Ólafslög.

Fyrsta skrefið var tekið árið 1983 þegar stjórnvöld lýstu yfir fastgengi og afnámu vísitölutengingu launa, en þá lækkaði verðbólgan frá um 100% niður í 20–30%. En fastgengið hélt ekki sem akkeri og dróst með botni með áframhaldandi gengisfellingum. Næsta skref var stigið með því að gefa vaxtamyndun frjálsa árið 1985 og árið 1986 var Seðlabankinn þá leystur undan þeirri skyldu að auglýsa hámarksvexti fyrir landið. Vaxtastigið hækkaði verulega eftir að frelsi komst á og endurspeglaði þá fjármagnspurrð sem var þá til staðar eftir langvarandi neikvæða raunvexti er höfðu nagað niður sparnað landsmanna. Verðbólgan virtist samt sem áður þrálát.

Hvað fór úrskeiðis?

Kannski má segja að allt hafi farið úrskeiðis eftir að Bretton-Woods fastgengiskerfið leystist í sundur og ekki var lengur aðhald að utan. Íslendingar höfðu því ekki lengur raunverulegt akkeri við hagstjórn og Seðlabankinn hafði hvorki tækjasjálfstæði né pólitískt umboð til þess að grípa til aðgerða. Óvitaskapur er eiginlega orðið sem kemur upp í hugann þegar litið er til allra þeirra fálmkennu atrenna til þess að ná verðbólgunni niður með alls kyns handaflsaðgerðum, snúningum og reddingum. Bankarnir brugðust einnig við verðbólgunni með því að stytta útlánin, setja uppsagnarskilmála í lánasamninga, lána með breytilegum vöxtum og fara fram á fyrirframgreidda vexti. Hinn venjulegi launamaður sem stóð í húsbyggingum á þessum tíma eyddi miklum tíma í það að framlengja víxlum í bankastofnunum. Neikvætt raunvaxtastig á áttunda áratugnum gróf þar af leiðandi undan íslenska bankakerfinu og skekkti miðlunarferli fjármagns og leiddi til sóunar í fjárfestingum og rekstri fyrirtækja.

Peningar nútímans eru það sem kallast á ensku „fiat money“ eða valdbóðs gjaldmiðlar þar sem ríkisvaldið hefur fyrirskipað þá sem verðeiningu og stjórnar framboði þeirra en tryggir ekki virði þeirra að öðru leyti. Virði valdbóðsgjaldmiðla veltur því á trúverðugleika

hagstjórnarinnar. Verðbólga á bilinu 40-50% ber því vitni um lítinn eða engan trúverðuleika íslenskra yfirvalda. Brugðist var við þessum trúverðuleikaskorti með því að taka upp verðtryggingu – sem er að hugsun keimlík gömlu gulltryggingunni þannig að fólk gæti gengið að sínum peningalegu eignum og skuldum á föstu verðmæti. En til þess að kveða niður verðbólgu drauginn þurfti bæði að rjúfa vítahring launahækkana og gengislækkana, skapa tiltrú almennings á verðstöðugleika og toga verðbólguvæntingar aftur niður. Það varð aðeins gert með sterku akkeri í peningamálum og aðhaldsaðgerðum í efnahagsmálum.

Rammagrein 4. Ódyseifur bundinn við mastrið – reglur við hagstjórn

Árið 1958 birti nýsjálenski hagfræðingurinn William Phillips grein er bar titillinn *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*. Þar sýndi hann fram á neikvæð tengsl á milli breytinga í nafnlaunum og atvinnustigi.⁴⁷ Þetta var gripnið upp af tveimur þekktustu hagfræðingum eftirstriðsáranna í Bandaríkjunum Paul Samuelson og Robert Solow í grein sem þeir birtu tveimur árum síðar: Þegar verðbólga var há var atvinnuleysi lágt og öfugt.⁴⁸ Þetta fól í sér að það voru fórnarskipti á milli verðbólgu og atvinnuleysis sem voru gjarnan sett upp með svokallaðri Phillips-kúrfu. Þessi hugmynd var gripin fegins hendi af stjórnvöldum víða um heim – þar sem þegar öllu var á botninn hvolt var peningastefnan alls ekkert einkamál hagfræðinga eða seðlabankamanna og snerist ekki aðeins um verðstöðugleika. Peningastefnan var með raun og réttu atvinnustefna – og skaðinn af verðbólgu hlaut að vera miklu minni en kostnaðurinn af atvinnleysi. Þannig hlutu seðlabankar að vera undir styrkri stjórn almannavaldsins til þess að tryggja að hin rétta samsetning verðbólgu og atvinnuleysis væri til staðar. Var nú tekið að mündla með ýmsar efnahagsaðgerðir er juku eftirspurn og verðbólgu – og meðal annars urðu Bandaríkin að losa sig út úr Bretton-Woods til þess að geta einbeitt sér betur að þessu verkefni eins og áður er frá sagt.

Það kom síðan fljótlega í ljós að fórnarskiptin á milli verðbólgu og atvinnuleysis héldu aðeins til skamms tíma – og byggðu á því að verðbólgan kæmi fólki á óvart. Hún byggði á því að fólk fengi nýprentaða seðla í hendurnar eða nafnlaunahækkun og álitni að það hefði kaupmátt sem var raunverulega ekki til staðar þar sem verðlag hækkaði samtímis. Það kom síðan í ljós að fólk aðlagði verðbólguvæntingar sínar að raunverulegri verðbólgu. Þegar kom fram á áttunda áratuginn voru þessi fórnarskipti horfin – og vestræn ríki horfðu bæði fram á verðbólgu og atvinnuleysi samtímis. Það er því mjög lýsandi að frá árinu 1974 hafa

47 Sjá Phillips (1958).

48 Sjá Samuelson og Solow (1960).

verið veitt sjö nóbelsverðlaun í hagfræði til manna sem hafa með einhverjum hætti barið Phillips-kúrfuna til baka úr heimi hagfræðinnar sem villukenningu.⁴⁹

Niðurstaðan úr hinni hagfræðilegu umræðu sem spratt upp í kjölfar Phillips-kúrfunnar var sú að peningamálastefnan þyrfti á *trúverðugleika* að halda. Grundvöllur þess að pappírseðlar sem hafa ekkert innra virði í sjálfu sér hafi tiltrú fólks er að fólk treysti útgefanda þeirra. Efnahagslífið er skipað fólki sem tekur framsýnar ákvarðanir. Seðlabankar hafa aðeins beina stjórn á skammtímastærðum og áhrif þeirra á efnahagslífið eru einkum í gegnum væntingamyndun. Til þess að hafa raunveruleg áhrif varð peningastefnan að vera samkvæm (e. consistent) – hagstjórnaryfirvöld urðu að standa við gefin loforð um verðgildi peninga. Þau gátu til að mynda ekki lýst yfir fastgengi – það er að hver útgefinn seðill hefði fast verðgildi við aðra mynt hvort sem það var bandaríkjadollar eða þýskt mark – með þeirri áætlun að fella gengið eftir þörfum en samt ætlast til þess að almenningur tryði þessu falska fastgengisloforði. Auðvitað hlýti fólk að fella væntingar um yfirvofandi gengisfellingu inn í væntingar sínar. Hagstjórnaryfirvöld gætu ekki leyft sér að beita hagstjórnartækjum að eigin geðþótta (e. discretion) eða því sem hentaði hverju sinni til þess að ná ýmsum ólíkum markmiðum til skiptis. Þar sem það yrði síðan til þess að yfirvöld næðu engum markmiðum – þar sem þau yrðu ómarktæk í hugum fólks.

Til þess að vera marktækur varð seðlabankinn að skuldbinda sig með trúverðugum hætti með hagstjórnarreglum sem tengdu saman markmið og aðgerðir með föstum hætti. Líkt og Ódysseifur forðum sem lét binda sig við mastrið á bát sínum til þess að láta ekki heillast af sírenunum. Þetta varð niðurstaða þeirra Finn E. Kydland og Edward Prescott í grein er þeir rituðu árið 1977 og bar heitið *Rules rather than discretion*.⁵⁰ Að þeirra áliti var reglan sú að „ekkert annað kerfisbundið ákvörðunarferli nýtir upplýsingar með samkvæmum og fyrirsjálegum hætti.“ Enn fremur töldu þeir að heppilegra væri í lýðræðisþjóðfélagi að reglurnar væru „auðskiljanlegar svo það væri augljóst hvenær hagstjórnaryfirvöld mættu víkja frá þeim.“ Í þessu framhaldi hlaut það vera heppilegast að setja hagstjórnarreglu fyrir verðbólgu sem byggði á vaxtasvörun – það er að Seðlabankinn myndi bregðast við væntri verðbólgu með því að hækka nafnvexti og ýta raunvöxtum upp.⁵¹

49 Þeir hagfræðingar sem hafa fengið þessi nóbelsverðlaun eru þeir F.A. Hayek, Milton Friedman, Robert E. Lucas, Finn E. Kydland, Edward Prescott, Edmund Phelps, Robert A. Mundell, Thomas Sargent og Christopher Sims.

50 Sjá Kydland og Prescott (1977).

51 Sjá Bennett T. McCallum (1981).

Einhliða fastgengi 1989-2001

Heimsókn kanslarans

Þann 30. nóvember 1978 kom Helmut Schmidt kanslari Vestur-Þýskalands í heimsókn til Bundesbank (Þýska seðlabankans) í herþyrlu. Erindi hans var að sannfæra bankann um að taka þátt í stofnun nýs evrópsks myntkerfis er bar nafnið European Monetary system (EMS) innan Efnahagsbandalags Evrópu þar sem Þýska markið yrði miðjumynt. Hann hóf fundinn með klukkutíma langri ræðu um strategískt mikilvægi EMS fyrir Vestur-Þýskaland sem stæði enn veikt á alþjóðavísu eftir ósigurinn í seinna stríði. Þegar ræðunni var lokið gerði seðlabankastjórinn, Otmar Emminger, gagnsókn að kanslaranum. Bundesbankinn var mjög á móti hugmyndinni. Of lengi hafði bankinn verið lokaður inni í Bretton-Woods fastgengissamstarfinu með Bandaríkjunum og öðrum veikari ríkjum sem tóku ekki verðbólgu alvarlega. Fall hins gamla fastgengissamstarfs fól það í sér að nú hafði Bundesbankinn fengið sjálfstæði til þess tryggja verðstöðugleika með því að nota peningamagn í umferð sem viðmið eða akkeri peningastefnunnar. Rimma kanslarans og seðlabankastjórans stóð í 4 tíma. Niðurstaðan varð málamiðlun. Bundesbankinn myndi opinberlega taka þátt í nýju fastgengissamstarfi – en samt sem áður myndi peningastefna bankans miða við að halda verðstöðugleika í Þýskalandi. Né heldur myndi Bundesbankinn hjálpa veikari gjaldmiðlum að halda föstu gengi við markið – ef til gjaldyriskrisu kæmi. Við það skildu þeir. Þegar Helmut Schmidt tapaði kanslaraembættinu til nafna síns Kohl 4 árum síðar, eða árið 1982, kenndi hann Otmar Emminger um tapið þar sem Bundesbankinn hafði brugðist við olíverðshækkuninni 1979/80 með vaxtahækkunum. Fundinum var hins vegar haldið leyndum í 30 ár – allt til ársins 2008.⁵²

Ári síðar var hið Evrópska myntkerfi stofnað með svokölluðu ERM (Exchange Rate Mechanism fyrirkomulagi til þess að ná verðstöðugleika. ERM-kerfið byggði á reiknieiningunni ECU (e. European Currency Unit).⁵³ ERM var ætlað að viðhalda fastgengi með annað hvort 2,25% eða 6% vikmörkum og því samhliða var búið til millifærslukerfi á milli Evrópulandanna til þess að vega upp á móti straumköstum í greiðslujöfnuði þeirra. Þýska markið hafði nær þriðjungsvægi í ECU og varð brátt þungamiðja ERM – kerfisins sem hornsteinn verðstöðugleika. Hægt er að orða það svo að lönd með verðbólguvanda hafi flutt inn Þýskan verðstöðugleika með festingu við ECU. ERM-kerfið gafst mjög vel fyrir Evrópuríkin á níunda áratugnum.

EMS kerfið var mjög svipað að uppbyggingu og Bretton-Woods – með einni mjög mikilvægri

52 Sjá Marsh (2008).

53 Á þessum árum var vægi evrópumynta í ECU eftirfarandi: Þýska markið 32%, Franski frankinn 20%, Breska pundið 12,5%, Hollenska gyllinið 10%, Belgíski frankinn 8%, Ítalska líran 7,85%, Spænski pesetinn 4%, Danska krónan 2,65%, Portúgalski Escudo 0,7%, Gríska Drakman, 0,5% og Lúxembúrgíski frankinn 0,3%.

undantekningu. Bretton-Woods fastgengið var sett upp miðað við höft á fjármagnsflutningum á milli landa og gengishliðranir áttu að miðast við stöðu viðskiptajöfnuðar. EMS miðaði við frjálsa fjármagnsflutninga. Það átti eftir að hafa verulega þýðingu síðar þegar spákaupmenn fóru að veðja gegn fastgengi einstakra gjaldmiðla.

Þýskaland sameinaðist árið 1990. Þjóðverjar juku ríkisútgjöld til þess að byggja upp austrið og griðarlegur efnahagsuppgangur fylgdi í kjölfarið. Þá hækkaði Bundesbankinn vexti til þess að viðhalda þýskum verðstöðugleika. Þar með skaut gengi þýska marksins upp á gjaldeyrismörkuðum og dró ERM-löndin upp með sér sem miðjumynt kerfisins. Þessi gengishækkun setti þrýsting á aðildarlöndin og dró að spákaupmenn. Það varð til dæmis til þess að Bretar yfirgáfu ERM-kerfið á *Svarta miðvikudeginum* þann 16. september árið 1992 eftir árás gjaldeyrisspákaupmanna með George Soros í broddi fylkingar, sem frægt er orðið. Almennt séð varð ERM-gjaldeyriskreppan til þess að skipta löndum Evrópu upp í tvo hópa – þau sem stefndu að þátttöku í sameiginlegri Evrópumynt og síðan þau lönd er völdu fljótandi gengi sem miðaðist við verðbólguþröskulmið.

Við upphaf tíunda áratugarins ákváðu önnur lönd sem stóðu utan Evrópubandalagsins að gerast skuggafélagar að ERM-kerfinu og binda gjaldmiðla sína einhliða við ECU. Það gerðu Noregur og Finnland árið 1990 og Svíþjóð árið 1991. Í stuttu máli gafst ERM illa fyrir skandinavísku löndin, enda var tímasetningin mjög óheppileg þar sem téð lönd urðu brátt bankakreppu að bráð og þurftu að glíma við verulegan fjármagnsflóttu. Svíar til að mynda hækkðu millibankavexti upp í 500% árið 1992 til þess verja fastgengið á sama tíma og fjármálakrísa geysaði en gáfust síðan upp. Hefur sænska krónan flotið síðan. Reynsla Íslendinga varð þó önnur og betri.

Þjóðarsátt og fastgengi 1989

Eftir langvarandi verðbólgu varð þrautaráð íslenskra stjórnvalda að fara að fordæmi annarra Evrópuríkja og nota fastgengi sem akkeri til þess að ná niður verðbólgu með því að binda gengi krónunnar með $\pm 2,25$ vikiðmörkum við körfu 17 gjaldmiðla eftir vægi í utanríkisviðskiptum landsins. Þessi akkerisleið heppnaðist ákaflega vel þar sem verðbólga lækkaði frá því að vera rúm 20% í desember árið 1989 niður í það að vera 1,5% í desember þremur árum seinna. Eftir þennan góða árangur tóku landsmenn það skref í ársbyrjun 1992 að tengja krónuna við ECU að þremur fjórðu. Þegar ERM-krisan reið yfir sátu Íslendingar utan við öll ólátin á erlendum mörkuðum þar sem fjármagnshöft voru enn við lýði. Brugðist var við hækkun þýska marksins með því að fella gengi krónunnar um 6% í nóvember árið 1992 og síðan aftur um 7% í júlí 1993. Samt sem áður var fastgenginu haldið sem akkeri þrátt fyrir að önnur Norðurlönd hlýpu fyrir borð og verðbólga tókst ekki aftur af stað þrátt fyrir að gengið væri fellt.

Fastgengið 1989 heppnaðist aðeins með hinni svokallaðari Þjóðarsátt árið 1990. Grundvöllur þeirrar sáttar var að allar starfsséttir skyldu fá sömu kauphækkunir og að verðbólguþáttur yrðu lagðar til grundvallar kaupmáttarmarkmiðum. Til þess að áréttta þetta markmið um launajöfnuð voru kjarasamningar háskólamenntaðra ríkisstarfsmanna (sem gerðu ráð fyrir meiri kauphækkunum og ýmsu öðru) afnumdir með lögum. Með þessari lagasetningu voru launahlutföllin fest niður á Íslandi og höfrungahlaupið hætti um stund. Þannig var skapaður grundvöllur fyrir fast gengi í rúman áratug. Vextir á Íslandi voru gefnir frjálssir árið 1985 og brátt tók að myndast vísir að fjármálamarkaði.

Hins vegar voru stærri og dýpri breytingar að eiga sér stað. Það gamla Ísland sem var skapað í upphafi kreppunnar með ríkisvæðingu bankakerfisins árið 1930, fjármagnshöftum árið 1931, lagasetningu vaxta árið 1933 og síðan viðamiklum pólitískum afskiptum af atvinnulífinu var í raun komið í þrot. Árið 1990 höfðu lífsskjör í landinu ekki hreyfst í um það bil áratug og á hverju ári hafði landið fallið niður um sæti í samanburði við aðrar þjóðir hvað varðaði landsframleiðslu á mann. Þorsstofninn var hruninn og við blasti verulegur samdráttur í útflutningi landsins. Íslendingar hlutu að þurfa að takast á við efnahagsumbætur. Ef lítið var til landanna í kring var ljóst að Ísland með allan sinn haftabúskap var algerlega sér á parti í hinum vestræna frjálssa heimi sem það hafði raunar verið allt frá lokum fyrri heimstyrjaldar. Næstu ár voru tími mikillar endurskipulagningar í atvinnulífinu þar sem til að mynda stórar viðskiptablokkir líkt og Samband íslenskra samvinnufélaga hurfu af sjónarsviðinu. Gjaldþrota sjávarútvegur var endurreistur á grundvelli framseljanlegra aflaheimilda og svo mætti áfram telja. Þá áttu sér stað margvíslegar umbætur í ríkisrekstri, svo sem upptaka virðisaukaskatts og lækkun fyrirtækjaskatta. Og svo með inngöngu á hið Evrópska efnahagssvæði árið 1994 má segja að landsmenn hafi loksins komið inn úr kuldanum eftir rúmlega sextíu ára sjálfskipaða útleð, hvort sem var frá frjálssu markaðshagkerfi eða viðskiptasamvinnu Evrópuþjóða.

Seðlabankinn bannar verðtryggingu

Með lækkun verðbólgunnar eftir 1989 varð verðstöðugleikinn svo fastur í hendi að gripið var til aðgerða til þess að minnka vægi verðtryggingar. Fyrsta kastið, árið 1995, var á þann veg að bannað var að verðtryggja innlán til skemmri tíma en 12 mánaða og aðeins mátti verðtryggja útlán til lengri tíma tíma en tveggja ára. Ári síðar, eða árið 1996, var lágmarksbinditími innlána aukinn í 3 ár og þremur árum síðar, eða árið 1998, var lágmarkslengd útlána aukin í fimm ár. Lokaáfangi breytinganna átti síðan að vera árið 2000 þegar verðtrygging innlána skyldi bönnuð með öllu og lágmarkstímalengd verðtryggðra útlána skyldi verða 7 ár. Þessi síðasti áfangi kom þó aldrei til framkvæmda.

Bæði viðskiptabankarnir og Seðlabankinn höfðu sínar ástæður fyrir því að vilja

draga úr vægi verðtryggingar á þeim tíma. Bönkunum virðist hafa hugnast það illa að skammtímainnlán væru verðtryggð þar sem þeir óttuðust að verða fyrir eins konar innra bankaáhlaupi þar sem sparifjáreigendur gætu, af ótta við verðbólgu, hlaupið úr óverðtryggðum innlánnum yfir í verðtryggð í skyndingu ef verðbólga væri í uppsiglingu. Þannig gæti verðtryggingarjöfnuður bankanna skekkst verulega á skömmum tíma og þeir tapað stórum fjárhæðum á verðbólguþotum þar sem ómögulegt væri að aðlaga eignahliðina til samræmis á svo skömmum tíma, eða verja sig gegn verðbólgu með öðrum hætti.⁵⁴

Hvað Seðlabankann varðar, voru menn þar á bæ að taka í notkun nýtt tæki við peningamálastjórnun sem fólst í ákvörðun skammtímaaxta í endurhverfum viðskiptum við viðskiptabanka. Það eru þeir vextir sem í daglegu tali kallast stýrivextir Seðlabankans. Jafnframt var komið á millibankamarkaði með nútímasniði árið 1998. Af þeim sökum var honum umhugað um að skapa nafnvaxtaróf í kringum stýrivextina með því að ýta verðtryggingu utar á vaxtarófið og jafnframt með því að ríkið gæfi út óverðtryggð skuldabréf. Hér voru því lagðar undirstöður að nútíma peningamálastjórnun.

Gjaldeyrisforði á protum - lok fastgengisstefnunnar 2001

En þó svo að margt breyttist á Íslandi var annað óbreytt. Þrátt fyrir þjóðarsáttina hækkuðu nafnlaun í landinu um 5-6% á ári að meðaltali frá árinu 1989 til ársins 2000. Það fól í sér að nafnlaunastig tvöfaldaðist á þessu tímabili. Á sama tíma óx vinnuafleifisþurn – þannig að árið 1999 var atvinnuleysi komið niður í 2% og fór lækkandi.

Ríkisfjármálastefnan var einnig of lausgyrt. Fjármál ríkissjóðs höfðu verið í tölverðri klemmu eftir að verðbólgan gekk niður. Það er enda svo að verðbólga er einhvers konar skattheimta þar sem þegnarnir fá afhenta pappírseðla í skiptum fyrir vörur eða vinnuframlag, en virði seðlanna brennur upp í höndunum á þeim og ríkið heldur verðmætunum eftir. Þannig er peningaprentun í óðaverðbólgu það sama og ef ríkið gæfi út innistæðulausar ávísanir. Í sumum löndum hefur verðbólga jafnvel verið sett viljandi af stað sem fjáröflunartæki fyrir hið opinbera, svo sem þegar viðkomandi land á í stríði eða þarf að borga stríðsskaðabætur líkt og Þýskaland eftir fyrri heimstyrjöldina. Í mörgum þróunarlöndum eru venjulegir skattstofnar einfaldlega of vanburða þannig að tekjuöflun með verðbólgu verður oft mjög freistandi.

Lægri verðbólga ásamt samdrætti í þjóðartekjum kom því ríkissjóði í verulegan fjármögnunarvanda. Í annan stað var skattkerfið sjálft mjög frumstætt og illa hugsað. Fyrirtækjaskattar voru einnig gríðarlega háir en skiluðu samt nær engu í ríkissjóð þar sem engin fyrirtæki skiluðu hagnaði. Árin í kringum 1990 voru þá tími mikillar

54 Sjá Seðlabanki Íslands (2003).

endurskipulagningar í skattheimtu – upptaka staðgreiðslu tekjuskatts, virðisaukaskatts og síðan lækkun fyrirtækjaskatta. Þessar umbætur skiluðu gríðarmiklum tekjum í ríkissjóð eftir að hagkerfið tók aftur við sér eftir 1995 – en brátt voru sömu hættir við ríkisfjármálastjórnina teknir upp að nýju. Árið 1999 var kosningaár og fjárlögin það ár voru sannkölluð kosningafjárlög sem örvuðu mjög eftirspurn í landinu.

Þriðja lagi voru íslenskir eignamarkaðir komnir mjög vel af stað. Um mitt ár 2000 voru 76 félög skráð á Verðbréfaþingi Íslands og til stóð að skrá DeCode á markað í Bandaríkjunum. Samtímis voru bankarnir farnir að sækja sér erlent heildsölufjármagn sem þeir endurlánuðu inn í íslenskt efnahagslíf – einkum til fyrirtækja. Mikil útlánaaukning fylgdi í kjölfarið. Á fyrri hluta ársins 1999 höfðu útlán innlánastofna vaxið um 35% frá sama tíma árinu á undan. Húsnæðisverð var einnig tekið að hækka.

Ljóst var að árið 1999 var að skapast mjög sígilt þensluástand. Það þurfti því engan að undra að verðbólga tæki að skriða upp á við og færi upp í 6% veturinn 1999-2000. Seðlabankinn hóf að hækka vexti á síðari hluta ársins 1997 og hækkaði vexti 7 sinnum á árunum 1999 til 2000. Stóðu stýrivextir bankans í 11,4% í ársbyrjun 2001. Og jafnframt á klassískan hátt hóf þensla og aukin eftirspurn að segja til sín með auknum innflutningi sem varð til þess að utanríkisviðskiptin voru gerð upp með halla er nam 10% af landsframleiðslu árið 2000. Upphaflega hafði fastgengi krónunnar verið skilgreint með 2½% vikmörkum. Árið 1995 var það fært út í ±6% samhliða því að aftur var miðað við myntkörfu 16 helstu viðskiptalanda. Aukinn sveigjanleiki var búinn til með því að færa út vikmörkin í ±9 í febrúar árið 2000 – þá í því augnmiði að gengishækkun myndi vega á móti vaxandi verðbólguþrýstingi. Það fór þó ekki svo. Krónan tók að veikjast þegar leið á árið og var ískyggilega nálægt neðri vikmörkum fastgengisstefnunnar. Seðlabankinn greip þá til þeirra ráða að selja gjaldeyri og að verja gengið. Þegar kom fram á árið 2001 var frjáls óskuldsettur forði á þrotum og Seðlabankinn farinn að draga á alþjóðlegar lánalínur.⁵⁵

Brátt dró því að ögurstund fyrir fastgengisstefnuna.

Hvað fór úrskeiðis?

Upptaka fastgengis árið 1989 var ákaflega vel heppnuð á alla mælikvarða. Það heppnaðist að ná niður verðbólgu án mikils framleiðslutaps eða atvinnuleysis með því nota fastgengi sem nýtt akkeri peningastjórnunarinnar.⁵⁶ Tíundi áratugurinn er enn sem komið er lengsta tímabil verðstöðugleika á lýðveldistímanum. Jafnframt var sú framför að Seðlabankinn kom á nútímalegum millibankamarkaði þar sem bankinn gat beitt markaðsaðgerðum til

55 Sjá Birgir Ísleifur Gunnarsson (2001).

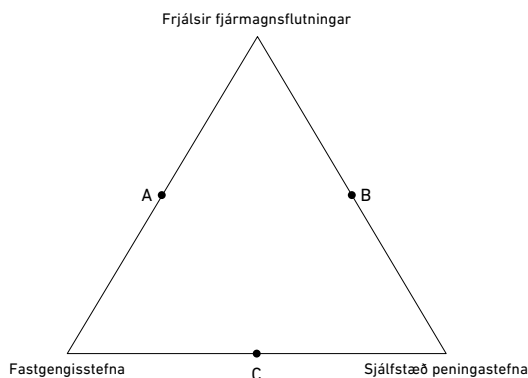
56 Sjá Andersen og Guðmundsson (1998).

Þess að setja stýrivexti. Seðlabankinn beitti jafnframt þessum nýja tækjabúnaði til þess að vinna á móti aukinni þenslu og verðbólgu eftir árið 1998.

Hins vegar féll þetta fastgengi með sama hætti og allar festingar á krónunni hafa gert með of mikilli aukningu eftirspurnar er braust fram með innflutningi og miklum viðskiptahalla. Það leiddi að lokum til þess að gjaldeyrissjóðir landsins tæmdust – grípa varð annað hvort til gengisfellingar eða hafta – eða taka upp nýja peningastefnu.

Rammagrein 5. Þríprautarval eða tvíprautarval? Hvaða val hafa þjóðir raunverulega í gengismálum?

Val þjóða í gengismálum er oft sett upp sem þríhyrningur þar sem á þremur hornum hans eru: fastgengi, frjálsir fjármagnsflutningar og síðan sjálfstæð peningamálastjórn. Þessi þríhyrningur hefur oft verið kallaður ómöguleika þríhyrningur (e. impossibility triangle) þar sem ekkert ríki getur náð öllum þremur hornum hans samtímis heldur verður að velja tvö í einu. Annað algengt heiti er þríprautarval eða á ensku *Trilemma*. Ómöguleikaþríhyrningurinn felur í sér þrjá kosti; A, B eða C, eins og kemur fram á neðangreindri mynd. Kostur A felur í sér myntbandalag, einhliða upptöku annarrar myntar eða myntráð sem er hið sama og að gefa eftir sjálfstæða peningamálastefnu. Kostur B felur í sér fljótandi gengi, gengissveiflur á gjaldeyrismarkaði og sjálfstæða peningamálastjórn í líkingu við það sem var héraendis árin 2001–2008. Og síðan kostur C sem felur í sér sjálfstæða peningamálastefnu og stjórn á genginu, en jafnframt fjármagnshöft. Sú var staðan á Íslandi frá árinu 1931 til ársins 1994 og er núna aftur raunin frá árinu 2008.



Einhliða gengisfesta eða sveigjanlegt fastgengi (e. unilateral peg or soft peg) er þegar yfirvöld einhvers lands lýsa fastgengi við einhvern annan gjaldmiðil eða körfu gjaldmiðla en eru ekki bundin af neinu öðru en yfirlýsingunni sjálfri. Slík stefna felur það í raun í sér að reynt er að ná öllum þremur hornum þríhyrningsins í einu með fastgengi sem hagstjórnaryfirvöld áskilja sér rétt til að breyta ef aðstæður krefja. Hún gengur ekki upp á nútíma gjaldeyrismörkuðum þar sem stríður straumur fjármagns annað hvort inn eða út úr landinu mun ávallt á endanum kollvarpa gengisviðmiðinu með gjaldeyriskreppu. Gildir einu þó viðkomandi seðlabanki eyði gjaldeyrisvaraforða sínum í vörn fyrir gengið. Það var einmitt það sem gerðist á Bretlandi árið 1992 og Asíu árið 1998, svo tvö dæmi séu nefnd þar sem spákaupmennska og fjármagnsflótti sprengdu einhliða fastgengi þessara ríkja.

Það gerðist einnig á Íslandi árið 2001 þegar fastgengisstefnan var yfirgefin, en þá hafði Seðlabankinn eytt lunganum af gjaldeyrisforða sínum í vörn fyrir fastgengið og varð að gefa eftir. Sú uppgjöf átti sér stað undir merkjum verðbólguþröskuksins þann 27. mars það ár, þegar vikmörk fastgengisins voru afnumin og krónan féll verulega í kjölfarið. Það mátti síðan heita heldur óþægileg byrjun á nýrri peningamálastefnu að takast á við sprungið einhliða fastgengi og verðbólguþröskull.

Til eru þó dæmi um þjóðir sem hafa náð að viðhalda einhliða fastgengi til lengri tíma. Gengi dönsku krónunnar var fest við þýska markið árið 1982 innan vébanda Evrópska myntkerfisins (European Monetary System) með svokölluðu ERM I viðmiði. Þessi fasttenging færðist síðan til evrunnar eftir stofnun hennar 1999. Þessi myntfesta hefur gengið upp vegna þess að öll danska þjóðin gerir sér grein fyrir þeim leikreglum sem henni fylgja – og það ríkir síðan þverpólitísk, eða kannski öllu heldur þver-samfélagsleg sátt um að haga efnahagsstefnunni í samræmi við hana. Þetta felur ekki aðeins í sér að danski seðlabankinn hefur elt þýska seðlabankann – og síðan evrópska seðlabankann – í vaxtaákvörðunum sínum. Heldur hefur þetta einnig falist í því að fjárlög ríkisins hafa miðað við það að halda stöðugleika í heildareftirspurn í hagkerfinu – sem er skilyrði fyrir stöðugleika í greiðslujöfnuði sem er aftur forsenda fyrir stöðugu gengi. Þá ríkir einnig sá skilningur að dönsk laun geta ekki hækkað umfram laun í þeim löndum sem fasttengingin nær til – leiðrétt með framleiðni. Ef slíkt gerist mun raungengið hækka, samkeppnisstaðan versna sem mun að lokum koma fram með viðskiptahalla er mun sprengja fastgengið. Þá eru Danir í Evrópusambandinu og ákvæði hins gamla evrópska fastgengissamstarfs eru enn virk að því leyti að Evrópski Seðlabankinn hefur skuldbundið sig til þess að verja fastgengi dönsku krónunnar ef neyðin kallar. Það hefur þó ekki enn gerst. Danska krónan varð fyrir árás spákaupmanna í janúar 2015 sem veðjuðu á hækkun hennar.

Danski seðlabankinn lækkaði þá vexti fjórum sinnum niður í -0,75% og keypti gjaldeyri fyrir sem nam 275 milljörðum danskra króna sem nam 14% af danskri vergri landsframleiðslu á þeim tíma. Eftir um þriggja vikna umsátur gáfust spákaupmennirnir upp. Með raun og réttu eru Danir ekki með sjálfstæða peningastefnu og danska myntfestan er því mun nær því að geta kallast myntráð (val A á ómöguleikaþríhyrningnum) fremur sveigjanlegt fastgengi. Það er af sumum talið merki um góðan árangur danskra peningamálastefnu að fáir þarlendir vita hvað seðlabankastjórnin heitir.

Í maí 2015 birti Helene Rey prófessor við London Business School mjög áhrifamikla grein er bar titilinn *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*.⁵⁷ Þar færði hún rök fyrir því að í stað þess að þjóðir hefðu í raun aðeins tvo kosti (tvíþrautarval) en ekki þrjá (þríþrautarval) í gengismálum. Aðeins væri hægt að velja á milli A og C á ómöguleikaþríhyrningnum þar sem sjálfstæð peningastefna væri í raun ekki lengur í boði fyrir smærri myntsvæði án fjármagnshafta vegna alþjóðavæðingar fjármagnsviðskipta. Í raun og veru væri hægt að tala um *ósamrýmanlega parið* (e. the irreconcilable duo) þar sem væri annars vegar fullkomið frelsi í fjármagnsviðskiptum og hins vegar sjálfstæði í peningamálum. Þessi tvö gætu aldrei átt næturstað saman á neinum stað.

Verðbólgaumarkmið 2001-2008

Uppruni verðbólgaumarkmiðs

Þann 14. júlí árið 1984 voru haldnar skyndikosningar (e. snap elections) á Nýja Sjálandi. Þetta voru krísutímar. Landið bjó við fastgengisfyrirkomulag og krónískan greiðslufjafnaðarvanda – til viðbótar voru ríkisfjármálin í ólestri og verðbólga lék lausum hala. Á árunum í kringum 1980 hafði verið brugðist við þessum vandamálum með höftum af ýmsum toga – sem höfðu leitt til enn meira ójafnvægis. Nýja Sjáland dróst aftur úr öðrum þjóðum vegna slakrar efnahagsstjórnar. Árið 1938 hafði landsframleiðsla á mann verið 92% af því sem þekktist í Bandaríkjunum, árið 1950 var þetta hlutfall komið niður í 70% og árið 1984 voru Nýsjálandingar aðeins hálfdrættingar á borð við Bandaríkjamenn. Forsætisráðherrann – Rob Muldoon – kom frá hinum hægrisinnaða þjóðarflokki og hafði setið 9 ár í embætti en við vaxandi óvinsældir. Þegar hann boðaði til áðurgreindra skyndikosninga með mánaðar fyrirvara í júní árið 1984 töldu margir að gengisfelling væri í vændum enda væri nýsjálandi dollari alltof hátt verðlagður. Tóku þá peningar að streyma úr landinu af svo miklum ákafa að seðlabankinn lokaði fyrir gjaldeyrisviðskipti. Eftir kosningarnar komst Verkamannaflokkurinn til valda.

⁵⁷ Sjá Rey (2018).

Í kjölfarið varð maður að nafni Roger Owen Douglas fjármálaráðherra. Um leið og hann tók við hófst gríðarleg bylgja efnahagsumbóta er færði Nýja Sjáland frá því að vera yst meðal þeirra vestrænna ríkja sem ástunduðu höft og handaflsaðgerðir í hagstjórn til þeirra er voru frjálslyndust og markaðssinnuðst. Aðeins 8 mánuðum síðar, eða í mars árið 1985 höfðu öll höft á myndun verðlags, launa, vaxta og gjaldeyris verið afnumdin og Nýja Sjáland var fyrsta landið sem setti engar beinar lausafjárvæðingar á viðskiptabanka.⁵⁸ Jafnframt var nýsjálenski dollarinn kominn í flot.

Megin fókus Roger Owen Douglas var samt sem áður á umbætur í opinberum rekstri með sérstakri áherslu á umboðs- og hvatavandamál (e. principal agent problem) sem fylgja stjórnun fyrirtækja og stofnana: Hvernig átti að tryggja að stjórnendur hefðu hvata til þess að standa sig og gera rétta hluti í rekstri? Lausnin var einföld: *Gefum ríkisforstjórunum skýrt markmið, vald (e. authority) til þess að fylgja þeim eftir og láta þá síðan sæta ábyrgð með tilliti til þess hvernig markmiðin hafa gengið eftir en á grundvelli skýrra árangursviðmiða.*⁵⁹ Douglas fannst sjálfsagt að beita þessari nálgun á seðlabankann líkt og aðrar ríkisstofnanir. Með þetta í huga gerði ríkisstjórnin slíkan samning við seðlabankastjórnann *persónulega* þar sem honum var falið það markmið að halda verðbólgu stöðugri en samhliða var honum veitt fullkomið sjálfstæði til þess að ná þessu markmiði með beitingu þeirra stjórnartækja sem seðlabankinn hafði yfir að ráða. Jafnframt var honum gerð grein fyrir því að hann myndi sæta ábyrgð og yrði rekinn úr starfi ef honum mistækist. Þegar seðlabankastjórnin spurði furðu lostinn af hverju samningurinn væri gerður við hann persónulega en ekki við seðlabankann sem stofnun var honum svarað: „Við getum ekki rekið allan bankann. Við getum raunverulega ekki rekið bankaráðið heldur. En við getum svo sannarlega rekið þig!“⁶⁰ Í samræmi við þetta var bankastjórnin látinn einráður um vaxtaákvæðanir. Var þetta fyrirkomulag orðað sem svo: Eitt markmið – einn ákvarðanataki. (e. One target – one decision maker.)

Ofangreindur samningur við nýsjálenska seðlabankastjórnann var upphafið að fyrirkomulagi við peningamálastjórnun sem kallast á við verðbólgu markmið (e. inflation targeting) og hefur síðan breiðst um heiminn. Þetta fyrirkomulag var og er praktísk nálgun á stjórnun peningamála sem hefur þróast og tekið tölverðum breytingum á þeim árum sem liðið hafa síðan.

58 Sjá Evans, Grimes, Qilkinson og Teece (1996).

59 Public sector reform in New Zealand had been driven from the perspective of resolving principal-agent information and incentives problems. From this perspective, a simple recipe had been developed: give public sector managers a clearly specified objective; the authority to manage; and accountability for meeting the objective supported by clean information on outcomes. Sjá Archer (2000).

60 „We can't fire the whole Bank. Realistically, we can't even fire the whole Board. But we sure as hell can fire you!“ So leaving the Governor in sole charge of monetary policy decisions makes it very clear who is to blame if inflation falls outside the agreed target. Sjá Brash (2002).

Verðbólguþáttur byggist á fimm þáttum.

1. Opinberri tilkynningu um tölulegt verðbólguþáttur til meðallangs tíma.
2. Stofnanalegri skuldbindingu af hálfu kjörinna stjórnvalda um að verðstöðugleiki sé aðalmarkmið peningamálastefnu.
3. Seðlabankinn hefur fullkomið tækjasjálfstæði til þess að ná markmiðum sínum.
4. Seðlabankinn tekur ábyrgð á framfylgd markmiðsins.
5. Sérstök áhersla sé lögð á gagnsæi og upplýsingagjöf til almennings, bæði hvað varðar markmið og leiðir.

Samkvæmt þessu fyrirkomulagi er það alveg skýrt að það eru kjörnir fulltrúar þjóðarinnar sem setja seðlabankanum markmið – það er síðan á bankans ábyrgð að koma því í framkvæmd. Sú stofnanalega skuldbinding á síðan að fylgja að stjórnvöld grípi ekki fram fyrir hendurnar á seðlabanka eða þröngvi honum til aðgerða sem eru andstæð þeim gefnu markmiðum er þau hafa sjálf sett honum.

Í þessu sambandi skiptir gagnsæi og upplýsingagjöf frá seðlabanka öllu. Þessi áhersla á gagnsæi var nokkur nýlunda fyrir seðlabanka – og raunar alveg öfug við þær áherslur sem höfðu verið lengi við lýði. Haft var eftir Montagu Norman, sem var bankstjóri Englandsbanka frá árinu 1922 til ársins 1944, að seðlabankinn ætti: „Aldrei að útskýra, aldrei að afsaka“ gerðir sínar (e. „Never explain, never apologise“). Í samræmi við þetta reyndi hann að forðast öll samskipti við blaðamenn og vildi helst ekki þurfa að tilkynna vaxtaákvarðanir. Almennt séð var það álit seðlabankfólks að of mikið tal og opinbert samtal myndi aðeins leiða til óróleika á mörkuðum eða gæti verið túlkað sem einhvers konar framtíðarskuldbinding.⁶¹ En samkvæmt hinni nýju viðmiðun bankans þurfti almenningur að hafa upplýsingar um gang mála og skilning á markmiðum bankans. Til skemmri tíma gat – til að mynda – verið valkvöl á milli verðbólgu og atvinnuleysis, og almenningur verður að átta sig af hverju grípa þarf til sársaukafullra aðgerða til þess að tryggja verðstöðugleika. Gagnsæið á því að vera grundvöllur þess að seðlabanki sé metinn af verkum sínum og fagleg og sanngjörn umræða skapist um markmið og leiðir peningamálastefnunnar. Að sama skapi átti bankinn að fá aðhald til þess að standa við sitt þar sem töluverður kostnaður fylgir því að svíkja opinberar skuldbindingar. Þá er það einnig svo að áhrif peningamálastefnunnar

61 Sjá Haldane (2017).

felast að miklu leyti í stjórnun væntinga og þess vegna þarf bankinn láta í ljós skoðun á þróun efnahagsmála og gefa skýrt til kynna hvernig hann ætli að beita stjórnþækjum sínum. Það þýðir að seðlabankanum var beinlínis ætlað að tala markaðinn til svo sett markmið næðust.

Sjálfstæðisýfirlýsing Seðlabankans 2001

Á ársfundi Seðlabankans þann 27. mars árið 2001 fagnaði bankinn 40 ára afmæli sem sjálfstæð stofnun. Töluverð eftirvænting var fyrir fundinum enda hafði kvisast út að tíðinda væri að vænta. Í útgáfu Peningamála mánuði fyrr var innngangur ritsins – sem var þá einhvers konar stefnuýfirlýsing bankans – með fyrirsögnina *Seðlabankinn mun halda gengi krónunnar innan vikmarka* sem gaf til kynna að bankinn ætlaði að halda fastgenginu til streitu. En jafnframt sagði að bankinn hefði skoðað þann möguleika að taka upp verðbólguþröskulmörkmið „gaumgæfilega um nokkurt skeið“ og taldi „margt mæla með því“. Og sagði enn fremur: „Ákvörðun hefur ekki verið tekin um að stíga þetta skref og hún myndi í öllu falli eiga sér aðdraganda.“⁶²

En eins og áður sagði var bankinn kominn í þrönga stöðu í upphafi árs 2001 þar sem gjaldeyrissjóðurinn var þorrinn ásamt því að mikill viðskiptahalli hafði byggst upp. Það olli því að aðdragandinn að upptöku verðbólguþröskulmörkmiðs var stuttur. Á téðum ársfundi var kynnt sameiginleg yfirlýsing ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands sem hafði verið undirrituð á þeim sama degi. Með yfirlýsingunni var Seðlabankanum gefið sjálfstæði og 2,5% verðbólguþröskulmörkmið sett en fastgengisstefnan afnumin. Í yfirlýsingunni var gert ráð fyrir því að víki verðbólga meira en $\pm 1\frac{1}{2}\%$ frá settu marki „beri bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar þar sem fram kemur hver ástæða frávikanna er, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur það taka að ná verðbólguþröskulmörkinu að nýju. Greinargerð bankans verður birt opinberlega.“ Slíkar bréfaskriftir ef verðbólguþröskulmörkmið fer út fyrir ákveðin fráviksmörk voru þá orðnar hluti af staðalbúnaði verðbólguþröskulmörkmiðs og var ætlað að skapa aðhald fyrir Seðlabankann að standa sína pligt. Hins vegar var bankanum gefinn ákveðinn aðlögunartími að koma verðbólgu inn fyrir mörkin. Á árinu 2001 áttu efri mörk verðbólgunnar vera $3\frac{1}{2}\%$ fyrir ofan verðbólguþröskulmörkið en 2% á árinu 2002.⁶³

Rúmlega viku síðar eða þann 6. apríl 2001 mælti Davíð Oddsson forsætisráðherra fyrir nýju frumvarpi um Seðlabanka Íslands á verðbólguþröskulmörki. Nokkur samhljómur var um málið á Alþingi – og frumvarpið varð að lögum þann 23. maí sama ár.

62 Sjá Seðlabanki Íslands (2001).

63 Sjá Seðlabanki Íslands (2001).

Í þriðju grein frumvarpsins er nýtt markmið hans gefið upp.

„Meginmarkmið Seðlabanka Íslands er að stuðla að stöðugu verðlagi. Með samþykki forsætisráðherra er Seðlabankanum heimilt að lýsa yfir tölulegu markmiði um verðbólgu. Seðlabankinn skal stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum, enda telji hann það ekki ganga gegn meginmarkmiði sínu.“⁶⁴

Lögin gerðu áfram ráð fyrir þremur bankastjórum þar sem einn þeirra þjónaði sem formaður bankastjórnar. Þau gerðu jafnframt ráð fyrir að bankastjórn myndi ákveða stýrivexti sem og aðrar peningamálaaðgerðir bankans. Bankaráðinu var þar með í raun ýtt á hliðarlínuna sem einkonar hússtjórn eða eftirlitsaðila með reikningum bankans í stað þess að vera þátttakandi í hagstjórn eins og áður hafði verið.

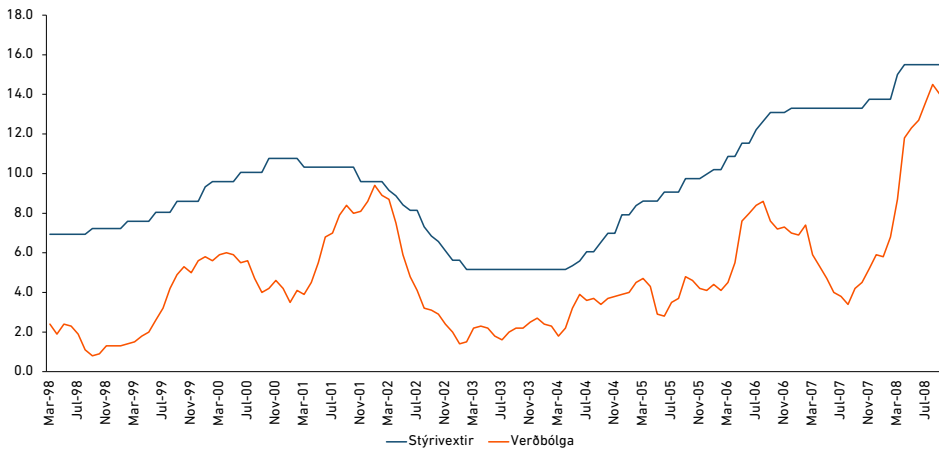
Í sjálfstæðisyfirlýsingunni frá ársfundinum hafði Seðlabankinn fengið það sem aukamarkmið „að stuðla að fjármálalegum stöðugleika og framgangi meginmarkmiða efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginmarkmiði hans um verðstöðugleika.“ Lögin um Seðlabankann geta þó fjármálastöðugleika að engu. En í fjórðu grein laganna segir þó eftirfarandi.

„Seðlabanki Íslands skal sinna viðfangsefnum sem samrýmast hlutverki hans sem seðlabanka, svo sem að varðveita gjaldeyrisvarasjóð og að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslukerfi í landinu og við útlönd.“

Segja má að lögin hafi myndað klassíska umgjörð fyrir seðlabanka á verðbólgu markmiði. Það gróf þó verulega undan trúverðugleika hins nýja markmiðs að á áðurgreindum ársfundi var einnig tilkynnt um 50 punkta vaxtalækkun. Meðal fundargesta var það orðað svo að hér væri síðasta kveðja hinna gömlu húsbænda bankans – hinna pólitísku yfirvalda. Þessi vaxtalækkun gaf til kynna ákveðið alvöruleysi gagnvart hinu nýja markmiði í mót vaxandi verðbólgu og fallandi gengi – og markaði í raun lok vaxtahækkunarferlisins. Þannig hafði svigrúm hins sjálfstæða banka við beitingu stýrtækjanna verið takmarkað verulega sem hlaut að hafa áhrif á þróun verðbólguvæntinga.

64 Sjá Lög um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001.

Mynd 9: Stýrivextir Seðlabankans og verðbólga
1998 til 2008 (%)



Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands

Gengi krónunnar féll síðan um 15% á næstu þremur mánuðum og botnaði síðan í nóvember 2001 en þá hafði gengið fallið 20% frá því að verðbólguþröskulur hafði verið tekið upp. Á þeim tíma hafði hagkerfið kólnað mjög hratt og utanríkisviðskiptin snerust með undrahraða úr 10% halla í 1,1% afgang (sem hlutfall af VLF) árið 2002. Verðbólguhraðinn (ef miðað er við 12 mánuði) skaust hins vegar upp í 10% í ársbyrjun 2002. Krónan tók þá aftur að styrkjast og verðbólgan að dvína. Við árslok 2002 var verðbólgan komin í markmið. Þar var hún í 1½ ár.

Prefalt A

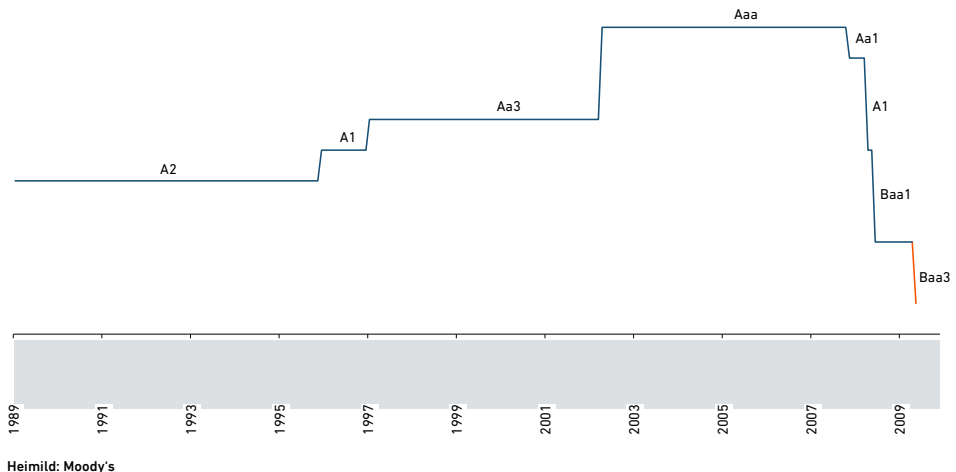
Mánudagurinn 3. janúar árið 1994 markaði tímamót í hagsögu Íslands þar sem hann var fyrsti virki dagurinn á nýju ári eftir gildistöku EES-samningsins. Hann var líka fyrsti dagurinn þar sem frjáls gjaldeyrisviðskipti voru heimil – í rúm 62 ár. Þó virðist sem fáir hafi veitt því athygli – að minnsta kosti fagnaði enginn fengnu frelsi á opinberum vettvangi. Þegar dagblöð komu út daginn eftir – þriðjudaginn 4. janúar – var hvergi á þessi tímamót minnst, fyrir utan leiðara Alþýðublaðsins er nefndi frjáls fjármagnsviðskipti í framhjáhlaupi þegar fjallað var um gildistöku EES-samningsins. Eini fyrirboði nýrra tíma var auglýsing á blaðsíðu fimm í Morgunblaðinu, frá Fjárfestingarfélaginu Skandia, með yfirskriftinni „Vilt þú eignast hlut í Deutsche Bank AG?“ Þannig endaði hinn langi íslenski haftatími sem hófst árið 1931, við upphaf kreppunnar miklu. Hin rúmlega sextugu höft hurfu án þess að þjóðin veitti því eftirtekt. Kannski stafaði þetta af því að á árunum á undan höfðu verið veittar ýmsar undanþágur frá þeim og svo voru þau einnig losuð að kröfu Evrópusambandsins, samhliða því að Ísland fékk aðild að hinum sameiginlega evrópska markaði.

Raunvextir voru mjög háir á Íslandi árið 1994 enda mikil fjármagnsþurrð til staðar. Það lá því kannski í augum uppi að erlent fjármagn hlyti að streyma inn í landið. Þessi fjárstraumur varð að mestu í gegnum bankakerfið. Upphaflega sóttu bankarnir fjármagnið með beinum lántökum frá erlendum bönkum – einkum í Þýsklandi. En undir lok tuttugustu aldar öfluðu þeir sér lánsþæfiseinkunnar og hófu sjálfir að gefa út skuldabréf á fjármagnsmörkuðum ytra. Það gerði Íslandsbanki árið 1997, Landsbankinn árið 1998 og Búnaðarbankinn árið 1999. Allir bankarnir fengu fremur háa einkunn frá Moody's eða A3. Árið 2003 hafði íslenska þríeykið gefið út erlent skuldabréf fyrir 2,6 milljarða evra eða sem svaraði 25% landsframleiðslu á þeim tíma. Þetta fjármagn var síðan endurlánað inn íslenskt efnahagslíf með ákveðnu álagi og með gengistryggingu. Við upphaf tuttugustu og fyrstu aldar var íslenska fjármálakerfið komið með þau kerfiseinkenni sem áttu síðar eftir að leiða til hruns – það er fjármögnun á heildsölumörkuðum og erlend endurlán til innlendra aðila sem margir hverjir áttu hvorki erlendar eignir né höfðu erlendar rekstrartekjur. Árið 2003 voru um 50% af útlánum bankanna til íslenskra fyrirtækja gengistryggð. Þetta hlutfall átti síðan eftir að hækka í 75% á næstu fimm árum. Gengisáhætta og erlend lánsfjármögnun var þá þegar farin að teygja sig í nær hvert einasta horn í íslensku atvinnulífi.

Lánsþæfi íslenska ríkisins fór hækkandi eftir því sem leið á tíunda áratuginn og árangur ýmissa efnahagsumbóta fór að koma í ljós með hagvexti og bættri tekjuafkomu hins opinbera. Þegar leið að aldarlokum var Ísland nær skuldlaust í erlendri mynt ef gjaldeyrissjóðurinn var dreginn frá og lánsþæfiseinkunnin hjá Moody's hafði hækkað um tvo flokka úr A2 í Aaa3. Og síðan sem verðlaun fyrir að breyta peningastefnunni – að hafa hætt með fastgengi og látið krónuna fljóta – fékk Ísland Aaa eða hæstu einkunn Moody's þann 20. október árið 2002. Þetta var hækkun um tvo flokka í kjölfar þess að Moody's ákvað að endurmeta gengisáhættu íslenskra ríkisskulda vegna þess að litlar líkur væru á því að Ísland myndi lenda í gjaldeyriskrísu eftir að gjaldmiðillinn væri kominn á flot.⁶⁵

65 Hækkun á lánsþæfi í Aaa vegna breyttrar aðferðarfræði við mat á „country ceilings“ sem fól í sér að þessi lönd fengu sömu lánsþæfiseinkunn fyrir erlendar og innlendar skuldbindingar en einnig var álitnið að land með fljóttandi gengi væri síður líklegt til þess að lenda í gjaldeyriskreppu. Orðrétt segir í fréttatilkynningu sem gefin var út í tilefni breytingarinnar: „Moody's said that it believes that governments in advanced industrialized countries such as those upgraded today have become increasingly less likely to impose debt moratoria as a policy tool. They are also significantly less likely – as evidenced by their behavior throughout the 1990s -- to „socialize“ (that is, to take on all foreign currency risk of the public and private sector) than was believed in the past. In addition, since these three countries operate under flexible foreign exchange regimes, Moody's said it is also less likely that they would experience the kind of foreign exchange crisis that less flexible rate regimes might produce.“ Sjá nánar Moody's (2002).

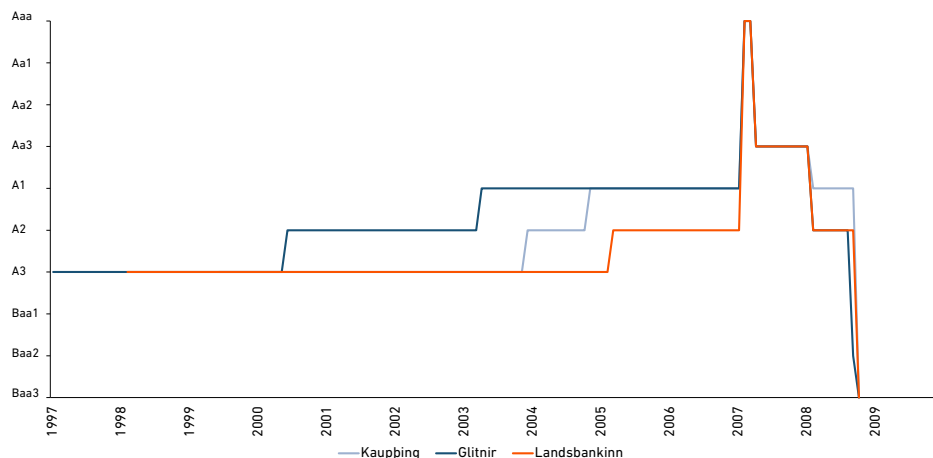
Mynd 10: Lánshæfi íslenska ríkisins hjá Moody's
1989 til 2009



Þessi mikla lánshæfishækkun vakti litla athygli á sínum tíma en hún varð síðan aðal drifkraftur bankaútrásarinnar. Allir íslensku bankarnir þrír voru (og eru) kerfislega mikilvægir og þannig metnir með óbeina ríkisábyrgð, af þeim sökum var lánshæfi þeirra tengt lánshæfi íslenska ríkisins. Þessi mikla hækkun á lánshæfi ríkisins smitaðist því til bankanna og gátu þeir stundað áhættusama fjárfestingabankastarfsemi á eignahlið sinni en samt fengið nær sömu kjör í fjármögnun og íslenska ríkið í skuldabréfaútgáfum erlendis. Þessi tvískipting áhættu á eigna- og skuldahlið skapaði gríðarlega mikinn hagnað fyrir bankana á ákveðnu tímabili en varð þeim einnig að aldurtila að lokum. Eftir að íslenska bankakerfið hafði náð stærð sem svaraði tífaldri landsframleiðslu Íslands breyttust þeir frá því að vera „of-stórir-til-þess-falla“ (e. too-big-to-fail) en urðu „of-stórir-til-að-bjarga“ (e. too-big-to-save). Það varð síðan kveikjan að kerfisbundnu bankaáhlaupi á Íslandi í september árið 2008 eftir fall bandaríska fjárfestingabankans Lehman sem þjóðkunna er. Ísland missti þá lánshæfið á nokkrum mánuðum eftir hrunið og hrapaði niður 9 lánshæfisflokka í Baa3, sem er einum flokki fyrir ofan „rusl“.⁶⁶

66 Það að vera kerfislega mikilvægur getur bæði falið í sér að viðkomandi banki hafi nægjanlega stóran hlut af innstæðum almennings innan sinna vébanda eða gegni nægjanlega viðamiklu hlutverki í greiðsluferfi viðkomandi lands. Í báðum tilvikum muni fall hans smitast út um allt fjármálakerfið og valda keðjuverkandi áhrifum. Sú skoðun erlendra lánshæfisfyrirtækja að lánshæfi íslensku bankanna væri beintengt lánshæfi íslenska ríkisins kom margoft fram í þeim álitum er fylgdu matsskýrslum þeirra. Raunar gekk Moody's svo langt í mars 2007 að láta íslensku bankana hafa sama lánshæfi og íslenska ríkið með nýrri aðferðafræði, JDA (e. Joint Default Analysis) þar sem lánshæfi bankanna var nær algerlega metið út frá getu heimalandsins til þess að bjarga þeim frá gjaldþroti.

Mynd 11: Lánshæfismat Kaupþings, Glitnis og Landsbankans
1997 til 2009



Heimild: Moody's

Þessi mikla hækkun á lánshæfi bankanna sem og greiður aðgangur að fjármagni leiddi til þess að fyrirtæki og í einhverjum mæli einstaklingar gátu vikið sér undan vaxtahækkunum Seðlabankans með því að taka lán í erlendri mynt. Þannig var með einhverjum hætti búið að stífla leiðni vaxta út í efnahagslífið. En fleira var í vændum.

Vaxtavin í Atlantshafi

Það var samdóma álit fólks á fjármálamarkaði að þótt Seðlabankinn væri kominn á verðbólguþröskul eftir 2001 þá uppfyllti bankinn ekki fyllilega viðmið þessarar peningastefnu varðandi gagnsæi og miðlun upplýsinga um vaxtaákvörðanir. Slíkar ákvarðanir voru teknar af bankastjórn en engar fundargerðir voru birtar af vaxtaákvörðunarfundum hennar. Af þeim sökum var erfitt að gera sér grein fyrir því hvað lá að baki vaxtaákvörðunum og hvers væri að vænta. Hagfræðideild bankans vann vitaskuld sína vinnu og birti verðbólguþröskul og síðan vaxtaspar á tímabilinu 2007 til 2008. Það var hins vegar brátt ljóst að spar hagfræðideildarinnar höfðu takmarkað spágildi fyrir ákvarðanir bankastjórnar. Eftir hverja vaxtaákvörðun hélt bankastjórnin blaðamannafund þar sem ákvörðunin var kynnt en markaðsaðilum þótti blaðamennirnir hvorki hafa þekkingu né reynslu til þess að spyrja réttu spurninganna um stefnu peningamála – né fylgja þeim eftir. Greiningardeildir bankanna báðu um leyfi til þess að koma einnig á téða blaðamannafundi til þess að leggja fram spurningar. Þeirri ítrekuðu beiðni var hins vegar hafnað af Seðlabankanum. Taldi fjármálamarkaðurinn sig því sitja í myrkri um fyrirætlanir bankans – en ýmsar vangaveltur voru síðan á kreiki um það hvað bankastjórnin raunverulega ætlaði sér. Þegar þenslan hófst eftir árið 2004 voru miklar efasemdir til staðar um það hvort

bankinn myndi raunverulega fylgja verðbólguþróuninni eftir með vaxtahækkunum. Það var ekki fyrr en Seðlabankinn hækkaði vexti um 75 punkta í september árið 2005 – þannig að vextir væru 10,5% - sem áhrif vaxtanna fóru að koma fram á fjármagnagnsmarkaði.⁶⁷ Sambland hárra vaxta og hás lánsþæfis myndaði ómótstæðilega blöndu fyrir erlenda gjaldeyrisspákaupmenn sem „uppgötvuðu“ Ísland fyrir alvöru sumarið 2005 – sem endurspegladist meðal annars í gríðarlegri jöklabréfaútgáfu sem voru erlend skuldabréf gefin út íslenskri mynt. Tilkoma vaxtamunarviðskiptanna hafði tvíþætt áhrif fyrir peningamálastefnu Seðlabankans: Þau slævdu leiðni skammtímavaxta upp vaxtarófið en leiddu aftur á móti til mun meiri áhrifa á gjaldeyrismarkaði. Hinir erlendu fjárfestar unnu á móti vaxtastefnu Seðlabankans með því að kaupa nafnvaxtapappíra með miklu lægri raunvaxtakröfu en þekktist meðal íslenskra fjárfesta á þeim tíma, enda lækkaði nafnvaxtarófið við innreið þeirra þrátt fyrir stýrivaxtahækkunir á sama tíma. En um leið flæddi gríðarlega mikið af erlendu skammtímafjármagni inn á íslenska myntsvæðið, sem hækkaði gengi krónunnar og hélt því uppi þrátt fyrir viðskiptahalla er nam tugum prósentu af landsframleiðslu.

Seðlabankinn greip þessa nýju Íslandsvini – gjaldeyrisspákaupmennina – höndum tveim sem samherja í því stríði að halda verðbólgu við markmið eins og lög kváðu á um. Svo er mál með vexti að fjórðungur vísitölu neysluverðs er reiknaður húsnæðiskostnaður. Hagstofa Íslands hefur valið þá leið að reikna þennan lið sem fórnarkostnað fasteigna, eða nánar tiltekið fasteignaverð á hverju ári afvaxtað með ákveðinni ávöxtunarkröfu. Fasteignaverð tók á rás eftir innkomu bankanna á fasteignamarkaðinn 2004 og hækkaði um 35% frá september 2004 til september 2005. Það leiddi sjálfkrafa til hækkunar á vísitölu neysluverðs – sem Seðlabankinn ákvað síðan að mæta með stýrivaxtahækkunum upp á 350 punkta á sama tímabili gagnert til þess að hækka gengi krónunnar og lækka innflutningsverðlag. Vaxtamunur við útlönd (miðað við þriggja mánaða nafnvexti) jókst þannig úr því að vera 2-6% í það að vera 6-10% eftir því við hvaða gjaldmiðil var miðað. Þessu var síðan fylgt eftir með frekari vaxtahækkunum er tóku vaxtamuninn upp í 10-14%. Í kjölfar þessara vaxtahækkana hækkaði íslenska krónan um 15% og viðskiptahallinn jókst úr því að vera um 4% af landsframleiðslu árið 2003 sem hlutfall af vergri landsframleiðslu upp í 16% árið 2005 og 24% árið 2006. Greiðslujöfnuðurinn var þannig kominn í gríðarlegt ójafnvægi í þessari uppsveiflu – með viðskiptahalla sem líklega hafði ekki sést áður á Íslandi og vart annars staðar á byggðu bóli. Hallinn var fjármagnaður með erlendum lánum – og í vaxandi mæli með skammtímastöðutökum erlendra spákaupmanna.

Nú er það svo að gengisleið peningastefnunnar (e. the exchange rate channel) verður að teljast ein af þeim áhrifaleiðum sem Seðlabankinn er ætlað að nota til þess að kæla hagkerfið.

67 Sjá Seðlabanki Íslands (2005).

Hærra raungengi dregur úr framleiðslu og hagnaði samkeppnisgreina innanlands og á að beina eftirspurn úr landi sem oft er kallað. En þetta er mjög tvíþent vopn. Í löndum sem mega teljast gengisháð (e. currency dependent) – það er þegar stór hluti af skuldum bæði heimila og fyrirtækja er í erlendri mynt – getur gengishækkun raunar haft öfug áhrif og aukið við þensluna. Það gerist meðal annars vegna auðsáhrifa sem skapast þegar herra nafngengi lækkar virði erlendra skulda í innlendri mynt. Einnig getur lækkun á verði innflutningsverðlags vegna herra nafngengis hæglega skapað tekjuáhrif fyrir neytendur sem hvetja áfram innlenda eftirspurn.⁶⁸ Ástæðan er einfaldlega sú að aukin eftirspurn eftir bílum, fötum og ýmsum innfluttum neysluvörum leiðir til þess að störfum í verslun og þjónustu fjölgar. Sú gamalgróna forsenda kennslubóka að gengishækkun kæli hagkerfið er því fjarri því að vera jafn örugg eins og margir hagfræðingar virðist reikna með.⁶⁹ Sú varð einmitt raunin á Íslandi. Þá er jafnframt ljóst að uppsveiflan á Íslandi á árunum 2004-2008 var ekki leidd af útflutningi heldur vexti í bankþjónustu og erlendum lántökum. Hærri vaxtamunur við útlönd hvatti fremur en latti til frekari erlendra lántöku.

Snögghemlun – greiðsluþrota í fjórða sinn 2008

Árið 1998 lenti Suðaustur Asía í mikilli gjaldeyriskreppu, sama ár eða í nóvember 1998, birti síleíski hagfræðingurinn Guillermo Calvo stutta grein er bar heitið *Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop*.⁷⁰ Þar skýrði hann ofsann í Asíukreppunni í einföldu greiðsluþrotalíkani. Atburðarásin er einfaldlega sú að mikið erlent fjármagnsinnflæði hefur ruðningsáhrif fyrir innlendan sparnað, eykur þjóðarútgjöld og skapar viðskiptahalla. Viðskiptahallinn gerir landið háð sífelldum fjármagnsinnflutningi – og um leið og fjármagnið hættir að streyma inn fjarar hallinn uppi og gjaldeyrismarkaðurinn lendir í frjálsum falli. Þá strax fer ákveðið leiðréttingarferli í gang þar sem nýju jafnvægi verður aðeins náð með því að utanríkisviðskiptin snúist upp í afgang. Viðskiptajöfnuðurinn er þjóðhagsstærð sem ræðst af neyslu- og fjárfestingarákvörðunum sem oftast eiga sér langan aðdraganda. Af þeim sökum er það stór kollhnís fyrir lítil opin hagkerfi að snúa frá halla í afgang á mjög skömmum tíma sem hlýtur að leiða til mikils samdráttar í þjóðarútgjöldum og mikillar truflunar á gangi hagkerfisins. Það var einmitt þessi hraða aðlögun sem Calvo kallaði „snögghemlun“ (e. sudden stop).⁷¹

68 Ef staðkvæmdartengslin (e. substitution effects) eru veik á milli samkeppnisvara (e. tradables) og innanlandsvara (e. non-tradables) geta tekjuáhrif af lækkun innflutningsverðlags vegna gengishækkunar hæglega skapað tekjuáhrif (e. income effect) sem eykur almenna eftirspurn og skapar þenslu. Í ljósi þess hve sérhæfð útflutningsframleiðslan er hérlendis og samkeppnisvörur í raun takmarkaðar má jafnvel gera ráð fyrir stuðningstengslum (e. complementary effects) á milli samkeppnisvara og innanlandsvara. Ástæðan er einfaldlega sú að aukin eftirspurn eftir bílum, fötum og ýmsum innfluttum neysluvörum leiðir til þess að störfum í verslun og þjónustu fjölgar.

69 Sjá Ásgeir Jónsson og Jón Danielsson (2005).

70 Sjá Calvo (1998).

71 Þessi nafngift var höfð eftir ónefndum bankamanni í Tequila-krisunni í Suður Ameríku árið 1994 sem sagði: „It is not the speed that kills but the sudden stop“. Sjá Dornbusch og Werner (1994).

Kannski var ekki að öllu leyti um ný sannindi að ræða. Hinir gömlu gullfótarmenn höfðu verið mjög uppteknir af greiðslujöfnuðinum og höfðu ávallt sérstakar áhyggjur af viðskiptahalla sem hlaut að vera merki um að viðkomandi mynt stæði ekki lengur undir auglýstu gullverði. Í hinni gömlu klassísku hagfræði var viðskiptahalli vitnisburður um að raungengið væri orðið of hátt og gengisfall væri í vændum. Peningastefna sem byggði á því að þrýsta genginu upp til þess að lækka innflutningsverðlag og þannig ýta undir viðskiptahalla væri því í raun hið sama og að pissa í skóinn sinn – þar sem aðeins væri verið að fresta verðhækkunum þar sem fyrr eða síðar myndi viðskiptahallinn veikja gengið og verðbólgan myndi brjótast fram. Það kom líka á daginn. Gengið féll að lokum árið 2008 og verðbólga reis upp í 18-19% veturinn 2008-2009.

Áðurnefnd Asíuríki höfðu verið með einhliða fastgengisstefnu með svipuðu sniði og Íslendingar á tíunda áratugnum. Sú niðurstaða var því dregin í kjölfar Asíukreppunnar að snögghemlun væri aðeins áhættuþáttur sem fylgdi fastgengi þegar hagstjórnaryfirvöld væru komin út í horn – þegar árekstur ætti sér stað á milli viðmiða peningastefnunnar og þróun efnahagslífsins og ójafnvægi byggðist upp í utanríkisviðskiptum. Slíkt ætti ekki að geta gerst með fljóttandi gengi og seðlabanka á verðbólguþrýstingum – þar ætti að vera til staðar nægur sveigjanleiki til þess að tryggja aðlögun án árekstrar í eðlilegum viðskiptum á gjaldeyrismarkaði. Það var meðal annars af þessum sökum sem Íslenska ríkið var hækkað um tvo lánshæfisflokka í Aaa árið 2002 eftir að verðbólguþrýstingur var tekið upp. Hér var þó litið framhjá því að við ákveðnar aðstæður getur verðbólguþrýstingur snúist upp í fastgengisstefnu í litlum opnum hagkerfum – ef Seðlabankinn reynir að fylgja Taylor reglunni sem hörðu hagstjórnarmarkmiði og ef innflutningsverðlag er stór hluti af vísitölu neysluverðs. Það var einmitt það sem gerðist á Íslandi á árunum 2004-2008. Fasteignaverð hefur 20% vægi í vísitölu neysluverðs – og miklar hækkanir á fasteignamarkaði eftir 2004 komu því fram með hækkandi verðbólgu. Á sama tíma fór innlendir verðbólguþrýstingur vaxandi vegna almennrar þenslu og launahækkana – til þess að geta staðið við markmið sitt varð Seðlabankinn að hækka gengi krónunnar og lækka innflutningsverðlag. Og síðan halda genginu föstu þrátt fyrir gríðarlegan viðskiptahalla – jafnvel þó það væri með því að bjóða vaxtamunarfjárfesta velkomna til landsins.

Gjaldeyrismarkaðir eru í eðli sínu millibankamarkaðir í þeim skilningi að mikil og verðmyndandi viðskipti eru ávallt á milli bankastofnana. Bankar eru því fátt annað en safn af reikningum viðskiptamanna. Viðskipti þessara sömu viðskiptamanna koma fram sem færslur á milli reikninga innan bankans eða sem nettunar færslur við aðra banka. Áhættuþættir snögghemlunar eru þess vegna þeir sömu og áhættuþættir bankaáhlaps og felast í stuttri tímalengd skuldbindinga. Í litlum, opnum hagkerfum með eigin mynt birtast vandamál í greiðslujöfnuði bæði á gjaldeyrismarkaði og fjármagnsmarkaði. Það er því ekki

að undra að í opnum hagkerfum fara gjaldeyriskreppur og bankakreppur yfirleitt saman og eru kallaðar tvíburakreppur.⁷²

Það var síðan það sem gerðist haustið þegar áðurgreindir tvíburar sóttu landið heim – Ísland varð greiðsluþrota í fjórða sinn á fullveldistímanum og þurfti aftur að leita aðstoðar erlendis og setja á höft. Ætti sú atburðarás að vera flestum fersk í minni og því óþarfi að fjölýrða frekar um hana hér.

Hvað fór úrskeiðis?

Sem kunnugt er gerðust gríðarlega margir stóratburðir í íslensku efnahagslífi eftir 2003. Það ár hófst stærsta einstaka fjárfesting Íslandssögunnar með byggingu virkjunar að Kárahnjúkum og álvers á Reyðarfirði. Sama ár fór hin svokallaða útrás að skila sér með gríðarmiklum hækkunum á hlutabréfamarkaði. Ári síðar, eða vorið 2004, keypti Kaupþing hinn danska FIH banka í Danmörku og bankaútrásin hófst fyrir alvöru og sama haust hófu bankarnir að lána fyrir fasteignakaupum á fyrsta veðrétti í samkeppni við Íbúðalánasjóð. Loks vöknudu ýmsir gamlir draugar úr fyrri þensluskeiðum. Nafnlaun hækkudu um 50% á fimm árum á milli árána 2003 og 2008. Og kosningafjárlögin 2007 slógu öll fyrri met varðandi eyðslu og ríkisfjármálalegan hvata beint inn í ofþanið hagkerfi. Við þessar aðstæður var það í raun ókleift verkefni fyrir Seðlabankann að halda verðstöðugleika þar sem öll uppdragin spil í efnahagslífinu trompuðu peningastefnuna.

Mikill innlendir verðbólguþrýstingur – einkum þó mikil hækkun fasteignaliðarins í vísitölu neysliverðs – varð til þess að Seðlabankinn greip til þess ráðs að reyna að hækka gengi krónunnar til að láta lækkun innflutningsverðlags halda verðbólgunni í skefjum. Og raunar má segja að verðbólguþrýstingur hafi í reynd breyst í gengismarkmið eftir 2006 – þar sem Seðlabankinn hækkaði vexti gagnert til þess að halda gengi krónunnar uppi. Þessi stefna fól það í sér að Seðlabankinn lagðist á vagninn til þess að auka enn á það ójafnvægi sem var að skapast í efnahagslífinu með erlendum lántökum og viðskiptahalla á heimsmælikvarða. Jafnframt varð rúmlega 10% vaxtamunur við útlönd til þess að hingað streymdu erlendir gjaldeyris spákaupmenn í stríðum straumum. Sú stefna að viðhalda föstu gengi þrátt fyrir viðskiptahalla er nam 20-30% af vergri landsframleiðslu með því að lokka vaxtamunarfjórfa til landsins með vaxtahækkunum gat aldrei endað vel. Og gerði það ekki.

72 Sjá nánar um tvíburakreppur hjá Kaminsky, Graciela og Reinhart (1999).

Rammagrein 6. Taylor reglan

Árið 1993 birti bandarískur hagfræðingur John B. Taylor grein undir nafninu *Discretion versus Policy Rules in Practice*.⁷³ Þar stakk hann upp á tiltölulega einfaldri hagstjórnarreglu sem raunverulega uppfyllti viðmið þeirra Kydland og Prescott hér að ofan (sjá rammagrein 4) um að slíkar reglur þyrftu að vera auðskiljanlegar öllum. Hafa slíkar reglur síðan tekið nafn af honum og kallast nú *Taylor reglur*. Taylor reglur eru til í ýmsum útfærslum en kjarni þeirra allra er sá sami: Seðlabankinn skuldbindur sig til þess að svara hækkun verðbólgu umfram sett markmið með hækkun stýrivaxta. En ekki aðeins það. Virk Taylor regla skuldbindur Seðlabankann til þess að hækka stýrivexti meira en nemur hækkun verðbólgu umfram markmið eftir sérstökum hækkunarstuðli sem verður að vera stærri en einn. Þannig eiga raunvextir að hækka sjálfkrafa um leið og verðbólga leitar upp fyrir markmið og því meira sem hún færir fjær markmiðinu. Ef hækkunarstuðullinn er 1,5 þá mun 1% aukning í verðbólgu umfram markmið leiða til þess að stýrivextir hækka 1,5% (150 punkta) og raunvextir þá um 0,5% (50 punkta). Ef verðbólgan fer 2% upp fyrir markmið eiga stýrivextir að hækka um 3% (300) punkta og raunvextir um 1% (100 punkta). Og svo ef verðbólga er komin 5% umfram markmið eiga stýrivextir að hafa hækkað um 7,5% eða (750 punkta) og raunvextir um 2,5% (250 punkta). Með þessu móti kemst verðbólgan aldrei langt frá markmiði þar sem hækkun raunvaxta mun þrýsta eftirspurninni niður og stöðva hækkunarhraðann.

Með framlagi Taylors má segja að tveggja áratuga umræða innan hagfræðinnar gegn Phillips kúrfunni og geðþóttastjórnun í peningamálum hafi runnið saman við þá nýjung að gera verktakasamning við seðlabanka um markmið, ábyrgð og árangur í peningastjórnun. Taylor reglur urðu nú hið nýja viðmið í hagstjórn – og hið nútíma verðból gumarkmið varð til. Taylor var 47 ára þegar hann birti téða grein sína árið 1993 sem er sami aldur og Keynes var á þegar hann gaf út bók sína *The General Theory of Employment, Interest and Money* árið 1936 til höfðs gömlu klassísku gullfótarhagfræðinni. Nú var sagan að einhverju leyti komin í hring þar sem seðlabankar höfðu aftur fengið skýr markmið og skýran ramma til þess að fylgja þeim eftir. Haft var á orði að undir gullfætinum gæti páfagaukur verið seðlabankastjóri þar sem hagstjórnarviðbrögðin væru skýrt afmörkuð og skilyrt við þróun verðbólgu og greiðslujafnaðar. Ef Taylor reglan var tekin bókstaflega gat páfagaukur einnig tekið að sér seðlabankastjórn undir verðból gumarkmiði að því gefnu að hann hefði yfir að ræða nægjanlega öflugri hagfræðideild er gæti spáð fyrir um verðbólgu með nægjanlegu öryggi. En Taylor reglan festi niður sjálfvirk viðbrögð við breytingum í spánni. Þó verðból gumarkmið hafi upphaflega hafist sem æfing í opinberri stjórnsýslu hjá nýsjálenskum yfirvöldum þá small þetta fyrirkomulag inn í þá þróun sem hafði verið að eiga sér stað í stjórn peningamála á tuttugustu öld.

73 Sjá Taylor (1993).

Verðbólguþátturinn innan hafta 2009-2018

Seðlabankar í anda Star-Trek

Þann 21. nóvember árið 2002 hélt Ben Bernanke – þá prófessor við Princeton háskóla – erindi í Þjóðarklúbba hagfræðinga í Bandaríkjunum (e. National Economist Club). Þar lagði hann fram drög að nýrri aðferðafræði fyrir Seðlabanka ef svo ólíklega vildi til að stýrivextir bankans færu að núlli og yrðu þannig óvirkir sem stýritæki. Á þeim tíma höfðu menn þar vestra áhyggjur af því að sú efnahagslægd sem hófst í kjölfar þess að hin svokallaða „dot-com“ bóla sprakk og hryðjuverkaárás átti sér stað þann 11. september árið 2001 myndi dýpka niður í alvarlega kreppu. Í ræðunni hélt Bernanke því fram að svo lengi sem þjóðir notuðu valdboðsgjaldmiðla væri alltaf hægt að koma í veg fyrir verðhjöðnun með því að prenta peninga og láta seðlabankann fjármagna ný ríkisútgjöld.⁷⁴

Á máli hagfræðinnar var slík peningastefna kölluð þyrlukast (e. helicopter drop) eftir frægri líkingu Miltons Friedman frá árinu 1969 sem sagði að slík peningaprentun væri ígildi þess að seðlabankastjóri myndi fljúga yfir landið með þyrlu og henda út peningum til fólks.⁷⁵ Þessar hugmyndir þóttu út í hött á þessum tíma og eftir þessa ræðu var Bernanke kallaður „þyrlu-Benni“ (e. Helicopter-Ben) af gárungum þar vestra. Bernanke sjálfur var í bankaráði Seðlabanka Bandaríkjanna þegar ræðan var haldin en var skipaður seðlabankastjóri í febrúar árið 2006. Brátt kom að því að hann þurfti að láta bókvitnið í askana og hrinda eigin kenningum í framkvæmd eftir að fjármálakrisan hófst sumarið 2007. Hláturinn er nú löngu hljóðnaður. Þau viðmið sem sett voru fram í ræðunni eru nú kölluð Bernanke-kenningin (e. Bernanke doctrine) um hvernig peningaprentun getur lækkað langtímavexti og hækkað eignaverð og þannig hrundið af stað efnahagsbata. Er þau nú orðin hluti af hefðbundinni peningastefnu seðlabanka úti um allan heim.

Á fagmáli er það orðað svo að seðlabanki *noti efnahagsreikning sinn* til þess að hafa áhrif á eignasamsetningu í efnahagslífinu. Þekktast af þessum aðgerðum er hin svokallaða magnbundna íhlutun (e. quantitative easing), þegar efnahagsreikningur seðlabanka stækkar

74 Orðrétt sagði Bernanke í ræðunni: „A broad-based tax cut, for example, accommodated by a program of open-market purchases to alleviate any tendency for interest rates to increase, would almost certainly be an effective stimulant to consumption and hence to prices. Even if households decided not to increase consumption but instead re-balanced their portfolios by using their extra cash to acquire real and financial assets, the resulting increase in asset values would lower the cost of capital and improve the balance sheet positions of potential borrowers. A money-financed tax cut is essentially equivalent to Milton Friedman's famous „helicopter drop“ of money.“ Sjá Bernanke (2002)

75 Hugtakið þyrluafhending (e. helicopter drop) kom fyrst fram hjá Milton Friedman í bók hans *The Optimum Quantity of Money*, frá árinu 1969. Þar segir á bls. 4: „Let us suppose, then, that one day a helicopter flies over our hypothetical long-stationary community and drops additional money from the sky equal to the amount already in circulation. ... The money will, of course, be hastily collected by members of the community. ... If everyone simply decided to hold on to the extra cash, nothing more would happen. ... But people do not behave in that way. ... It is easy to see what the final position will be. People's attempts to spend more than they receive will be frustrated, but in the process these attempts will bid up the nominal value of goods and services. The additional pieces of paper do not alter the basic conditions of the community. They make no additional productive capacity available. ... Hence, the final equilibrium will be a nominal income [that has doubled] ... with precisely the same flow of real goods and services as before.“

Í kjölfar þess að hann kaupir skuldabréf á markaði og greiðir fyrir þau með nýprentuðum peningum. Seðlabankar Bandaríkjanna og Bretlands voru strax mjög umfangsmiklir í slíkum kaupum eftir að stýrivextir fóru að núlli árið 2008 meðal annars til þess að ná langtímavöxtum niður og fjármagna aukningu ríkisútgjalda.

Seðlabanki Evrópu (ECB) var seinni til og hóf þennan leik ekki af krafti fyrr en árið 2012, eftir fræga ræðu Mario Draghi seðlabankastjóra evrópska seðlabankans þann 26. júlí það ár þar sem hann lýsti því yfir að bankinn „myndi gera hvað sem þyrfti til þess vernda evruna. Og trúið mér – það verður nóg!“⁷⁶ Vísaði hann til þess að Evrópski seðlabankinn myndi kaupa skuldabréf hinna veikari ríkja myntsvæðisins til þess að halda ávöxtunarkröfunni niðri og halda fjárlögum þeirra á floti. Er jafnframt miðað við þá dagsetningu sem lok hinnar svokölluðu „evrukrísu“ – þó nokkrir blossom væru eftir, svo sem krísan í Grikklandi tveimur til þremur árum seinna. Var þessi ákvörðun ECB tekin þrátt fyrir harða andstöðu Þjóðverja – en það er önnur saga.

Hafa nú þvítík kynstur af peningum verið prentaðir af stærstu seðlabönkum heims að engin söguleg fordæmi eru fyrir slíku áður. Stærð efnahagsreiknings hinna þriggja stóru seðlabanka Vesturlanda – á Bretlandi, Bandaríkjunum og Evrópu – hefur þrefaldast frá árinu 2006. Hefur þessi stefnumörkun verið kölluð Star-Trek seðlabankastarfsemi eftir samnefndum bandarískum sjónvarpsþáttum sem báru yfirskriftina: „Ferð til hins óþekktá“ (e. *A journey into the unknown*).⁷⁷ Ástæðan er einfaldlega sú að enginn veit fyrir víst hver áhrifin af þessari stefnu munu vera til lengri tíma – eða hvernig það mun síðan ganga fyrir téða seðlabanka að draga efnahagsreikninginn saman og kalla seðlana inn aftur.

Það var skoðun Miltons Friedmans að þyrlusendingar af seðlum myndu auka verðbólgu þar sem fleiri peningar myndu elta sama magn af vörum og gæðum. Þetta á þó ekki að öllu leyti við hin stærri myntsvæði – og sérstaklega ekki þær myntir er þjóna sem forðagjaldmiðlar – líkt og bandaríkjadollar, pund, evra, jen og svissneskir frankar. Þeir gjaldmiðlar hafa verðmæti um allan heim. Prentun þeirra leiðir til þess að seðlarnir leita ekki aðeins uppi verðmæti innan viðkomandi myntsvæðis heldur um heimsbyggðina alla. Það er því erfitt að þynna út forðagjaldmiðla, jafnvel þótt býsn séu prentuð af þeim, þar sem aðrar þjóðir taka fegins hendi við peningunum í skiptum fyrir bæði vörur og eignir og þeir skapa sjálfkrafa sína eigin eftirspurn sem verðmætagemyr (e. *store of value*) meðal annarra þjóða. Slíkar efnahagsreikningsaðferðir – eða slík peningaprentun – eru þó aðeins eitt af mörgum nýjum tækjum sem seðlabankar hafa tekið upp eftir fjármálakrísuna. Þessi nýju tæki er enn

76 Sjá Draghi (2012).

77 Sjá Greg (2010).

kölluð „óhefðbundin“ (e. unconventional) þótt beiting þeirra sé með raun og réttu orðin mjög venjubundin.

Fyrir árið 2007 var yfirleitt litið svo á að seðlabankar hefðu í raun aðeins eitt tæki við peningastjórnunina – það er stýrivexti. Jafnframt var þá miðað við hina svokölluðu reglu Tinbergens um að fjöldi markmiða og tækja þyrfti að fara saman. Og þar sem seðlabankar hefðu í raun aðeins eitt tæki – stýrivexti – gætu þeir aðeins haft eitt markmið sem hlyti að vera verðstöðugleiki. Af þeim sökum gætu þeir ekki tekið ábyrgð á neinum öðrum markmiðum. Hinn mikli fjöldi af nýjum tækjum hefur því leitt til þess að framfylgd peningastefnunnar hefur orðið mun flóknari þar sem erfitt er að lýsa stefnunni í einni einfaldri vaxtajöfnu í anda Taylors.⁷⁸ Að sama skapi hefur nýrri ábyrgð og nýjum markmiðum verið hlaðið á seðlabanka – einkum er kemur að fjármálastöðugleika. Þá hefur mjög stór tækjapakki sem kenndur er við þjóðhagsvarúð (e. Macroprudential Policy) einnig bæst við tækjasafnið en vikið verður að því aðeins síðar.

Lítill myntsvæði hafa hins vegar ekki sama frelsi til athafna og þau stóru. Gjaldmiðlar þeirra hafa ekki virði utanlands og mikil peningaprentun skapar því hættu á greiðslujafnaðarvanda þegar hinir nýprentuðu seðlar leita út á gjaldeyrismarkaðinn og úr landi. Hjá litlum myntsvæðum byggir sú aðferðafræði „að-nota-efnahagsreikninginn“ upp á gjaldeyrisinngripum – það er að auka eða minnka erlendar eignir á sínum efnahagsreikningi. Á sama tíma virðist sem peningalegt sjálfstæði hinna minni seðlabanka hafi rýrnað verulega – að minnsta kosti hvað varðar hina hefðbundnu stefnu sem felst í því að setja stýrivexti. En eftir því sem samþætting eykst á alþjóðafjármálamörkuðum fer vaxtamyndun að verða ákveðin á heimsvísu en ekki landsvísu. Minnkandi vald þjóðlegra seðlabanka til sjálfstæðra peningamálaaðgerða er viðurkennt og vaxandi vandamál víða um heim. Í þessu efni gildir ákveðið þyngdarafli lögmál: Eftir því sem myntsvæðin eru minni þeim mun minna vogarafl hefur viðkomandi seðlabanki til eigin vaxtasetningar.

Ljóst er að prentun á dollurum, pundum og evrum hefur dreifst um heim allan – þar sem fjárfestar hafa tekið þessa nýju seðla og fjárfest í þeim víða um lönd. Hafa hin smærri lönd haft takmarkaða möguleika til þess að standa á móti þessu flæði – sletturnar (e. spillover-effects) frá hinum stóru seðlabönkum eru einfaldlega það miklar. Í kjölfarið hafa vaknað áhyggjur um það að slök peningastefna hinna stóru myntsvæða muni skapa eignabólur í mörgum smærri hagkerfum, svo sem í nýmarkaðslöndum. Það hefur meðal annars orðið til þess að fjármagnshöft hafa bæst á listann yfir tækjabúnað seðlabanka – og hafa þau

78 Reglan skilyrðir breytingar á stýrivöxtum við breytingar í spáðri verðbólgu, framleiðslu eða öðrum efnahagsstærðum sjá rammagrein 6 og Taylor (1993).

jafnframt verið endurskírð í takti við hina nýju virðingu og kallast nú fjárstreymistæki (e. Capital Flow Management Tools).

Fjármagnshöft hafa því verulega þýðingu fyrir peningamálstjórnun þar sem högnun er ekki lengur möguleg í *fjármagnsviðskiptum* á milli landa⁷⁹ – og *fjármagnskerfið* verður eyland – sem skiptir sérstaklega miklu máli fyrir lítil opin hagkerfi. Hægt er að orða það svo að lítil opin hagkerfi endurheimti sitt peningalega sjálfstæði með haftasetningu líkt og fjallað er um nánar í rammagrein 5 í umræðu um ómöguleikaþríhyrninginn og val þjóða í gengismálum.

Samstarf við AGS

Það væri grunnt tekið í árinna að segja að veturinn 2008-2009 hefði verið átakasamur í peningastjórn Íslendinga – svo mjög sem gekk á þessa mánuði. Niðurstaða vetrarins varð samt sú að lögum um Seðlabanka Íslands var breytt þann 26. febrúar árið 2009 með þeim hætti að bankastjórum var fækkað úr þremur í einn. Jafnframt voru ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum færðar sérstakri peningastefnunefnd. „Stjórnækki bankans teljast í þessu sambandi vera vaxtaákvarðanir hans, viðskipti við lánastofnanir önnur en tilgreind eru í 2. mgr. 7. gr., ákvörðun bindiskyldu skv. 11. gr. og viðskipti á gjaldeyrismarkaði skv. 18. gr. sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar“, eins og segir í lögnum. Peningastefnunefnd var síðan skipuð fimm manns: Seðlabankastjóri, aðstoðarseðlabankastjóri og „einn af yfirmönnum bankans á sviði mótunar eða stefnu í peningamálum og tveir sérfræðingar á sviði efnahags- og peningamála sem forsætisráðherra skipar til fimm ára í senn“.⁸⁰

Tæpum mánuði fyrir þessa lagabreytingu, eða þann 1. febrúar, hafði ný ríkisstjórn tekið við völdum sem hafði krafist afsagnar bankastjóra seðlabankans er þá sátu. Tveir af þremur bankastjórum neituðu þessari ósk en samkvæmt lögum voru ráðningasamningar þeirra ekki uppsegjanlegir. Tímasetning þessara nýju laga var því meðal annars miðuð að því að ógilda téða ráðningarsamninga og beindist lagasetningin þar með gegn sjálfstæði Seðlabankans. Aftur á móti verða ýmsar breytingar sem tóku gildi með lagsetningunni að teljast framfaraspor – einkum hvað varðar tilurð peningastefnunefndar. Ekki varð pólitísk eining um þessar lagabreytingar á Alþingi – öfugt við það sem gerðist þegar lög in um verðbólgu markmið voru upphaflega samþykkt árið 2001.

Hrunið og eftirmál þess færðu hins vegar Seðlabankanum mörg ný verkefni. Hér má telja framfylgni fjármagnshafta, endurheimt eigna, umsjá gjaldeyrísútboða, samninga við

79 Það felur í sér að svokallað óvarið vaxtajafnvægi fellur úr gildi.

80 Sjá Lög um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001.

kröfuhafa hinna föllnu banka og svo framvegis. Einnig voru ýmis álitamál – líkt og hvort Ísland hafi raunverulega haft óskorað peningalegt sjálfstæði á meðan efnahagsáætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins stóð hér á landi. Þar sem þessi verkefni verða að teljast utan hinnar hefðbundnu peningastefnu bankans til lengri tíma – er sveigt hjá þeim í þessari umfjöllun.

Fyrsta varðan í þeirri viðleitni að ná stöðugleika í verðlagi var vitaskuld að tryggja gengissstöðugleika. Hér var við ramman reip að draga. Bankarnir höfðu fallið í lausafjárhlaupi sem hlaut að smitast út á gjaldeyrismarkaðinn og þá sátu krónueignir vaxtamunarfjárfesta sem námu um 650 milljörðum króna fastar í fjármálakerfinu. Voru þessar eignir kallaðar *aflandskrónur* eða *snjóhengjan* í daglegu tali. Komið var á stöðugleika á gjaldeyrismarkaði með fjármagnshöftum þann 28. nóvember 2008, við upphaf efnahagsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og íslenskra stjórnvalda.⁸¹ Sú ráðstöfun vakti mikla athygli á alþjóðavettvangi á sínum tíma. Ísland var fyrsta þróaða ríkið til þess að taka upp fjármagnshöft um áratuga skeið og það þóttu heldur en ekki tíðindi til næsta bæjar að Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn skyldi ekki aðeins samþykkja höftin heldur einnig sjá um að útfæra þau fyrir Íslendinga. Þátttaka AGS í efnahagsáætlun Íslands fól því í sér verulega stefnubreytingu af hálfu sjóðsins.⁸²

Hins vegar láku höftin með margvíslegum hætti enda var engin eftirfylgni með þeim í byrjun. Það má til dæmis marka af því að gríðarleg viðskipti voru með aflandskrónur (sem voru vitaskuld fullkomlega löglegar utan við Íslandsstrendur) veturinn 2008-2009 þannig að um 50–100 milljarðar króna af snjóhengjunni hafði bráðnað og horfið úr landi undir lok sumars. Það var ekki fyrr en Seðlabankinn tók upp gjaldeyriseftirlit haustið 2009 sem höftin fóru að halda og krónan að ná stöðugleika.

Þegar höftin voru fyrst sett héldu fulltrúar AGS og Seðlabanka Íslands því fram að þetta væri aðeins tímabundin ráðstöfun og að nauðsyn bæri til að setja mjög strangar hömlur í upphafi þannig að allar aðgerðir eftirleiðis fælust í slökun. Höftin yrðu síðan losuð innan tveggja ára.⁸³ Þetta gekk þó ekki eftir – þvert á móti voru margvísleg skref stigin til þess að herða höftin næstu ár á eftir sökum þess hve staða greiðslufarnaðarins var þröng. Í febrúar árið 2011 gaf Seðlabankinn út ritið *Hvað skuldar þjóðin?* Ritið var fyrsta tilraun

81 Seðlabankinn setti reglur um „tímabundna temprun útlæðis gjaldeyris“ þann 10. október 2008 sem giltu allt til formlegrar haftasetningar þann 28. nóvember 2008.

82 Hin nýja stefna AGS í þessum efnum var sett fram formlega í skjali er ber heitið *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View* og var birt þann 14. nóvember 2012. Þar segir á bls. 25: „In crisis situations, or when a crisis may be imminent, there could be a temporary role for the introduction of CFMs [Capital Flow Management Measures] on outflows.“

83 Sjá „Letter of Intent“ frá íslenskum stjórnvöldum til AGS sem var birt sem viðhengi við IMF Staff Report í nóvember 2008. (International Monetary Fund, 2008).

Seðlabankans eftir 2008 til að meta undirliggjandi skuldastöðu þjóðarbúsins. Seðlabankinn mat það svo að hrein erlend eignastaða þjóðarbúsins án föllnu bankanna væri neikvæð um 25-30% af landsframleiðslu á árunum 2009 og 2010. Ljóst var fljótlega eftir að ritið kom út að um verulegt vanmat væri að ræða og skuldastaða þjóðarbúsins væri heldur verri en Seðlabankinn áleit vera. Í hagtölum Seðlabankans í dag er hrein erlend eignastaða þjóðarbúsins á þessum tíma metin neikvæð um 65-70% af landsframleiðslu. Vanmat á skuldastöðu þjóðarbúsins hljóp því á mörg hundruð milljörðum króna og skýrir líklega þá bjartsýni sem ríkti upphaflega um að höftin gætu verið afnumin tiltölulega fljótlega.

Seðlabankinn hafði í kjölfar þess að efnahagsáætlun með AGS gekk í gildi fengið lán frá sjóðnum auk þess sem íslenska ríkið fékk einnig lán frá norrænum frændþjóðum. Þannig var Seðlabankinn því kominn með drjúgan gjaldeyrisforða en hann var hins vegar skuldsettur. Seðlabankinn tók því þann kost að vera ekki mótaðili í viðskiptum við aflandskrónueigendur – en skipulagði þess í stað gjaldeyrisútboð þar sem aðilum utan Íslands var – að nokkrum skilyrðum uppfylltum – heimilt að kaupa téðar aflandskrónur á niðursettu gengi. Þessi þrönga gjaldeyrisstaða tók hins vegar að snúast við eftir að ferðapjónusta tók að taka verulega við sér eftir árið 2011 og Seðlabankinn gat loks sjálfur farið að safna forða með gjaldeyriskaupum eftir árið 2013.

Fjármagnshöftin juku afl Seðlabankans til þess að reka sjálfstæða peningastefnu

Það styrkti miðlunarferlið enn frekar að nýju bankakerfi var komið á fót eftir hrunið sem var nær eingöngu fjármagnað með innlendum innlánnum – öfugt við gömlu bankanna sem voru fjármagnaðir að miklu leyti með erlendu heildsölufjármagni. Innlán eru – eðli málsins samkvæmt – stuttar skuldbindingar á breytilegum vöxtum sem hljóta að verða fyrir miklum áhrifum af breytingum stýrivaxta Seðlabankans. Þannig var Seðlabankinn kominn í mun betri aðstöðu til þess að hafa áhrif á fjármögnunarkostnað – og þar með útlánavexti – viðskiptabankanna en hafði áður verið.

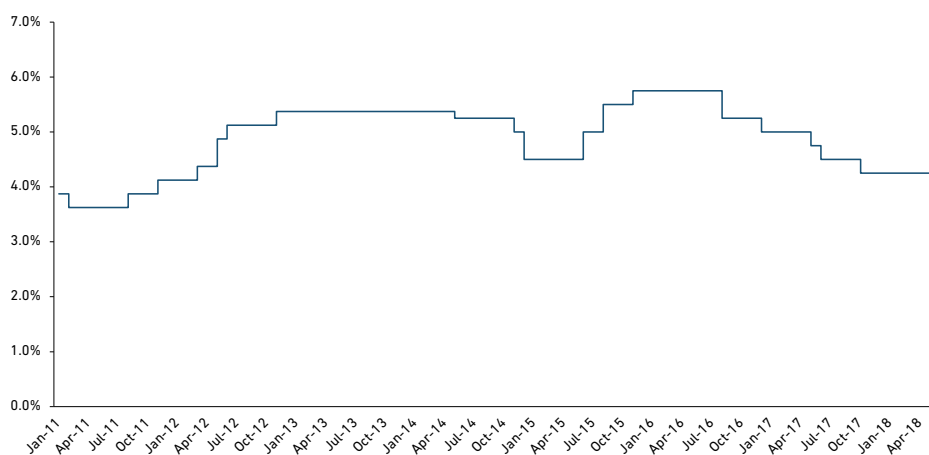
Seðlabankinn gat því – í skjóli haftanna – lækkað stýrivexti hratt á árunum 2009-2010 án þess að hafa áhyggjur af því að gengi krónunnar myndi gefa eftir. Við upphaf ársins 2011 voru virkir stýrivextir komnir niður í 3,6% og verðbólga niður í sett markmið. Hins vegar kom fyrsta prófið fyrir peningastefnu bankans aðeins nokkrum mánuðum seinna, eða vorið 2011, þegar samið var um mjög rausnarlegar launahækkningar á almennum vinnumarkaði. Það leiddi til þess að verðbólga hækkaði aftur og fór yfir 6% í byrjun árs 2012. Peningastefnunefnd brást við með vaxtahækkunum er hófust þann 17. ágúst 2011 og fylgdi þeim eftir með frekari stýrivaxtahækkunum árið 2012. Á þessum tíma var íslenskt hagkerfi enn í kreppu – það hafði raunar rétt byrjað að rofa til í ársbyrjun 2011. Má því segja að nefndin hafi með þessu

sýnt eindræga alvöru um að hún hafi ætlað að halda verðbólgu í skefjum – þrátt fyrir mikið atvinnuleysi á sama tíma. Í rannsóknarritgerð sem Þórarinn G. Pétursson aðalhafgræðingur bankans birti í mars 2018 eru færð tölfræðileg rök fyrir því að þessi föstu tök hafi valdið straumhvörfum hvað varðaði trúverðugleika íslensku peningastefnunnar. Þau hafi ekki aðeins valdið því að verðbólga fór tiltölulega fljótt aftur í markmið heldur hafði kostnaður þessarar verðhjöðnunar í tapaðri framleiðslu einnig verið fremur lítill vegna þess að Seðlabankanum hafi heppnast að skorða verðbólguvæntingar við 2,5% verðbólgu markmiðið.⁸⁴

Vaxtahækkunarferlið stóð fram í nóvember 2012 er virkir stýrivextir Seðlabankans voru komnir í 5,4%. Þar stóðu þeir óbreyttir í tvö ár þar til þeir voru lækkaðir niður 4,5% í árslok 2014. Forsendur vaxtalækkana á þeim tíma fólust í miklum lækkunum á heimsmarkaðsverði á olíu, krónan í styrkingarfasa og nýgerðir kjarasamningar sem fólu í sér launahækkanir sem rúmuðust innan þess ramma sem Seðlabankinn taldi að ógnaði ekki verðstöðugleika. Skjótt skipaðist þó veður í lofti. Kjarasamningarnir voru felldir í atkvæðagreiðslu meðal félagsmanna og samið var á nýjan leik. Í ársbyrjun 2015 voru kjarasamningar undirritaðir sem á ný fólu í sér rausnarlegar launahækkanir á sama tíma og slakað var verulega á aðhaldi ríkisfjármála. Seðlabankinn tók því að hækka vexti um mitt árið og í árslok ársins 2015 hafði Seðlabankinn tekið vextina upp í 5,8% samhliða því að spár bankans gerðu ráð fyrir aukinni verðbólgu. Spáð verðbólga kom síðan ekki fram. Loks, 14 mánuðum frá því að endurnýjaða vaxtahækkunarferlið hófst, hóf bankinn aftur að lækka vexti og hafði tekið þá niður í 4,25% í október 2017. Þar hafa þeir verið síðan. Verðbólgan hélst á meðan á þessum vaxtahreyfingum stóð undir eða við verðbólgu markmið.

Mynd 12: Virkir stýrivextir Seðlabankans

Frá ársbyrjun 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands

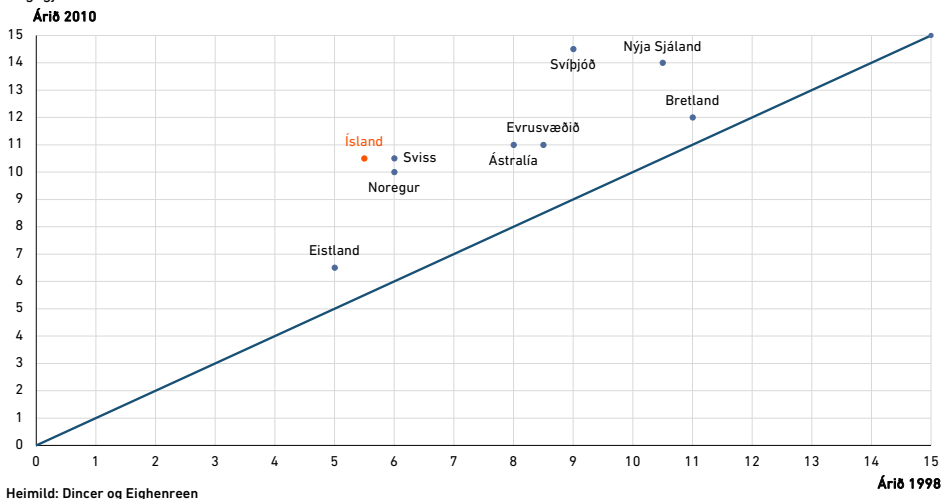
84 Sjá Þórarinn G. Pétursson (2018).

Væntingastjórnun Seðlabankans

Seðlabankinn hefur áhrif á væntingar markaðsaðila, heimila og fyrirtækja einna helst í gegnum yfirlýsingar peningastefnunefndar í kjölfar vaxtaákvörðunarfundar og með verðbólgu- og þjóðhagsspám bankans sem birtast fjórum sinnum á ári í Peningamálum. Þá eru birtar fundargerðir tveimur vikum eftir vaxtaákvörðunarfund sem innihalda upplýsingar um hvað kom fram á vaxtaákvörðunarfundunum og niðurstaða atkvæðagreiðslunnar (þó ekki atkvæðagreiðslur niður á einstaka nefndarmenn). Segja má að gagnsæi peningastefnunnar hafi aukist til muna með breytingum á lögum Seðlabankans árið 2009. Dincer og Eichengreen (2014)⁸⁵ hafa mælt gagnsæi seðlabanka fyrir ríflega 100 lönd og skoðað hvernig þróunin hefur verið. Niðurstaða þeirrar greiningar leiðir í ljós að gagnsæi langflestra seðlabanka hefur aukist og er íslenski seðlabankinn þar ekki undanskilinn.

Mynd 13: Gagnsæi seðlabanka á árinu 1998 og 2010

Stigagjöf frá 0 til 15

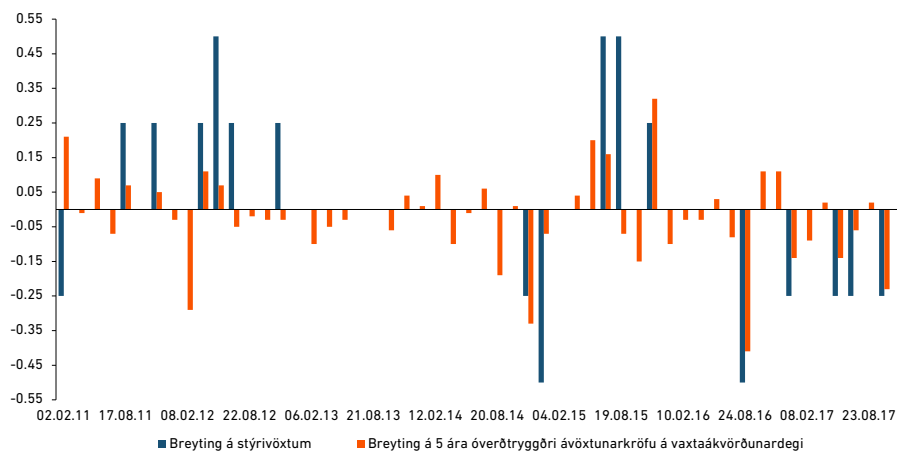


Aukið gagnsæi getur stuðlað að auknum trúverðugleika seðlabanka – það er ef vel tekst til að útskýra ákvarðanir bankans og þær leiðir er hann notast við til þess að ná fram settum markmiðum sínum. Þrátt fyrir aukið gagnsæi hjá Seðlabanka Íslands frá árinu 2009 þá er sem væntingar markaðsaðila séu oftast en ekki á skjön við væntingar Seðlabankans eða peningastefnunefndar á vaxtaákvörðunardögum. Ef horft er til breytinga á skuldabréfakröfu í kjölfar vaxtafunda Seðlabankans þá eru talsverðar hreyfingar á markaði við hverja ákvörðun, líkt og sjá má af mynd 14 hér fyrir neðan. Ef aðgerðir Seðlabankans á slíkum dögum væru væntar ætti krafan vart að hreyfast – en miklar breytingar fela í sér að vaxtaákvörðanir koma markaðsaðilum á óvart.

85 Sjá Dincer og Eichengreen (2014).

Mynd 14: Vaxtaákvörðunardagar, breytingar stýrivaxta og viðbrögð á markaði

Ísland

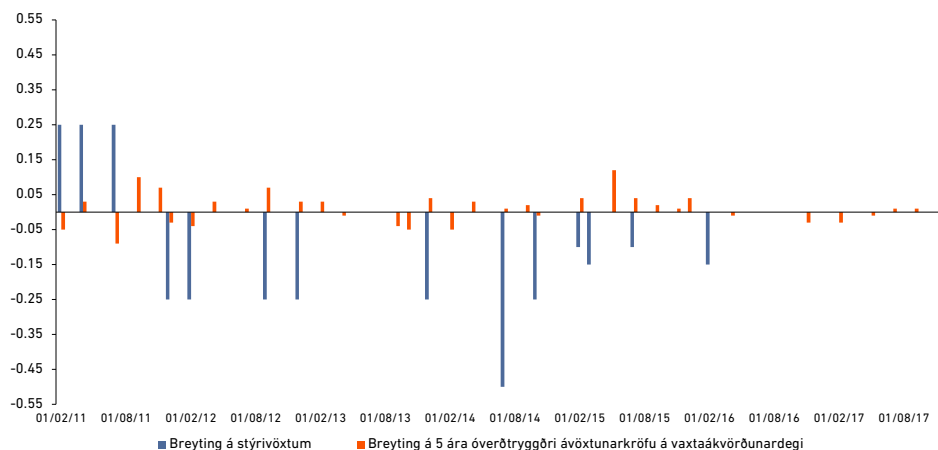


Heimild: Macrobond, Seðlabanki Íslands

Í ríkjum eins og Svíþjóð, Noregi, Ástralíu, Kanada, Nýja Sjálandi og Englandi eru viðbrögð markaðsaðila á vaxtaákvörðunardögum yfir sama tímabil heldur minni sem bendir til þess að vaxtaákvörðanir komi markaðsaðilum ekki eins mikið á óvart í þeim ríkjum sem hér var horft⁸⁶. Þannig eru hreyfingar á íslenska skuldabréfamarkaðnum allt að þrefalt meiri en í Svíþjóð og tvöfalt meiri en í Noregi svo dæmi séu tekin.

Mynd 15: Vaxtaákvörðunardagar, breytingar stýrivaxta og viðbrögð á markaði

Svíþjóð



Heimild: Macrobond, Seðlabankinn í Svíþjóð

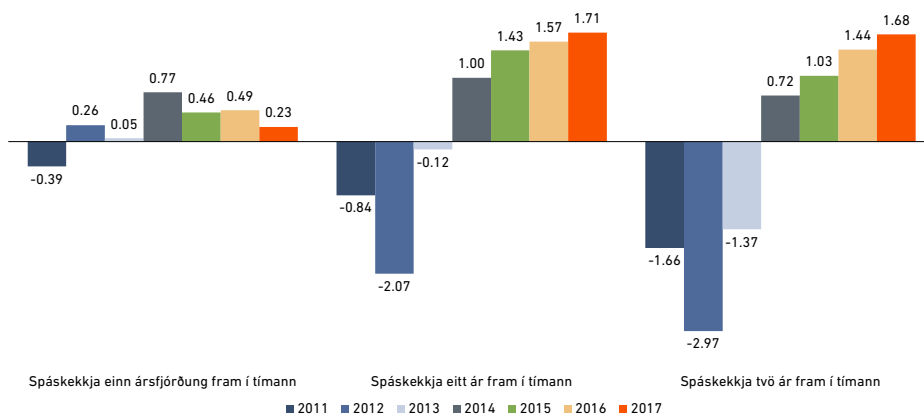
86 Í samanburði verkefnastjórnar var horft til Noregs, Ástralíu, Nýja Sjálands, Englands og Svíþjóðar. Í tillögum starfshópsins er nánar fjallað um þennan samanburð.

Ýmsar skýringar geta verið á því af hverju væntingar markaðsaðila hafa verið aðrar en væntingar Seðlabankans og peningastefnunefndar. Ein möguleg skýring er sú að yfirlýsing peningastefnunefndar og fundargerðir hafa gefið misvísandi skilaboð og óvæntar stefnubreytingar hafa verið í einstökum tilfellum milli vaxtaákvörðunarfunda sem markaðsaðilar sáu ef til vill ekki fyrir eða hagrýsar gáfu ekki tilefni til að ætla um. Nánar er fjallað um þessa skýringu í umfjöllun um tillögur starfshópsins.

Önnur möguleg skýring er sú að á þessum tíma komu fram talsverðar spáskekkjur í verðbólguhlíkani Seðlabankans. Myndin hér að neðan sýnir hvernig til tókst hjá Seðlabankanum að spá fyrir verðbólgu á árunum 2011-2017. Spáskekkjan er að meðaltali neikvæð á árunum 2011-2013 það er Seðlabankinn er að spá minni verðbólgu en raunin reyndist vera. Aftur á móti er spáskekkjan jákvæð fyrir árin 2014-2017, með öðrum orðum þá er Seðlabankinn að spá hærri verðbólgu á tímabilinu. Sem dæmi þá er Seðlabankinn að meðaltali að spá 0,2% hærri verðbólgu en þegar spáð var einn ársfjórðung fram í tímann á árinu 2017 og 1,7% hærri verðbólgu þegar spáð var eitt og tvö ár fram í tímann. Líkt og Seðlabankinn hefur sjálfur bent á⁸⁷ þá liggur fyrir að sú tæknilega forsenda að halda gengi krónunnar óbreyttu í verðbólguþátt hafði talsverð áhrif á spáskekkjur Seðlabankans á þessum tíma⁸⁸.

Mynd 16: Spáskekkjur í verðbólguhlíkani Seðlabanka Íslands, 2011-2017

Frávik á verðbólguþátt frá rauntölum (%)



Heimild: Marias Halldór Gestsson

87 Sjá Seðlabanka Íslands (2016).

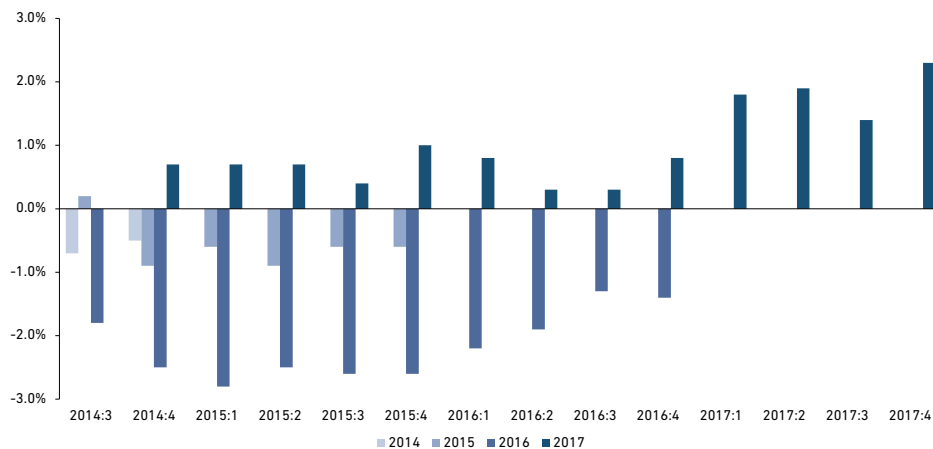
88 Frá árslokum 2016 hóf Seðlabankinn að birta gengisspár á ný.

Það eru þó ekki aðeins forsendur um gengi krónunnar sem höfðu áhrif á verðbólgu spáskekkjur Seðlabankans því á árunum 2014-2016 var bankinn að vanmeta framleiðnivöxtinn í hagkerfinu og er vanmatið heldur mikið á árinu 2016 líkt og sést á myndinni hér að neðan. Líklega er Seðlabankinn á þessum árum að vanmeta umfang ferðaþjónustunnar og áhrif þess á framleiðnivöxtinn.

Að þessu sögðu þá bendir allt til þess að þá innbyggðu spáskekkju sem mældist í verðbólgu líkani Seðlabankans á árunum 2014-2016 megi einna helst rekja til þess að bankinn hafði ekki séð fyrir áhrif mikilla kerfisbreytinga á þessum tíma. Mikill uppgangur ferðaþjónustunnar leiddi ekki aðeins til gríðarlegrar styrkingar krónunnar heldur einnig til verulegrar framleiðniaukningar sem líklega má rekja til aukinnar stærðarhagkvæmni í framleiðslu (lægri meðalkostnaði) þegar íslenski smásölumarkaðurinn stækkaði með fjölgun kaupenda. Afleiðingin er því sú að þrátt fyrir stöðuga og lága verðbólgu á þessum árum þá var Seðlabankinn að spá mun hærri verðbólgu en síðar kom fram. Slíkar spáskekkjur geta valdið töluverðum hreyfingum á vaxtaákvörðunardegi, einkum ef verðbólgu spáin tekur miklum breytingum á milli vaxtaákvörðunarfunda. Nánar er fjallað um verðbólgu spálíkan Seðlabankans í rammagrein hér að neðan.

Mynd 17: Framleiðni vinnuafis, spáskekkjur

mismunur á framleiðnisþá Seðlabankans úr Peningamálum á viðkomandi ári og framleiðni á því ári.

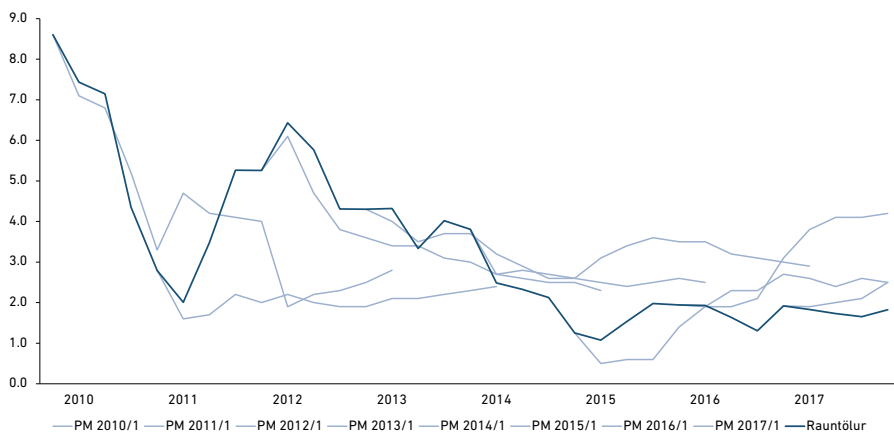


Heimild: Seðlabanki Íslands

Rammagrein 7. Verðbólguþáttur Seðlabankans

Verðbólguþáttur Seðlabankans byggir á metnu sambandi efnahagsstærða sem áhrif hafa á verðlagsþróun þar sem meðal annars er tekið mið af þróun innflutningsverðs, launaþróunar og framleiðsluspennu. Spáskekkjur eru því óhjákvæmilegar enda eru niðurstöður ávallt byggðar á forsendum um efnahagsþróun sem aldrei ríkir fullkomin víska um á hverjum tíma. Til að meta gæði líkana er því ekki síður mikilvægt að ganga úr skugga um að líkanið sé ekki kerfisbundið að of- eða vanspá verðbólgu sem og tryggja að á hverjum tíma séu gefnar forsendur sem innihalda mikilvægar upplýsingar.

Mynd 18: Verðbólguþróun og spá Seðlabankans í fyrstu Peningamálum hvers árs
Peningamál frá 2010 til 2017 (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands

Að beiðni verkefnastjórnar var mat gert á verðbólguþáttur Seðlabankans af Maríasi Halldóri Gestssyni⁸⁹. Matið byggist á verðbólguþáttur sem birtar hafa verið í Peningamálum frá 2010 til 3F 2017.⁹⁰ Aðferðafræðinni sem notast er við svipar til þeirrar sem gerð var fyrir Englandsbanka (BoE) árið 2015.

Matið byggist á þremur mikilvægum mælikvörðum.

1. Athugað er hversu vel hefur tekist að spá fyrir um verðbólguþáttur (e. accuracy). Meðalspáskekkja er metin, það er metin eru frávik á verðbólguþáttur frá rauntölum. Því minni sem spáskekkjan er því meiri er nákvæmni.

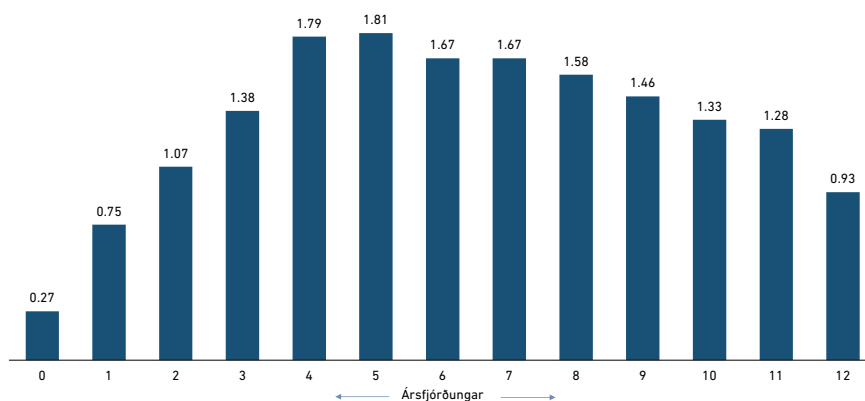
⁸⁹ Sjá Maríasi Halldóri Gestsson (2018).

⁹⁰ Vegna óvenjulegra aðstæðna 2008-2009 eru þau ár undanskilin auk ára 2001-2007 þar sem samfelld gögn eru nauðsynleg til að framkvæma matið.

2. Athugað er hvort innbyggð bjögun (e. bias) sé í verðbólguþáttum. Metið er hvort verðbólguþáttalíkanið er kerfisbundið að spá of háu gildi (bjögun upp á við), of lágu gildi (bjögun niður á við) eða hvorugt (engin bjögun).
3. Metin er skilvirkni spár (e. efficiency). Metið er hvort tekið sé tillit til mikilvægra upplýsinga við spágerð hverju sinni. Því betri forsendur sem gefnar eru við matið því skilvirkari er spáin.

Til að leggja mat á nákvæmni líkansins þá er meðalspáskekkjan (e. mean absolute forecast error) metin yfir tímabilið, þar sem meðalspáskekkja er frávik á verðbólguþátt frá rauntölum. Líkt og við var að búast þá er meðalspáskekkjan minnst því nær sem spáð er í tíma. Spáskekkjan á tímabilinu er þó að meðaltali 0,75% einn ársfjórðung fram í tímann sem hlýtur að teljast talvert mikil skekkja miðað við hversu nálægt rauntíma spáin nær til. Þá er spáskekkjan 1,79% þegar spáð er eitt ár fram í tímann og 1,58% þegar spáð er tvö ár fram í tímann.

Mynd 19: Mat á nákvæmni í verðbólguþáttalíkani Seðlabanka Íslands, meðalspáskekkjur
Frávik á verðbólguþátt frá rauntölum, tölulegt meðalgildi (%)



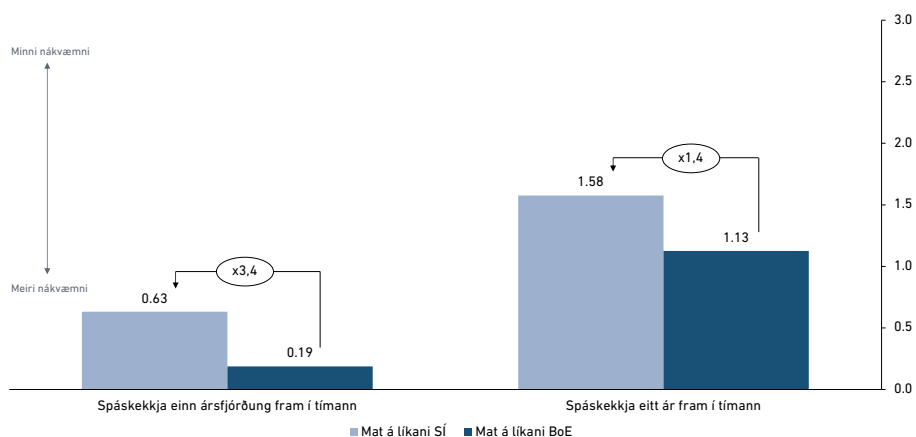
Heimild: Marías Halldór Gestsson

Mat var einnig lagt á hvort verðbólguþáttalíkan Seðlabankans væri kerfisbundið að of- eða vanspá verðbólgunni. Niðurstaða leiðir í ljós að líkan Seðlabankans er kerfisbundið að ofspá verðbólgu þegar spáð er í sama ársfjórðungi og einn ársfjórðung fram í tímann. Aftur á móti benda niðurstöður til þess að frá og með öðrum ársfjórðungi sé líkanið ekki kerfisbundið að of- eða vanspá verðbólgunni. Þá var mat lagt á skilvirkni líkansins. Niðurstaðan bendir til þess að ekki séu allar upplýsingar

sem fyrir liggja notaðar inn í líkanið og þá er tilhneiging til að vanmeta verðbólguþregðuna einkum þegar spáð er til meðal og langs tíma.

Hér að neðan eru meðalspáskekkjur á verðbólgu líkani Seðlabankans og hins vegar verðbólgu líkani Englandsbanka bornar saman, en í nóvember 2015 var svipuð rannsókn gerð á Englandsbanka og var höfð til hliðsjónar í rannsókn Maríasar.⁹¹ Meðalspáskekkja í líkani Seðlabankans er ríflega þreföld meiri þegar spáð er einn ársfjórðung fram í tímann og 40% meiri þegar spáð er eitt ár fram í tímann.

Mynd 20: Mat á nákvæmni verðbólgu líkana SÍ og BoE
Standardized RMSE (%)



Heimild: Marías Halldór Gestsson, Bank of England

Seðlabankinn hefur reglulega metið reynslu sína af verðbólgu spám⁹² enda skiptir verulegu máli að sífellt endurmat eigi sér stað miðað við reynslu fyrri ára. Verðbólgu spáin er ekki aðeins lögð til hliðsjónar þegar stýrivaxtaákvörðanir eru teknar heldur er spáin einnig tæki fyrir Seðlabankann til að hafa áhrif á verðbólguvæntingar markaðsaðila, heimila og fyrirtækja. Mikilvægt er því að verðbólgu spálíkanið endurspegli einna best raunverulega stöðu hverju sinni og að spáskekkjur séu sem minnstar í verðbólgu spám Seðlabankans.

Að meta árangur peningastefnunnar

Til þess að meta árangur seðlabanka á verðbólgu markmiði eru nokkrir mælikvarðar hafðir til hliðsjónar. Er hér í þessari umfjöllun að mestu miðað við þá árangursmælikvarða er lagðir hafa verið á Englandsbanka.⁹³

91 Hér er kvaðratfrávik (e. root mean square error) notað í samanburði beggja líkana.

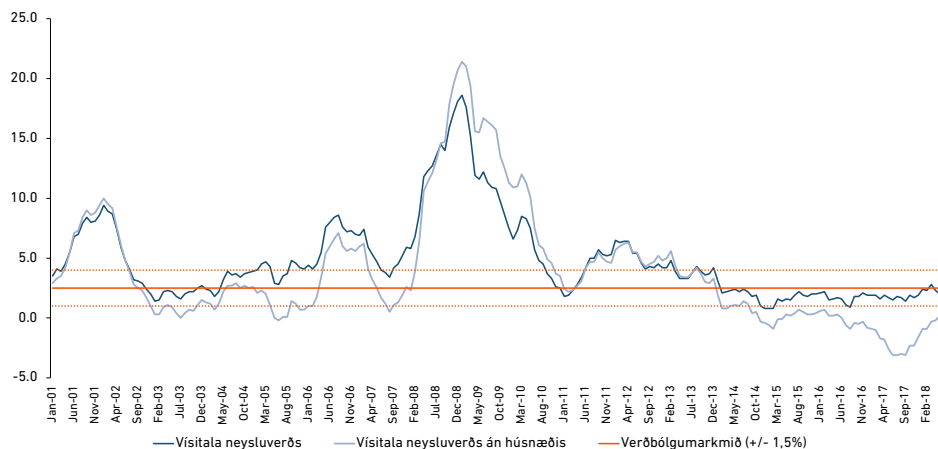
92 Sjá Seðlabanka Íslands (2016).

93 Sjá HM Treasury (2013).

Fyrsti mælikvarðinn og það sem ætti að standa næst eru vitanlega verðbólguþælingarnar sjálfar – hvort verðbólga mælist á markmiði Seðlabankans. Ljóst er að á árunum 2001-2013 nær verðbólgan aldrei markmiði nema í 1-2 ár í senn – þegar vísitalan tók sér stutta hvíld áður en klifið er upp á næsta hækkunartind – sem glögglega má sjá af mynd 21 hér að neðan. Hins vegar, þegar þetta er ritað hefur verðbólga verið nálægt markmiði frá ársbyrjun 2014 og raunar heldur neðan við markmið á árunum 2016-2017. Þannig hefur Seðlabankinn verið á markmiði í 4½ ár sem er lengsti samfelldi tími verðstöðugleika frá því að verðbólguþæling var tekið upp árið 2001. Þetta er merkilegur árangur í ljósi þess að töluverður gangur hefur verið í hagkerfinu á sama tíma.

Mynd 21: Verðbólga á Íslandi

Með og án húsnæðisliðs – 12 mánaða breyting (%)



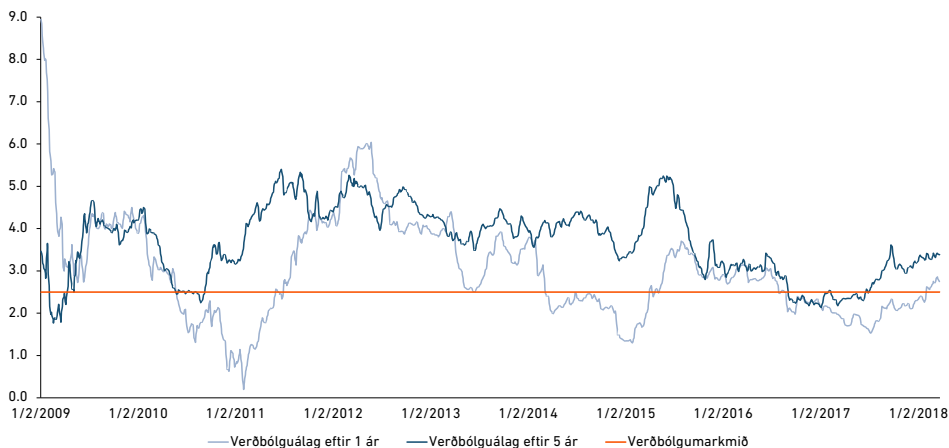
Heimild: Hagstofa Íslands

Hins vegar segir verðbólguþæling sjálf aðeins takmarkaða sögu – til dæmis hvað varðar trúverðugleika peningastefnunnar. Ýmsar breytur geta haft áhrif verðlagsþróun án þess að það komi peningastefnunni við – svo sem verðþróun á erlendum vörum – og þá skiptir einnig máli hvað Seðlabankinn þarf að hafa mikið fyrir því – til dæmis með hækkun vaxta – til að komast á verðbólguþæling.

Annar mælikvarði sem segir mest um trúverðugleika bankans eru því verðbólguþælingar – það er hvort þjóðin hafi trú á því að bankinn muni standa við það markmið sem honum er gefið. Ein leið til þess að meta verðbólguþælingar er einfaldlega að skoða verðbólguálag – það er munur á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa – sem gert er hér að neðan á mynd 22. Hægt er þannig að líta á þennan mismun sem ek. verðbólguþæling skuldabréfamarkaðarins miðað við þá tímalengd sem gefin er.

Mynd 22: Verðbólguálag – 5 daga hreyfanleg meðaltöl

Reiknað út frá mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa (%)



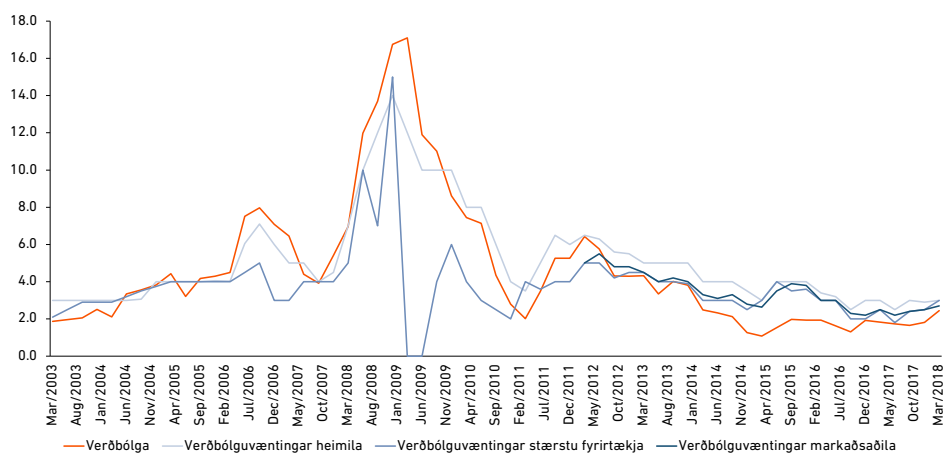
Heimild: Seðlabanki Íslands

Myndin sýnir til dæmis að 5 ára verðbólguálag var yfirleitt í kringum 4-5% frá árinu 2009 allt fram til ársloka 2015 og að álagið datt niður í 3% og síðan á markmið um mitt ár 2016. Hér verður þó að hafa í huga að verðbólguálagið inniheldur einnig áhættuálag vegna verðbólgu (e. inflation premium) sem er gjald fyrir það mögulega tap sem lækkun raunvaxta vegna óvæntrar verðbólgu gæti haft í för með sér.⁹⁴ Þannig felur þessi mælikvarði í sér ákveðið ofmat á verðbólguvæntingum.

Einnig er hægt að fá mat á verðbólguvæntingum með því einfaldlega að spyrja fólk um hver verðbólgan muni vera – til dæmis eftir eitt ár – að þeirra mati. Slíkar mælingar hafa verið framkvæmdar af Gallup í samstarfi við Seðlabanka Íslands frá 2003 og eru birtar hér að neðan.

94 Samkvæmt Fisherjöfnunni er hægt að sundurgreina vaxtamyndina með eftirfarandi hætti: Nafnvextir = Raunvextir + Vænt verðbólga + Áhættuálag

Mynd 23: Verðbólguvæntingar til eins árs skv. könnunum Gallup og Seðlabankans og mældur verðbólguhraði (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands

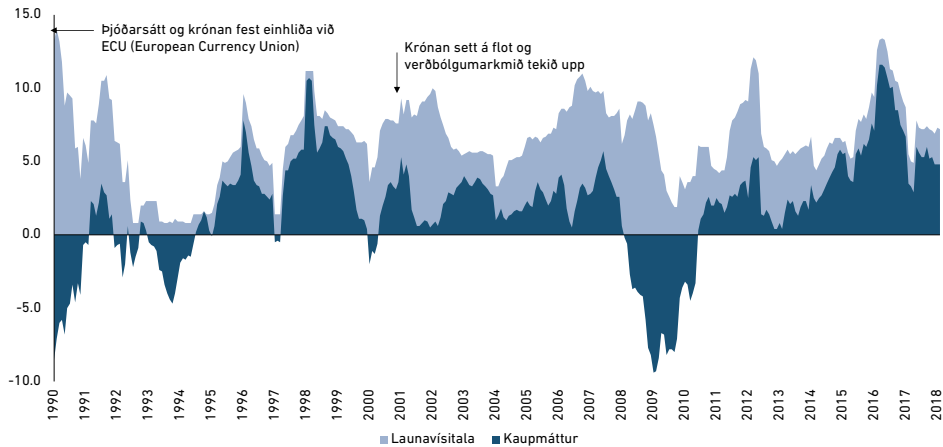
Spurt er hver verðbólgan muni verða næstu 12 mánuði og notast er við miðgildi. Mælingar á verðbólguvæntingum fyrirtækja voru framkvæmdar óreglulega fram að þriðja ársfjórðungi 2006 og því er brúað á milli mælinga fram að því.

Það vekur strax athygli hvað væntingar þeirra þriggja hópa sem spurðir eru – það eru markaðsaðilar, stjórnendur stærstu fyrirtækja og heimili landsins – virðast fylgja mældri verðbólgu nokkuð nákvæmlega. Jafnframt, þegar Seðlabankinn nær þeim árangri upp úr 2014 að koma verðbólgu í markmið þá tekur það um tvö ár fyrir verðbólguvæntingar að viðurkenna þá staðreynd og færast að markmiði bankans. Kannski ætti það ekki að koma að öllu leyti á óvart í ljósi þess að Seðlabankinn hafði ekki sjálfur trú á því að þessi árangur væri varanlegur ef marka má þær verðbólguþáttir sem birtar voru á þessu tímabili eins og greint er frá hér að ofan.

Þriðji mælikvarðinn sem gjarnan er brugðin á árangur Seðlabanka á verðbólgu markmiði er nafnlaunaþróun. Hugsunin er sú að ef verkalýðsfelögin hafi sæmilega trú á því að verðbólgu markmiðið sé staðfast þá muni hvatinn minnka til að krefjast verulegra nafnlaunahækkana sem eiga að bæta upp fyrir vænta verðbólgu. Þess í stað muni þau huga að raunlaunum – vel minnug þess að raunlaun geta aðeins hækkað í litlum skrefum til lengri tíma eða 1-2% á ári í samræmi við undirliggjandi verðmætasköpun í hagkerfinu. Miðað við 2,5% verðbólgu markmið og 1,5-2% framleiðnivöxt er ljóst að nafnlaun – heilt tekið yfir hagkerfið – geta ekki hækkað meira en 4-4,5% á ári til lengri tíma án þess koma verðbólgu markmiðinu í uppnám.

Mynd 24 hér að neðan sýnir bæði hækkun launavísitölu og kaupmáttar 1989-2018 eða í tæp 30 ár.

Mynd 24: 12 mánaða hækkun launavísitölu og kaupmáttar
1990 til 2018 (%)



Heimild: Hagstofa Íslands

Myndin sýnir þann mikla árangur þjóðarsáttarinnar eftir 1990 að stöðva nafnlaunahækkunar um leið og gengi krónunnar var fest niður – til þess að ná niður verðbólgu. Hins vegar sést einnig að sá árangur var skammvinnur og entist aðeins í nokkur ár. Miklar launhækkunar og aukning eftirspurnar varð síðan til þess að sprengja fastgengið eins og farið er yfir hér að framan. Hér að ofan sést að ferill nafnlaunahækkana frá því að verðbólguþröskulur var tekið upp hefur verið um 5-10% á ári. Síðustu 4 ár skera sig hér ekki frá nema síður sé. Það er sérstakt við tímenn frá árinu 2014 að verðbólga hefur ekki komið fram þrátt fyrir miklar nafnlaunahækkunar – sem hefur leitt til þess að kaupmáttur hefur aukist gríðarlega. Það er þó ljóst að slíkur hækkunarhraði sem verið hefur síðustu ár samræmist ekki framfylgd verðbólguþröskulsins til lengri tíma.

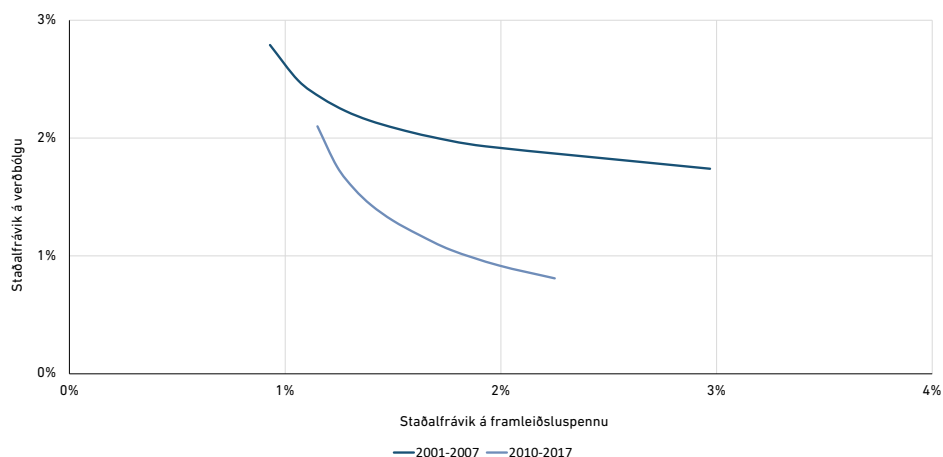
Fjórði mælikvarðinn felst í gengisleka (e. currency pass-through) – það er hvort verðbólguvæntingar séu nægjanlega vel skorðaðar til þess að þola breytingar á nafngengi innan ákveðinna marka. Sem dæmi má taka að norska krónan féll verulega árin 2015-2016, eða um þriðjung gagnvart bandaríkjadóllar og evru, í kjölfar lækkunar olíuverðs. Verðbólguhraðinn hækkaði upp í 4% á fyrri hluta ársins 2016 í kjölfar þess að verð á innfluttum vörum hækkaði en féll síðan aftur að markmiði. Þannig hefur þessi mikla gengislækkun á skömmum tíma ekki hreyft við verðbólguvæntingum svo heitið geti – verðbólguþröskulur hefur haldið til meðallangs tíma. Sömu sögu hefur ekki verið að segja af Íslandi fram til þessa; miklar gengislækkunar hafa komið af stað verðbólguöldu. Líklega er of snemmt að segja til um hvort sá árangur sem hefur náðst í því að skorða verðbólguvæntingar við markmið muni geta haldið þrátt fyrir gengisfall.

Fimmti mælikvarðinn felst í að meta hagkvæmnisjaðar peningastefnunnar (e. efficient frontier). Hagkvæmnisjaðarinn sýnir hversu hagstæðu samspili sveiflna í verðbólgu og framleiðsluspennu Seðlabankinn stendur frammi fyrir, það er hvaða áhrif það hefur á hagsveifluna að bankinn beiti stjórnþækjum sínum til að draga úr sveiflum í verðbólgu. Í rannsókn Maríasar H. Gestssonar (2018) er slíkur ferill metinn fyrir tímabilið 2001-2007 annars vegar og tímabilið 2010-2017 hins vegar⁹⁵.

Eins og sést á neðangreindri mynd þá hefur hagkvæmnisjaðarinn færst töluvert til vinstri sem bendir til þess að framkvæmd og virkni peningastefnunnar hafi batnað töluvert. Með öðrum orðum þá nær peningastefnan að draga úr verðbólguveiflum á kostnað minni sveiflna í hagkerfinu en áður. Svipaðri niðurstöðu kemst Seðlabankinn að í nýlegri rannsókn⁹⁶.

Mynd 25: Hagkvæmnisjaðar peningastefnunnar

Ísland



Heimild: Maríasar Halldór Gestsson

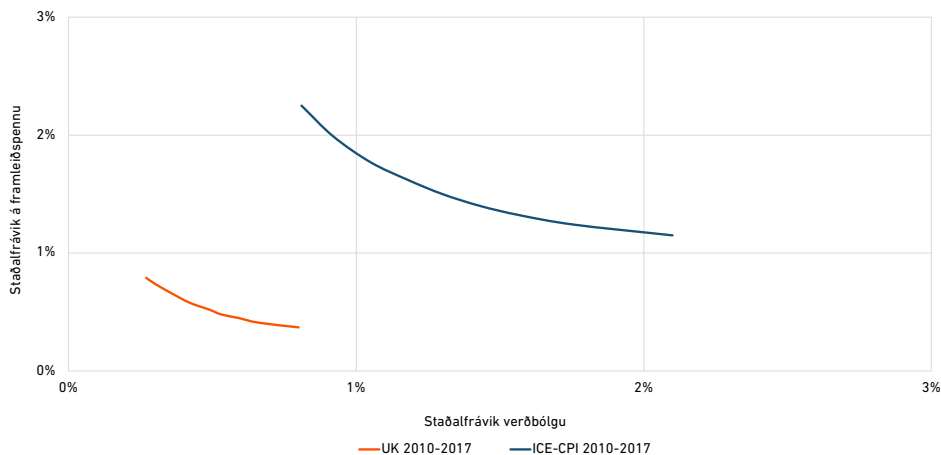
Björninn er þó ekki enn unninn því þó hagkvæmnisjaðarinn hafi færst til vinstri þá er samspil sveiflna í verðbólgu og framleiðslu enn töluvert óhagstæðara á Íslandi en í öðrum verðbólgu markmiðsríkjum líkt og sjá má á mynd 26 hér að neðan. Seðlabankinn þarf því að setta sig við meiri sveiflur í hagkerfinu við það að draga úr sveiflum í verðbólgu miðað við önnur verðbólgu markmiðsríki, sem gerir það að verkum að erfiðara er fyrir Seðlabanka Íslands að ná sambærilegum árangri og önnur verðbólgu markmiðsríki við að halda verðbólgu lágri og stöðugri.

⁹⁵ Svipaða rannsókn metur Seðlabanki Íslands í sértili 11. Sjá Seðlabanki Íslands (2017).

⁹⁶ Sjá Seðlabanki Íslands (2017).

Mynd 26: Hagkvæmnisjaðar peningastefnunnar

Ísland og Bretland



Heimild: Marías Halldór Gestsson

Þegar þessir fimm mælikvarðar eru dregnir saman er ljóst að árangur hefur náðst á flesta mælikvarða. Hins vegar verður ekki framhjá því litid að á þeim tíma sem hér er til umfjöllunar þá er Seðlabankinn að framfylgja verðbólguþolmiðinu í fjármagnshöftum, frá árslokum 2008 til mars 2017 voru við lýði höft á fjármagnsflæði úr landi og frá því um mitt árið 2016 voru sett hér á höft á innflæði erlends fjármagns og eru þau höft enn við lýði. Þess vegna má í raun segja að sá árangur sem hefur áunnist hefur áunnist í skjóli stífra fjármagnshafta. Enn er því of snemmt að fullyrða hvort ofangreindur árangur verði varanlegur – og hvort brotið hafi verið blað í sögu verðbólguþolmiðs héraðs. Raunverulega prófið mun felast í viðbrögðum verðbólguvæntinga við hinum klassísku íslensku verðlagshamförum – miklum launahækkanum eða gengisfalli.

Sjálfsmat Seðlabankans

Seðlabankinn hefur sjálfur metið reynsluna af verðbólguþolmiðinu frá árinu 2001 og þær breytingar sem hafa átt sér stað í kjölfar fjármálakreppunnar í ritinu *Peningastefna byggð á verðbólguþolmiðinu: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar*.⁹⁷ Í inngangi þessa rits segir: „Mikil umræða hefur átt sér stað um peningastefnuna á undanförunum misserum og á vegum stjórnvalda er unnið að úttekt á valkostum Íslendinga varðandi ramma peningastefnu á grundvelli sjálfstæðs gjaldmiðils og við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga. Mikilvægt er að umræða og stefnumótun á þessu sviði taki mið af bestu upplýsingum og rannsóknum. Eitt af markmiðum útgáfu rits þessa er að stuðla að því að svo verði.“

97 Sjá Seðlabanki Íslands (2017).

Megin niðurstaða ritsins er að „merkja megi að virkni peningastefnunnar hafi aukist og að hún skili meiri árangri en áður í að tryggja verðbólgu og verðbólguvæntingum trausta kjölfestu í verðbólgu markmiðinu og í að draga úr hagsveiflum.“ Jafnframt kemur fram að niðurstöður bendi „til þess að gengissveiflur séu orðnar nátengdari innlendri hagsveiflu sem gæti bent til þess að gengi krónunnar sinni betur sveiflujöfnunarhlutverki sínu nú en áður.“

Ritið er stutt með ítarlegum hagrannsóknnum – sem sýna svart á hvítu að mun betur hefur til tekist við framfylgd verðbólgu markmiðs eftir fjármálakreppuna en var fyrir. Það er hins vegar ekki fyrr en undir lok skýrslunnar að minnst er á það grundvallaratriði að peningastefnan hefur verið framkvæmd innan fjármagnshafta síðastliðinn áratug. Það liggur í augum upp að fjármagnshöft – sérstaklega af þeirri tegund er voru hér í gildi á árunum 2008-2017 – gerbreyta möguleikum lítilla opinna myntkerfa að framkvæma sína eigin peningastefnu. Það er ekkert sem segir að sama árangri geti verið viðhaldið við „skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga“. Það virðist því innifalinn forsenda í ritinu að fjármagnshöftum verði áfram viðhaldið í einu eða öðru formi á næstum árum – sem raunar rímar ágætlega við forsendur sem oft eru kenndar við hugtökin „Tvíþrautarval-Þríþrautarval“ (e. Dilemma-Trilemma) að sjálfstæð peningamálastefna sé í raun aðeins möguleg við einhvers konar fjármagnshöft. Sjá nánar í rammagrein 5.

Fjármagnshöft ber þó ekki að líta á sem varanlegt hagstjórnartæki heldur stjórnartæki sem notast skal við í neyð enda stangast slík höft á við frjálst flæði fjármagns samkvæmt EES samningi og fjallað er nánar um í tillögum starfshópsins hér að aftan.⁹⁸ Sá prófsteinn er því framundan hvort Seðlabankanum takist að viðhalda þeim árangri sem hefur áunnist þegar losað hefur verið um fjármagnshöft.

Þá er einnig staðreynd að Seðlabankinn hefur – með einum eða öðrum hætti – beitt óhefðbundnum peningamálaaðgerðum til þess að ná markmiðum sínum á þessum tíma. Ekki aðeins með beitingu fjármagnshafta heldur einnig með mjög víðtækum gjaldeyrisinngrípum eða beitingu þjóðhagsvarúðartækja af ýmsum toga sem fela í sér ýmsar takmarkanir á lánveitendur. Það er þannig ljóst að árangur bankans við framfylgd verðbólgu markmiðs byggist á mun fleiri þáttum en beitingu stýrivaxta sem þó sérrit bankans virðist gefa til kynna. Væri því þörf á ítarlegri greiningu á áhrifum óhefðbundinna stjórnartækja og hlutverki þeirra í þeim árangri sem náðst hefur.

Það er hins vegar mikið áhyggjuefni að þrátt fyrir að náðst hafi að koma verðbólguvæntingum almennings niður að verðbólgu markmiðinu þá hefur það ekki haft þau áhrif að þróun

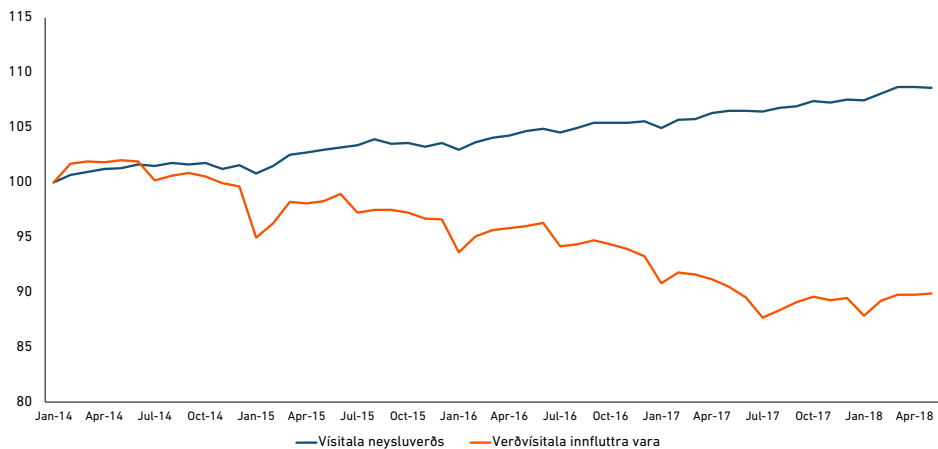
98 Sjá EFTA (2016).

nafnlauna hafi siglt í sama kjölfar. Þvert á móti virðast tilraunir til þess að koma á einhvers konar þjóðarsátt undir yfirskrift „SALEK samkomulags“⁹⁹ hafa steytt á skeri. Launavísitalan hefur til að mynda hækkað um 40% frá því verðbólga fór að markmiði árið 2014. Það hefur síðan komið flestum hagfræðingum á óvart að atvinnulífið gat tekið á sig þessar hækkanir án þess að verðbólga færi af stað – þar með talið hagfræðingum Seðlabanka Íslands. En fyrir því eru margar mögulegar ástæður.

Megin orsökina er líklega sú að mikill vöxtur í fjölgun ferðamanna til landsins leiddi til verulegrar gengisstyrkingar krónunnar á sama tíma og hagstæð þróun viðskiptakjara skapaði viðbótar svigrúm hjá atvinnulífinu til að taka á sig slíkar launahækkanir. Þannig hefur til að mynda mælst 3-5% árleg verðhjöðnun á innflutningsverði frá árinu 2014. Þá er ljóst að vöxtur útflutningstekna í ferðaþjónustu hefur lyft jafnvægisraungenginu upp og hefur atvinnulífið fram til þess geta staðið undir 50-60% hækkingu raungengis á mælikvarða launa frá árinu 2014. Hægt er því að orða það þannig að verðhjöðnunin hafi komið að utan með herra gengi og lægra innflutningsverðlagi. Það hafi síðan orðið til þess að íslenski draumurinn gekk upp: Tuga prósentu hækkingu kaupaxta án þess að verðstöðugleiki brygðist.

Mynd 27: Verðvísitala neysluvara og innfluttra vara

Vísitala = 100 í janúar 2014



Heimild: Hagstofa Íslands

Þegar horft er í baksýnispegilinn má taka undir þá skoðun Seðlabankans að peningastefnan hefur aukinn trúverðugleika og gengið hefur betur að halda verðbólgu og verðbólguvæntingum við markmið. Slíkur árangur hefur þó náðst innan fjármagnshafta við

99 SALEK er skammtstöfun fyrir samstarf um launaupplýsingar og efnahagsforsendur kjarasamninga. SALEK er afkrstur vinnu sem hófst 2013 með úttekt BSRB, KÍ, BHM, ASÍ, SA og samninganeftnda ríkis, Reykjavíkurborgar og Sambands íslenskra sveitarfélaga á umhverfi kjarasamninga á hinum Norðurlöndunum, þar sem áhersla var lögð á heildarendurskoðun samningalíkansins.

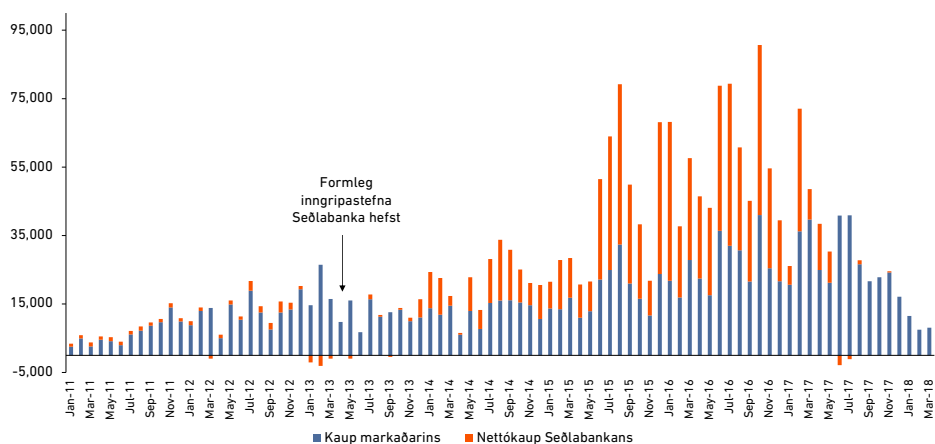
óvenju hagstæð ytri skilyrði, batnandi viðskiptakjörum og gífurlegri styrkingu krónunnar með tilkomu ferðaðþjónustunnar. Því er mikilvægt að hafa í huga að hið raunverulega próf verðbólgu markmiðsins eftir fjármálakrisuna sé enn ókomið – þegar bankinn þarf að takast á við hnígandi hagsveiflu samhliða áframhaldandi hækkunarþrýstingi nafnlauna og hugsanlega ekki eins hagstæð ytri skilyrði.

Óhefðbundin peningastefna

Það var erfitt viðfangsefni fyrir Seðlabankann að halda gengi krónunnar stöðugu á árunum eftir hrun – og varð bankinn ítrekað að grípa til þess ráðs að herða fjármagnshöftin. Hins vegar snerust gjaldeyrisstraumarnir við eftir árið 2013 – einkum vegna mikils tekjuvaxtar í ferðaðþjónustu. Í maí 2013 boðaði Seðlabankinn aukin viðskipti á gjaldeyrismarkaði með það að markmiði að jafna gengissveiflur krónunnar og má því segja að þá hafi formleg inngrípastefna bankans hafist. Fljótlega var þó ljóst að gjaldeyriskaupin mörkuðust einnig af nauðsyn þess að byggja upp óskuldsettan gjaldeyrisforða á nýjan leik. Framan af voru inngríp Seðlabankans óveruleg en fljótlega á árinu 2014 hófust veruleg uppkauptá gjaldeyri sem uxu síðan að umfangi þegar leið á árin 2015-2016 þegar bankinn keypti á milli 50-70% af veltu markaðarins líkt og sjá má af mynd 28 hér að neðan. Í kjölfar losunar fjármagnshafta í upphafi árs 2017 var fljótlega ljóst að ekki væri þörf á frekari stækkun gjaldeyrisforða á sama tíma fór að hægja á vexti ferðaðþjónustunnar. Frá því í júní 2017 hefur Seðlabankinn einungis sex sinnum stigið inn á gjaldeyrismarkaðinn með kaupum eða sölu og má því segja að inngrípastefnan hafi legið í dvala í hátt í eitt ár.

Mynd 28: Velta á gjaldeyrismarkaði og kaup Seðlabankans

Eftir mánuðum frá 2011 (m.kr.)



Heimild: Seðlabanki Íslands

Inngrip Seðlabankans eru þó ekki án kostnaðar því Seðlabankinn greiðir gjaldeyriskaup sín með peningaprentun og þau auka þannig peningamagn í umferð nema til mótvægisáðgerða komi. Gjalddeyriskaup kallast stýfð (e. sterilized) ef Seðlabankinn tekur þá peninga til baka sem fara í umferð við gjalddeyriskaupin með sölu markaðsverðbréfa eða ef fjármálastofnanir leggja þá inn á reikning hjá Seðlabankanum. Ef gjalddeyriskaupin eru ekki stýfð (e. unsterilized) fylgja þeim hliðaráhrif sem eru jafngild auknum slaka í peningastefnunni. Stýfing gjalddeyriskaupa getur falið í sér töluverðan kostnað fyrir Seðlabankann sem er fólgin í vaxtamun, það er mismun á innlánsvöxtum sem Seðlabankinn greiðir til fjármálastofnana og þeim vöxtum sem Seðlabankinn fær fyrir ávöxtun gjalddeyrisvaraforðans. Í dag er áætlaður árlegur kostnaður vegna gjalddeyrisvaraforðans 15 milljarðar króna vegna slíkrar stýfingar.

Það hefur hins vegar hjálpað bankanum verulega í þeirri viðleitni að safna forða að stýfing gjalddeyriskaupanna hefur að hluta gerst með greiðsluflæði er tengist uppgjöri vegna hrunsins.¹⁰⁰ Hér má til dæmis nefna afborganir af svo kölluðu Seðlabankabankabréfi sem hann notaði til þess að endurfjármagna Seðlabankann með því að kaupa veðlán bankans en höfuðstóll þess var upphaflega 270 milljarðar. Þetta skuldabréf hefur nú verið greitt upp – og greiðslurnar vegna bréfsins fela í sér stýfingu. Sama á við stöðugleikagreiðslur vegna uppgjörs þrotabúa hinna föllnu banka í tengslum við samþykkt nauðasamninga þeirra.

Gjalddeyrisingripin sköpuðu því mjög heppilegt stefnusamspil sem fólst í uppbyggingu gjalddeyrisforða samhliða því að kröfuhafar hinna föllnu banka afhentu ríkinu gríðarlega miklar innlendar fjármálaeignir samhliða gerð nauðasamnings fyrir slitabúin. Samtímis gat bankinn með inngripunum að einhverju leyti komið í veg fyrir ofris krónunnar vegna samspils hafta, vaxtahækkana og mikils vaxtar útflutningstekna. Hins vegar verður þetta ekki leikið eftir í bráð.

Heildarniðurstaðan af gjalddeyrisingripum Seðlabankans varð því að mörgu leyti heppileg – bankanum tókst að byggja rúman gjalddeyrisvaraforða án þess að valda verulegu raski á sínum eigin efnahagsreikningi, ríkisins eða viðskiptabankanna. Í árslok 2017 nam gjalddeyrisvaraforði Seðlabankans 690 milljörðum króna eða sem nemur 27% af landsframleiðslu og kostnaðurinn þó hann sé þónokkur er minni vegna þess að uppgjör við þrotabúin voru hluti af stýfingunni. Hins vegar verður þetta vart leikið aftur. Þegar til framtíðar er litið þarf að móta betri heildarramma utan um inngripastefnu Seðlabankans og stýfingu þeirra – sem og samhæfingu þeirra við önnur stjórntæki bankans. Þá þarf að

100 Í árslok 2008 nam höfuðstóll veðlána Seðlabankans með veði í ástarbréfum (skuldabréfum gömlu bankanna) 345 milljörðum. Afskriftarþörf vegna veðlána var metin 250 milljarðar og því voru verðmæti þeirra metin 95 milljarðar í ljósi endurheimta í þrotabúum hinna föllnu banka. Seðlabankinn færði hins vegar einungis 75 milljarða afskrift vegna þeirra og seldi þau í lok árs 2008 til ríkissjóðs fyrir 270 milljarða króna. Tilgangur þessa var að koma í veg fyrir að eigið fé Seðlabankans yrði neikvætt. Strax eftir kaupin færði ríkissjóður kröfurnar niður um þá 175 milljarða sem munaði á kaupverði og matsverði þeirra. Ríkissjóður greiddi fyrir kaupin á veðlánum Seðlabankans með útgáfu skuldabréfs að fjárhæð 270 milljarða króna.

móta skýrari leikreglur um inngrípastefnu Seðlabankans. Verður nánar vikið að þessum þáttum í tillögum starfshópsins.

Hvað fór úrskeiðis?

Íslendingum hefur gengið furðuvel að vinna úr því áfalli sem hrunið óneitanlega var. Að mörgu leyti hefur tekist vel til með peningastjórn á síðustu árum. Hægt er að deila um einstakar ákvarðanir – hve mikinn þátt heppni eða hagstæð þróun ytri þátta átti í þessum árangri og hvað má rekja til meðvitaðra ákvarðana. Til að mynda má velta upp öðrum sviðsmyndum um efnahagsþróun síðastliðinna ára – og þeim ekki öllum sérstaklega hagstæðum – til dæmis ef dómur EFTA í Icesave málinu hefði ekki fallið með Íslendingum, ef samningar við kröfuhafa hefðu ekki verið leystir með jafnfarsælum hætti, og síðast en ekki síst ef ferðaðþjónustan hefði ekki tekið eins mikinn vaxtarkipp frá árinu 2011 með rúmlega fjórföldun erlendra gesta. Slíkt baksýnispeglaglaup hefur þó takmarkaða þýðingu í dag.

Það er efalaust að þær umbætur sem gerðar voru með breytingu á Seðlabankalögnum árið 2009 með því að fela sérstakri peningastefnunefnd að taka vaxtaákvarðanir hefur skilað sér með betra gagnsæi og auknum trúverðugleika við framkvæmd stefnunnar. Þá er einnig ljóst að bankanum hefur tekist að beita „óhefðbundnum“ stýritækjum í samhengi við hin „hefðbundnu“ til að ná þeim árangri sem hefur áunnist þó sjálfsmat seðlabankans sjálfs – sem áður er vísað í – geti þess samspils ekki í sínu mati. Það skyggir þó á þennan árangur að hann fékkst með beitingu fjármagnshafta – það er mjög strangra útflæðishafta á árunum 2009-2017 og síðan beitingu innflæðishafta frá vori 2016 til þessa dags. Útflæðishöftin hafa nú verið afnumin og óljóst er hve lengi og með hversu víðtækum hætti Seðlabankinn getur beitt innflæðishöftum í ljósi samnings um Evrópskt Efnahagssvæði. Þannig leikur vafi á því hvort framhald geti orðið á þessum árangri – eftir að liðkað hefur verið til varðandi fjármagnshreyfingar.

Það er engum blöðum um það að fletta að árangur Seðlabankans við framfylgd verðbólguþröngunarmarkmiðsins – af hvaða rótum hann er nákvæmlega runninn – hefur skilað íslenskum launþegum gríðarlegum ábata í auknum kaupmætti og lægra vaxtastigi. Það veldur þó áhyggjum að þrátt fyrir að verðbólga hafi verið í markmiði frá ársbyrjun 2014 og þrátt fyrir að verðbólguvæntingar hafi einnig farið í markmið á árinu 2016 – hefur ekki orðið samsvarandi breyting á launamyndun í landinu. Eins og áður er á minnst felur 2,5% verðbólguþröngunarmarkmið og eðlilegar forsendur um framleiðni í sér að nafnlaun mega ekki hækka mikið meira en 4% á ári til þess að markmiðið haldi til lengri tíma. Launavísitalan hefur hins vegar hækkað um 40% frá árinu 2014 eða um 8% á ári að meðaltali eða helmingi meiri en samræmist verðbólguþröngunarmarkmiðinu. Þetta vekur upp ótta um að sigurinn gegn verðbólgunni hafi verið of auðveldur og stafi af hagstæðum viðskiptakjörum og jákvæðum

„framboðshnik“ í útflutningi landsins þar sem ferðaþjónustan er fyrir. Ef það er rétt er hið raunverulega próf eftir fyrir stefnuna þegar efnahagslífið hættir að geta tekið við frekari hækkun launa, vöxtur ferðaþjónustu nemur staðar og ytra aðstæður versna. Norska verðbólgu­markmiðið gat tekið við 30% gengislækkun þar­lendar krónu án þess að verðbólgu færi ofar en 4% - og án þess að seðlabankinn þar fyrir austan þyrfti að beita hagkerfið hörðu með vaxtahækkunum. Getur íslenska verðbólgu­markmiðið staðist slíkt álagspróf?

Íslensk peningastefna stendur því á tímamótum – eftir 17 ár á verðbólgu­markmiði hefur loks heppnast að láta stefnuna ganga upp. Á sama tíma stendur Seðlabankinn frammi fyrir mjög stórum áskorunum – en hefur jafnframt fengið ýmis ný tæki til þess að takast á við þær.

Rammagrein 8. Hvað lærði hagfræðin af hruninu? Svar: mikilvægi fjármálastöðugleika og þjóðhagsvarúðar

Föstudaginn 30. október 2014 flutti Guðni Th Jóhannesson – þá dósent í sagnfræði við HÍ – fyrirlestur á Þjóðarspegli (rannsóknarráðstefnu Félagsvísindadeildar HÍ) undir titlinum „Hrun háskólanna, hrun hagfræðinnar, hrun kenninganna“. Í téðum fyrirlestri¹⁰¹ kom að vísu ekki nákvæmlega fram hvaða kenningar hefðu hrunið – heldur virtist málið snúast um að hagfræðin hefði í raun fyrirgert trúverðugleika sínum með því að geta ekki séð „hrunið“ fyrir. Var vitnað til nokkurra erlendra blaðagreina um þetta efni. Þess verður þó að geta að aðrar þjóðir sjá ekki alveg sömu dramatík í málinu og Íslendingar. Áðurgreind fjármálakrísa var ekki heimskreppa – öfugt við þá kreppu sem hófst árið 1929. Hún var bundin við vestari hluta Evrópu og Bandaríkin og mætti því kalla Atlantshafskreppu. Öðrum löndum og heimsálfum gekk ágætlega á sama tíma. Atlantshafskreppan er heldur ekki einstök þar sem áður hafa komið upp sambærilegar svæðisbundnar krísur; líkt og skandinavíska bankakreppan árin 1991-1992, Tequila-krisan árið 1994, Asíukreppan árið 1998 og svo framvegis. Þessi krísa kom hins vegar upp á gömlum og grónum lendum kapitalismans, á stærstu og sterkustu myn­tsvæðum heims, sem hafa nánast verið kreppufrí frá seinna stríði. Aukinheldur er Ísland eina landið þar sem orðið hrun kemur fyrir í þjóðfélags­umræðu um téða krísu. Ytra er Atlantshafskreppan yfirleitt nefnd „Stóra stöðnunin“ vegna þess hve samdráttur lands­framleiðslu hefur verið vægur en samt langvarandi.

Tveimur mánuðum síðar kom út bókin *Gambling Debt: Iceland's Rise and Fall in the Global Economy* þar sem 18 íslenskir fræðimenn við íslenska háskóla voru á meðal höfunda. Miðað við þann fjölda kemst þessi bók næst því að geta kallast svar eða greining íslenska fræðasamfélagsins á orsökum og afleiðingum hrunsins. Bókin var undir ritstjórn þeirra Gíslis Pálssonar prófessors í mannfræði við Háskóla Íslands og E. Paul Durrenberger

101 Sjá Guðni Th. Jóhannesson (2014).

prófessors í mannfræði (á eftirlaunum) við Háskólann í Iowa og Penn State.¹⁰² Þeir Gísli og Durrenberger rituðu jafnframt inngang er bar titillinn „The banality of financial evil“ eða „Hverdagsleiki fjármála-illskunnar“. Er hér vísað til frægrar bókar um Adolf Eichmann eftir Hannah Arendt sem ber titilinn *Eichmann in Jerusalem: A Report on the Banality of Evil* sem var gefin út árið 1963. Titillinn er ekki valinn af tilviljun: Þeir Gísli töldu að sú stefna sem þeir nefndu „neo-liberalism“, eða sem á íslensku hefur verið kölluð „frjálshyggja“, væri ígildi nasismans að mannvonsku – og þar af leiddi að það fólk sem sinnti fjármálaviðskiptum fyrir heimskapítalismann var í sama hlutverki og böðlar nasista – að þjóna illskunni í gráum hversdagsleika. Töldu þeir jafnframt að hagfræðin hljóti að snúa baki við slíkri illsku – og þá væntanlega hætta að styðja viðskiptafrelsi.

Viðbrögð þessara tveggja háskólakennara draga vitaskuld dóm af umræðunni ytra eftir fjármálakreppuna sem hófst um mitt ár 2007. Innan hagfræðinnar er hins vegar ekki litið svo á að alþjóðavæðing síðustu áratuga stafi af sigri einhverrar hugmyndafræði eða dogma, heldur hafi skynsemin aftur náð yfirhöndinni með endurnýjuðu frelsi í utanríkisviðskiptum eftir höft, stríð og einangrunarhyggju. Þjóðir heimsins hafi aftur farið að versla hver við aðra. Né heldur er litið svo á að krísan feli það í sér að snúa verði aftur til baka, til gömlu haftanna. Viðskiptafrelsi hefur sannanlega skilað hinum fátækari þjóðum heimsins hreint gríðarlegum ábata sem meðal annars má sjá af því að fátækt hefur minnkað gríðarlega í heiminum á síðari áratugum. Nánar tiltekið bjuggu um 2 milljarðar fólks við sáráfatækt (e. extreme poverty) en árið 2015 var þessi tala kominn niður 750 milljónir. En sár fátækt er skilgreind sem svo að fólk hafi 1,9 bandarískan dollar (PPP leiðrétt) eða minna til þess að framfleyta sér á hverjum degi. Munar hér mest um það hvernig aukin utanríkisviðskipti hafa stutt við hagvöxt í Kína og Indlandi – lönd sem áður voru handgengin sósíalisma. Eru vonir bundnar við að þessi þróun haldi áfram þannig að sár fátækt verði horfin af jörðinni árið 2030.¹⁰³ Verður það líklega seint samþykkt meðal hagfræðinga að boðskapur Adams Smith um frelsi í viðskiptum kallist á við ræður Hitlers – jafnvel þó kerfisbundið bankahrun hafi átt sér stað á Íslandi.

Samt sem áður er viðurkennt að hagfræðistéttin hafi gert mistök á árunum fram til ársins 2007 – og jafnframt hefur farið fram töluvert endurmat á því hvernig nálgast beri hagstjórn sem og kerfisbundna fjármálaáhættu. Í stuttu máli fólust mistökin í því að litið var framhjá fjármálastöðugleika og beitingu þjóðhagsvarúðar. Beiting þjóðhagsvarúðar snýst þó ekki aðeins um viðhald fjármálastöðugleika. Þessi nýja hugsun og/eða aðferðafræði getur einnig skerpt bit peningastefunnar með því að hafa hemil á þróun magnstærða í fjármálakerfinu – svo sem útlánamyndun og peningamagni í umferð.

Við upphaf 21. aldar hafði hinn vestræni heimur búið við nokkuð óslitinn fjármálastöðugleika

102 Sjá Durrenberger og Pálsson (2014).

103 Sjá Roser og Ortiz-Ospina (2018).

Í 60 ár og hagfræðingar voru farnir að líta á sem sjálfsgöðan hlut. Efnahagslífið er margskipt. Oft er því skipt niður í raunhagkerfi og fjármálakerfi þó það sé að mörgu leyti gölluð skipting. Á áratugunum fyrir kreppuna hafði þjóðhagfræði þróast með þeim hætti að greining á raunhagkerfinu var í fyrirrúmi. Gengið var út frá því sem vísu að ef efnahagslífinu er haldið í jafnvægi – í þeim skilningi að það ofhitni ekki og verðbólgu sé haldið í skefjum – sé það sjálfkrafa ávísun á stöðugleika. Og svo hafði líka fjármálaþjónusta þróast töluvert á þeim áratugum sem liðnir voru frá kreppunni miklu og nýir áhættuþættir komið fram sem takmarkaður skilningur var á. Þessi blinda gagnvart fjármálastöðugleika sést vel af því að þetta hugtak kemur ekki fyrir í lögum um Seðlabanka Íslands frá árinu 2001 og var bankanum aðeins ætlað að stuðla að verðstöðugleika.

Hins vegar var upptakturinn að fjármálakreppunni erlendis sérstakur að því leyti að hvorki verðbólga né þensla lét á sér kræla þrátt fyrir að ójafnvægi væri að byggjast upp í fjármálakerfinu. Af þessum sökum sá hagfræðistéttin engin aðvörunarljós í stýriborðinu þar sem hefðbundnir mælikvarðar úr raunhagkerfinu sýndu ekki ofhitnun. Hér er Ísland einnig undantekning þar sem þensla í raunhagkerfinu – svo sem vegna stóriðjuframkvæmda – leiddi áfram fjármálabóluna að einhverju leyti. Það var þannig nokkuð almennt viðhorf hérlendra hagfræðinga að sú þensla myndi enda með gengisfalli og harðri lendingu líkt og svo oft áður í íslenskri hagsögu, en engir bjuggust við bankahruni. Mistök hagfræðingastéttarinnar á Vesturlöndum fólust þess vegna í því að horfa aðeins á hluta hagkerfisins – raunhagkerfið – en gefa engan gaum að fjármálakerfinu né þeim lexíum sem hefði verið hægt að draga af mörgum fyrri fjármálakreppum á Vesturlöndum, áður en 70 ára stöðugleikinn hófst upp úr seinna stríði. Fjármálamarkaðir og innlánastofnanir eru aukinheldur óstöðug fyrirbæri í eðli sínu og líkur á krísu eru ekki aðeins alltaf til staðar heldur hljóta að koma upp í frjálsum markaðshagkerfi.

Bankaáhlaup voru raunar mjög algeng á níttjándu öld og upphaflega var seðlabönkum komið á fót til þess að geta þjónað sem lánveitendur til þrautarvara – og veitt bönkum í vanda lausafjáraðstoð m.a. með því prenta peninga. Breski bankamaðurinn Walter Bagehot lagði línurnar fyrir því hvernig skyldi veita slíka aðstoð í bók sinni *Lombard street* (1873) eftir samnefndri götu í fjármála hverfi Lundúna þar sem allir helstu bankar borgarinnar höfðu raðað sér upp. Bagehots dró leiðbeiningar sínar til seðlabanka um hvernig skyldi bregðast við lausfjáarkreppu saman í einni setningu: Lánið alltaf strax til banka sem eru í tímabundnum lausfjávandræðum en með góða eiginfjárstöðu – lánið yfir markaðsvöxtum og með traustu veði. (e. „Lend freely to temporary illiquid but nonetheless solvent banks at a penalty rate and on good collateral.”) Í kreppunni miklu varð fjöldi banka í hinum vestræna heimi gjaldþrota – þar með talið þriðjungur banka í Bandaríkjunum – en eftir þá reynslu var gripið til þess ráðs að ríkistryggja innistæður svo hægt væri að tryggja traust fólks á bankakerfinu.

Oftr er talað um að ríki hafi tvenns konar vald til þess að tryggja öryggi og traust á sínum fjármálakerfum: Annars vegar prentvald (e. printing power) sem felst í getu seðlabanka til þess að bregðast við lausafjárvandræðum með því að prenta peninga og lána bönkum í neyð með góðu veði og hins vegar sköttunarvald (e. taxing power) sem felst í getu fjármálaráðuneytisins til þess að leggja fram fjármuni skattgreiðenda sem nýtt eigið fé í banka í eiginfjárvandræðum, kaupa af honum eitradar eignir eða veita honum ábyrgð. Þessi tvö valdsvið markast af hlutfallinu á milli stærðar hagkerfisins í samanburði við það bankakerfi sem það hýsir. Eftir því sem bankarnir stækka meira í hlutfalli við sitt heimaland þeim mun minna svigrúm er til staðar til þess að bjarga þeim þar sem kostnaðurinn verður einfaldlega of mikill. Ísland var með bankakerfi í yfirstærð og hafði hvorki prentvald né skattvald til þess að bjarga sínu – og því fór sem fór.

Eflitið er til Íslands er hrunið ekkert annað en – enn ein – staðfesting á kenningu Bagehots frá árinu 1873 að þeir bankar sem hefðu ekki trúverðugan lánveitanda til þrautavara hlytu að falla í lausafjárhlaupi. Hins vegar hafa engin önnur bankakerfi hrunið í Atlantshafskreppunni vegna þess að seðlabankar annarra mynsvæða hafa verið nægilega sterkir til þess að veita lausafjárstuðning – eða fengið stuðning til þess frá hinum stærri seðlabönkum. Sérstaða Íslands stafar annars vegar af því hvað íslenska bankakerfið var orðið hlutfallslega of stórt og myntkerfið of lítið, en engin völ var á lausafjáraðstoð að utan. Seðlabankar Bandaríkjanna, Bretlands og Evrópu eru í þeirri forréttindastöðu að geta prentað forðagjaldmiðla til þess bæði að endurfjármagna fjármálakerfið og fjármagna hallarekstur ríkisins án þess að óttast gjaldeyriskreppu. Þannig var hægt að koma í veg fyrir samdrátt og harkalega efnahagslega aðlögun í kjölfar snarps gengisfalls sem fylgdi öllum hinum fyrri fjármálakreppum á hinum smærri og veikari mynsvæðum. Og raunar, allt frá dögum Adams Smith, hafa hagfræðingar verið mjög meðvitaðir um markaðsbresti. Raunar má segja að megin ástæðan fyrir fjármálabólunni hafi verið sá markaðsbrestur að bankar voru komnir með beina eða óbeina ríkisábyrgð frá ríkisvaldinu. Ferill íslensku bankanna er reyndar skýrt dæmi um þetta: Þeir voru allir þrír álitnir kerfislega mikilvægir og því sjálfkrafa áskrifendur að ríkisstuðningi ef eitthvað kæmi upp á. Þetta fól í sér að um leið og íslenska ríkið fékk þrefalt A frá Moody's árið 2002 gátu þeir stundað áhættusama fjárfestingabankastarfsemi á eignahlið sinni en samt fengið nær sömu kjör í fjármögnun og íslenska ríkið í skuldabréfaútgáfum erlendis.

Það hefur verið haft á orði að kreppan mikla hafi orðið til þess að þjóðhagfræði varð að sérstakri grein innan hagfræðinnar – meðal annars vegna bókar Keynes lávarðar, *The General Theory of Employment, Interest and Money* sem kom út árið 1936. Með sama hætti hefur fjármálakrisan orðið til þess að þjóðhagsvarúð (e. MacroPru) hefur hafist upp sem sérstök grein innan hagfræðinnar – og er nú orðið að mjög heitu umræðuefni innan stéttarinnar. Þessi nýja grein er þó enn heldur laus í reipum – enda hefur hún ekkert eitt „manifesto“ líkt og þjóðhagfræðin hafði upprunalega með framlagi Keynes.

Tillögur verkefnastjórnar

Starfshópur um endurskoðun á peningastefnunni hefur á starfstíma sínum átt fundi með innlendum hagsmunaaðilum, fræðafólki og Seðlabanka Íslands. Hann hefur einnig átt fundi með fulltrúum frá seðlabönkum og fjármálaráðuneytum í Danmörku, Noregi, Svíþjóð, Eistlandi og Bretlandi og fulltrúa frá seðlabanka Bandaríkjanna. Auk þess hefur starfshópurinn átt fundi með fulltrúum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washington og OECD.

Starfshópurinn réði til sín nokkra erlenda sérfræðinga til að veita ráðgjöf um peninga- og gengisstefnu framtíðar. Þau eru:

- Patrick Honohan, fyrrum seðlabankastjóri Írlands, og Athanasios Orphanides, prófessor við MIT-háskóla og fyrrum seðlabankastjóri Kýpur – þeir voru fengnir til að meta reynsluna af verðbólguþröskulmörkum fyrir Ísland og reifa hugsanlegar umbætur. Jafnframt því að skoða aðra valmöguleika peningastefnu fyrir Ísland en núverandi verðbólguþröskulmörk.
- Sebastian Edwards, prófessor við UCLA-háskóla – hann var fenginn til að meta reynsluna af íslenskri peningastefnu með sérstaka áherslu á gengi og gjaldeyrismarkað og reifa umbætur. Jafnframt því að skoða aðra valmöguleika peningastefnu fyrir Ísland en núverandi verðbólguþröskulmörk.
- Kristin Forbes, prófessor við MIT-háskóla – hún var fengin til þess að skoða beitingu fjármálastöðugleikataekja hérlendis og reifa hugsanlegar umbætur.
- Lars Jonung, prófessor við Háskólann í Lundi og Fredrik N. G. Andersson dósent við sama skóla – þeir voru fengnir til þess að fjalla um íslenska peningastefnu í norrænum samanburði. Jafnframt því að skoða aðra valmöguleika peningastefnu fyrir Ísland en núverandi verðbólguþröskulmörk.

Ofangreindir sérfræðingar komu hingað til lands og áttu fundi með Seðlabankanum, ýmsum hagsmunaaðilum og fulltrúum háskólasamfélagsins og hafa nú skilað fjórum skýrslum. Starfshópurinn hefur einnig verið þeim innan handar með öflun gagna auk þess að ritrýna skýrslur þeirra. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (AGS) var einnig beðinn um að ritrýna téðar skýrslur – og í framhaldi af því var Seðlabankanum gefið færi á því að gera athugasemdir við þær. Hver skýrsla er vitaskuld sjálfstætt höfundarverk og á ábyrgð þeirra er hana rita – og eru jafnframt birtar á opinberum vettvangi almenningi til glöggvunar.

Starfshópurinn hefur einnig notið ráðgjafar ofangreindra erlendra sérfræðinga við mótun á eigin tillögum, en vitaskuld gildir það einnig að tillögur hópsins eru algerlega á hans eigin ábyrgð.

Megintillögum verkefnastjórnar má skipta í fjögur meginþemu,

1. **Umgjörð** þjóðhagsvarúðar – þrjár tillögur
2. **Verðból gumarkmið** – tvær tillögur
3. **Stjórn tæki** Seðlabankans – þrjár tillögur
4. **Ákvörðunarferli** peningastefnunnar – fjórar tillögur

Tillögur verkefnastjórnar að endurbættri peningastefnu eru ellefu talsins.

Tillögunar taka á þeim fjórum megin sviðum er tengjast peningastefnunni

- Þrjár tillögur snúa að umgjörð varúðartækja og tryggja aukna samhæfingu milli fjármálastöðugleika og peningastefnunnar.
- Tvær tillögur um endurbætt verðból gumarkmið er tryggja að Seðlabankinn beiti stýrivöxtum á áhrifaríkari máta án þess að vega að fjármálastöðugleika.
- Tvær tillögur snúa að markvissari beitingu stjórn tækja Seðlabankans. Og tryggja að skýrari skil verða um stjórn tæki á sviði peningamála annars vegar og fjármálastöðugleika hins vegar.
- Fjórar tillögur snúa að ákvörðunarferli peningastefnunnar og stuðla að auknu gagnsæi og umræðu um peningastefnuna með það að markmiði að skapa almennari sátt meðal almennings á sviði peningamála og fjármálastöðugleika.

Fjallað er um hverja og eina tillögu í þessum kafla.

1. Endurbætur á umgjörð þjóðhagsvarúðar

Þjóðhagsvarúð er grundvöllur að virkni peningastefnunnar

Frá fjármálakreppunni 2008 hefur þjóðhagsvarúð (e. Macroprudential) vaxið að mikilvægi og er nú orðin ný hagfræðigrein með fullum rétti. Hægt er að líkja þessu risi við uppgang þjóðhagfræði sem sérstakrar greinar eftir Kreppuna miklu á fjórða áratug tuttugustu aldar. Þessi nýja grein hefur þó ekki enn tekið á sig fulla mynd – og má segja að enn sé unnið að útfærslu hennar fyrir hagstjórn. Til að mynda er ekki enn kominn formlegur rammi um greiningu og ákvarðanatöku í þjóðhagsvarúð líkt og nú þekkist í peningastefnuaðgerðum.¹ Jafnframt er enn deilt um áhrif hennar og virkni – sérstaklega til lengri tíma.

Þjóðhagsvarúð miðar fyrst og fremst að því að viðhalda fjármálastöðugleika – sem ólíkt verðstöðugleika er ekki sérstaklega auðmælanlegur nema þegar krísa brýst út. Fjármálastöðugleiki á almennt við þá forsendu að fjármálamarkaðir geti sinnt sínu hlutverki sem markaðir – með því að færa fjármagn og áhættu til í hagkerfinu og tryggja öruggar greiðslur á milli aðila. Þjóðhagsvarúðartæki ná yfir tiltölulega breitt svið – skarast bæði á við hefðbundna peningastefnu sem og almenna reglusetningu á fjármálamarkaði.

Beiting þjóðhagsvarúðar snýst þó ekki aðeins um viðhald fjármálastöðugleika. Þessi nýja hugsun og/eða aðferðafræði getur einnig skerpt bit peningastefnunnar með því að hafa hemil á þróun magnstærða í fjármálakerfinu – svo sem útlánamyndun og peningamagn í umferð. Að baki þessara magnstærða stendur skuldsetning í einkageiranum – sem stendur í beinu sambandi við þróun heildareftirspurnar, einkaneyslu og fjárfestingar. Sem kunnugt er, þá er það ekki aðeins verð á fjármagni – það er vextir – sem ráða ákvörðunum um neyslu og fjárfestingu heldur einnig aðgangur að lánsfé, veðkröfur, greiðsluskilmálar og svo framvegis.

Fjármálastöðugleiki hefur þunga þýðingu fyrir lítil opin hagkerfi vegna samspils fjármálakerfis og gjaldeyrisviðskipta. Þá hefur þjóðhagsvarúð einnig sérstaka þýðingu á litlum myntsvæðum í ljósi þess hve frjálsar alþjóðlegar fjárfestingar sníða hefðbundinni peningastefnu þröngan stakk – þar sem aukinn vaxtamunur við útlönd getur komið greiðslujöfnuði í ójafnvægi og skapað hættu á fjármálalegum og efnahagslegum óstöðugleika, sem við Íslendingar þekkjum vel.

Í maí 2015 birti Helene Rey prófessor við London Business School mjög áhrifamikla grein er bar titilinn Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence.² Þar færði hún rök fyrir því að sjálfstæð peningastefna væri í raun ekki lengur

1 Sjá Skingsley (2016).

2 Sjá Rey (2018).

í boði fyrir smærri mynysvæði vegna alþjóðavæðingar fjármagnsviðskipta án þess að hægt sé að stýra fjármagnsjöfnuði, með beinum eða óbeinum hætti, sama hvaða gengisfyrirkomulag væri við lýði. Í raun og veru væri hægt að tala um „ósamrýmanlega parið“ (e. the irreconcilable duo) þar sem væri annars vegar fullkomið frelsi í fjármagnsviðskiptum og hins vegar sjálfstæði í peningamálum. Þessi tvö gætu aldrei átt næturstað saman. Sjá nánar í rammagrein 5 í kafla 1.

Að áliti Helene Rey felast vandamál frjálsra fjármagnsflutninga ekki aðeins í óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði. Heldur einnig í því að ef vaxtastefna í heimalandi er á skjön við vaxtastefnu annarra ríkja þá getur það leitt til þess að alþjóðlegt fjármagn flæðir inn í fjármagnskerfi viðkomandi lands og valdið þar útlána- og eignabólu – sem síðan kemur efnahagslífinu í uppnám – líkt og gerðist hérlandis á árunum 1998-2000 og aftur á árunum 2004-2008.

Helene Rey lagði jafnframt til eftirfarandi aðgerðir til þess að skapa rými fyrir peningastjórnun:³

- A. Hnitmiðuð fjármagnshöft (e. targeted capital controls)
- B. Alþjóðleg samhfing peningamálastefnu bandaríska seðlabankans og annarra stórra seðlabanka.
- C. Styrking á miðlun peningastefnunnar í gegnum svokallaða lánaleið (e. credit channel) með því að beita þjóðhagsvarúð og hafa þannig því hemil á útlánavexti (e. credit growth) og vogun (e. leverage).
- D. Styrkja miðlun peningastefnunnar í gegnum svokallaða lánaleið (e. credit channel) með því að setja ströng varanleg takmörk á vogun fyrir alla fjármálalega milligönguaðila.

Það er almennt viðurkennt innan hagfræðinnar að fjármagnshöft geti falið í sér mikinn velferðarkostnað. Þetta á sérstaklega við smærri markaði þar sem höft leiða til minni veltu, fækkunnar markaðsaðila og einsleitni þátttakenda. Fjármagnshöft geta þannig skapað fákeppni á fjármagnsmarkaði þar sem innlendar fjármálastofnanir sitja einar að markaðinum, leitt til hnökrótttrar verðmyndunar og valdið herra vaxtastigi. Beiting hafta hlýtur að teljast síðasta úrræðið – eða hagstjórn til þrautavara. Af þeim sökum skiptir mjög miklu máli að hugað sé að þeim möguleikum sem þjóðhagsvarúð getur boðið upp á.

3 To deal with the global financial cycle and the „dilemma“, we have the following policy options: (a) targeted capital controls; (b) acting on one of the sources of the financial cycle itself, the monetary policy of the Fed and other main central banks; (c) acting on the transmission channel cyclically by limiting credit growth and leverage during the upturn of the cycle, using national macroprudential policies; (d) acting on the transmission channel structurally by imposing stricter limits on leverage for all financial intermediaries. Sjá Rey (2018).

Beiting þjóðhagsvarúðar snýst því í grunninn um að hefta áhrif erlendra fjármagnsstrauma á einstök fjármálakerfi – og getur skapað betri grundvöll fyrir sjálfstæða peningastefnu í litlum opnum hagkerfum. Og unnið þannig það verk sem höftum hefur verið ætlað að vinna – en með mun minni þjóðfélagskostnaði.

Að áliti starfshóps um endurskoðun á peningastefnunni er því ákaflega brýnt að taka þjóðhagsvarúð föstum tókum og skilgreina einn ábyrgðaraðila fyrir beitingu þeirra stjórnækja sem henni fylgja. Jafnframt að stofnanaleg uppbygging sé með þeim hætti að samhæfing náist við beitingu þjóðhagsvarúðar og hefðbundinnar peningastefnu. Aukinheldur skiptir máli að hinn takmarkaði mannaúður þessa fámenna lands sé nýttur með sem hagkvæmustum hætti.

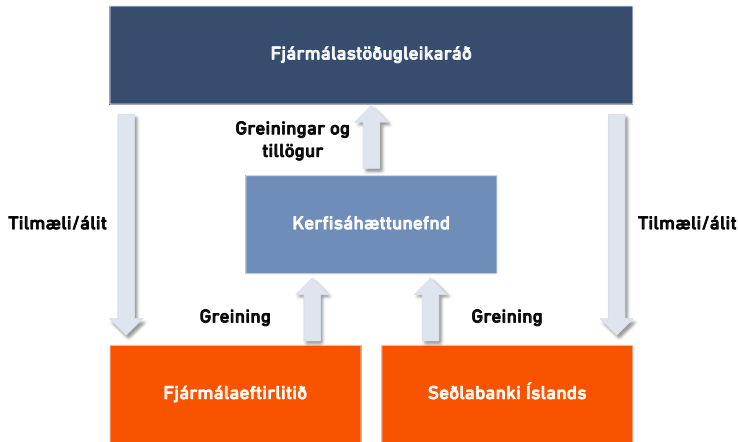
Núverandi fyrirkomulag þjóðhagsvarúðar

Í maí 2014 var núverandi umgjörð þjóðhagsvarúðar á Íslandi lögfest.⁴ Umgjörðin samanstendur af fjármálastöðugleikaráði og kerfisáhættunefnd og eru þau formlegur samstarfsvettvangur stjórnvalda um fjármálastöðugleika.

Í opinberri stefnu eru sett fram sex millimarkmið sem styðja við fjármálastöðugleika,

1. Að vinna gegn óhóflegum útlánavexti, skuldsetningu og ójafnvægi á eignamörkuðum.
2. Að vinna gegn óhóflegu gjalddagamisræmi og lausafjárskorti, sér í lagi í erlendum gjaldmiðlum.
3. Að vinna gegn beinni og óbeinni áhættu af skuldbindingum vegna samþjöppunar og krosseignatengsla.
4. Að vinna gegn áhrifum neikvæðra hvata og freistnivanda, einkum stofnana sem teljast kerfislega mikilvægar.
5. Að vinna gegn óæskilegum áhrifum af óhóflegu fjármagnsflæði til og frá landinu sem getur magnað hagsveifluna.
6. Að vinna gegn smitáhættu og öðrum veikleikum í fjármálainnviðum.

4 Sjá Lög um fjármálastöðuleikaráð nr. 66/2014.



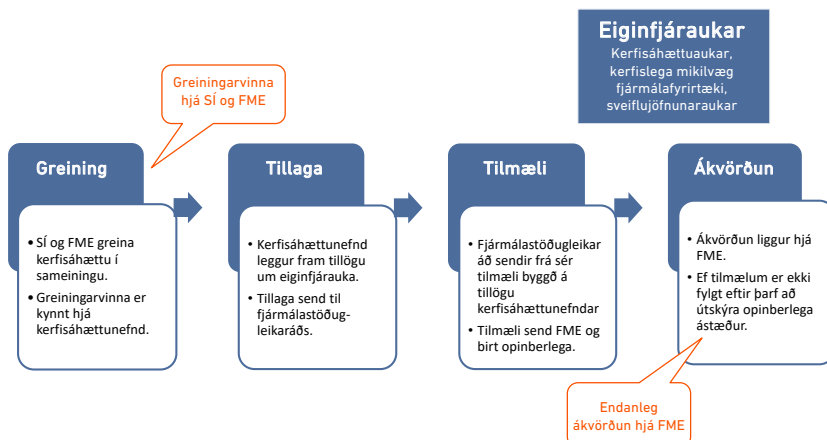
Heimild: Seðlabanki Íslands

Kerfisáættunefnd hefur yfirumsjón með greiningarvinnunni sem unnin er af starfsfólki í Seðlabankanum og í Fjármálaeftirlitinu. Kerfisáættunefnd leggur fram tillögur (eða álit) til fjármálastöðugleikaráðs. Fjármálastöðugleikaráð fer svo yfir greiningu og tilmæli (eða álit) kerfisáættunefndar. Ef fjármálastöðugleikaráð metur að fjármálastöðugleika sé ógnað gefur ráðið út tilmæli eða álit um viðeigandi aðgerðir til Fjármálaeftirlitsins eða Seðlabankans.

Í fjármálastöðugleikaráði sitja fjármála- og efnahagsráðherra sem jafnframt er formaður ráðsins, seðlabankastjóri og forstjóri fjármálaeftirlitsins. Í kerfisáættunefnd sitja seðlabankastjóri sem er formaður nefndarinnar, aðstoðarseðlabankastjóri, forstjóri Fjármálaeftirlitsins og aðstoðarforstjóri Fjármálaeftirlitsins auk sérfræðings sem skipaður er af fjármála- og efnahagsráðherra.

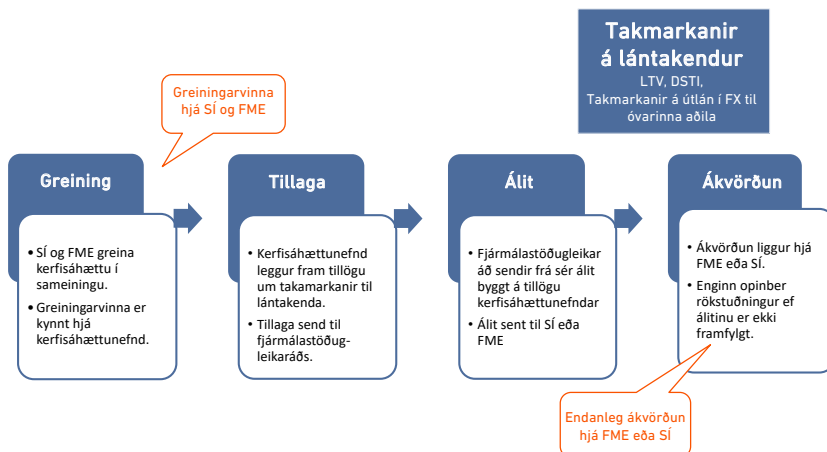
Tilmæli er tengjast eiginfjárouka skal birta opinberlega og senda til Fjármálaeftirlitsins. Ákvörðun hvort tilmælum er fylgt eftir liggur hins vegar hjá Fjármálaeftirlitinu. Álit varðandi takmarkanir á útlánum fjármálafyrirtækja eru send til Fjármálaeftirlitsins eða Seðlabankans sem taka svo endanlega ákvörðun um hvort álitinu sé framfylgt eða ekki.

Þjóðhagsvarúðartækin geta verið eiginfjároukar sem settir eru á kerfislega mikilvæga eftirlitsskylda aðila. Hér að neðan má sjá hvernig vinnulagið er í dag við setningu þjóðhagsvarúðartækja fyrir eiginfjárouka.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Þjóðhagsvarúðartækin geta einnig verið takmarkanir á útlán fjármálafyrirtækja (LTV, DSTI) eða takmarkanir á útlán í erlendum gjaldeyri til óvarinna aðila) eða fjárstreymistæki og takmarkanir á gjaldeyrisjöfnuð fjármálafyrirtækja. Hér að neðan má sjá hvernig vinnulagið er í dag við setningu þjóðhagsvarúðartækja fyrir takmarkanir á lántakendur.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Að mati starfshópsins eru ákveðin praktísk vandamál sem fylgja núverandi fyrirkomulagi. Fyrir því eru einkum tvær ástæður,

- Í fyrsta lagi er greiningarvinnan í upphafi bæði framkvæmd af starfsmönnum Fjármálaeftirlitsins og starfsmönnum Seðlabankans. Sérfræðingum og upplýsingum er því dreift á tvo staði og skapast hætta á að tvíverknaður eigi sér stað í greiningarferlinu.
- Í öðru lagi eru tilmæli eða álit fjármálastöðugleikaráðs ýmist send til Fjármálaeftirlitsins eða Seðlabankans. Endanleg ákvörðun er því tekin á tveimur stöðum. Flókið ákvörðunarferli skapar rugling og getur leitt til þess að óljóst sé hvar ábyrgðin liggur þegar á reynir.

Kristin Forbes hefur að beiðni starfshópsins farið yfir beitingu þjóðhagsvarúðar héraendis og niðurstöður hennar koma fram í skýrslu hennar er ber titilinn Macroprudential Policy after the Crisis: Forging a Thor's Hammer for Financial Stability in Iceland. Að álitum Forbes er Ísland að mörgu leyti framfarlega meðal annarra landa í beitingu þjóðhagsvarúðar. Hún leggur þó fram veigamiklar breytingar á hinum formlega hagstjórnarramma sem er í kringum beitingu þjóðhagsvarúðar er starfshópurinn vill gera að tillögu sinni.

Nánar tiltekið leggur Forbes til sambærilega umgjörð í kringum beitingu þjóðhagsvarúðar og nú þekkist víða samfara framfylgd peningastefnu á verðbólguþætti. Í því felast eftirfarandi breytingar:

- A. Einn aðili – Seðlabankinn – tekur ábyrgð á greiningu og framfylgd þjóðhagsvarúðar (e. macroprudential policy) sem og eindarvarúðar (e. microprudential policy). Nú sinna bæði Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn þessu hlutverki hvað varðar þjóðhagsvarúð en Fjármálaeftirlitið sinnir alfarið eindarvarúð. Til þess að ábyrgðin sé enn skýrari mun einn starfsmaður – aðstoðarseðlabankastjóri – á sviði fjármálastöðugleika fara með stjórn greiningarvinnunnar innan Seðlabankans.
- B. Einn aðili – fjölskipað stjórnvald – nefnd skipuð fulltrúum Seðlabankans, fjármálaráðherra auk tveggja ytri meðlima fer með ákvarðanatöku við beitingu þjóðhagsvarúðartækja. Nú eru ákvarðanir teknar ýmist af Fjármálaeftirliti, Seðlabanka eða sérstöku fjármálastöðugleikaráði.

Samhliða þessu verður breyting á stjórnskipan seðlabankans – sem og skipan núverandi peningastefnufundar þar sem hinn nýi aðstoðarseðlabankastjóri á sviði fjármálastöðugleika mun taka þar sæti. Þá mun staða núverandi aðstoðarseðlabankastjóra breytast með þeim hætti að hann mun fá það afmarkaða hlutverk að hafa umsjón með hefðbundinni peningamálastjórn.

Samhliða þessum breytingum myndast einnig fjölskipað stjórnvald innan Seðlabankans – það er bankastjórn skipuð einum aðal-bankastjóra og tveimur aðstoðarbankskjórum. Þetta felur þó ekki í sér að hverfa skuli aftur til hins gamla fyrirkomulags að hafa þrjá – jafnrétttháa bankastjóra – enda segir hið fornkveðna að ekki sé hægt að hafa nema einn skipstjóra á hverri skútu. Gert er ráð fyrir því að áfram verði einn aðal-seðlabankastjóri sem verði æðsti yfirmaður bankans og taki ábyrð á rekstri hans. Hins vegar eru ýmsar ákvarðanir sem til dæmis tengjast óreglubundinni hagstjórn (e. discretionary policy) þar sem heppilegra væri að hafa fjölskipað stjórnvald. Er hér einkum vísað í samskipti við fjármálastofnanir, svo sem lánveitingar til þrautavara, eða ákvarðanir um inngríp á markaði sem falla utan hinnar reglubundnu hagstjórnar.

Fjármálaeftirlitið mun áfram vera til staðar þrátt fyrir að bæði þjóðhagsvarúð og eindarvarúð flytjist til Seðlabankans. Eftirleiðs mun stofnunin sinna eftirlitshlutverki á fjármálamarkaði. Nánar er fjallað um ofangreindar breytingar í tillögum starfshópsins hér að neðan.

Fordæmi og fyrri álit á beitingu þjóðhagsvarúðar

Tillögur Kristin Forbes miða að einhverju leyti við þá tilhögun sem er á beitingu þjóðhagsvarúðar í Bretlandi. En þar í landi var ákveðið að færa fjármálaeftirlitið undir Englandsbanka eftir fjármálakreppuna 2008. Ofangreindar tillögur eru einnig studdar í skýrslu þeirra Patrick Honohan og Athanasios Orphanides sem þeir rituðu fyrir starfshópinn og ber heitið *Reassessing Iceland's Monetary Regime*.

Almennt inntak ofangreindra tillagna – það er að Seðlabanki Íslands taki einn ábyrgð á þjóðhagsvarúð á Íslandi er þó alls ekki nýtt. Þess ber fyrst að minnast að Seðlabankinn fór lengi vel með fjármálaeftirlit – eða bankaeftirlit eins og það var kallað þá – eða allt fram til ársins 1998 þegar sérstakt fjármálaeftirlit var stofnað. Þessi tillaga hefur einnig endurómað í álitum þeirra sérfræðinga sem hafa fjallað um íslenska fjármálamarkaðinn frá hrúni. Hér mætti nefna fjórar megin skýrslur:

Skýrsla 1: Kaarlo Jännari (mars 2009)

Samkvæmt samningi íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá nóvember 2008 var ákveðið að fá „reyndan bankaeftirlitsmann“ að leggja mat á lagaumhverfi og framkvæmd fjármálaeftirlits á Íslandi ásamt því að gera tillögur um nauðsynlegar úrbætur. Þessi reyndi eftirlitsmaður var Kaarlo Jännari sem var forstjóri hins finnska fjármálaeftirlits í ellefu ár og einn af yfirmönnum finnska seðlabankans um tíma. Auk þess var hann stjórnarformaður og framkvæmdastjóri SKOP-bankans árin 1991–1993, en það eru þau ár sem bankakreppan var hvað dýpst í Finnlandi. Hann skilaði skýrslu þann 30. mars 2009 og megin tillaga hans var að sameina Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitið eða setja þessar tvær stofnanir

undir sömu yfirstjórn. Að hans mati var ein af ástæðum hrunsins sú að enginn einn aðili fór með málefni fjármála markaðarins hérlendis og bar ábyrgð á fjármálastöðugleika.⁵

Skýrsla 2: Mats Josefsson (nóvember 2011)

Nokkru síðar var Mats Josefsson einnig fenginn til þess að skrifa skýrslu fyrir efnahagsráðuneytið sem hann skilaði í nóvember 2011 og bar titillinn Iceland: Recommendations to strengthen the financial system. Mats er fyrrverandi aðstoðarforstjóri sænska fjármálaeftirlitsins og var aukinheldur aðstoðarbankastjóri sænska seðlabankans í fjármálakrísunni þar ytra við upphaf tíunda áratugarins. Hann var upphaflega fenginn til þess að hafa umsjón með endurskipulagningu fjármálakerfisins sem hluta af efnahagsáætlun AGS og íslenskra stjórnvalda. Í skýrslunni lýsir Mats vonbrigðum með að ekki hafi verið brugðist nægjanlega vel við ábendingum Kaarlo hér að ofan – og að það sé enn mjög óljóst hvaða aðili beri ábyrgð á þjóðhagsvarúð hérlendis. Þá áleit Mats að það myndi styrkja fókus og skilvirkni Fjármálaeftirlitsins sem eftirlitsaðila ef að bæði þjóðhags- og eindarvarúð yrði flutt til Seðlabankans en Fjármálaeftirlitið sinnti eingöngu eftirlitshlutverki.⁶

Skýrsla 3: Sir Andrew Large (maí 2012)

Þá fékk Seðlabanki Íslands Sir Andrew Large til að gera úttekt á hlutverki Seðlabankans á sviði fjármálastöðugleika. Skýrsla hans bar titillinn Financial stability: The Role of the Central Bank of Iceland og var skilað í maí 2012.⁷ Sir Andrew var formaður verðbréfa- og fjárfestingaráðs Bretlands árin 1992–1997 (sú stofnun var að hluta forveri fjármálaeftirlitsins, FSA), varaformaður stjórnar Barclays banka árin 1998–2002 og aðstoðarbankastjóri Englandsbanka með ábyrgð á fjármálastöðugleika árin 2002–2006, þar sem hann átti sæti í peningastefnunefnd bankans. Í skýrslunni lagði hann til stofnun sérstaks Þjóðhagsvarúðarráðs samhliða því að Fjármálaeftirlitið yrði fært inn í Seðlabankann, eða fylgt yrði svokallaðari „Tvitoppaleið“ (e. Twin Peaks) þannig að þjóðhags- og eindarvarúð færi til Seðlabankans en Fjármálaeftirlitið sinnti eftirleiðis eftirlitshlutverki líkt og nú er lagt til.

Skýrsla 4: Gavin Bingham, Jón Sigurðsson, Kaarlo Jännari (október 2012)

Loks fékk Efnahagsráðuneytið þá Gavin Bingham, Jón Sigurðsson og Kaarlo Jännari til þess að rita skýrslu um framfylgd fjármálastöðugleika sem þeir þrír skiluðu í október 2012 og bar titillinn Framework for Financial Stability in Iceland Recommendations of the Group of Three. Þar leggja þeir til – svo orðrétt sé haft eftir.

5 Sjá Kaarlo (2009).

6 Sjá Josefsson (2011).

7 Sjá Large (2012).

„Samþætta ætti í tveimur áföngum Seðlabanka og Fjármálaeftirlit í einni stofnun sem fari með yfirstjórn peninga- og fjármála á Íslandi.“

„Fyrri áfanginn markist af stofnun sameiginlegs starfsvettvangs fyrir Seðlabanka og Fjármálaeftirlit. Þetta er brýnt og ætti að koma til framkvæmda þegar í stað. Hinn sameiginlegi vettvangur ætti að felast í sameiginlegri upplýsingaöflun og gagnavinnslu, sameiginlegum gagnagrunnum, samþættum tölvukerfum og öðrum þáttum stjórnsýslu.“

„Seinni áfanginn felist í því að færa saman Seðlabanka og Fjármálaeftirlit í eina yfirstjórn peningamála og fjármálastöðugleika. Ákvarðanir og framkvæmd á báðum aðalábyrgðarsviðum stefnumótunar yrði skilið að, en lyti sameiginlegri yfirstjórn. Í hinni nýju stofnun þurfa að koma til strangir og skilvirkir stjórnarhættir og skýr ábyrgð gagnvart Alþingi. Ljúka ætti þessum seinni áfanga innan þriggja ára.“

Í kjölfar þessarar skýrslu, eða þann 28. nóvember 2012, skipaði fjármála- og efnahagsráðherra nefnd til þess að fjalla sérstaklega um þær tillögur sérfræðingahópsins sem vörðuðu fjármálastöðugleika og stofnun fjármálastöðugleikaráðs.⁸ Nefndin skilaði fjármála- og efnahagsráðherra tillögum sínum í apríl 2013. Á grundvelli þessara tillagna, auk annarra umsagna, var samið lagafrumvarp er varð að lögum þann 28. maí 2014 (Lög nr. 66/2014). Hægt er að orða það svo að farið hafi verið eftir ábendingum þrímenningsanna um beitingu þjóðhagsvarúðar – hvað varðar fyrri áfangann. Hinn seinni áfangi sem fólst í sameiningu Fjármálaeftirlits og Seðlabanka – átti að hefjast innan þriggja ára frá því að fyrri áfangi væri komið í framkvæmd. Sá áfangi biður enn afgreiðslu. Að áliti starfshópsins er hins vegar brýn nauðsyn að vinna málið áfram líkt og þeir þrímenningar lögðu til – og stíga skrefið til fulls með því að Seðlabankinn taki fulla ábyrgð á fjármálastöðugleika.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur einnig fjallað um þá vankanta sem fylgja því að hafa tvær aðskildar stofnanir sem ákvarðanir taka um varúðartæki á Íslandi. Í ljósi smæðar landsins telur sjóðurinn að það séu sterk rök fyrir því að sameina varúðartækin á einn stað.⁹

8 Í nefndinni áttu sæti Tryggvi Pálsson hagfræðingur, formaður, Jón Sigurgeirsson, framkvæmdastjóri alþjóðasamskipta hjá Seðlabanka Íslands, Guðrún Finnborg Þórðardóttir, staðgengill yfirlögfræðings Fjármálaeftirlitsins, Kjartan Gunnarsson, þá skrifstofustjóri í atvinnuvega- og nýsköpunarráðuneyti, og Haraldur Steinþórsson, lögfræðingur í fjármála- og efnahagsráðuneyti. Auk aðalmanna tóku varamenn virkan þátt í starfi nefndarinnar, en þeir voru Sigríður Logadóttir, aðallögfræðingur Seðlabanka Íslands, Ragnar Hafliðason, sérstakur ráðgjafi forstjóra Fjármálaeftirlitsins, Valgerður Rún Benediktsdóttir, skrifstofustjóri í atvinnuvega- og nýsköpunarráðuneyti, og Lilja Sturludóttir, lögfræðingur í fjármála- og efnahagsráðuneyti. Þá störfuðu Steindór Grétar Jónsson, sérfræðingur í fjármála- og efnahagsráðuneyti, og Sigríður Benediktsdóttir, framkvæmdastjóri fjármálastöðugleikasviðs Seðlabanka Íslands, með nefndinni.

9 Sjá International Monetary Fund (2017).

Þrjár tillögur um breytingar á stofnanaumgjörð Seðlabankans.

Tillaga 1: Seðlabanki Íslands skal vera einn ábyrgðaraðili fyrir þjóðhagsvarúð og eindarvarúð, og hafa yfirumsjón með greiningu, ákvörðun og beitingu allra þjóðhagsvarúðartækja.

Ofangreind tillaga felur í sér að öll þjóðhagsvarúðartækin og varúðareftirlit eru færð undir einn og sama hattinn, Seðlabanka Íslands. Ábyrgð færist því frá Fjármálaeftirlitinu yfir til Seðlabankans þannig að verkaskipting og ábyrgð verða skýrari milli þessara tveggja stofnana. Vægi fjármálastöðugleika mun við breytinguna aukast í starfsemi Seðlabankans. Fjármálaeftirlitið mun áfram gegna hlutverki eftirlitsaðila á markaði.

Með því að sameina öll varúðartæki á einn stað verður ferlið frá greiningu til ákvörðunar skilvirkara. Greining, ákvörðun og ábyrgð er öll hjá Seðlabankanum. Þá verður greiningarvinnan jafnframt öflugri og umfangsmeiri með sérfræðinga og upplýsingar á sama staðnum. Er ofangreind tillaga í samræmi við ráðleggingar Kristin Forbes (2018), Patrick Honohan og Athanasios Orphanides (2018) og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins eins og áður er frá greint.

Fyrir breytingar



Gallar við núverandi fyrirkomulag

- Langt og óskilvirkt ferli frá greiningu til ákvörðunar.
- Óljóst um ábyrgð - ákvarðanir ýmist teknar hjá FME eða SÍ.
- Tvíverknaður í greiningu - sérfræðingum dreift á tvo staði.

Eftir breytingar



Hverju skila breytingarnar?

- Skilvirkara ferli; markmið, greining, ákvörðun og ábyrgð á sama stað.
- Greiningarvinna öflugri og umfangsmeiri sérfræðingar og upplýsingar á einum stað.

Stjórnendahlutverk Seðlabankans þarf að styrkja samfara aukinni ábyrgð

Með breytingum á lögum um Seðlabankann árið 2009¹⁰ var horfið frá því að vera með fjölskipaða bankastjórn til þess að hafa einn seðlabankastjóra. Með breytingunum voru seðlabankastjóra því gefin aukin völd en staða aðstoðarseðlabankastjóra gerð áhrifaminni. Í dag hvílir því mikil ábyrgð á einum seðlabankastjóra samkvæmt núgildandi lögum um Seðlabanka Íslands. En í öðrum þróuðum ríkjum tíðkast að hafa fjölskipaða bankastjórn, skipuð formanni bankastjórnar auk annarra aðstoðarseðlabankastjóra sem skipta með sér verkum innan bankans. Ljóst er að samfara aukinni ábyrgð Seðlabankans þarf að styrkja ábyrgðar- og stjórnendahlutverk hans. Gert er ráð fyrir því að áfram verði einn aðal-seðlabankastjóri sem verði æðsti yfirmaður bankans og taki ábyrgð á rekstri hans. Hins vegar eru ýmsar ákvarðanir sem til dæmis tengjast óreglubundinni hagstjórn (e. discretionary policy) sem heppilegt væri að fjölskipað stjórnvald fallaði um líkt og farið var yfir hér að framan.

Tillaga 2: Skipaðir verða tveir aðstoðarseðlabankastjórar, annar með áherslu á fjármálastöðugleika og hinn með áherslu á hefðbundna peningastjórn. Báðir munu eiga sæti í bankastjórn með núverandi seðlabankastjóra. Bankastjórnin myndar síðan fjölskipað stjórnvald er tekur ákvarðanir utan hinnar reglubundnu hagstjórnar.

Ofangreind tillaga er í samræmi við fordæmi annarra ríkja. Með því að fjölga bankastjórum úr einum í þrjá þarf að tryggja skýra verkaskiptingu milli seðlabankastjórnanna. Lagt er til að þriggja manna bankastjórn taki mið af helstu markmiðum Seðlabankans,

- 1. Seðlabankastjóri:** Æðsti yfirmaður bankans – eins konar forstjóri. Hann er jafnframt formaður bankastjórnar, ber ábyrgð á starfsemi bankans og er talsmaður Seðlabankans og bankastjórnar. Situr í peningastefnunefnd, kerfisáhættunefnd og fjármálastöðugleikanefnd.
- 2. Aðstoðarseðlabankastjóri á sviði peningamála:** Hefur yfirumsjón með peningamálastefnunni. Situr í peningastefnunefnd og kerfisáhættunefnd.
- 3. Aðstoðarseðlabankastjóri á sviði fjármálastöðugleika:** Hefur yfirumsjón með þjóðhags- og eindarvarúðartækjum. Situr í peningastefnunefnd, kerfisáhættunefnd og fjármálastöðugleika-nefnd.

10 Sjá Lög um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001.

Tillögurnar eru í samræmi við tillögur nefndar um heildarendurskoðun laga um Seðlabanka Íslands sem birtar voru árið 2015.¹¹ Ofangreind tillaga er einnig í samræmi við ráðleggingar Kristin Forbes (2018).

Mikilvægt er að allir þrír seðlabankastjórnarnir taki þátt í opinberri umræðu og rökstyðji ákvarðanir sem falla undir þeirra ábyrgðarsvið. Þannig er stuðlað að aukinni umræðu á sviði peningamála og fjármálastöðugleika með það að markmiði að auka skilning almennings á ákvörðun Seðlabankans hverju sinni. Seðlabankastjóri mun áfram vera formaður og talsmaður bankastjórnar.

Tryggja þarf samlegð milli peningastefnu og fjármálastöðugleika

Með fjölskipaðri bankastjórn gefst einnig færi til þess að tryggja samlegð og sérhæfingu milli sviða. Í dag tekur peningastefnunefnd ákvarðanir um beitingu stjórnþækja Seðlabankans í peningamálum. Þá tekur Fjármálastöðugleikaráð ákvarðanir um hvort tilmælum eða álitum um varúðartæki skuli beint áfram til Seðlabankans eða Fjármálaeftirlitsins, endanleg ákvörðun liggur þó ekki hjá Fjármálastöðugleikaráði.

Samfara breyttu hlutverki Seðlabankans og aukinni ábyrgð á sviði fjármálastöðugleika þarf hins vegar að skerpa á verkaskiptingu milli nefnda og tryggja samlegð milli peningastefnu og þjóðhagsvarúðar.

Tillaga 3: Fjölga skal ytri meðlimum í fjármálastöðugleikanefnd sem mun taka endanlega ákvörðun um beitingu allra þjóðhagsvarúðartækja.

Peningastefnunefnd skal áfram vera skipuð fimm nefndarmönnum, þar sem bankastjórnarnir þrír sitja í nefndinni auk tveggja ytri sérfræðinga. Mikilvægt er að ytri sérfræðingar sem sæti eiga í peningastefnunefnd hafi þekkingu á sviði peningamála og að minnsta kosti einn nefndarmaður hafi reynslu úr atvinnulífinu. Hagfræðisvið skal áfram starfa náið með peningastefnunefnd og sinna greiningarvinnu og rannsóknum fyrir nefndina.

Í stað fjármálastöðugleikaráðs er lagt til að komi fjármálastöðugleikanefnd þar sem bæði seðlabankastjóri og fjármála- og efnahagsráðherra gegni formennsku. Auk þeirra sitja í nefndinni aðstoðarseðlabankastjóri á sviði fjármálastöðugleika auk tveggja ytri meðlima þar sem að minnsta kosti einn hefur reynslu úr fjármálalífinu. Lagt er til að atkvæðagreiðsla um beitingu þjóðhagsvarúðartækja eigi sér stað hjá fjármálastöðugleikanefnd og skal vera opinber þegar tilkynnt er um breytingu stjórnþækja. Endanleg ákvörðun um beitingu

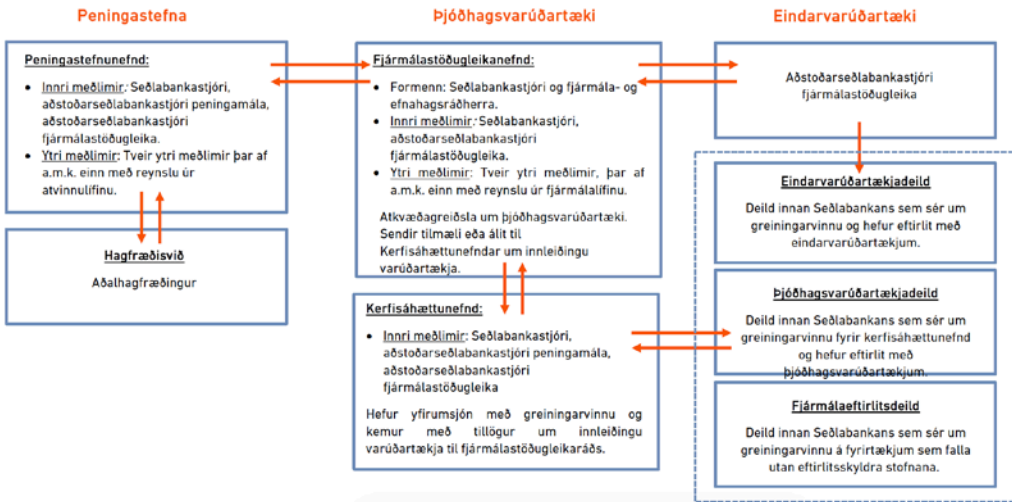
¹¹ Sjá Fjármála- og efnahagsráðuneytið (2015, 1. október).

varúðartækja skal því vera hjá fjármálastöðugleikanefnd. Kerfisáhættunefnd skal áfram hafa yfirumsjón með greiningarvinnu, koma með tillögur um innleiðingu varúðartækja til fjármálastöðugleikanefndar og hafa yfirumsjón með innleiðingu varúðartækja. Eru tillögunar í samræmi við tillögu Kristin Forbes.

	Fjármálastöðugleikaráð Núverandi fyrirkomulag	Fjármálastöðugleikanefnd Breytt fyrirkomulag
Skipan	<ul style="list-style-type: none"> • Formaður: Fjármála- og efnahagsráðherra. • Aðrir meðlimir: Seðlabankastjóri og forstjóri FME. 	<ul style="list-style-type: none"> • Formenn: Seðlabankastjóri og Fjármála- og efnahagsráðherra. • Aðrir meðlimir: Aðstoðar-seðlabankastjóri fjármálastöðugleika. Tveit ytri meðlimir, þar af a.m.k. einn með reynslu úr fjármálalífínu.
Greiningarvinna	<ul style="list-style-type: none"> • Kerfisáhættunefnd hefur yfirumsjón með greiningarvinnu. • Greiningarvinna unnin hjá Seðlabankanum og/eða Fjármálaeftirlitinu. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kerfisáhættunefnd hefur yfirumsjón með greiningarvinnu. • Greiningarvinna eingöngu unnin hjá Seðlabankanum.
Ákvörðun	<ul style="list-style-type: none"> • Endanleg ákvörðun ýmist hjá Seðlabankanum eða FME. 	<ul style="list-style-type: none"> • Endanlega ákvörðun hjá fjármálastöðugleikanefnd.

Lagt er til að þrjár deildir verði settar upp innan Seðlabankans á sviði varúðartækja og falla undir ábyrgðasvið aðstoðarseðlabankastjóra um fjármálastöðugleika. Ein deild skal starfa á sviði eindarvarúðartækja (e. microprudential tools) og hafa eftirlit og yfirumsjón með greiningu á því sviði. Önnur deild skal starfa á sviði þjóðhagsvarúðar, og sinna greiningarvinnu fyrir kerfisáhættunefnd og hafa eftirlit með þjóðhagsvarúðartækjum. Þriðja deildin skal hafa yfirumsjón með eftirliti og greiningu á stofnunum og fyrirtækjum sem starfa með einum eða öðrum hætti á fjármálamarkaði en eru ekki bankar. Slíkar stofnanir hafa stundum verið nefndar skuggabankar (e. shadow banks) og falla ekki undir hefðbundið regluverk þjóðhagsvarúðartækja en skipa þó ákveðinn sess í fjármálastöðugleika og því mikilvægt að eftirlit sé með umfangi og eðli slíkra fyrirtækja.

Ofangreind tillaga tryggir að áfram sé samlegð milli peningastefnu og fjármálastöðugleika með því að skipa seðlabankastjórana í bæði peningastefnunefnd og fjármálastöðugleikanefnd.



2. Endurbætt verðbólguþæki

Vandamálið með eignaverð

Á árunum fyrir fjármálakreppuna á Vesturlöndum var deilt um hvaða hlutverki peningastefnan ætti að þjóna gagnvart eignaverði, eða kannski öllu heldur bólu myndun á eignamörkuðum. Þessi deila var oft skýrð með hugtökunum „halla-hreinsa“ (e. lean or clean) – það er hvort seðlabankar ættu að halla sér upp í vindinn og hækka vexti til þess að vega á móti hækkun eignaverðs eða láta eignamarkaðina óáreitta og hugsa aðeins um að hreinsa upp, eftir að bólu hafa sprungið. Sýndist þar sitt hverjum. Fyrstu viðbrögð eftir fjármálakrisuna var að líta á hana sem sigur halla-liða eða áfellið yfir of slakri peningastefnu af hálfu helstu seðlabanka heimsins sem hefði orðið til þess að blása bólu upp. Varð það meðal annars til þess að Alan Greenspan bankastjóri bandaríska seðlabankans 1987-2006 varð fyrir mjög harðri gagnrýni. Þessi umræða hefur hins vegar hljóðnað eftir því sem frá hefur liðið. Þess í stað virðist sá skilningur (e. consensus) vera að skapast að setning vaxta sé fremur máttlaust verkfæri gegn fjármálabólu. Þetta hefur verið orðað sem svo að það vaxtastig sem dugi til að hemja eignabólu væri svo hátt að það myndi lama raunhagkerfið og fela þannig í sér gríðarlegan kostnað. Í þessu sambandi hefur gjarnan verið vitnað til orða Dennis Robertson í frægum fyrirlestri er hann flutti í London School of Economics árið 1928 um að seðlabankar ættu að miða við lögmálið um framleiðslufjármagn (e. Principle of Productive Credit) þegar þeir settu vexti. Þannig ættu þeir að líta til framleiðslufyrirtækja en ekki reyna að sprengja eignabólur með vaxtahækkunum. Verðstöðugleiki ætti að vera eina markmið peningastefnunnar.¹²

Þá hafa sérfræðingar bent á að of harkaleg beiting peningastefnunnar – meðal annars til

¹² Dennis þessi var náinn samverkamaður John Maynard Keynes og upphafsmaður hugtaksins um lausafjargildur. Þeim tveim lenti þó saman á fjórða áratugnum og urðu svarnir óvínir. Sjá Robertson (1966).

Þess að ná niður eignaverði – grefur undan fjármálastöðugleika.¹³ Hér má nefna að hækkun vaxta eykur þau vandamál sem kennd eru við ósambhverfar upplýsingar (e. asymmetric information), hraklegar kenndir (e. adverse incentives) eða hrakval (e. adverse selection) – eftir því sem vaxtastig hækkar draga „venjulegir“ fjárfestar sig í hlé sem hafa það í huga að fjármagna „venjulega“ framleiðslu. En í þeirra stað koma áhættusæknir spákaupmenn sem hafa það í huga að hagnast á hækkanði eignaverði og setja það ekki fyrir sig að taka lán með háum vöxtum – enda felur eignabóla ávallt í sér gríðarlega arðsemi þar til hún springur að lokum.

Að sama skapi myndi slík ógnarhækkun vaxta valda verulegum vandamálum á gjaldeyrismarkaði með of háu raungengi og viðskiptahalla – sem hlyti að grafa undan fjármálastöðugleika.¹⁴ Alan Greenspan orðaði þetta með þeim hætti að „engin áhættulítill, kostnaðarlítill, smáskrefa peningastefna er til sem getur undið loftið úr eignabólu.“¹⁵ Nú – nærri áratug eftir alþjóðlegu fjármálakreppuna – er niðurstaðan orðin sú að peningastefnan eigi að huga að eiginlegum verðstöðugleika en þjóðhagsvarúð eigi að miða við að halda stöðugleika á eignamörkuðum, líkt og fjallað er um hér að framan. Þetta tvennt – þjóðhagsvarúð og peningastefna – þurfa að vinna saman.

Ofangreind umræða um verkaskiptingu þjóðhagsvarúðar annars vegar og peningastefnunnar hins vegar samhliða því að áhersla hefur aukist á fjármálastöðugleika hefur töluverða þýðingu fyrir Seðlabanka Íslands – sérstaklega í ljósi mjög biturrar reynslu landsmanna af hruninu 2008.

Að mati starfshópsins er nauðsynlegt að staðfesta fjármálastöðugleika sem annað markmið Seðlabankans sem hafi forgang yfir verðbólguþáttum við gefnar aðstæður. Þá er einnig nauðsynlegt að bregðast við þeirri staðreynd að fasteignaverð hefur fjórðungs vægi í vísitölu neysluverðs samkvæmt mælingaraðferðum Hagstofunnar. Það felur í sér að Seðlabanki Íslands er neyddur – samkvæmt laganna hljóðan – til að bregðast við hækkunum á eignaverði með stýrivaxtahækkunum.

Fjármálastöðugleiki sem annað markmið Seðlabankans.

Starfshópurinn átti fundi með starfsfólki Englandsbanka og hins breska fjármálaráðuneytis í nóvember 2017 gagnert til þess að ræða skörun eða forgang á milli markmiða. Annars vegar um verðstöðugleika og hins vegar um fjármálastöðugleika – og þá jafnframt um verkaskiptinguna á milli framfylgdar hinnar hefðbundnu peningastefnu og beitingar þjóðhagsvarúðar. Í endurskoðun breska Fjármálaráðuneytisins á umgjörð þarlendrar peningastefnu, sem var birt í mars 2013, voru tengsl fjármálastöðugleika og verðstöðugleika

13 Sjá til dæmis Svensson (2016).

14 Sjá Turner (2017).

15 Sjá Mishkin (2011), Bernanke og Gertler (2001).

til athugunar. Endurskoðunin leiddi til ákveðinna breytinga á samstarfssamningi Englandsbanka og breska ríkisins. Í fyrsta lagi var bankanum veitt meira svigrúm til þess að láta verðbólgu leita yfir markmið til skemmri tíma með því tilliti að viðhald verðbólgu markmiðs væri tryggt til meðallangs tíma. Þannig væri komið í veg fyrir óþarfa kostnað sem gæti fylgt því að beita peningaaðgerðum til þess að halda verðstöðugleika til skemmri tíma. Var þetta orðað svo að Englandsbanki væri á *sveigjanlegu markmiði*.

Í annað stað gerði breska fjármálaráðuneytið það ljóst að fjármálastöðugleiki hefði forgang fram yfir verðstöðugleika. Það fólst meðal annars í því að peningastefnunefnd bankans voru gefin fyrirmæli um að leyfa verðbólgu að hækka umfram markmið við ákveðnar aðstæður til þess að gefa þarlandu fjármálastöðugleikaráði svigrúm til að bregðast við váboðum tengdum fjármálastöðugleika með því beita þjóðhagsvarúð, eða eins og það er orðað á frummálinu:

„Circumstances may also arise in which attempts to keep inflation at the inflation target could exacerbate the development of imbalances that the Financial Policy Committee may judge to represent a potential risk to financial stability. The Financial Policy Committee’s macro-prudential tools are the first line of defence against such risks, but in these circumstances the Committee may wish to allow inflation to deviate from the target temporarily, consistent with its need to have regard to the policy actions of the Financial Policy Committee.“¹⁶

Í upphaflegu lögunum um Seðlabanka Íslands sem voru samþykkt á Alþingi í maí 2001 var fjármálastöðugleika að engu getið. Það var ekki fyrr en með lagabreytingum árið 2013 að fjármálastöðugleika var skotið inn í lögina. Löginn sjálf gefa þó takmarkaða forskrift um hvernig markmiðunum skuli fylgt eftir. Hinn eiginlegi samstarfssamningur á milli ríkisstjórnar Íslands og Seðlabankans um framfylgd verðbólgu markmiðs var undirritaður þann 27. mars árið 2001. Samningurinn bar titillinn Yfirlýsing um verðbólgu markmið og breytta gengisstefnu og kynntur samdægur á ársfundi bankans.¹⁷

Þar er markmiðum Seðlabankans lýst í fyrstu grein með eftirfarandi hætti.

„Meginmarkmið stjórnar peningamála verður stöðugleiki í verðlagsmálum, eins og hann er skilgreindur hér að neðan. Seðlabankanum ber þó einnig að stuðla að fjármálalegum stöðugleika og framgangi meginmarkmiða efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginmarkmiði hans um verðstöðugleika.“

16 Sjá HM Treasury (2013).

17 Sjá Seðlabanki Íslands (2001).

Þessum samstarfssamningi hefur ekki verið breytt og er því í fullu gildi. Hann gerir ráð fyrir því að verðbólguþröskulur hafi alltaf forgang yfir fjármálastöðugleika. Eins og farið var yfir hér að ofan er það miður heppilegt. Miðað við þann þjóðfélagslega kostnað sem hlýst af fjármálaóstöðugleika – hlýtur fjármálastöðugleiki að hafa forgang yfir verðstöðugleika ef slíkar aðstæður skapast. Aukinheldur hlýtur viðhald fjármálastöðugleika að setja framfylgd peningastefnunnar ákveðin mörk.

Svigrúm seðlabanka til þess að leyfa verðbólga að hækka umfram markmið til skamms tíma veltur á þeim trúverðugleika sem bankinn nýtur við framfylgd markmiðsins. Ef verðbólguvæntingar eru mjög lausar í rásinni gætu tímabundnar verðhækkningar komið öldu af stað sem erfitt er að kveða niður aftur. Ákvörðun bresku stjórnarinnar um aukinn sveigjanleika markmiðsins til skemmri tíma byggir á 20 ára árangursríkri framfylgd verðbólguþröskuls þar á landi. Velta má fyrir sér hve mikið svigrúm Íslendingar hafa í þessu efni – í ljósi þess að framfylgd verðbólguþröskuls hér á landi hefur gengið brösulega frá árinu 2001 ef síðustu fjögur til fimm ár eru undanskilin. Starfshópurinn sér því ekki tilefni til þess að ríkissjórn landsins fyrirskipi slíkan sveigjanleika að svo komnu máli – verður þetta enn um sinn að vera matsatriði hjá bankanum sjálfum og peningastefnunefnd hans.

Hins vegar ætti ekki að leika á tvennu að fjármálastöðugleiki ætti að hafa forgang yfir verðstöðugleika ef ákveðnar aðstæður skapast – líkt og breska ríkisstjórnin hefur fyrirskipað. Því leggur starfshópurinn til eftirfarandi breytingu á samstarfssamningi ríkisstjórnar Íslands og Seðlabankans:

Tillaga 4: Breyta skal samstarfssamningi ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands þannig að viðhald fjármálastöðugleika hafi forgang yfir viðhald verðstöðugleika ef þær aðstæður myndast að ógn skapist gagnvart hinum fyrrnefnda. Í því tilviki skal peningastefnunefnd leyfa það að verðbólga fari umfram markmið til að gefa fjármálastöðugleikanefnd svigrúm til þess að beita þjóðhagsvarúð.

Fasteignaliður á útnesi

Á Íslandi er málum svo háttað að ríflega fimmtungur vísitölu neysluverðs er hin svokallaða reiknaða húsaleiga (e. owner occupied housing). Reiknuð húsaleiga metur kostnað við að búa í eigin húsnæði og eru viðurkenndar þrjár aðferðir til að meta hana. Hagstofa Íslands hefur valið þá aðferð sem kallast einfaldur notendakostnaður (e. use cost approach), sem felst í því að meta breytingar á árgreiðslu húsnæðis og miðast við markaðsverð húsnæðis að teknu tilliti til stærðar, tegundar og staðsetningar og að gefnum forsendum um raunvexti

og afskriftir. Notendakostnaður metur því eins konar fórnarkostnað þess að búa í eigin húsnæði.

Með því hafa eignaverð inni í vísitölu neyslverðs – sem verðból gumarkmið Seðlabanka Íslands miðar við – verður mjög óheppileg skörun á milli markmiða um verðstöðugleika annars vegar og fjármálastöðugleika hins vegar. Hægt er að orða það sem svo að lögmálið um framleiðslufjármagn sé rofið. Og að Seðlabankinn sé þannig neyddur til að fara í leiðangur til þess að sprengja húsnæðisbólur með töluverðri áhættu fyrir fjármálastöðugleika og kostnaði fyrir raunhagkerfið.

Það er staðreynd að verð á eignamörkuðum er fljótt að hlaupa upp og niður. Þetta á einnig við um fasteignaverð á alþjóðavísu enda er framboð ávallt fremur seint til að bregðast við aukinni eftirspurn – það tekur einfaldlega tíma að byggja nýjar íbúðir. Einnig er ljóst að Höfuðborgarsvæðið er fremur lítið þéttbýli – ef ekki smábær – á alþjóðlegum mælikvarða og jafnframt hefur gengið á ýmsu varðandi framboð og eftirspurn eftir fasteignum. Fasteignaverð hefur enda hækkað í rykkjum og skrykkjum á þessu „útnesi“ í gegnum tíðina. Sveiflurnar eru síðan enn meiri í hinum minni byggðakjörnum landsins.

Hagstofa Íslands beitir þeirri nálgun að nota þriggja mánaða meðaltal fasteignaverðs (afvaxtað) sem mælikvarða á húsnæðiskostnað. Það leiðir til þess að allar hreyfingar á fasteignaverði eru því mjög fljótar að hlaupa inn í verðból gumælingarnar sem Seðlabankanum er samkvæmt lögum skylt að bregðast við.

Hagstofur nokkurra annarra landa notast einnig við notendakostnaðaraðferð – hér má einkum nefna Svíþjóð og Kanada. Starfshópurinn fór þess á leit við greiningarfyrirtækið Analytica að gera samanburð á aðferð Hagstofu Íslands við mat á notendakostnaði við aðferðir hagstofunnar í Svíþjóð og í Kanada. Niðurstaða Analytica leiðir í ljós að munur er á því hvernig tekið er tillit til markaðsverðs húsnæðis.

Hagstofa Íslands miðar í sínum útreikningum við þriggja mánaða hlaupandi meðaltal á verðbreytingum íbúðaverðs á meðan hagstofur í Kanada og Svíþjóð miða við aðeins flóknari aðferðafræði sem á síðustu árum hafa verið jafngildar því að tekin séu 25 og 30 ára hlaupandi meðaltöl af fasteignaverði. Sænska Hagstofan rökstyður þessa aðferðarfræði, að miða við langtímameðaltal, á þá leið að breytingar á markaðsverði húsnæðis hafi í raun aðeins áhrif á þá sem kaupa eða selja viðkomandi eignir – en ekki þá sem sitja enn í íbúðum sem voru keyptar á einhverju öðru markaðsverði í fortíðinni. Hið 25-30 ára hlaupandi meðaltal er því sá meðaltími sem heimili búa í sömu eigninni. Hér er því miðað við beinan fórnarkostnað (e. explicit cost) af því að búa í eigin húsnæði eða raunveruleg útgjöld af hálfu viðkomandi húseigenda. Aftur á móti miðar Hagstofa Íslands við stundarverð á húsnæði – það er meðal markaðsverð síðustu þriggja mánaða – og uppfærir síðan verðmæti allra fasteigna

landsins í kjölfarið. Hér er því miðað við óbeinan fórnarkostnað (e. implicit/imputed cost) af því að búa í eigin húsnæði. Húseigandinn gæti hafa lagt ákveðna fjármuni fram og tekið ákveðið mikið að láni á sínum tíma til þess að kaupa húsnæðið, en gæti selt það á núverandi markaðsvirði og fengið meira eða minna af fjármagni til baka. Og fórnarkostnaðurinn miðast við endursöluverðið. Hægt er að velta því fyrir sér hvort aðferðin – beinn eða óbeinn fórnarkostnaður – gefur raunsannari mynd af kostnaði samfara því að búa í eigin húsnæði. Hins vegar felur seinni aðferðin í sér að ef markaðsverð hækkar snögglega – líkt og gerðist á Höfuðborgarsvæðinu vorið 2017 í tiltölulega lítilli veltu – mun það sjálfkrafa leiða til þess að notendakostnaður allra heimila landsins af húsnæði færist upp í kjölfarið sem kemur síðan fram sem mæld verðbólga. Þetta sést glögglega á mynd 29 sem sýnir samanburð á núverandi aðferð Hagstofu Íslands og sænsku aðferðinni. Í rammagrein 9 hér neðan að er einnig fjallað nánar um samanburðarrannsókn Analytica.

Hér skal þó áréttað að sjálfstæði Hagstofunnar er álika mikilvægt og sjálfstæði Seðlabankans. Það skiptir máli að mæling verðbólgu sé trúverðug og gerð með eins nákvæmum hætti sem mögulegt er. Sú nálgun að meta húsnæðiskostnað sem fórnarkostnað húsnæðiseignar á einnig vel við Ísland í ljósi þess hve stórt hlutfall þjóðinnar býr í eigin húsnæði. Starfshópurinn tekur því ekki afstöðu til þess hvaða mæliaðferð gefi raunsönnustu mynd af húsnæðiskostnaði og það er hægt að færa fræðileg rök fyrir núverandi mælingaraðferð Hagstofunnar sem nálgun á notendakostnað miðað við markaðsvirði.

Rammagrein 9: Samanburður á aðferðum við að meta kostnað vegna eigin húsnæðis

Til að áætla kostnað þjónustu vegna búsetu í eigin húsnæði styðst Hagstofa Íslands við hina svokölluðu notendakostnaðaraðferð (e. user cost method). Stuðst er við svipaða aðferð í Svíþjóð og Kanada líkt og farið var yfir hér að framan. Verkefnastjórn óskaði eftir úttekt Analytica til að bera saman hvernig húsnæðisliðurinn er reiknaður inn í vísitöluna annars vegar á Íslandi og hins vegar í Svíþjóð og Kanada.

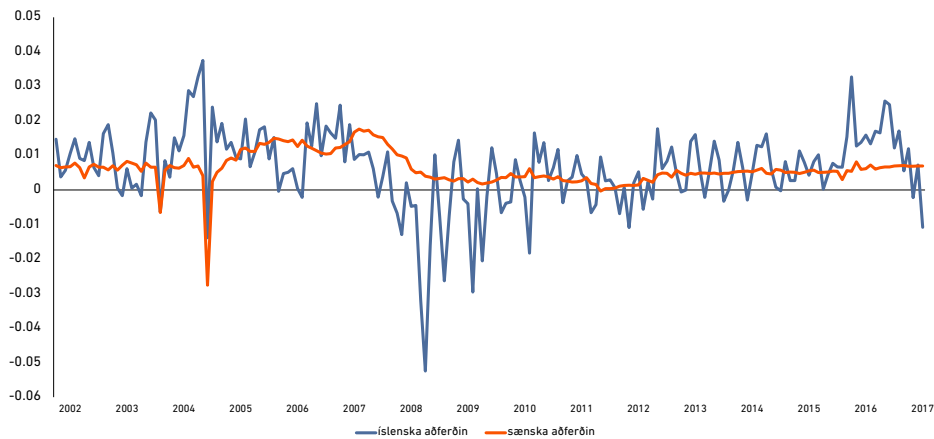
Niðurstaða Analytica leiðir í ljós að munurinn á aðferð Hagstofu Íslands við sænsku og kanadísku eru í meginatriðum eftirfarandi,

1. Vaxtakostnaður miðast við raunvexti verðtryggðra íbúðalána. Þá miðast fórnarkostnaður eiginfjár við 3% raunvexti. Í Svíþjóð og Kanada er vaxtakostnaður miðað við nafnvexti. Fórnarkostnaður eigin fjár er enginn í Kanada en miðað við nafnvexti í Svíþjóð.
2. Virði eigin húsnæðis sem liggur til grundvallar, allur fjármagnsstofninn, er endurmetið miðað við breytingar á markaðsverði fasteigna þar sem stuðst er við þriggja mánaða hlaupandi meðaltali. Í Svíþjóð og Kanada er notuð vísitala sem gefur svipaða niðurstöðu og ef stuðst væri við langtíma meðaltal.

Meginmunur á aðferð Hagstofu Íslands samanborið við þá sænsku og kanadísku liggur í lið 2 hér að ofan, það er hvernig virði húsnæðiseigna er endurmetið um hver mánaðarmót. Í Svíþjóð er stuðst við aðferð sem gefur áþekka niðurstöðu og 30 ára hlaupandi meðaltal fasteignaverðs og í Kanada gefur aðferðin svipaða niðurstöðu og 25 ára hlaupandi meðaltal. Ástæðan er sú að leitast er við að meta raunverulegan vaxtakostnað heimilanna af eigin húsnæði en hann tekur mið af höfuðstól lána sem er háður kaupverði á hverjum tíma. Af þessum sökum hækkar virði eigin húsnæðis sem liggur til grundvallar í vísitölu neysluverðs aðeins um sem nemur áhrifum nýrra viðskipta. Eins og áður segir líkjast áhrifin því að miðað sé við langtíma meðaltal fasteignaverðs þar sem vægi nýrra eigna er ávallt lítil hluti af heildinni.

Afleiðingin er því sú að breytingar á húsnæðisverði skila sér hraðar út í lið eigin húsnæðis samkvæmt aðferð Hagstofu Íslands, einkum þegar miklar verðbreytingar eru að eiga sér stað. Samanburð á núverandi aðferð Hagstofu Íslands og sænsku aðferðinni sem hér er nálguð á grunni 30 ára hlaupandi meðaltals má sjá á mynd hér að neðan.

Mynd 29: Breyting á kostnaði vegna eigin húsnæðis í vísitölu neysluverðs (%)



Heimild: Analytica

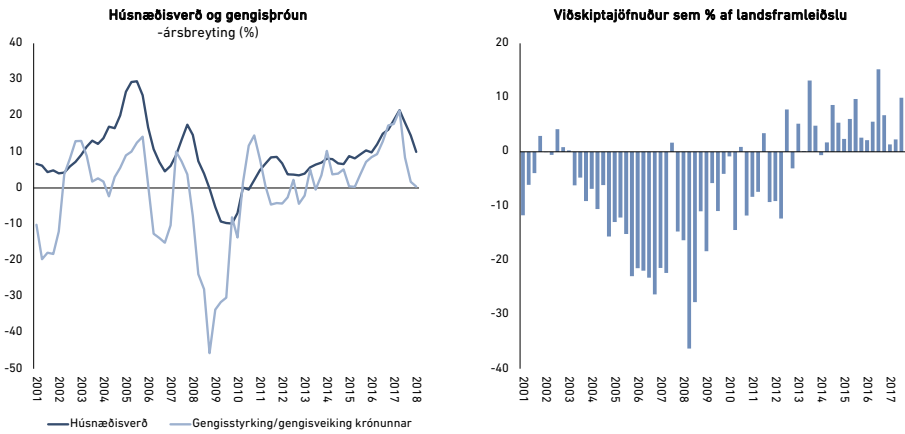
Forsenda þess að stýrivextir Seðlabankans geti haft áhrif á eftirspurn á fasteignamarkaði er að það sé sterk vaxtaleiðni yfir til vaxta íbúðalána. Seðlabankinn gerði síðast sjálfstætt mat á vaxtaleiðni stýrivaxta árið 2001 en það mat hefur ekki verið uppfært þegar þetta er ritað.¹⁸ Starfshópurinn fékk Marías Gestsson til þess að framkvæma sambærilegt mat á leiðni stýrivaxta og gert var á sínum tíma. Nánar er fjallað um rannsókn hans í

18 Sjá Þórarinn G. Pétursson (2001).

rammagrein 10. Niðurstaða hans er sú að vaxtaleiðnin frá (stuttum) stýrivöxtum yfir til lengri verðtryggðra vaxta er afar veik og tölfræðilega ómarktæk. Veik miðlun stýrivaxta yfir til verðtryggðra íbúðalána helgast einna helst af því að húsnæðislán heimila eru að mestu leyti mjög löng eða allt til 40 ára, verðtryggð og jafnvel með jafngreiðsluskilmálum. Þau eru aukinheldur fjármögnuð að miklu leyti af lífeyrissjóðakerfinu – hvort sem sjóðirnir lána sjálfir út eða kaupa útgefin sértryggð skuldabréf annarra aðila líkt og Íbúðalánasjóðs eða viðskiptabankanna. Líkt og kemur fram í rannsókn Maríasar á miðlunarferlinu þá er miðlunin missterk eftir því til hvers konar vaxta er litið; þannig er miðlunin mun sterkari þegar horft er til breytilegra óverðtryggðra vaxta sem dæmi. Þrátt fyrir að vægi óverðtryggðra lána hafi aukist síðustu ár þá breytir það ekki þeirri staðreynd að verðtryggð lán eru um 80% af heildarskuldum íslenskra heimila og því lang algengustu lánaform heimila. Aðstæður hér eru því töluvert aðrar en til dæmis í Svíþjóð þar sem húsnæðislán eru yfirleitt veitt af bönkum og með breytilegum nafnvöxtum.

Hér er einnig hægt að vísa til reynslunnar. Eins og farið var yfir hér að framan, tók íbúðaverð á rás eftir innkomu bankanna á fasteignamarkaðinn 2004 og hækkaði um 35% frá september 2004 til september 2005. Það leiddi sjálfkrafa til hækkunar á vísitölu neysluverðs – sem Seðlabankinn ákvað að mæta með miklum stýrivaxtahækkunum gagnert til þess að hækka gengi krónunnar og lækka innflutningsverðlag. Vaxtamunur við útlönd (miðað við þriggja mánaða millibankavexti) jókst þannig úr því að vera 3-5% árið 2004 til þess að vera 10-14% í árslok 2006 eftir því við hvaða gjaldmiðil var miðað. Í kjölfar þessara vaxtahækkana styrktist íslenska krónan og viðskiptahallinn jókst úr því að vera um 4% landsframleiðslu árið 2003 upp í 16% árið 2005 og 24% árið 2006. Greiðslujöfnuðurinn var þá kominn í gríðarlegt ójafnvægi – með viðskiptahalla sem líklega hafði ekki sést áður á Íslandi og vart annars staðar á byggðu bóli. Hallinn var fjármagnaður með erlendum lánnum – og í vaxandi mæli skammtímastöðutökum erlendra spákaupmanna. Hér er því kennslubókardæmi um hættuna sem hlýst af því að peningastefnunni sé beitt gegn eignaverðbólum.

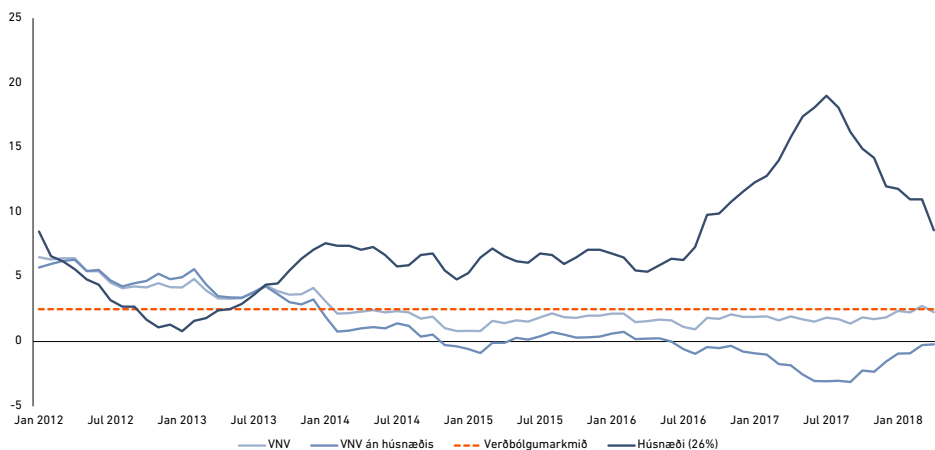
Mynd 30: Húsnæðisverð, gengisþróun og viðskiptajöfnuður
%



Heimild: Seðlabanki Íslands

Á síðustu árum hefur einnig verið mjög mikið misvægi í verðbólguþróuninni þar sem miklar hækkningar á fasteignaverði hafa leitt til þess að fasteignaliður vísitölunnar hefur hækkað um 15-20% á ársgrundvelli en á sama tíma hefur mælst 3-5% verðhjöðnun á innfluttum vörum. Það hefur leitt til þess að vísitala neysluverðs hefur verið við markmið - eða rétt undir því - á sama tíma og verðbólga án húsnæðis hefur verið nálægt núlli eða jafnvel neikvæð á árunum 2016-2017. Eins og sést á mynd hér að neðan.

Mynd 31: Verðbólga og undirliðir verðbólgu
(%) tólf mánaða breyting

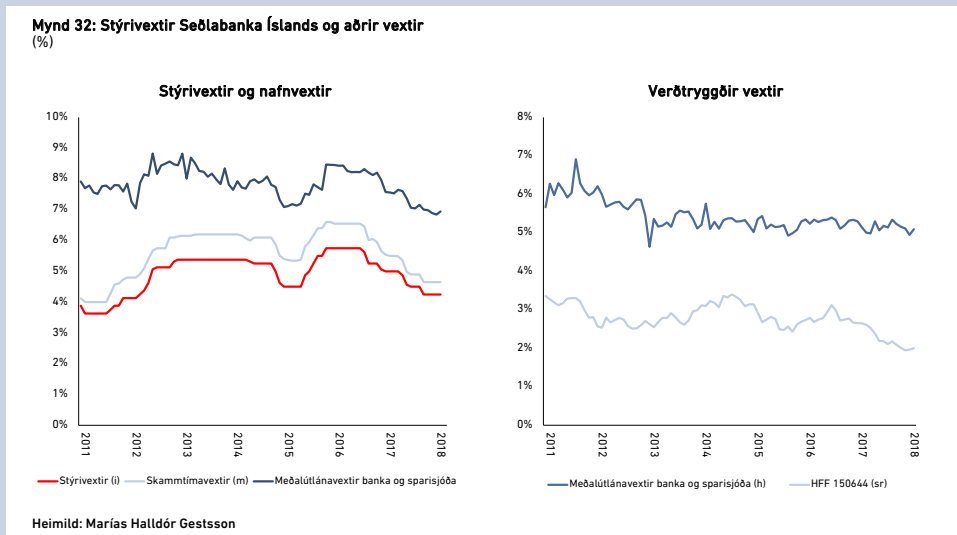


Heimild: Seðlabanki Íslands

Þetta er miður heppileg þróun af tveimur orsökum: Í fyrsta lagi er verðbólga í skilningi hagfræðinnar breið eða samfelld hækkun á vöru og þjónustu án þess að veruleg breyting verði á hlutfallsverðum (e. relative prices). Verðbólga felur þannig ekki í sér upplýsingar um hlutfallslegan skort á einni vöru fram yfir aðra – heldur aðeins hækkunarleitni verðlagsins. Þetta er að vísu þröng skilgreining sem heldur kannski aldrei nema þegar mikið verðbólguþrátt er til staðar. Það er samt sem áður mikið efamál að svo mikil hækkun á einum vöruflokki – það er húsnæði – sem raun ber vitni geti talist raunveruleg verðbólga heldur aðeins hliðrun á hlutfallsverðum þegar aðrar vörur í vísitölunni virðast vera á breiðri leitni til lækkunar. Hér ber einnig að hafa í huga að hækkun á húsnæðisverði í dag stafar einkum af skort af framboði og enn sem komið er ber ekki mikið á aukinni skuldsetningu á húsnæðismarkaði. Í öðru lagi ber þetta vitni um hvernig fasteignaliðurinn virðist aftur vera kominn í forstjórahlutverk við mótun peningastefnunnar – það er þróun eignaverðs er aftur farin að stjórna stýrivöxtum.

Rammagrein 10: Mat á miðlunarferli peningastefnunnar á Íslandi

Að beiðni verkefnastjórnar var mat gert á miðlunarferlinu miðað við sambærilegt mat og Seðlabankinn gerði árið 2001.¹⁹ Í rannsókninni er stuðst við mánaðarleg gögn frá janúar 2011 til febrúar 2018, á þessum tíma sem er til skoðunar er Seðlabankinn á verðbólguþráttinn innan fjármagnshafta. Miðlunarferli peningastefnunnar er metið miðað við meðalútlánavexti banka og sparisjóða.²⁰



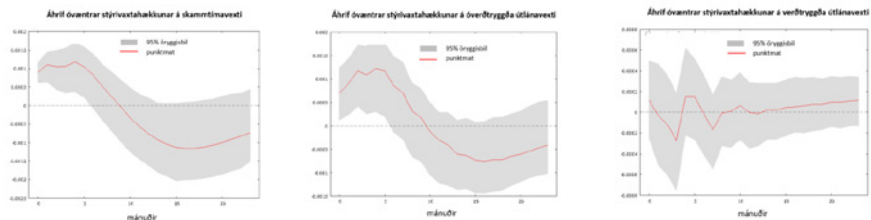
19 Sjá Þórarinn G. Pétursson (2001) og Marías Halldór Gestsson (2018).

20 Stuðst er við SVAR líkan (e. structural vector autoregressive).

Við mat á miðlunarferlinu er metið hvaða áhrif óvænt hækkun stýrivaxta Seðlabankans (i) hefur á aðra vexti þar sem horft er til skammtímavaxta (m), óverðtryggðra útlánavaxta (bn) og verðtryggðra útlánavaxta (br).²¹ Ítarleg útfærsla á líkaninu sem stuðst er við og matinu sjálfu má finna í rannsókn Maríasar.

Niðurstöður má sjá á neðangreindri mynd, en myndin sýnar áhrif óvæntrar hækkunar stýrivaxta um eitt staðalfrávik (u.þ.b. 0,09%). Samkvæmt matinu koma áhrif stýrivaxtahækkunar strax nokkuð sterk fram í skammtímavöxtum líkt og við var að búast enda vaxtamiðlunin almennt sterkust á stutta óverðtryggða vexti. Áhrifin eru einnig nokkuð sterk fyrir óverðtryggða útlánavexti og ná áhrifin hámarki fjórum mánuðum eftir stýrivaxtahækkunina. Hið sama er hins vegar ekki hægt að segja um verðtryggða útlánavexti en bæði er vaxtamiðlunin mjög lítil og þá vekur athygli að áhrifin eru tölfræðilega ómarktæk frá upphafi,²² með öðrum orðum er ekki hægt að fullyrða að stýrivextir hafi haft áhrif á verðtryggða vexti á tímabilinu.²³

Mynd 33: Áhrif óvæntrar hækkunar stýrivaxta
miðað við eitt staðalfrávik (u.þ.b. 0,09%)



Heimild: Marías Halldór Gestsson

Mat á miðlunarferlinu gefur mikilvægar vísbendingar um áhrif stýrivaxtabreytinga á aðra vexti og þar með eftirspurnina í hagkerfinu. Þannig hefur veik vaxtaleiðni þau áhrif að Seðlabankinn þarf að beita stýrivöxtum af meiri ákafa til að ná fram settu markmiði og öfugt, þegar vaxtaleiðnin er sterk geta litlar stýrivaxtabreytingar dugað

21 Miðað er við þá útlánavexti sem birtast í Hagvísum Seðlabankans.

22 Miðað við 95% öryggisbil.

23 Einnig var metið hvaða áhrif óvænt stýrivaxtahækkun hefur á verðtryggða vexti ríkisbréfa (HFF 150644). Niðurstöður á því mati leiða svipað í ljós, vaxtamiðlunin er mjög lítil og áhrifin ómarktæk nánast frá upphafi.

til að ná fram settu markmiði. Af niðurstöðum úr rannsókn Maríasar er mikilvægt að draga fram þrjár meginniðurstöður,

1. **Sterk miðlun stýrivaxta yfir í óverðtryggða vexti.** Líkt og við var að búast koma stýrivaxtahækkunarir strax fram í hækkun skammtímavaxta og eru áhrifin sterk strax frá upphafi. Þá má greina nokkuð sterk áhrif stýrivaxtahækkunar yfir til óverðtryggðra útlánavaxta.
2. **Stýrivextir hafa ómarktæk áhrif á verðtryggða vexti.** Áhrif stýrivaxtahækkana yfir til verðtryggðra langtímavaxta eru ómarktæk frá upphafi. Ekki er hægt að fullyrða út frá gögnunum að stýrivextir hafi áhrif á verðtryggða langtímavexti á tímabilinu sem er til skoðunar.
3. **Veik miðlun stýrivaxta yfir í verðtryggða vexti.** Vaxtamiðlun frá stýrivöxtum yfir til verðtryggðra vaxta er mjög veik, sem torveldar stjórnun peningamála. Stýrivextir þurfa því að hækka mjög mikið til að hafa áhrif, ef einhver, á vaxtakjör verðtryggðra langtímalána.

Eðli máls samkvæmt er vaxtamiðlunin missterk eftir því til hvers konar vaxta og lánaforma er horft. Þannig er miðlunin mun sterkari þegar horft er til breytilegra óverðtryggðra vaxta en mun veikari þegar horft er til langtíma verðtryggðra vaxta. Þrátt fyrir að vægi óverðtryggðra lána hafi aukist síðustu ár og miðlun peningastefnunnar því að einhverju leyti orðin sterkari þá breytir það ekki þeirri staðreynd að verðtryggð lán eru um 80% af heildarskuldum íslenskra heimila og því enn algengustu lánaform heimila.

Raunar er það svo að Seðlabanki Íslands er ekki sá eini sem er að glíma við veika vaxtamiðlun. Hinir stærri seðlabankar hafa nú um nokkurn tíma átt erfitt með að hafa áhrif á langtímavexti með stýrivöxtum sínum sökum aukinnar samþættingar á alþjóðafjármálamörkuðum þar sem heimurinn er að verða að einum markaði fyrir skuldabréf. Þess er skemmst að minnast að seðlabanka Bandaríkjanna heppnaðist ekki að hreyfa innlenda langtímavexti nema óverulega þrátt fyrir að hækka stýrivexti um 425 í vaxtahækkunarferli er hófst eftir 2004. Þetta var það sem Greenspan kallaði á sínum tíma „gestaþraut“ (e. conundrum). Það ætti því ekki að koma á óvart að hinn agnarsmái íslenski seðlabanki eigi erfitt með að lyfta innlendum langtíma vexti, hvað þá verðtryggða langtímavexti – líkt og hefur verið raunin hérlendis.

Þetta allt skilur Seðlabankann eftir í mjög erfiðri stöðu; að þurfa ekki aðeins að beita stýrivöxtum til þess að hafa hemil á húsnæðisverði sem hefur 25% vægi í verðbólgu markmiði

bankans,²⁴ heldur hafa vextir bankans mjög takmörkuð áhrif á húsnæðismarkaðinn sökum slakrar vaxtaleiðni. Þetta er ekkert annað en uppskrift að óstöðugleika.

Með því að því beita peningastefnunni til þess að mæta þessum sveiflum í húsnæðiskostnaði – svo sem með því að reyna að kalla fram lækkun innflutningsverðlags með hærra gengi krónunnar – skapar hættu á mjög dýrum fórnarskiptum á milli verðstöðugleika annars vegar og framleiðslu í efnahagslífinu hins vegar. Það er einfaldlega dýrt – mælt í efnahagslegri velferð – að þurfa að bregðast við verðbólgu innan skamms tímaramma. En það er meðal annars ástæðan fyrir því af hverju hið breska verðbólguarmið var gert sveigjanlegra eins og áður er á minnst. Breski seðlabankinn þarf aðeins að ná sínu verðbólguarmiði til meðallangs tíma.

Þeir Patrick Honohan og Athanasios Orphanides fjalla um ofangreindan vanda í skýrslu sinni *Reassessing Iceland's Monetary Regime*. Að þeirra áliti er hægt að færa rök bæði með og móti því að taka tillit til húsnæðisverðs í verðbólguarmiðinu sjálfu. Þá jafnframt telja þeir að aðferðafræði Hagstofunnar falli innan viðurkennds ramma við mat á húsnæðiskostnaði. Hins vegar, að þeirra áliti, er sú mæliaðferð sem Hagstofan hefur valið mjög viðkvæm fyrir skammtímabreytingum á húsnæðisverði sem hljóti að skapa vandamál við framfylgd verðbólguarmiðs – líkt og að ofan er lýst. Þeirra tillaga að lausn felst í því að Seðlabankinn geri greinarmun á langtíma og skammtíma sveiflum húsnæðisverðs: Áfram skal miða við vísitölu neysluverðs – líkt og nú þekkist – en þegar húsnæðisverð hækkar verulega umfram aðrar neysluförur þá skuli líta til vísitölu neysluverðs án húsnæðis. Þannig geti Seðlabankinn í raun leitt hjá sér miklar hækkanir á húsnæðisverði.

Þessi tillaga þeirra Honohan og Orphanides eykur sveigjanleika peningastefnunnar þar sem Seðlabankanum leyfist að líta framhjá skammtíma verðsveiflum húsnæðis. Þeirri spurningu má hins vegar velja upp hvort þessi nálgun muni minnka gagnsæi peningastefnunnar. Það gæti ýtt undir tortryggni og skapað rugling meðal heimila og fyrirtækja um hvort og þá hvenær Seðlabankinn miði við verðvísitölu með húsnæðisverði inni og hvenær ekki. Málið verður enn flóknara fyrir þá sök að þessi nálgun leysir ekki þá óvissu sem nú ríkir um verkaskiptingu peningastefnunefndar við viðhald á verðstöðugleika og fjármálastöðugleikaráðs sem ætlað er beita þjóðhagsvarúð til þess að hafa hemil á eignaverði. Húsnæðismarkaðurinn verður áfram inni á borði beggja nefnda.

Hins vegar hafa ýmsir aðilar lagt fram rök fyrir því að húsnæðisverð eigi heima í verðbólguarmiði Seðlabankans, þar með talinn Seðlabankinn sjálfur, nú síðast í rammagrein 2 í Peningamálum 2016/4.

24 Hér er tekið mið af bæði reiknaðri leigu og greiddri leigu, þar sem leiguverð fylgir einnig húsnæðisverði eftir.

- Í fyrsta lagi ber að nefna þá skoðun að húsnæðismarkaðurinn sé mikilvægur þáttur í gangi hagsveiflunnar – og þar með verðstöðugleika – og því sé eðlilegt að vaxtaákvörðanir Seðlabankans taki mið af honum. Þetta er í sjálfu sér rétt – húsnæðismarkaðurinn hefur mikil áhrif á efnahagslífið í heild sinni og gefur því ákveðin fyrirboð um framtíðarverðbólgu. Þannig hlýtur húsnæðisverð að hafa áhrif á vaxtastefnu bankans í gegnum verðbólguþáttinn hans. Þetta eru hins vegar ekki rök fyrir því að húsnæðisverð eigi heima sem hluti af verðbólguþáttinum bankans með beinum hætti.
- Í öðru lagi hefur verið bent á að vísitala neysluverðs sé stöðugri með húsnæðisliðnum en án hans. Þetta stafar væntanlega einkum af því að innflutningsverðlag hefur haft neikvæða fylgni við húsnæðisverð í gegnum tíðina. Í uppsveiflu hækkar húsnæðisverð á sama tíma og gengi krónunnar hækkar sem leiðir til lægra innflutningsverðlags – og síðan eru áhrifin öflug þegar hagsveiflan hnígur. Það er þó ákveðin rökvilla fólgin í þessari röksemdafærslu. Verðbólguþátturinn krefst þess að Seðlabankinn haldi vísitölu neysluverðs stöðugri við 2,5% markmið. Þetta hefur bankinn gert með því að hækka vexti – jafnvel gagngert til þess að hækka gengi krónunnar og þannig láta lægra innflutningsverðlag mæta hækkunum á húsnæðisverði. Þannig eru verðsveiflur á fremur óstöðugum eignamarkaði – sem íslenski húsnæðismarkaðurinn óneitanlega er – sjálfkrafa látnar knýja fram breytingar á gengi krónunnar – svo vísitala neysluverðs sé stöðug. Það er því augljóst að viðmið verðbólguþátturinn Seðlabankans leiðir til aukins óstöðugleika á vísitölu neysluverðs án húsnæðis. Stöðugleiki í vísitölu neysluverðs með húsnæði er fenginn á kostnað aukins óstöðugleika í verðlagi allra annarra vara en eigin húsnæðis.
- Í þriðja lagi hefur verið bent á að það sé hættulegt að hringla með mælistærðir og markmið – það geti rýrt trúverðugleika verðbólguþátturinn Hagstofunnar sem og peningastefnu Seðlabankans. Þá sé einnig ófært að Seðlabankinn hafi annað viðmið en þá sömu vísitölu sem notuð er til verðtryggingar fjárfestinga. Það er mikið til í þessari röksemdafærslu – allar breytingar á markmiði Seðlabankans verður að ígrunda mjög vel með tilliti til trúverðugleika.

Starfshópurinn vill í þessu efni taka þá grundvallarafstöðu að húsnæðisverð eigi ekki heima í verðbólguþáttinum Seðlabanka Íslands og það eigi ekki að reyna beita stýrivöxtum gegn fasteignaverði þegar vaxtamíðlunin er eins veik og raunin er. Þess í stað á fasteignamarkaðurinn – líkt og aðrir eignamarkaðir – að heyra undir framfylgd fjárfestingaþátturinn og heyra undir þjóðhagsvarúð. Vel má hugsa sér að peningastefnunefnd

og fjármálastöðugleikanefnd stilli saman strengi til þess að halda stöðugleika á fasteignaverði enda skiptir þróun fasteignaverðs miklu fyrir þróun efnahagslífsins og verðbólgu. Til að mynda skapar hærra fasteignaverð auðsáhrif hjá heimilunum og hvetur áfram byggingargeirann sem aftur hefur áhrif á vinnumarkaðinn. Það er hins vegar allt annað en að fasteignaverðið sjálft sé hluti af verðbólgu markmiði bankans eins og nú er. Til þess eru nokkrar leiðir færar, Seðlabankinn gæti miðað við aðrar vísitölur, svo sem vísitölu neysluverðs án húsnæðis eða samræmda vísitölu neysluverðs. Að mati starfshópsins þarf að skoða slíkar leiðir vel og vandlega.

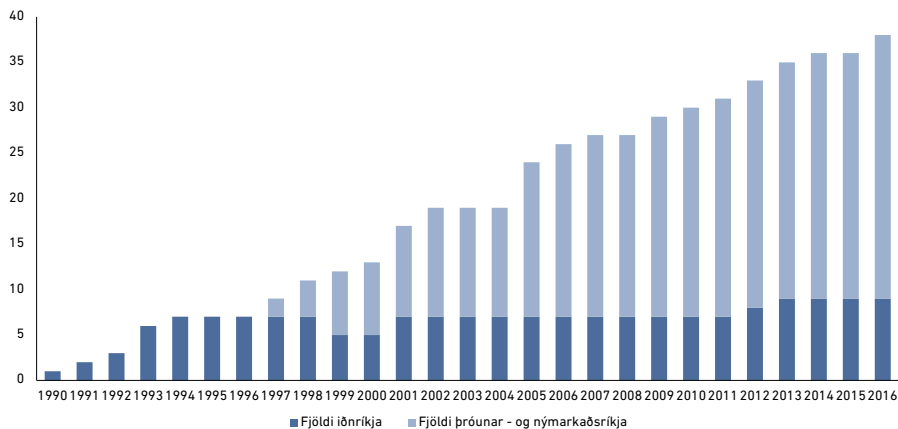
Tillaga 5: Verðbólgu markmið Seðlabankans skal áfram miðast við 2,5% en sú verðvísitala sem markmiðið miðast við skal ekki taka mið af kostnaði vegna eigin húsnæðis. Verðbólgu markmið skal því undanskilja húsnæðisverð.

Rammagrein 11: Verðbólgu markmiðsríki

Nýsjálendingar riðu á vaðið snemma árs 1990 er þeir tóku upp peningastefnu með formlegu verðbólgu markmiði. Þá settu þeir markmið sitt upphaflega á 2% verðbólgu en breyttu því síðar í 1-3% verðbólgu með hliðsjón af hættu á verðhjöðnun. Æ fleiri ríki hafa nú fylgt í kjölfarið og tekið upp sams konar stefnu með formlegu verðbólgu markmiði. Í lok árs 2016 voru verðbólgu markmiðsríkin svokölluðu farin að telja vel á fjórða tug, í öllum heimsálfum. Yfirleitt er um að ræða tiltölulega lítil eða meðalstór iðnríki eða tiltölulega stór þróunar- og nýmarkaðsríki. Meðal iðnríkja hafa til að mynda Ástralía, Bretland, Kanada, Svíþjóð og Noregur tekið upp formlegt verðbólgu markmið. Og meðal þróunar- og nýmarkaðsríkja má nefna Chíle og Tékkland. Þessi stöðuga fjölgun ríkja sem hafa tekið upp formlegt verðbólgu markmið bendir ótvírætt til þess að talið er að þessi rammi peningamála skili árangri.

Mynd 34: Fjöldi ríkja þar sem peningastefnan byggist á formlegu verðbólguþáttum

1990-2016



Heimild: Seðlabankar og Hagstofur í viðkomandi ríki

Ýmist er verðbólguþáttur viðkomandi lands sett af ríkisstjórn og/eða Seðlabanka þess. Algengast er þó að ríkisstjórn ásamt Seðlabanka setji verðbólguþátt. Í flestum iðnríkjum er verðbólguþáttur byggð á vísitölu neysluverðs og miðar við verðbólgu á bilinu 1 – 3% með vikmörk $\pm 1\%$ þar sem horft er til meðallangs tíma. Aftur á móti er staðan önnur hjá þróunar- og nýmarkaðsríkjunum en þau eru yfirleitt með hærri verðbólguþátt en iðnríkin enda oft að glíma við meiri verðbólgu og sveiflur í verðlagi.

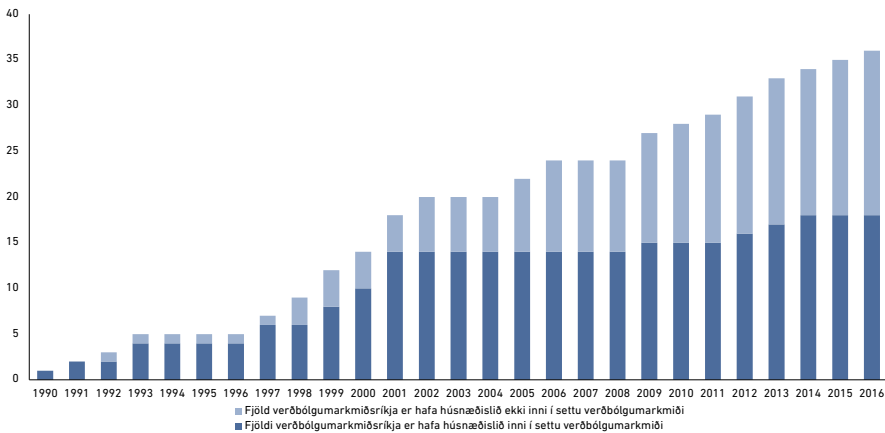
Vísitala neysluverðs endurspeglar almennt verðlag þeirrar vöru og þjónustu sem almenningur neytir. Vegna þess hefur verið talið eðlilegt að vísitala neysluverðs endurspegli útgjöld vegna húsnæðis. Aftur á móti hafa verið ólík sjónarmið uppi hvort verðbólguþáttur og því peningastefnan eigi að miða við verðvísitölu sem inniheldur húsnæðisverð eða ekki. Þau sjónarmið voru jafnframt reifuð hér að framan.

Hjá þeim ríkjum sem tekið hafa upp peningastefnu með formlegu verðbólguþáttum síðustu ár hefur þróunin hins vegar verið á þann veg að færst hefur í aukana að hafa kostnað vegna eigin húsnæðis undanskilinn í útreikningum á þeirri verðvísitölu er verðbólguþáttur viðkomanda landa byggja á. Þó hér sé einkum um að ræða nýmarkaðsríki þá eru einnig lönd eins og Bretland sem miða við neysluverðsvísitölu að frádregnum húsnæðislið. Auk þess sem 19 ríki evrusvæðisins miða við verðvísitölu að frádregnum húsnæðislið²⁵. En hins vegar eru til að mynda Ástralía, Noregur og Svíþjóð lönd sem notast við vísitölu neysluverðs er tekur mið af kostnaði vegna eigin

25 Þó er evrusvæðið ekki á formlegu verðbólguþáttum.

húsnæðis. Þó er vert að nefna að á meðal þeirra landa er taka mið af húsnæðisliðnum eru ólíkar aðferðir notaðar við áætlun verðbreytinga á kostnaði við búsetu í eigin húsnæði. Þar sem ýmist er notast við húsaleiguígildi (e. rental equivalence), einfaldan notendakostnað (e. user cost) eða einfaldlega nettókostnað (e. acquisition). En í öllum verðbólguáhrifum, hvort sem verðvísitala verðbólguáhrifa tekur mið af þróun vegna eigin húsnæðis eða ekki, þá fylgjast yfirvöld peningamála grannt með neysluverðvísitölunni sem og öðrum verðvísitölum og taka tillit til þeirra við mótun peningastefnunnar.

Mynd 35: Fjöldi verðbólguáhrifa er byggja á útreiknaðri markmiðsvísitölu með eða án húsnæðisliðar 1990-2016



Heimild: Hagstofur í viðkomandi ríki

3. Markvissari beiting stjórnækja

Ný tæki skapa stjórnunarvanda

Fyrir árið 2007 var yfirleitt litið svo á að seðlabankar hefðu í raun aðeins eitt tæki við peningastjórnunina – það er stýrivexti. Frá fjármálakrisunni 2008 hafa ýmis ný tæki bæst við verkfærakistu seðlabanka víða um heim. Þetta má rekja annars vegar til þess að hefðbundin tæki líkt og stýrivextir hafa þá náttúrulegu takmörkun að geta ekki lækkað niður fyrir núll – og því varð að leita annarra leiða.

Hér að framan var fjallað um varúðartækin, önnur breyting í aðferðafræði peningastefnunnar hefur falist í því að nota efnahagsreikning seðlabankans sjálf til þess að hafa áhrif á eignasamsetningu í fjármálakerfinu. Þekktast af þessum aðgerðum er hin svokallaða magnbundna íhlutun (e. quantitative easing), þegar efnahagsreikningur seðlabanka stækkar í kjölfar þess að hann kaupir skuldabréf á markaði og greiðir með nýprentuðum

peningum. Hafa nú þvílík kynstur af peningum verið prentaðir af stærstu seðlabönkum heims að engin söguleg fordæmi eru fyrir slíku áður.

Lítill mynsvæði hafa hins vegar ekki sama frelsi til athafna. Gjaldmiðlar þeirra hafa ekki virði utanlands og mikil peningaprentun skapar því hættu á greiðslujafnaðarvanda þegar hinir nýprentuðu seðlar leita út á gjaldeyrismarkaðinn og úr landi. Hjá litlum mynsvæðum byggir sú aðferðafræði „að-nota-efnahagsreikninginn“ á gjaldeyrisinngrípum – það er að auka eða minnka erlendar eignir á efnahagsreikningi seðlabanka. Á sama tíma virðist sem peningalegt sjálfstæði hinna minni seðlabanka hafi rýrnað verulega líkt og fjallað var um hér að framan. En eftir því sem samþætting eykst á alþjóðafjármálamörkuðum fer vaxtamyndun að verða ákveðin á heimsvísu en ekki landsvísu.

Öll þessi nýju tæki skapa ákveðinn stjórnunarvanda þar sem erfitt er að taka ákvarðanir um beitingu þeirra með jafn opnum og skýrum hætti líkt og gildir um stýrivexti. Þá eru einnig áhöld um hvort hægt sé að beita sömu reglubundnu nálgun (e. rule based) á notkun þeirra, líkt og til dæmis gjaldeyrisinngríp, þar sem það gæti skapað hvata til spákaupmennsku. Er þessi mál mjög til umræðu þessi misserin út um hinn víða heim og fjarri því að einhver lokaniðurstaða hafi komið fram. Verður hér fjallað um beitingu þessara tækja og mögulegar tillögur um úrbætur

Gjaldeyrisinngríp Seðlabanka Íslands

Stjórn tæki Seðlabankans í peningamálum eru öll á forræði peningastefnunefndar eins og segir í lögum um Seðlabanka Íslands frá árinu 2009:

„Ákvarðanir um beitingu stjórn tækja bankans í peningamálum eru teknar af peningastefnunefnd. Stjórn tæki bankans teljast í þessu sambandi vera vaxtaákvarðanir hans, viðskipti við lánastofnanir önnur en tilgreind eru í 2. mgr. 7. gr., ákvörðun bindiskyldu skv. 11. gr. og viðskipti á gjaldeyrismarkaði skv. 18. gr. sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar. Ákvarðanir peningastefnunefndar skulu grundvallast á markmiðum bankans og vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahags- og peningamálum og fjármálastöðugleika. „

Frá hruninu árið 2008 hafa gjaldeyrisinngríp verið stór hluti af framfylgd peningastefnunnar – einkum þó eftir að ferðapjónustan tók að skila verulegum gjaldeyristekjum. Frá því Seðlabankinn tilkynnti um aukin inngríp á gjaldeyrismarkaði í maí 2013 hefur Seðlabankinn keypt eða selt gjaldeyri fyrir 870 milljarða króna. Þessi inngríp voru einkum á árunum 2014-2016 þegar bankinn keypti 50-70% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði. Í kjölfar losunar fjármagnshafta í upphafi árs 2017 var fljótlega ljóst að ekki væri þörf á frekari stækkun gjaldeyrisvaraförða á sama tíma og fór að hægja á vexti ferðapjónustunnar. Frá því í júní

2017 hefur Seðlabankinn einungis sex sinnum stigið inn á gjaldeyrismarkaðinn með kaupum eða sölu og má því segja að inngripastefnan hafi legið í dvala í hátt í eitt ár. Ljóst er að gjaldeyrisinngrip munu leika stórt hlutverk í íslenski peningastefnu til framtíðar í þeirri viðleitni að tryggja verðstöðugleika, enda fer miðlun peningastefunnar að stórum hluta fram í gegnum gjaldeyrismarkaðinn.

Í stöðuskýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir Ísland frá því í júní 2017 kom fram gagnrýni á Seðlabankann vegna gjaldeyrisinngripa bankans. Starfsfólk Sjóðsins vildi gjarnan sjá færri gjaldeyrisinngrip og mótun inngripastefnu sem félli að verðból gumarkmiðinu, eins og það var orðað. Jafnframt var Seðlabankinn hvattur til þess að gefa skýrt til kynna að hann væri ekki á gengismarkmiði né heldur að hann hefði áhyggjur af skammtíma flökki á gjaldeyrismarkaði. Þannig lægi skýrt fyrir að ef lækkunarþrýstingur skapast á krónuna, þá myndi það ekki leiða til þess að forðanum yrði spilað út til þess að mæta óstöðugleika í gjaldeyrisviðskiptum.²⁶

Starfshópurinn fundaði með starfsfólki Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washington – þar sem meðal annars gjaldeyrisinngrip voru til umræðu. Að mati sjóðsins er mjög mikilvægt að Seðlabankinn reyni ekki að þjóna sem viðskiptavaki (e. market maker) á gjaldeyrismarkaði til þess koma í veg fyrir flökt. Með því væri bankinn kominn út fyrir hlutverk sitt og væri í raun að niðurgreiða gjaldeyrisviðskipti fyrir markaðsaðila. Þess í stað yrðu hinir raunverulegu viðskiptavakar á millibankamarkaði – það eru stóru viðskiptabankarnir þeir – að taka ábyrgð á gjaldeyrisviðskiptunum að taka flökkið sem högnunartækifæri og þannig leggja fram seljanleika á markaðinn. Hvað síðari ábendinguna varðar – að mótud yrði gjaldeyrisinngripastefna í samræmi við framfylgd verðból gumarkmiðs – þá er ekki um neina ákveðna forskrift að ræða – enda eru þessi mál mjög í deiglu um heim allan.

Það á við um hagstjórn almennt, að nauðsynlegt er að hafa skýra mynd af grunnstöðu efnahagslífsins (e. fundamentals) áður en gripið er til einhverra aðgerða. Til að mynda, þegar peningamálaaðgerðum er beitt, verður að liggja fyrir mat á raunverulegri framleiðslugetu hagkerfisins og hver síðan framleiðslustaðan er á hverjum tíma. Vaninn er í hagfræði að nota sérstakan mælikvarða á þessa stöðu sem heitir framleiðsluspenna (e. output gap). Að sama skapi er nauðsynlegt að hafa skýra hugmynd um svokallað náttúrulegt atvinnuleysi – til þess að vita hvort atvinnuleysistölur dagsins í dag feli það í sér að vinnumarkaðurinn sé

26 Staff favored less exchange market intervention and development of an intervention policy consistent with the inflation targeting framework. Capital flows are the big uncertainty, and can buffet the exchange rate. The CBI intervened heavily in 2016 to contain what it saw as a serious risk of an upward overshoot of the króna ahead of capital account liberalization, soaking up some 50–70 percent of gross market turnover. Given improved reserve coverage, staff recommended intervention be more sparing going forward, allowing appreciation to play out, including as a dampener of inflation. As it gains experience with the open capital account, the CBI should develop and communicate an intervention policy consistent with the inflation targeting framework. This should emphasize that there is no exchange rate objective, nor any preconceived maximum tolerance for short-term volatility. It should also clarify that in the event of depreciation pressure reserve drawdowns will be limited to countering disorderly market conditions. Sjá International Monetary Fund (2017.)

þaninn eða í slaka. Þetta skiptir máli vegna þess að áhrif vaxtabreytinga á verðbólgu velta að miklu leyti á því hvort hagkerfið sé heitt eða kalt.

Þetta á einnig við um gjaldeyrisinngrip. Áður en Seðlabanki ræðst í gjaldeyrisviðskipti til þess að ýta genginu upp eða niður – verður bankinn að hafa hugmynd um svokallað jafnvægisraungengi viðkomandi gjaldmiðils. En jafnvægisraungengi er það raungengi sem samræmist jafnvægi í utanríkisviðskiptum. Þetta skiptir máli – þar sem bankinn þarf að vita hvort hann sé að ýta gjaldmiðlinum til jafnvægis og þannig koma í veg fyrir gengistoppa sem eru í ósamræmi við grunnstöðu efnahagslífsins – svo sem samkeppnishæfni. Þá er hann að ýta genginu úr jafnvægi – ellegar koma í veg fyrir að gengið leiti aftur í jafnvægi.

Gjaldeyrisinngrip á tímum fastgengis voru yfirleitt seinna markinu brennd – þeim var beitt til þess að koma í veg fyrir að gengið leitaði í jafnvægi. Þau voru gjarnan framkvæmd til þess að verja fastgengi sem var orðið óraunhæft í samhengi við grunnstöðu efnahagslífsins vegna þess að raungengið var komið úr jafnvægi. Það gat gerst vegna þess að útflutningstekjur höfðu dregist saman vegna einhvers áfalls – þannig að jafnvægisraungengið hafði lækkað – eða að eftirspurn og verðbólga höfðu farið úr böndunum þannig að raungengið var orðið of hátt og innflutningur aukist fram úr hófi. Gjaldeyrisinngrip Seðlabanka Íslands á árunum 2000-2001 voru til dæmis af þessari tegund – þeim var beitt til þess að verja fastgengi sem var orðið óraunhæft vegna of mikillar innlendrar eftirspurnar sem endurspegladist meðal annars í 10% viðskiptahalla (sem hlutfall af landsframleiðslu) árið 2000. Slík gjaldeyrisinngrip kaupa aðeins tíma – og geta verið mjög kostnaðarsöm fyrir Seðlabankann þar sem hann verður að selja úr gjaldeyrisforðanum á gengi sem er í rauninni of hátt. Þessi stefna er því ekkert annað en vonlaus varnarbarátta sem mun strax draga að spákaupmenn er vilja gjarnan freista þess að veðja gegn Seðlabankanum. Það er meðal annars af þessum sökum að einhliða fastgengi gengur ekki upp við nútíma skilyrði um frjálst alþjóðlegt fjármagnsflæði – og veldur því að Seðlabanki Íslands – ekki fremur en aðrir seðlabankar heimsins – getur ekki tryggt einhvert ákveðið gengi á sinni útgáfumynt líkt og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn bendir á í áliti sínu.

Hins vegar hafa gjaldeyrisinngrip einnig aðra vídd og snúa að hlutverki Seðlabankans sem lánveitanda til þrautavara. Gjaldeyrismarkaðir eru í eðli sínu millibankamarkaðir í þeim skilningi að mikil og verðmyndandi viðskipti eru ávallt á milli bankastofnana. Í litlum opnum hagkerfum munu bankaáhlaup, eða mikið útstreymi af reikningum innlendra viðskiptabanka – ávallt koma fram sem söluþrýstingur á gjaldeyrismarkaði þegar peningarnir reyna að flýja til útlanda. Þannig eru gjaldeyriskrísur og bankakrísur sama krísan í opnum hagkerfum. Ef bankarnir taka að missa frá sér lausafé (sem hlýtur að leiða til gengislækkunar) á Seðlabankinn erfitt með að bæta þeim upp missinn með því að prenta peninga og afhenda þeim – sem þó bankanum er ætlað að gera samkvæmt því hlutverki að þjóna sem lánveitandi til þrautavara. En hinar nýprentuðu krónur myndu þá aðeins

hlaupa frá bönkunum og út á gjaldeyrismarkaðinn og auka á gjaldeyriskreppuna. Þetta gerir seðlabanka á litlum opnum mynsvæðum mjög vanbúna að styðja við sitt bankakerfi, þar sem lausafjárþyrirgreiðsla er til þess fallin að skapa gjaldeyriskrísu. Ísland er vitaskuld ekki eitt á báti í þessu efni heldur er hér um alþjóðlegt vandamál að ræða, svo sem í Suður-Ameríku þar sem viðkvæmni gjaldeyrismarkaðarins kemur í raun í veg fyrir að seðlabankar geti þjónað sem lánveitendur til þrautavara.²⁷

Hinn smái íslenski gjaldeyrismarkaður þjónar því þannig eins og einhvers konar lausafjártrygging fyrir viðskiptabankana þrjá – þar sem um leið og þeir færu að missa frá sér innstæður myndi það kaffæra gjaldeyrismarkaðinn löngu áður en þeim sjálfum blæddi út. Þannig myndi útstreymi lausafjárins leiða til gengislækkunar sem fyrr eða síðar myndi stoppa innstæðueigendur frá því að flýja þar sem höfuðstólstapið yrði einfaldlega of mikið í gjaldeyrisviðskiptum – eða að Seðlabankinn yrði neyddur til þess að bregðast við með gjaldeyrisinngripum. Hægt er því að líta á stóran gjaldeyrisforða sem hluta af lausafjártryggingu fjármálastofnana – sem kallar á ýmsar spurningar líkt og hvort viðskiptabankarnir ættu að greiða hluta af kostnaðinum við að viðhalda forðanum. Þetta sýnir það einnig að gjaldeyrisinngrip snúa einnig að fjármálastöðugleika og hljóta að vera framkvæmd með hliðsjón af þjóðhagsvarúð. Erum vér komin að málsefni sem myndi fylla ófáa dálksentimetra ef því yrði fylgt eftir – en ekki er rými fyrir hér.

Starfshópurinn fékk Sebastian Edwards til þess að fjalla sérstaklega um gjaldeyrisinngrip Seðlabankans í skýrslu er ber titilinn Monetary Policy in Iceland: An evaluation. Edwards leggur – eðlilega – sérstaka áherslu á að Seðlabankinn verði að hafa skýra skoðun á því hvað sé rétt jafnvægisraungengi fyrir landið – og birti jafnframt það mat. Hann leggur einnig til að svokallað „umferðarljósakerfi“ að fyrirmynd nýsjálenska seðlabankans verði lagt til grundvallar fyrir inngripastefnu Seðlabankans. Það felst í stuttu máli í eftirfarandi þáttum (sjá ítarlegri umfjöllun Edwards (2018) og í rammagrein hér að neðan).

- **Gult ljós:** Seðlabankinn gefur út opinbera viðvörðun ef hann telur að gengisþróun sé að hverfa frá því sem talið er að skýrist út frá undirliggjandi grunnþáttum efnahagslífsins. Þó svo viðvörðun sé gefin út þá er ekki þar með sagt að seðlabankinn skuldbindi sig til inngripa, sem dæmi á árinu 2014 gaf nýsjálenski seðlabankinn út þrettán viðvaranir áður en loks til inngripa kom.
- **Rautt ljós:** Seðlabankinn beitir inngripum að undangenginni viðvörðun.
- **Grænt ljós:** Seðlabankinn metur að hvorki sé tilefni til þess að gefa viðvörðun né til inngripa. Gengisþróun er í samræmi við undirliggjandi efnahagsstærðir.

27 Sjá til að mynda Calvo (2006).

Rammagrein 12: Nýsjálenska umferðarljósakerfið

Árið 2004 tók nýsjálenski seðlabankinn upp nýja stefnu í gjaldeyrisinngripum í formi þess sem mætti kalla umferðarljósakerfið. Í grundvallaratriðum lýsir kerfið sér þannig, að seðlabankinn beitir gjaldeyrisinngripum aðeins ef gengið er komið umfram það stig sem samræmist grundvallarhagstærðum hagkerfisins.²⁸ Við kerfi þetta ættu gjaldeyrisinngrip því að vera með síðustu viðbrögðum seðlabankans við gengissveiflum og því afar fátíð.

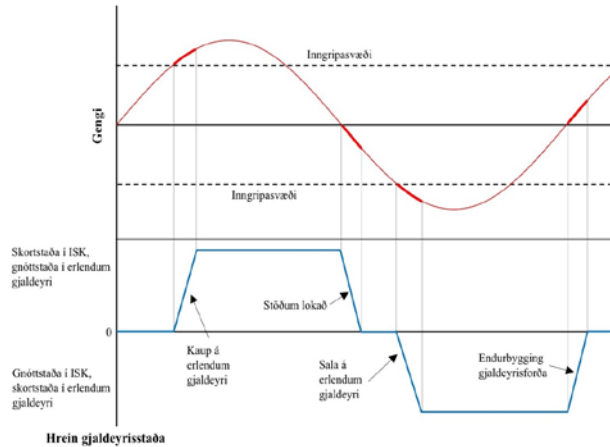
Kerfið byggir á þriggja svæða nálgun, en þaðan kemur einmitt samanburðurinn við umferðarljós. Íhugum mynd 36 hér að neðan. Á ofanverðri myndinni sést gengið sveiflast í kringum stöðugt kaupmáttarjafnvægisgengi. Jafnframt eru þar tvær brotalínur sem tákna það sem mætti kalla **græna svæðið**. Á þessu svæði beitir seðlabankinn engum gjaldeyrisinngripum, heldur leyfir hann genginu einfaldlega að sveiflast. Er gengið stefnir á aðra hvora brotalínuna fer það inn á **gula svæðið**. Þar fer seðlabankinn að gefa til kynna að gengið sé orðið heldur óhagstætt og reynir með því að móta væntingar markaðsaðila til að hafa áhrif á gengið. Þegar gengið nær utan brotalínanna fer það inn á inngripasvæðið, eða það sem mætti kalla **rauða svæðið**. Þar hefur seðlabankinn formleg gjaldeyrisinngrip og reynir þar með að ná genginu aftur inn á græna svæðið.

Á neðanverðri myndinni sést hrein gjaldeyrisstaða seðlabankans. Í upphafi er hrein gjaldeyrisstaða seðlabankans núll, en er gengið fer yfir efri mörk græna svæðisins fer seðlabankinn að festa kaup á erlendum gjaldeyri með sölu á eigin gjaldmiðli. Seðlabankinn heldur þessari stöðu þar til gengið nær í jafnvægisgildi sitt, en þá fer hann að loka stöðum sínum með því að selja erlendan gjaldeyri fyrir eigin gjaldmiðil. Þetta ferli endurtekur sig svo líkt og sést á myndinni.

28 Sjá Reserve Bank of New Zealand (2004).

Mynd 36: Umferðarljósakerfið

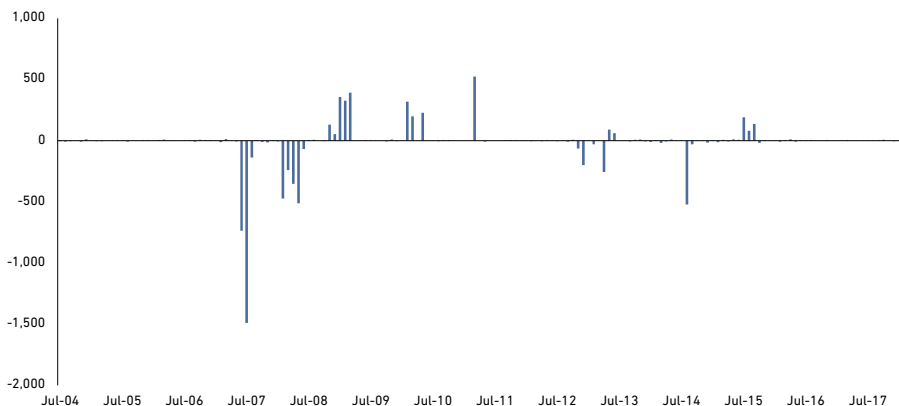
Byggt á mynd frá seðlabanka Nýja Sjálands



Á mynd 37 eru dregin upp hrein mánaðarleg gjaldeyrisviðskipti nýsjáenska seðlabankans frá upptöku umferðarljósakerfisins til mars 2018 í milljónum nýsjáenskra dala. Líkt og sést þá hafa gjaldeyrisinngrip verið fá og alla jafnan af lítilli stærðargráðu. Þetta endurspeglar vel kjarna kerfisins, sem gengur út á að gjaldeyrisinngrip geti ekki talist til eðlilegra aðgerða og á seðlabankinn því að reyna eftir fremsta megni að forðast þau og reyna í staðinn að móta væntingar með leiðbeinandi tilkynningum. Myndin sýnir því hve vel nýsjáenski seðlabankinn hefur haldið sig við þá fyrirframgefnu stefnu sem felst í umferðarljósakerfinu.

Mynd 37: Gjaldyrisinngrip í Nýja Sjálandi 2004-2017

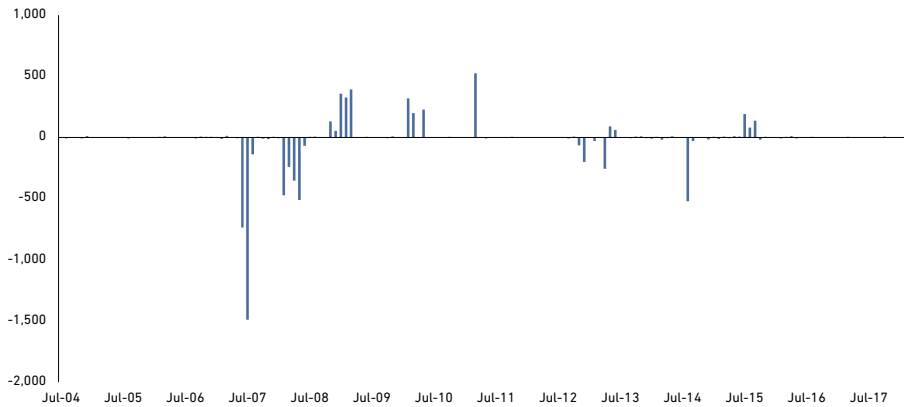
Milljónir nýsjáenskra dollara



Heimild: Nýsjáenski seðlabankinn

Mynd 37: Gjaldeyrissingrip í Nýja Sjálandi 2004-2017

Milljónir nýsjálenskra dollara

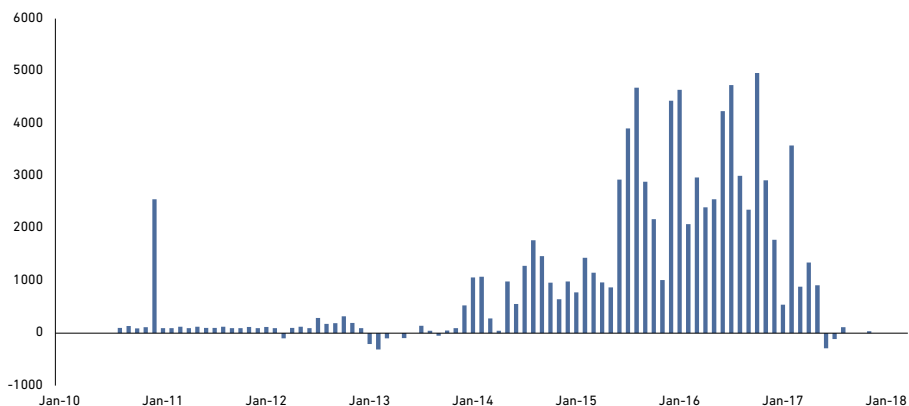


Heimild: Nýsjálenski seðlabankinn

Til samanburðar eru dregin upp á mynd 38 hrein mánaðarleg gjaldeyrisviðskipti Seðlabanka Íslands. Líkt og sést þá hafa gjaldeyrissingrip verið heldur meiri hjá hinum íslenska seðlabanka í samanburði við þann nýsjálenska, eitthvað hafa gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans þó dregist saman á undanförunum mánuðum.

Mynd 38: Gjaldeyrissingrip á Íslandi 2010-2017

Milljónir íslenskra króna



Heimild: Seðlabanki Íslands

Í kjölfar upptöku umferðarljósakerfisins hefur gengisflökt nýsjálenska dalsins dregist verulega saman, nánar tiltekið hefur flökt vöruskiptavegens gengis nýsjálenska dalsins dregist saman um tæp 27%. Þetta sýnir vel fram á ágæti umferðarljósakerfisins en getur þó verið varasamt að notast við slíkt kerfi. Helsta markmið kerfisins er að gera gjaldeyrisinngrip fátíð, en til að svo megi verða þarf seðlabankinn að geta haft áhrif á væntingar markaðsaðila á sem bestan hátt, en þar skipta trúverðugleiki seðlabankans og gagnsæi mestu máli. Því er ljóst, að til að Seðlabanki Íslands geti tekið upp umferðarljósakerfið þá þarf hann að gæta sín á því að vera skýr í afstöðu sinni til gengisins, án þess þó að veita of miklar upplýsingar. Eins skiptir staða gjaldeyrisforðans máli, enda verður trúverðugleiki Seðlabankans lítill ef hann gefur til kynna að hann telji gengið of lágt og að hann muni fara að selja erlendan gjaldeyri ef gjaldeyrisforðinn er lítill.

Þó er mikilvægt að gera grein fyrir því að gjaldeyrisinngrip hafa veruleg áhrif á lausafjárstöðu fjármálakerfisins – enda afhendir Seðlabankinn nýprentaðar krónur þegar hann kaupir gjaldeyri. Áhrif inngrípanna eru því mun víðtækari en sem nemur gengishreyfingum krónunnar. Í ljósi þess hve fjármálakerfið er lítið er mikilvægt að Seðlabankinn móti stýfingarstefnu (e. sterilization policy) sem er hin hliðin á inngrípunum. Núna eru að vísu til staðar bindireikningar í Seðlabankanum sem taka við lausafé frá viðskiptabönkunum – en færa má sterk rök fyrir því að tekin sé upp mun forvirkari stefna í þessu tilliti sem hluta af peningastefnu bankans. Í þessu samhengi má einnig velta upp leiðum til þess að minnka kostnað Seðlabankans af varðveislu forðans – sem meðal annars felst í neikvæðum vaxtamun sem er á góðri leið með því að éta niður eigið fé bankans.

Niðurstaða starfshópsins er að Seðlabankinn taki upp umferðarljósakerfi nýsjálenska seðlabankans. Það felur þá einnig í sér að bankinn birti mat sitt á jafnvægisraungengi samhliða hagspám sínum. Ofangreint umferðarljósakerfi er vitaskuld mjög almennt – nánari útfærsla hlýtur að vera byggð upp á reynslu og staðháttum. Það ætti þó að skapa ákveðnar leikreglur utan um inngrípin, sem hefur ekki verið til staðar. Þannig skapast rammi fyrir ákvörðunartöku í peningastefnunefnd og gerir bankanum auðveldara fyrir að útskýra stefnu sína og ákvarðanir fyrir bæði markaðsaðilum og almenningi. Það ætti þá jafnframt að gefa viðskiptabönkunum þremur – er mynda millibankamarkað með gjaldeyri – svigrúm til þess að skapa betri skammtímastöðugleika á markaðinum og hnökraminni verðmyndun. Einnig er hægt að taka undir með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum að slík inngrípastefna getur ekki falið í sér eins konar fastgengisstefnu – loforð um að Seðlabankinn muni verja forðanum til þess að verja ákveðið gengisstig né heldur má búast við því að gjaldeyrisinngrip hafi langtíma áhrif á gengi krónunnar. Svo bein orð

seðlabankastjóra Nýja Sjálands séu notuð þá geta seðlabankar aðeins „heflað yfir toppana“ (e. smooth the peaks) á gjaldeyrismarkaði með slíkum inngrípum.²⁹

Tillaga 6: Seðlabanki Íslands skal taka mið af umferðarljósakerfi nýsjálenska seðlabankans til þess að skapa skýrar leikreglur í kringum ákvarðanatöku og miðlun upplýsinga um gjaldeyrisinngríp. Jafnframt er þörf á skýrri og gagnsærri stýfingarstefnu í tengslum við inngrípin. Þá skal bankinn birta mat á jafnvægisraungengi með reglubundnum hætti.

Innflæðishöft: Þjóðhagsvarúðartæki – skýr skilyrði fyrir beitingu

Í júní 2016 voru innleidd sérstök höft á innflæði fjármagns. Höftin byggja á því að 40% bindiskylda sé lögð á fjárfestingar í íslenskum skuldabréfum fyrir nýjan erlenda gjaldeyri. Er fjárfestum gert að leggja fjármunina inn á vaxtalaus reikninga í innlendum fjármálafyrirtækjum til eins árs og er ekki gerður greinarmunur á því hver sé útgefandi skuldabréfa, hvort bréfin séu til langs eða skamms tíma, né hver seljanleiki bréfanna er.³⁰

Í Peningamálum – rammagrein 1 – frá 16. maí 2018 er tilurð innstremishaftanna skýrð með þeim hætti að borið hafi á brestum í miðlun stýrivaxta í kjölfar aukins innflæðis erlends fjármagns í innlend óverðtryggt ríkisskuldabréf á seinni helmingi ársins 2015.

Þar segir: „Brestirnir lýstu sér þannig að vextir ríkisbréfa lækkuðu mikið þrátt fyrir að vextir Seðlabankans hafi verið hækkaðir á sama tíma og peningastefnunefnd bankans gaf vísbendingar um að vænta mætti frekari hækkunar þeirra. Innstreymið olli því að aðhald peningastefnunnar kom í meira mæli fram í gegnum hækkun á gengi krónunnar líkt og átti sér stað í aðdraganda fjármálaáfallsins 2008. Það getur skapað vanda vegna þess að miðlun peningastefnunnar um gengisfarveginn er jafnan ófyrirsjáanlegri en miðlun um vaxtafarveginn. Upptaka bindiskyldunnar skilaði tilætluðum árangri og skiluðu vaxtabreytingar Seðlabankans sér á ný í vexti ríkisskuldabréfa gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015.“³¹

Í alþjóðlegri umfjöllun hafa fjármagnshöft að vissu leyti gengið í endurnýjun lífdaga í kjölfar efnahagsáfallsins árið 2008 samhliða því að hafa hlotið nýtt nafn. Fjármagnshöft eru nú kölluð fjárstremmistæki (e. Capital Flow Management Tool) þrátt fyrir að vera enn sama vera með sama haus og hala. Í því framhaldi hafa stofnanir á borð við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn talað fyrir beitingu þeirra við ákveðin skilyrði. Slíkum ráðstöfunum skuli þó einungis beitt

29 Sjá Wheeler (2012).

30 Nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem er ráðstafað í innlendum gjaldeyri hjá innlánastofnunum þarf ekki að leggja fram fé inn á bindireikning ef innlánsvextir eru lægri en 3%. Ef innlánsvextir eru hærrí en 3% þá er 40% bindiskylda.

31 Sjá Seðlabanki Íslands (2018).

í neyð, þau skulu ávallt vera tímabundin og á engan hátt að gegna lykilhlutverki í almennri hagstjórn.

Raunar var Ísland frumkvöðull á þessu sviði með setningu hinna hörðu fjármagnshafta – sem bæði lokuðu fyrir innflæði og útflæði – er var gerð við upphaf efnahagsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og íslenskra stjórnvalda þann 28. nóvember árið 2008. Sú ráðstöfun vakti mikla athygli á alþjóðavettvangi á sínum tíma. Ísland var ekki aðeins fyrsta þróaða landið til þess að taka upp fjármagnshöft um áratuga skeið heldur þóttu merk tíðindi að Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn skyldi ekki aðeins samþykkja höftin heldur einnig sjá um að útfæra þau fyrir Íslendinga! Fram til þess hafði sjóðurinn haft þá yfirlýstu stefnu að lönd ættu að halda fjármagnsreikningi sínum opnum, hvað sem á dyndi. Til að mynda hafði sjóðurinn lagt hart að löndum í Suðaustur Asíu í kreppunni á árunum 1998–1999 að setja ekki á fjármagnshöft en hækka fremur vexti og draga úr ríkisútgjöldum. Þátttaka Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í efnahagsáætlun Íslands fól því í sér verulega stefnubreytingu af hálfu sjóðsins.³²

Innflæðishöft samræmast ekki með lögum samkvæmt EES-samningi sem var lögfestur hér á landi árið 1993. Í 40. grein samningsins segir: „[...] skulu engin höft vera milli samningsaðila á flutningum fjármagns í eigu þeirra sem búsettir eru í aðildarríkjum EB eða EFTA-ríkjum né nokkur mismunur, byggð á ríkisfangi eða búsetu aðila eða því hvar féð er notað til fjárfestingar.“ Við ákveðnar aðstæður er þó hægt að víkja frá þessari meginreglu um frjálsa fjármagnsflutninga ef mikið ójafnvægi ríkir á greiðslujöfnuði. Gömlu höftin frá 2008 til 2017 voru þannig heimiluð af EFTA dómstólnum.³³ Svo brá einnig við að önnur lönd á evrópska efnahagssvæðinu urðu að grípa til svipaðra aðgerða. Þann 27. mars 2013 voru sett fjármagnshöft á Kýpur með samþykki Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem meðal annars bönnuðu Kýpverjum að taka meira út af greiðslukortum sínum utan eyjunnar en sem nam 5.000 evrum á mánuði eða taka meira út af bankareikningum sínum en 300 evrur á dag. Kýpur er bæði innan ESB og evrusvæðisins, en var – líkt og Ísland 2008 – með bankakerfi sem var mörgum númerum of stórt fyrir landið.

Hins vegar hefur hrifning sjóðsins á haftabeitingu Íslendinga heldur rénað – einkum hvað varðar beitingu innflæðishaftanna frá árinu 2016. Í síðustu skýrslu sjóðsins um Ísland frá júní 2017 var það eindregið lagt til að hin 40% bindiskylda skyldi færð í núll þar sem það verði ekki séð að aðstæður hafi raunverulega kallað á beitingu haftanna. Í skýrslunni er bent á að þar sem vextir á Íslandi séu á leið niður en vextir erlendis á leið upp – og því vaxtamunur við útlönd óðum að minnka – er enn frekari ástæða til að afnema

32 Hin nýja stefna AGS í þessum efnum var sett fram formlega í skjali er ber heitið *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View* og var birt þann 14. nóvember 2012. Þar segir á bls. 25: „In crisis situations, or when a crisis may be imminent, there could be a temporary role for the introduction of CFMs [Capital Flow Management Measures] on outflows.“

33 Með dómi 14. desember 2011 komst EFTA-dómstólinn að þeirri niðurstöðu að gjaldeyrishöftin samrýmdust EES-samningnum, enda geti hvort tveggja aðildarríki ESB og EFTA-ríki gripið til verndarráðstafana ef þau eiga í örðugleikum með greiðslujöfnu.

innflæðishöftin. Almenn stefna Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er á þá leið að slík höft eigi aðeins að nota í neyð – og þá aðeins hnitmiðað, í skamman tíma, með gagnsæjum hætti og án þess að mismuna fjárfestum. Þess í stað eigi Seðlabankinn að huga að því að lækka vexti, kaupa meiri gjaldeyri og beita þjóðhagsvarúðartækjum til þess að takast á við fjármagnsinnflæði. Höftunum eigi að minnsta kosti ekki að beita fyrr en önnur úrræði hafi verið fullreind.³⁴

Ofangreind skýrsla birtir einnig svör Seðlabankans við þessum tilmælum sjóðsins. Að mati Seðlabankans hefur beiting haftanna hægt töluvert á innflæði fjármagns og þannig komið í veg fyrir ofris krónunnar á gjaldeyrismarkaði. Jafnframt hafi höftin endurnýjað tenginguna á milli skammtíma og langtíma vaxta og þannig lagfært (e. repaired) vaxtamiðlun hinnar íslensku peningastefnu. Þeir álíta jafnframt að utan við strendur landsins sé „veggur af fjármagni“ (e. wall of money) sem megi ekki skella á landinu enda hafi landið mjög bitra reynslu af vaxtarmunarviðskiptum. Bankinn muni huga að því að draga úr bindiskyldunni í smáum skrefum – ef vaxtamunur við útlönd muni áfram fara minnkandi. Það sé jafnframt alls ekki ljóst að höftin séu að valda neinum þjóðfélagslegum kostnaði. Loks sé nú farið yfir hina lagalegu hlið þessarar haftasetningar til þess að tryggja að hún geti staðið sem hagstjórnartæki.³⁵

Í síðustu Peningamálum – rammagrein 1 – frá 16. maí 2018 síðastliðnum er einnig fjallað um virkni og áhrif hinnar sérstöku bindiskyldu.

Þar segir að „vaxtabreytingar bankans skilað sér með eðlilegum hætti til þorra lánaforma til heimila og fyrirtækja eftir að bindiskyldan var virkjuð. Miðlunin er þó eins og áður missterk eftir lánaformum.“ Þá sé „erfitt að finna þeirri fullyrðingu stað í gögnunum að sérstaka bindiskyldan hamli aðgengi innlendra aðila að lánsfjármagni enda hefur útlánavöxtur til heimila og fyrirtækja aukist á undanförunum misserum og ekki verið meiri í áratug.“ Það

34 „Staff advised the reserve requirement on selected debt inflows be rolled back to zero. Absent an inflow surge, staff saw no compelling reason to activate the CFM last year. With lower nominal interest rates at home and global interest rates trending higher, it sees even less reason to keep the CFM in effect now. Based on the Fund’s Institutional View, macroeconomic policies should play a leading role in managing challenges associated with capital flows, backed by strong microprudential oversight and macroprudential measures to limit systemic risks. Staff counseled that CFMs, if used, should be transparent, targeted, temporary, and preferably nondiscriminatory. Importantly, CFMs should not substitute for warranted macroeconomic adjustment—where at present staff assesses scope for tighter expenditure control this year, some further currency appreciation, possible additional interest rate cuts, and more reserve accumulation. Nonetheless, in the event of a future inflow surge, re-imposing a CFM could form part of a comprehensive policy response, provided the above conditions are met.“ Sjá International Monetary Fund (2017).

35 The authorities questioned staff’s call to set the special reserve ratio to zero. In their view, the measure had (i) affected the size of inflows, not just their mix, thus helping prevent an upward overshoot of the króna and helping limit the growth of reserves and the attendant cost of carry; and (ii) restored the link between short- and longterm interest rates, repairing the domestic interest rate channel of monetary policy. Fundamentally, they are convinced Iceland faces a „wall of money” waiting to flood in and that a new carry trade must be stopped at the gates. This, they stress, is an area of strong national consensus born of bitter experience. If Iceland’s rate differential with the rest of the world continued to narrow, they would consider dialing back the CFM in small steps— although it was not clear to them that it had caused harm. More broadly, they expressed their intention to review the legal basis for the current CFM framework to ensure that they have the option to continue to use such instruments when deemed necessary.

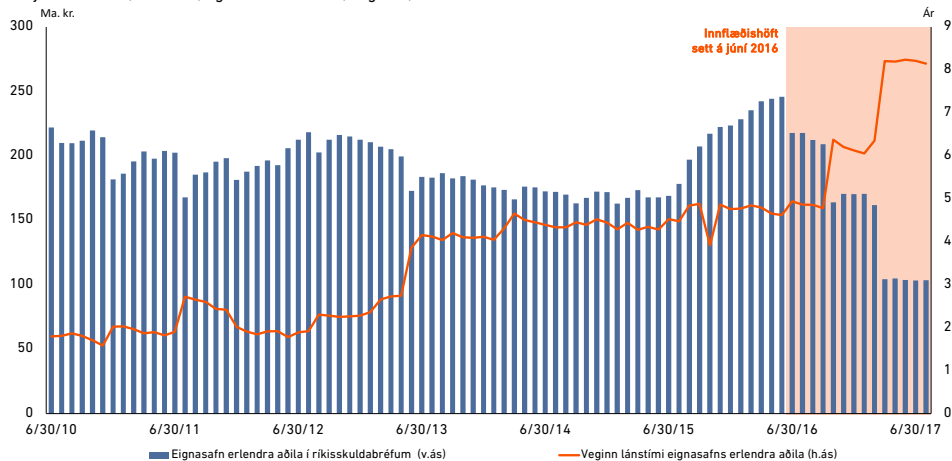
er að vísu viðurkennt að álag fyrirtækjabréfa hafi ekki fylgt peningastefnu bankans eftir en það megi að öllum líkindum rekja til annarra þátta en hinnar sérstöku bindiskyldu.

Þegar þetta er dregið saman er ljóst að Seðlabankinn hefur ekki metið þjóðhagslegan kostnað vegna innleiðingar hinnar sérstöku bindiskyldu á erlendu innflæði fyrir Ísland. Það er hægt að fallast á þá niðurstöðu að bindiskylda hafi eflt miðlunarferli vaxtastefnu bankans – enda eru það hin augljósu áhrif fjármagnshafta. Þá jafnframt að beiting hennar hafi komið í veg fyrir frekara ris krónunnar sem hefði haft töluverðan þjóðhagslegan kostnað í för með sér vegna ruðningsáhrifa á útflutnings- og samkeppnisgreinar. En lengra nær þessi greining ekki. Ljóst er að þörf er á viðtækari greiningu og dýpri umræðu um áhrif þessarar haftabeitingar.

Í títtnefndri rammagrein er nefnt að innflæðishöftin virki „sem þjóðhagsvarúðartæki sem getur dregið úr hættu á að óhóflegt innflæði fjármagns leiði til uppbyggingar á kerfislægri áhættu í þjóðarbúskapnum.“ Það er í sjálfu sér rétt – en jafnframt er þeirri spurningu ósvarað hvort þetta sé heppilegasta tækið í kistunni. Hin fræðilega forsenda fyrir álagningu bindiskyldu á skuldabréfakaup erlendra fjárfesta eingöngu – án tillits til tímalengdar eða seljanleika bréfanna – er sú að þjóðerni fjárfesta ráði því hvort þeir geti talist þolinmóðir ellegar stöðugir langtímafjárfestar. Nú er það svo að innlendir fjárfestar halda að öllu jöfnu meiri tryggð við landið. Það breytir því þó ekki að fjárfestar sýna tímaviðmið sín fyrst og fremst með því hvaða fjárfestingakosti þeir velja. Þeir fjárfestar sem til að mynda kaupa löng íslensk fyrirtækjaskuldabréf hljóta að ætla sér að eiga þau til lengri tíma – enda er mjög takmarkaður eftirmarkaður með slík bréf hérlendis. Aðra sögu er að segja af þeim sem kaupa stutta ríkisvixla – sem dæmi. Raunar er það svo að líftími erlendra aðila í íslenskum ríkisbréfum hafði farið úr því að vera tvö ár í fimm ár fyrir tilkomu innflæðishafta og í átta ár eftir tilkomu þeirra, líkt og sést á neðangreindri mynd. Þá bendir reynsla annarra landa á að innlendir fjárfestar geta verið rétt eins ókyrrir og erlendir – og þjóðerni er mjög ónákvæmur mælikvarði á þolinmæði.

Mynd 39: Lánstími erlendra aðila í íslenskum ríkisbréfum

Milljarðar króna (vinstri ás) og lánstími í árum (hægri ás)



Heimild: Lánamát

Hin íslensku innflæðishöft eru að fyrirmynd – eða að minnsta kosti svipar mjög til – innflæðishaftanna í Chile sem var beitt á árunum 1991 til 1998. Helsti munurinn felst í því að höftin í Chile voru breytileg eftir líftíma skuldabréfa og bindingin fór minnkandi eftir því sem líftími skuldabréfa hækkaði. Á Íslandi er aftur á móti enginn greinarmunur gerður þar á og má því segja að íslensku innflæðishöftin séu með stífari útfærslu innflæðishafta. Tveir af ráðgjöfum starfshópsins – þau Kristin Forbes og Sebastian Edwards – hafa áður fjallað töluvert um fjármagnshöftin í rannsóknum sínum. Raunar er Sebastian Edwards frá Chile og átti þátt í því að koma þeim á, á sínum tíma. Í skýrslum sínum fyrir starfshópinn draga þau saman helstu niðurstöður úr eigin og annarra rannsóknum á reynslu Chile af innflæðishöftunum með eftirfarandi hætti.

- Í fyrsta lagi benda rannsóknir til þess að innflæðishöftin hafi stuðlað að breyttri samsetningu fjármagns en ekki dregið úr fjármagnsinnflæði þegar til lengdar lét.
- Í öðru lagi voru fjárfestar fljótir að finna leiðir framhjá höftunum. Höftin tóku því stöðugum breytingum á meðan þau voru við lýði.
- Í þriðja lagi benda rannsóknir á að seðlabankinn í Chile hafi viðhaldið hærra vaxtastigi í skjóli innflæðishafta en hann hefði gert án tilkomu þeirra.
- Í fjórða lagi þá benda rannsóknir til þess að höftin í Chile hafi hækkað fjármögnunarkostnað minni og meðalstórra fyrirtækja vegna þess að höftin drógu úr framboði lánsfjármagns og takmörkuðu þar með aðgengi að lánsfé. Slíkt átti þó minna við um stærri fyrirtæki sem höfðu aðgang að

erlendu fjármagni. Í ljósi þessa er bent á að á meðan höftin voru við lýði þá hafi áhrifin komið niður á fjárfestingu og þar með verðmætasköpun í landinu.

Þau Sebastian Edwards og Kristin Forbes taka jafnframt undir þá skoðun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins að réttlæta hefði mátt tilkomu innflæðishafta tímabundið þegar höft voru losuð á útlæði fjármagns. Aftur á móti séu veik rök fyrir viðvarandi beitingu þeirra enda hafi innflæði erlends fjármagns ekki verið af þeirri stærðargráðu að það hefði vegið að fjármálastöðugleika og að slíkri hættu hefði mátt afstýra með annars konar þjóhagsvarúðartækjum. Þá leggja bæði Kristin Forbes og Sebastian Edwards til að bindiskyldan verði lækkuð úr 40% í 0%. Kristín Forbes nefnir aukinheldur þrjú skilyrði sem ávallt skal horfa til áður en innflæðishöftum er beitt,

1. Þegar **efnahagslegt ójafnvægi** hefur myndast, krónan sé of hátt verðlögð og ekki sé hægt að beita öðrum þjóðhagsvarúðartækjum til að sporna gegn slíku ójafnvægi.
2. Innflæðishöftum sé beitt sem **tímabundin aðgerð** ef töf er á að önnur stjórnþæki hafi áhrif.
3. Þegar innflæði fjármagns skapar **ógn við fjármálastöðugleika**.

Að mati starfshópsins ættu erlendar rannsóknir að færa heim sanninn um að innflæðishöftin fela í sér töluverðan þjóðhagslegan kostnað. Þá er einnig vert að taka undir þann skilning sem birtist í títtnefndri rammagrein 1 í síðustu Peningamálum um að innflæðishöftin séu þjóðhagsvarúðartæki. Hins vegar eru þetta ekki bestu tækin í verkfæraskúffunni. Eins og farið var yfir hér að framan geta fjármagnshöft verið mjög skæð fyrir smáa fjármagnsmarkaði þar sem þau stuðla að fákeppni með því að varna erlendum fjárfestum inngöngu. Það leiðir til þess að innlendir aðilar sitja einir að markaðinum sem kann að leiða til hærri vaxtaálags (e. credit spread). Á hinum þunna og smáa íslenska fjármagnsmarkaði verður að taka samkeppnismál alvarlega þar sem þrír viðskiptabankar og nokkrir stórir lífeyrissjóðir bera ægishjálms yfir verðmyndun. Sú staðreynd að ávöxtunarkrafa fyrirtækjabréfa hefur ekki lækkað í takt við vaxtalækkanir Seðlabankans er ekki tilviljun eða má skýra af einhverjum tæknilegum þáttum – hún er að öllum líkindum vegna þess að stórum kaupendahópi – það er erlendum fjárfestum – hefur verið torveldað að kaupa þessi bréf. Af sömu ástæðu hljóta höftin einnig að hækka grunnvexti á skuldabréfamarkaði og valda því þannig að vaxtakostnaður fyrirtækja og heimila hækkar. Það kann þó að vera ósk Seðlabankans að halda langtíma grunnvöxtum háum sem hluti af því draga úr eftirspurn. Staðreyndin er sú að höft á alþjóðaviðskiptum eru mjög klunnalegt verkfæri sem veldur skaða þegar því er beitt. Beiting hafta hlýtur að teljast síðasta úrræðið – eða hagstjórn til

þrautavara. Ekki verður heldur annað séð en að núverandi beiting innflæðishafta sé þvert á ráðleggingar sérfræðinga og að þeim sé fyrst og fremst beitt til að styrkja vaxtamiðlun peningastefnunnar.

Að þessu gefnu vill starfshópurinn því leggja áherslu á að innflæðishöft eru ekki peningastjórnntæki heldur þjóðhagsvarúðartæki til þess að tryggja fjármálastöðugleika. Ákvörðun um beitingu þeirra skal því vera hjá fjármálastöðugleikanefnd líkt og aðrar ákvarðanir um beitingu þjóðhagsvarúðartækja. Þó innflæðishöft verði áfram hluti af stjórnntækjum Seðlabankans þá er mikilvægt að ströng skilyrði gildi hvenær þeim er beitt.

Tillaga 7: Innflæðishöft skulu vera á forræði fjármálastöðugleikanefndar sem hluti af þjóðhagsvarúð og verði afnumin í skrefum. Þegar til framtíðar er litið gilda þröng skilyrði um hvenær þeim sé beitt.

4. Skilvirkara ákvörðunarferli

Styrkja þarf væntingastjórnun Seðlabankans

Möguleikar hvers seðlabanka til vaxtasetningar á lausafé á sínu eigin myntsvæði eru nokkuð óumdeildir. Í slangri fjármálamarkaða er þetta oft orðað svo að seðlabankar hafi algert vald yfir stutta endanum á tímarófi vaxta.³⁶ Áhrifin út vaxtarófið, til lengri vaxta, eru hins vegar mun óvissari. Þangað verður Seðlabanki Íslands samt að ná til þess að hafa áhrif þar sem ákvarðanir fólks um fasteignakaup og fyrirtækja um fjárfestingu ráðast af langtíma vöxtum. Peningamálastjórnun er því í eðli sínu væntingastjórnun og hefur því stundum verið kölluð „listgrein fremur en vísindi“. Það skiptir því ekki aðeins máli hvernig Seðlabankinn setur vexti dagsins í dag heldur hvað hann gefur til kynna um gerðir sínar í framtíðinni, og síðan hvort markaðurinn leggi trúnað á yfirlýsingar hans.

Meginkenningin um myndun langtímavaxta heitir væntingakenningin (e. expectation theory). Hún gerir ráð fyrir því að langtímavextir séu einfaldlega samsettir úr væntum skammtímavöxtum fram í tímann. Samkvæmt því ætti krafan á 10 ára skuldabréfi að endurspeгла væntan feril skammtímavaxta (til dæmis eins árs vaxta) yfir 10 ára tímabil. Samkvæmt því ætti að vera hægt að líta á vaxtarófið sem vaxtaspa fjármálamarkaðarins um skammtímavexti Seðlabankans fram í tímann.

36 Millibankavextir geta að vísu vikið frá stýrivöxtum vegna ofgnóttar eða skorts á lausafé, líkt og gerðist í upphafi fjármálakreppunnar haustið 2007 beggja vegna Atlantsála þegar millibankavextir skutust upp 100 punkta eða meira fyrir ofan stýrivexti. En sá mikilvægi munur er á þessum tveimur lánaformum að veðbundin viðskipti standa að baki stýrivöxtunum en engin veð eru gefin á millibankamarkaði. Millibankavextir endurspeгла því traust á milli fjármálastofnana, og miklar hækkningar á þeim umfram stýrivexti eru skýr og aðkallandi hættumerki, líkt og sannaðist haustið 2007, og í kjölfarið gripu seðlabankar hins vestræna heims til gríðarlega umfangsmikilla aðgerða til þess að dæla lausafé inn á fjármálamarkaðinn.

Það eru þó fleiri kenningar, eða öllu heldur reynslusannindi, um miðlun peningastefnunnar upp vaxtarófið. Hér ber helst að nefna kenninguna um aðskilda markaði (e. segmented markets theory) sem lítur á skammtímaskuldabréf og langtímaskuldabréf sem tvo aðskilda eignaflokka með óbeinum tengslum og takmarkaðri staðkvæmd fyrir fjárfesta. Löng og stutt skuldabréf eru einfaldlega ekki sama varan samkvæmt þessari kenningu. Það eru ekki sömu kaupendahópar sem sækja í löng skuldabréf og þau stuttu. Sama á við um framboðið. Opinberir aðilar fjármagna sig yfirleitt með löngum útgáfum, þannig mun hallarekstur eða framkvæmdagleði ríkis og sveitarfélaga til að mynda auka framboð á löngum bréfum og hækka langtímakröfuna, hvað sem líður skammtímaxtasetningu Seðlabankans.

Samkvæmt kenningunni um aðskilda markaði er það harla torsótt verk fyrir Seðlabankann að ýta langtímaxvöxtum upp með sjö daga stýrivexti að vopni þar sem ýmsir sértækir framboðs- og eftirspurnarþættir standa í vegi fyrir honum. Þessir tálmar hafa heldur hækkað fremur en hitt með vaxandi alþjóðavæðingu á fjármálamörkuðum sem hafa leitt til samleitni í langtímaxvöxtum á milli landa. Svo má einnig segja að helstu seðlabankar heimsins hafi viðurkennt vanmátt stýrivaxta sinna hvað þetta varðar og hafa í auknum mæli gripið til þess ráðs að kaupa sjálfir löng skuldabréf til þess að lækka langtímaxvexti með magnbundinni íhlutun. Staða hinna smærri seðlabanka er aftur á móti mun verri líkt og er ágætlega lýst í grein eftir Má Guðmundsson, bankastjóra Seðlabanka Íslands, er ber titilinn Global Financial Integration And Central Bank Policies In Small, Open Economies.³⁷

Á Íslandi eru aðstæður einnig erfiðar fyrir vaxtamiðlun peningastefnunnar vegna þess að um 80% af íbúðalánum eru löng verðtryggð lán sem eru fjármögnuð af lífeyrissjóðakerfinu. Það skapar ákveðin vandamál fyrir vaxtaleiðnina þar sem mun erfiðara er að lyfta upp löngum verðtryggðum raunvöxtum en löngum nafnvöxtum, líkt og farið er yfir í rammagrein 10 hér að framan.³⁸

Það breytir því þó ekki að væntingastjórnun vaxta skiptir gríðarmiklu máli fyrir seðlabanka á verðbólguarkmiði þó ekki væri fyrir aðra sök en þá að sjálft millimarkmiðið, eða nafnverðsakkeri, þessarar peningastefnu byggir á vaxtareglum sem eru gjarnan kenndar við Taylor (sjá nánar í rammagrein 6).

Fljótt á litið virðist miðlun vaxtavæntinga vera mjög takmörkuð hérlendis. Í rannsókn sem Marías Halldór Gestsson hefur unnið fyrir starfshópin kemur t.d. fram að vaxtaleiðni út á verðtryggða rófið er lítil sem engin. Það er þó mögulega ósanngjarnt að nota langa vaxtamiðlun sem mælikvarða á vörpun vaxtavæntinga út á rófið í ljósi allra þeirra hindrana sem eru til staðar – og farið er yfir hér að framan.

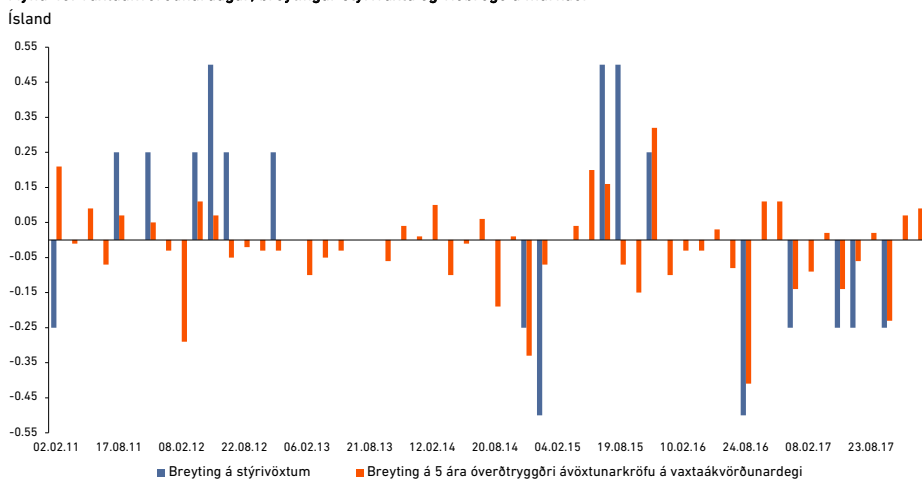
37 Sjá Már Guðmundsson (2017).

38 Sjá nánari umfjöllun í 4. kafla í bókarrinnar Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga eftir þau Ásgeir Jónsson, Sigurður Jóhannesson Valdimar Ármann, Brice Benaben og Stefaniu Perrucci.

Annar mælikvarði á vörpun vaxtavæntinga eru viðbrögð á skuldabréfamarkaði í kjölfar vaxtaákvörðunardaga Seðlabankans. En mikil viðbrögð á markaði fela það í sér að vaxtaákvörðunin – hver sem hún annars er – hefur komið á óvart og er í ósamræmi við þá vaxtavæntingamyndun sem hafði áður átt sér stað. Hér ber að hafa í huga að óbreyttir vextir fela einnig í sér ákvörðun er hefur upplýsingagildi.

Í kafla 1 hér að framan er fjallað um væntingarstjórnun Seðlabankans á árunum 2011-2017 og því til stuðnings var fjallað um neðangreinda mynd sem sýnir hreyfingu á vöxtum 5 ára óverðtryggðra skuldabréfa á vaxtaákvörðunardögum ásamt tilheyrandi stýrivaxtabreytingum frá árinu 2011.

Mynd 40: Vaxtaákvörðunardagar, breytingar stýrivaxta og viðbrögð á markaði

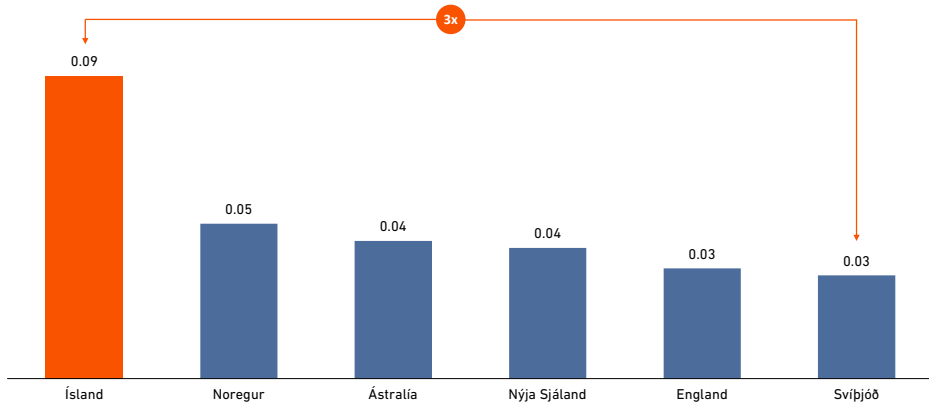


Heimild: Macrobond, Seðlabanki Íslands

Ef viðbrögð á skuldabréfamarkaði eru skoðuð hjá öðrum verðbólguþríkjum á vaxtaákvörðunardegi þá virðist sem væntingar séu meira í takti við vaxtaákvörðun og skilaboð viðkomandi seðlabanka hverju sinni. Þannig eru sveiflur á markaðskröfu á Íslandi á vaxtaákvörðunardegi allt að þrefalt meiri en í Svíþjóð og tvöfalt meiri en í Noregi líkt og sést á neðangreindri mynd (í viðauka 1 má sjá breytingar á markaðskröfu og stýrivöxtum á vaxtaákvörðunardegi í Noregi, Ástralíu, Nýja Sjálandi, Englandi og Svíþjóð). Ofangreindar niðurstöður benda til þess að styrkja þurfi betur væntingastjórnun, auka gagnsæi við vaxtaákvörðunir og gefa betri framtíðarleiðbeiningu um setningu vaxta.

Mynd 41: Viðbrögð á vaxtaákvörðunardegi

Breyting á 5 ára ávöxtunarkröfu viðkomandi ríkja á vaxtaákvörðunardegi, meðaltal tölugildis

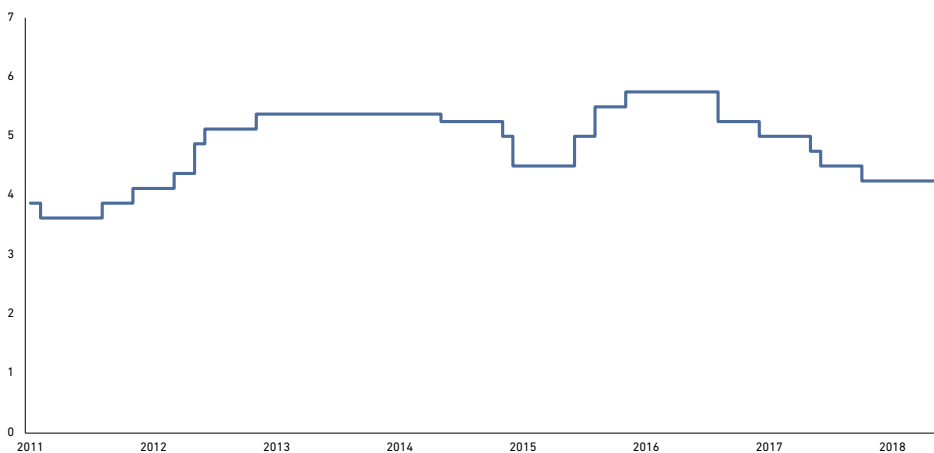


Heimild: Macrobond, Seðlabanki Íslands

Þessi mikli markaðsóróleiki á Íslandi kann að stafa af því að birt gögn peningastefnunefndar og/eða skýrslur og spár hagfræðideildar Seðlabankans gefa ekki nægjanlega skýrar vísbendingar um vaxtastefnuna framundan. Í þessu samhengi er mjög lýsandi að skoða þróun stýrivaxta frá árinu 2011 sem er dregin upp á mynd hér að neðan. Hér sést að þróun stýrivaxta á þessum tíma hefur verið tvítinda þar sem Seðlabankinn hóf að hækka vexti í upphafi árs 2011 – stoppaði síðan árið 2013 og byrjaði að lækka árið 2015 en sneri síðan við á miðju því ári og byrjaði að hækka. En hefur síðan verið í lækkunarfasa.

Mynd 42: Virkir stýrivextir Seðlabanka Íslands frá ársbyrjun 2011

(%)



Heimild: Seðlabanki Íslands

Þessir tvítindar í vaxtaferlinum stafa að einhverju leyti af óvæntri rás atburða á þessu tímabili – til að mynda að eftirspurn hægði óvænt á sér árið 2013 og að endursamið var um kjarasamninga í upphafi árs 2015 sem leiddi til mun meiri launahækkana en fyrri samningar höfðu gert ráð fyrir. Enn frekar hefur vöxtur ferðaþjónustunnar á öllu þessu tímabili verið mun meiri en væntingar stóðu til. Það er jafnframt ljóst að töluverð skekkja var í verðbólguþáttum hagfræðideildar bankans sem felast meðal annars í því að verðbólguáhrif kjarasamninganna 2015 voru ofmetin og áhrifin af hækkandi gengi vanmetin. (Sjá frekari umfjöllun um verðbólguþáttkekkjur Seðlabankans í rammagrein 7 hér að framan.) Samkvæmt rannsókn Þórarins G. Péturssonar aðalhogfræðings bankans frá mars 2018 hefur trúverðugleiki peningastefnunnar einnig verið meiri en búist var við og þar með geta hans til þess að binda verðbólguvæntingar við 2,5% markmiðið sem kann að hafa einnig valdið ofangreindri spáskekkju.

Svo virðist sem töluverðar kerfisbreytingar hafi átt sér stað í íslensku hagkerfi – þó enn eigi eftir að láta á reyna hve varanlegar þær eru. Þá hefur beiting þjóðhagsvarúðartækja og annarra stjórnartækja einnig hafa haft áhrif hérlendis. Það er erfitt að ná utan um slíkar breytingar í tölfræðilíkönunum – sem eðli málsins samkvæmt spá fyrir um framtíðina út frá gögnum fortíðar. Hagfræðideild Seðlabanka Íslands hefur frá upphafi verðbólguþáttkekkja lagt gríðarmikla áherslu á gagnsæi – og jafnframt að koma sinni afstöðu á framfæri sem henni ber. Til að mynda eru bæði líkan og talnagögn deildarinnar birt opinberlega á vefsíðu Seðlabankans. Í alþjóðlegu samhengi er þetta fámenn deild – eða um 20 einstaklingar – og það hlýtur vitaskuld að takmarka hvað hún kemst yfir. En samt sem áður er ekki hægt að kvarta yfir skorti á faglegum metnaði þar innandyra.

Umræða um matsforsendur og spár er hluti af framfylgd verðbólguþáttkekkjarsins – og þar ættu allir með kunnáttu í hagfræði og tölfræði að geta tekið þátt. Það er enda svo að óvissa markaðarins virðist ekki snúast að hagrannsóknunum sjálfum – heldur mun frekar því ferli sem liggur að baki þeim ákvörðunum sem eru teknar á grunni þeirra í peningastefnunefnd. Starfshópurinn átti formlega fundi með helstu markaðsaðilum á skuldabréfamarkaði í maí 2017 þar sem meðal annarra umræðuefna var gagnsæi og væntingarstjórnun peningastefnunefndar við vaxtaákvörðun. Þar kom fram ósk um betri framtíðar leiðsögn um vaxtaþróun. Að mati markaðsaðila gefa yfirlýsingar peningastefnunefndarinnar oftast einungis til kynna hvort peningalegt aðhald sé nóg á hverjum tíma. Í einstökum tilfellum hefur verið gefið til kynna að vöxtum verði breytt á komandi vaxtaákvörðunarfundum. Skýrasta dæmið um beina leiðsögn um komandi vaxtabreytingar var á fyrri hluta ársins 2015 eftir undirskrift mjög rausnarlegra kjarasamninga.

„Aukist verðbólga í framhaldi af kjarasamningum eins og spáð er mun peningastefnunefnd þurfa að hækka vexti enn frekar eigi verðbólguþáttkekkja að nást til lengri tíma litið.“

(Yfirlýsing peningastefnunefndar 19. ágúst 2015)

Markaðsaðilarnir sögðust horfa til þeirra vísbendinga sem væru gefnar í Peningamálum í svokölluðum fráviksdæmum, þar sem sviðsmyndir vaxta hafa verið gefnar upp. Hins vegar var ekki ljóst hvort og þá hversu mikið peningastefnunefndin sjálf horfði raunverulega til þessara sviðsmynda í ákvörðunum sínum – og þær gæfu þannig mjög takmarkaða leiðsögn. Þá nefndu markaðsaðilar að þeim virtist sem þær forsendur er peningastefnunefndin legði til grundvallar vaxtabreytingum væru breytilegar frá einum tíma til annars. Og að algjör óvissa ríkti um hvað sé jafnvægisraunvaxtastig bankans og hvað ráði frávikum frá því. Þá virðast ólíkir þættir hafa mismunandi áhrif á vaxtaákvörðun hverju sinni sem getur skapað rugling og óvissu. Eins var nefnt að þegar verðbólga og/eða verðbólguvæntingar eru verulega yfir markmiði virðast þær meginþráður í rökstuðningi fyrir vaxtaákvörðunum bankans. En á öðrum stundum þegar verðbólga og/eða verðbólguvæntingar eru undir markmiði virðast aðrar stærðir sem benda til „mikilla efnahagssumsvifa“ eins og hagvöxtur ráða mestu.

Hér verður vitaskuld að hafa í huga að það er ekki einn einstaklingur sem tekur vaxtaákvörðanir – heldur nefnd fimm einstaklinga sem kjósa eftir bestu vitund og samvisku. Og það er eðli lýðræðis að niðurstöður atkvæðagreiðslna eru aldrei gefnar fyrirfram. Aftur á móti ef litið er til birtra gagna peningastefnunefndar – einkum þó þeirrar yfirlýsingar sem birt er samdægurs vaxtaákvörðuninni – er ljóst að nefndin virðist ekki vilja gefa of nákvæmar upplýsingar um næstu skref. Þar sem venjulega er vísað til þess að nefndin muni bregðast við breytingum í ýmsum lykilstærðum eftir því sem þær koma fram. Þetta hefur vitaskuld sína kosti og galla. Óbundnar hendur fela það í sér að hægt er að bregðast skjótt við breytingum og leiðir það meðal annars til þess að þróun skammtíma raunvaxta sé nokkuð stöðug. Aukin skuldbinding í vaxtaákvörðunum minnkar aftur á móti þann sveigjanleika – og getur leitt til meiri sveiflna í þróun skammtíma raunvaxta. Aftur á móti er slík skuldbinding um leið ein forsenda þess að hægt sé að stjórna vaxtavæntingum fram í tímann. Hér er því um ákveðin fórnarskipti að ræða.

Í því sambandi er hægt að velta fyrir sér megin prófinu á vörpun vaxtavæntinga sem virkni sjálfrar Taylor reglunnar – eða kannski öllu heldur trúverðugleika verðbólgu markmiðsins. Eins og fjallað var um í rammagrein 6 eru Taylor reglur til í ýmsum útfærslum en kjarni þeirra allra er sá sami: Seðlabankinn skuldbindur sig til þess að svara hækkun verðbólgu umfram sett verðbólgu markmið með hækkun stýrivaxta. En ekki aðeins það. Virk Taylor regla skuldbindur Seðlabankann til þess að hækka stýrivexti meira en nemur hækkun verðbólgu umfram markmið eftir sérstökum hækkunarstuðli sem verður að vera stærri en einn. Þannig eiga raunvextir að hækka sjálfkrafa um leið og vænt verðbólga leitar upp fyrir markmið og því meira sem hún færir fjær markmiðinu. Samkvæmt rannsókn Þórarins G. Péturssonar frá mars síðastliðnum³⁹ hefur orðið framvindubrot hvað varðar

39 Sjá Þórarinn G. Pétursson (2018).

trúverðugleika verðból gumarkmiðsins eftir að formlegt vald í vaxtaákvörðunum var fært peningastefnunefnd. Nánar tiltekið átti framvindubrotið sér stað þegar ákveðið var að svara mjög miklum launahækkunum árið 2011 – sem komu fram í kjarasamningum þá um vorið – með stýrivaxtahækkunum þrátt fyrir að efnahagslífið væri þá enn í lægð. Það er einnig ljóst að með yfirlýsingum peningastefnunefndar á fyrri hluta ársins 2015 skuldbatt hún sig til þess að svara miklum launahækkunum í kjarasamningum er samþykktir voru í upphafi þess árs með vaxtahækkunum. Þetta dæmi sýnir enn fremur svart á hvítu hvernig seðlabankar geta náð stjórn á væntingum með því að skilyrða með skýrum hætti viðbrögð sín við þróun ákveðinna lykilstærða.

Raunar hefur verið litið á Taylor reglur almennt sem leið til þess að ekki aðeins skapa trúverðugleika heldur einnig til að miðla upplýsingum um stefnuviðbrögð seðlabanka áfram út í þjóðfélagið. Það var meðal annars hinn upphaflegi tilgangur hagstjórnarreglna sem kom fram í hinni frægu grein þeirra Finn E. Kydland og Edward Prescott frá árinu 1977 er bar titilinn *Rules rather than discretion*.⁴⁰ Að áliti þeirra var regla „ekkert annað en kerfisbundið ákvörðunarferli sem nýtur upplýsinga með samkvæmum og fyrirsjáanlegum hætti“ og aukin heldur væri það heppilegra í lýðræðisþjóðfélagi að reglurnar væru „auðskiljanlegar svo það væri augljóst hvenær hagstjórnaryfirvöld víkja frá þeim.“ Í sjálfu sér bregður Taylor reglunni oft fyrir í skrifum hagfræðideildar Seðlabankans en þá er það alltaf hin upphaflega regla sem John B. Taylor mat árið 1993 fyrir bandaríska seðlabankann.⁴¹ Sú regla er einnig notuð í QMM verðból guspálíkani deildarinnar sem birt er á vef Seðlabankans – væntanlega sem máti (e. benchmark).

Þessi frumgerð (e. prototype) Taylor reglunnar dugar vel til þess að færa heim sanninn um vaxtasvörun við spáðri verðbólgu en getur að öðru leyti ekki talist raunveruleg regla fyrir vaxtaákvörðanir fyrir lítið opið hagkerfi – þúsund sinnum minna en bandaríska hagkerfið – og það aldarfjórðungi síðar. Þá er það einnig svo að bandaríski seðlabankinn var á tvöföldu markmiði – með áherslu á bæði verðstöðugleika og atvinnustig þegar rannsókn Taylors var framin. Enda er það ljóst að peningastefnunefndin vinnur – vitaskuld – með mörg afbrigði Taylor reglunnar við sína ákvörðunartöku – og því ekki endilega ljóst að opinber notkun frumgerðarinnar geti talist mjög upplýsandi um ákvarðanir hennar til framtíðar.

Sebastian Edwards tekur notkun Taylor reglunnar til umfjöllunar í skýrslu sinni fyrir starfshópin og mælir eindregið með því að notkun hennar sé uppfærð. Það er að Seðlabankinn birti raunhæfa Taylor reglu sem getur talist nær því að geta upplýst markaðsaðila, heimili og fyrirtæki um raunverulega beitingu vaxta í kjölfar þess að ákveðnar lykilstærðir hreyfast í efnahagslífinu. Hann mælir til dæmis með því að breytur

40 Sjá Kydland og Prescott (1977).

41 Sjá Taylor (1993).

líkt og raungengisstig og vaxtamunur við útlönd séu teknar inn í hina opinberu Taylor reglu. Þannig væri til að mynda tekið betra tillit til ytri aðstæðna – svo sem þróunar viðskiptakjara eða peningastefnu á alþjóðavísu – sem hlytu að hafa töluverð áhrif á íslenska peningastefnu. Samhliða því þyrfti Seðlabankinn einnig að birta mat sitt á ákveðnum lykilstærðum – líkt og jafnvægisraungengi. Þetta ætti að auka gagnsæi peningastefnunnar og skapa mögulega betri samhæfingu við aðra arma hagstjórnarinnar. Vitaskuld má spyrja þeirrar spurningar hvaða gagni Taylor reglur geti raunverulega þjónað fyrir upplýsingamiðlun hagstjórnarinnar – fyrir utan að staðfesta vaxtasvörum Seðlabankans við spáðri verðbólgu.

Svo má segja að sú reglufesta eða væntingastjórnun sem Taylor reglum var ætlað að tryggja – að minnsta kosti fræðilega – hafi verið markaðssett á hinum síðari tímum sem hugtakið framtíðar leiðbeining vaxta (e. forward guidance). Miklar vinsældir þessarar aðferðafræði komu eiginlega til af illri nauðsyn þar sem stýrivextir margra seðlabanka voru komnir að núlli og það eina sem hefur verið eftir í stöðunni var að reyna „að tala niður“ langtímavexti. Framtíðarleiðbeining vaxta felur í sér að seðlabankinn gefur markaðsaðilum leiðbeiningu um vexti framtíðar að gefnum ákveðnum viðmiðum um þróun ákveðinna hagstærða í því skyni að hafa áhrif á langtímavexti. Þessari stefnumörkun er yfirleitt skipt í tvo flokka: Delfíska og Ódysseífsíska leiðbeiningu.

Delfísk leiðbeining er upprunin hjá seðlabanka Nýja Sjálands – líkt og svo margt annað er tengist verðbólgu markmiði – og hefur verið beitt þar neðra í um tvo áratugi. Hún snýst um að seðlabanki gefi fyrirheit um þróun skammtímavaxta háð því hvernig ákveðnar hagstærðir þróast. (En sem kunnugt er var fræg véfrétt í Delfi í Grikklandi hinu forna er gat sagt fólki fyrir um óorðna atburði en talaði ávallt í gátum.)

Ódysseífsísk leiðbeining er aðeins beitt þegar skammtímavextir eru komnir að núlli og felst í því að lofa að hækka ekki vexti um einhvern tiltekinn tíma – nema hagstærðir hreyfist með einhverjum fyrirfram gefnum hætti. Sú staða mun væntanlega ekki koma upp í fyrirsjáanlegri framtíð að íslenskir markaðir þurfi á slíkri leiðbeiningu að halda. (Ódysseifur var sem kunnugt er einn af herforingjum Grikkja í stríðinu gegn Tróju en þvældist um Miðjarðarhaf í árabíl þar til hann loks komst heim.)

Skýr skilaboð Seðlabankans um það hvernig hann bregst við almennum launhækkunum má ef til vill taka sem dæmi um delfíska leiðbeiningu – og ef svo er hefur hún heppnast vel eins og áður er um fjallað. Sá árangur ætti að vera hvati til þess að gefa íslenska markaðinum skýrari leiðbeiningu um viðbrögð í samhengi við aðrar efnahagsstærðir – líkt og þróun gengisins svo dæmi sé tekið.

Einn möguleiki til þess að bæta vaxtavæntingastjórnun Seðlabankans væri sú að hagfræðideild Seðlabankans myndi birta vaxtasþáferla sína sem liggja til grundvallar verðbólguþáspánni. Það

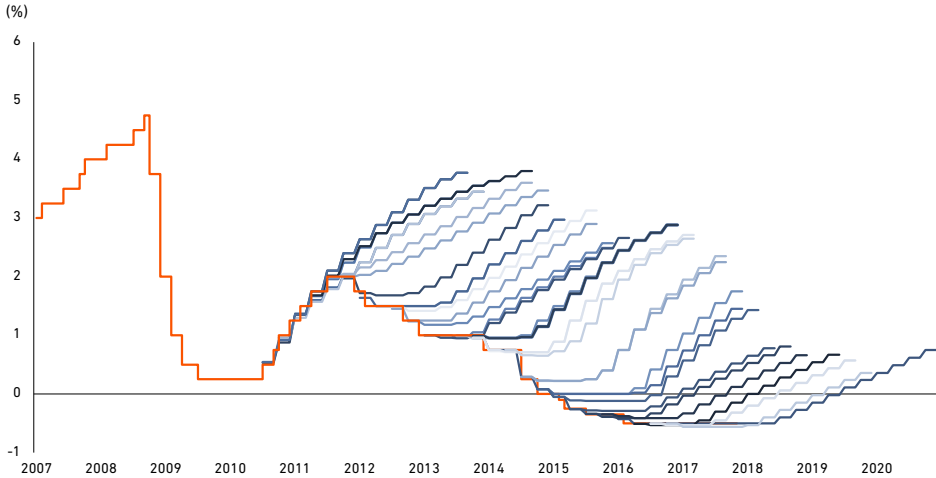
gerði deildin raunar á árunum 2007 og 2008. Flestir seðlabankar á verðbólgu markmiði útbúa innri stýrivaxtaspá sem þeir nýta til þess að spá fyrir um verðbólgu fram í tímann. Margir þeirra kjósa þó að birta verðbólgu spána án undirliggjandi stýrivaxtaspár. Nokkrir seðlabankar birta hins vegar spána. Það gera til dæmis seðlabankar Bandaríkjanna, Nýja Sjálands, Tékklands, Svíþjóðar, Ísraels og Noregs. Að áliti sumra frumkvöðla verðbólgu markmiðs líkt og Lars Svensson væri sú ákvörðun seðlabanka að birta ekki stýrivaxtaspáferla sína jafngild því „að fela mikilvægustu upplýsingarnar“.⁴² Birting stýrivaxtaspáferils gæti mögulega styrkt trúverðugleika verðbólgu markmiðsins með því að sýna vaxtasvörun Seðlabankans við verðbólgu fram í tímann – jafnframt því að geta stjórnað vaxtavæntingum markaðarins með ákveðnari hætti.

Þessi fræði eru þó ekki einhlít. Ef við gefum okkur að stýrivaxtaspáin yrði gerð af hagfræðideild Seðlabankans sem hluti af annarri spágerð þá er annar aðili – fjölskipuð peningastefnunefnd – sem tekur ákvörðun um vextina sjálfa. Hver meðlimur í téðri nefnd er þar á eigin forsendum og hyggjuviti – og er beinlínis ætlað að taka sjálfstæðar ákvarðanir með hliðsjón af spám Seðlabankans sjálfs. Stýrivaxtaspáin getur því alls ekki skuldbundið peningastefnunefndina.

Starfshópurinn fékk þá Fredrik NG Andersson og Lars Jonung til þess að skoða íslenska peningastefnu í norrænu samhengi en skýrsla þeirra ber titillinn *Lessons for Iceland from the monetary policy of Sweden*. Hinn sænski seðlabanki – Riksbank – hóf að birta stýrivaxtaspár árið 2007. Að mati þeirra Fredrik NG Andersson og Lars Jonung varð þessi birting til þess að torvela miðlun vaxtavæntinga. Stýrivaxtaspárnar hafi strax orðið miðpunktur almennrar umræðu um vaxtapólitík bankans – án þess að rétt tillit hafi verið tekið til óvissunnar að baki þeim né heldur að þær væru í raun ekki skuldbindandi fyrir peningastefnunefndina. Öllu verra var þó að einstakir meðlimir peningastefnunefndarinnar hinnar sænsku virtust heldur ekki átta sig á þessu og urðu „þrælar spánna og haglíkananna að baki þeirra“. Það kom síðan í ljós að veruleg skekkja myndaðist í stýrivaxtaspám bankans eftir árið 2012 – hægt er að orða það svo að spárnar hafi verið úti á túni (e. out of tune) þar sem spálíkanið lagði sífellt til vaxtahækkunar á sama tíma og stýrivextir voru ítrekað lækkaðir – eins og sjá má af mynd 43 hér að neðan.

42 Sjá Svensson (2007).

Mynd 43: Stýrivaxtaferill Seðlabanka Svíþjóðar og stýrivaxtaspár (%)



Heimild: Riksbank

Samt sem áður er það svo að flest það sem hefur verið ritað um birtingu stýrivaxtaspár – hjá þeim seðlabönkum er það gera – hefur verið jákvætt. Það hefur verið áréttað að það taki tíma fyrir markaðinn að læra að nota þessar nýju upplýsingar.⁴³ Og hinn sænski Riksbank birtir – sem dæmi – enn slíkar spár.

Upphaflega þegar verðbólguþröskur var tekið upp árið 2001 var það bankastjórn Seðlabankans – það eru hinir þrír skipuðu seðlabankastjórnar – sem tóku vaxtaákvörðanir. Það var í sjálfu sér framför þar sem kjörnir pólitískir fulltrúar höfðu áður í raun haft síðasta orðið um vaxtaákvörðanir. Hins vegar var gagnsæi vaxtaákvörðana lítið sem ekkert og engar fundargerðir birtar. Sérfræðingum í peningamálum – hvort sem þeir störfuðu á fjármálamarkaði eða annars staðar – var jafnframt meinað að mæta á upplýsingafundi bankans til þess að leggja fram spurningar við bankastjórn. Það torveldaði mjög miðlun vaxtavæntinga – svo ekki sé dýpra tekið í árinni. Það er því ljóst að sú breyting sem átti sér stað með nýjum seðlabankalögum árið 2009 – að fela peningastefnunefnd að taka vaxtaákvörðanir – var mikið framfaraspör. Á sama tíma er það ljóst að vaxtavæntingamiðlun nefndarinnar er líklega ekki eins og best verði á kosið. Það stafar bæði af skorti á gagnsæi sem og bersýnilegri tregðu nefndarinnar til þess að veita skýra leiðbeiningu til lengri tíma.

Starfshópurinn vill því í þessu ljósi leggja fram eftirfarandi tvær tillögur til úrbóta. Snýr sú hin fyrri að því að beina umræðunni um stýrivexti fram á veginn með því að heimila birtingu stýrivaxtaspár hagfræðideildar Seðlabankans. En hin sú seinni snýr að því að

43 Sjá Clinton, Hlédik, Holub, Laxton og Wang.

styrkja starf peningastefnunefndar samhliða því að gera auknar kröfur um gagnsæi. Verður nú hvor tillaga tekin fyrir sig.

Tillaga 8: Seðlabankinn skal birta stýrivaxtaspáferil í Peningamálum fjórum sinnum á ári. Þannig er unnt að styrkja markaðsvæntingar og auka gagnsæi í langtíma vaxtastefnu bankans.

Starfshópurinn gerir sér fulla grein fyrir þeirri áhættu er fylgir því að birta slíkan stýrivaxtaspáferil sem svo vel er lýst hjá þeim Fredrik og Lars hér að framan. Í því framhaldi verður að gera þær kröfur til meðlima peningastefnunefndar að þau verði ekki þrælur þessarar spár. Jafnframt að hagfræðideild Seðlabankans kynni spánna með skýrri áréttingu um að hún séu ekki bindandi fyrir peningastefnunefndina og sé háð mikilli óvissu. Það sem gæti unnist með þessari birtingu er eftirfarandi:

Í fyrsta lagi mun birting undirliggjandi stýrivaxtaspár gera markaðsaðilum auðveldara fyrir að endurgera spár hagfræðideildar Seðlabankans og nýta betur hið opinbera líkan bankans og þau gögn er liggja því að baki. Slíkt myndi jafnframt stuðla að vandaðri umræðu um matsforsendur sem og matið sjálft.

Í öðru lagi mun birting spárinnar færa umræðuna um stýrivexti í lengra samhengi í stað þess að umræðan sé fyrst og fremst um vaxtaákvörðunina sjálfa eins og hún er í dag.

Í þriðja lagi inniheldur stýrivaxtaspáferill mikilvægar upplýsingar um hvaða stýrivextir eru nauðsynlegir til að uppfylla verðbólguþolmið bankans. Því ekki að birta þær? Birting stýrivaxtaspáferils stuðlar að virkari upplýsingagjöf og eykur gagnsæi enn frekar.

Í fjórða lagi birta hinir tveir norrænu seðlabankar á verðbólguþolmiði – það er í Noregi og Svíþjóð – sína vaxtaspáferla með almennt séð góðum árangri. Hið skandinavíska gagnsæi ætti því einnig að eiga við hérlandis.

Þá er mikilvægt að áréttu að samfara þeim breytingum sem lagt er til á yfirstjórn Seðlabankans – í kjölfar þess að bankinn tekur einn ábyrgð á þjóðhagsvarúð – mun nýr aðstoðarseðlabankastjóri með áherslu á fjármálastöðugleika taka sæti í peningastefnunefnd. Það felur í sér að aðalhogfræðingur bankans mun hverfa úr nefndinni. Aðalhogfræðingur Seðlabankans ber faglega ábyrgð á verðbólguþolmiði og sú breyting að hann taki ekki lengur þátt í vaxtaákvörðuninni leiðir til þess að meiri fjarlægð skapast á milli spár hagfræðideildar og síðan peningastefnunefndar. Það er að mati starfshópsins mikilvæg forsenda þess að birta vaxtaspána.

Þá má minnast þess að Seðlabanki Íslands birti eigin stýrivaxtaspá í Peningamálum frá árinu 2007 til ársins 2008, í rammagrein III-2 í Peningamálum 2007/3, þar sem farið er ítarlega yfir þann árangur sem hafði áunnist. Helstu niðurstöður sem þar eru dregnar fram eru eftirfarandi:

1. **Bætt væntingarstjórnun.** Væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta voru meira í samræmi við skilaboð Seðlabankans.
2. **Miðlun stýrivaxta yfir í aðra vexti styrktist.** Miðlun stýrivaxta yfir til langtímavaxta varð sterkari. Seðlabankinn hafði aukin áhrif á væntingar markaðsaðila um langtímavexti.
3. **Aukin umræða.** Umræðan á þeim tíma færðist frá því að vera um einstakar vaxtaákvörðanir yfir í aukna umræðu um langtímavaxtastefnu bankans.

Enn og aftur er það mikilvægt að Seðlabankinn og peningastefnunefnd tryggi almennan skilning á því að vaxtaspáferill er ekki skuldbinding af hálfu bankans um vaxtastig heldur einungis líklegur vaxtaferill að mati sérfræðinga Seðlabankans miðað við fyrrgreindar forsendur. Stýrivaxtaspáferill sýnir því framvindu stýrivaxta sem sérfræðingar Seðlabankans telja best til þess fallna að verðbólga verði við markmið á spátímanum. Peningastefnunefnd tekur að lokum ákvarðanir um stýrivextina eftir hafa lagt mat sitt á þær forsendur og upplýsingar sem eru lagðar fyrir nefndina.

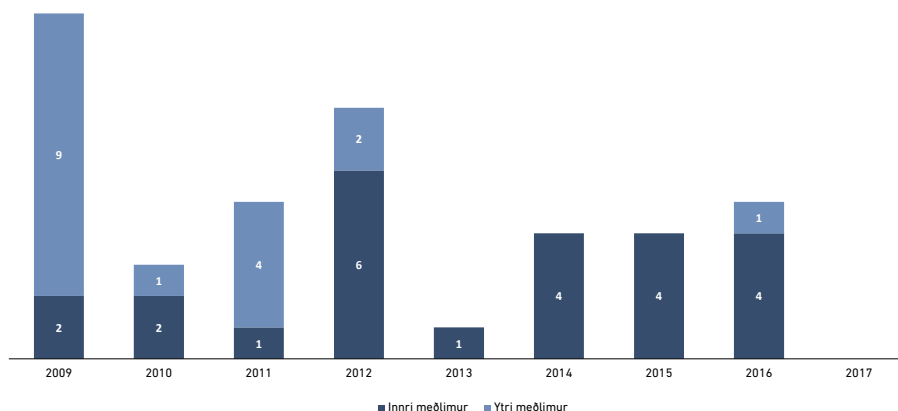
Styrkja starfsumgjörð peningastefnunefndar

Í þessu framhaldi er nauðsynlegt að styrkja betur starfsumgjörð peningastefnunefndar. Það fyrsta sem blasir við er að ytri meðlimir hafa fremur lítinn faglegan bakstuðning úr Seðlabankanum. Þar sem þau hafa ekki beinan aðgang að sérfræðingum Seðlabankans eða sinn eigin starfsmann til þess að aðstoða sig við greiningar, sannprófa eigin ályktanir eða leggja upp málin með nýjum forsendum. Þess í stað verða þau að reiða sig á það greiningarefni sem tekið er saman fyrir hvern vaxtaákvörðunarfund. Aukinheldur fá ytri meðlimir nefndarinnar fremur lítið greitt fyrir sín störf en þóknun þeirra hefur staðið í stað að nafnvirði frá árinu 2009. Á móti kemur að ytri meðlimir hafa fremur takmarkaðar starfsskyldur – sem felast í að sitja upplýsinga- og kynningarfundum með starfsfólki bankans dagana á undan vaxtaákvörðunum.

Þessi halla staða ytri peningastefnumeðlima gagnvart þeim sem eru innanbúðar í Seðlabankanum kann að vera skýringin á því að þau sjaldan kjósa á móti tillögu seðlabankastjóra á vaxtaákvörðunarfundum. Einkum er það áberandi síðastliðin ár, en frá árinu 2012 hafa ytri meðlimir einungis komið með 3 mótatkvæði á móti tillögu bankastjóra. Aðhaldið á móti tillögum seðlabankastjóra virðist fremur hafa komið frá innri meðlimum

nefndarinnar – það er starfsmönnum Seðlabankans – sem hafa allt í allt kosið 19 sinnum á móti tillögum bankastjóra frá árinu 2012. Auðvitað á enginn að vera á móti – mótmælanna vegna. En tilgangur með skipun ytri meðlima yfir höfuð er að veita Seðlabankanum ákveðið aðhald og leggja fram gagnstæðar skoðanir við álit sem kann að vera stofnanafest innan bankans.

Mynd 44: Fjöldi móttkvæða peningastefnunefndar hjá Seðlabanka Íslands
Flokkað eftir ytri og innri meðlimum



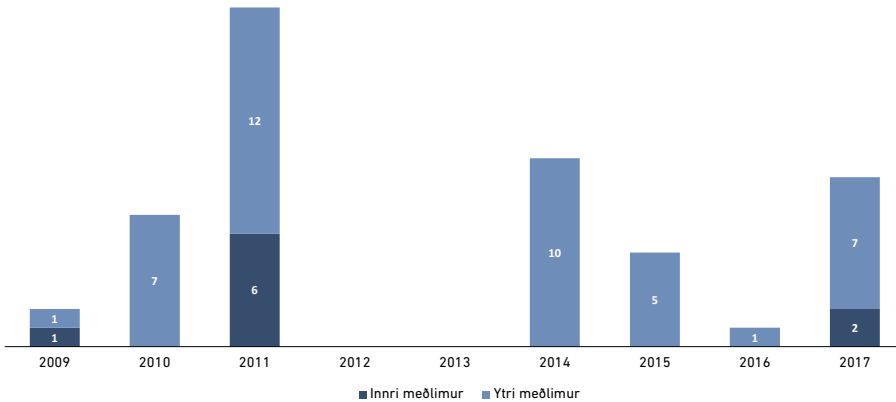
Heimild: Seðlabanki Íslands

Þá er það einnig staðreynd að ytri nefndarmenn í peningastefnunefnd færa ekki rök fyrir atkvæði sínu á opinberum vettvangi. Peningastefnunefnd gefur Alþingi skýrslu tvisvar á ári um störf sín og ræðir efni skýrslunnar fyrir þingnefnd. En þá er það fyrst og fremst seðlabankastjóri sem er í forsvari fyrir störf nefndarinnar og peningastefnunnar ásamt því að hann ber ábyrgð á henni opinberlega. Fundargerðir peningastefnunefndar eru birtar 14 dögum eftir vaxtaákvörðunarfund en í þeirri fundargerð er niðurstaða atkvæðagreiðslu birt, þó ekki niður á hvern nefndarmann. Það er ekki nema einu sinni á ári, í Ársskýrslu Seðlabankans, sem birt er yfirlit yfir það hvernig nefndarmenn verja atkvæði sínu.

Yfirleitt er það vaninn hjá seðlabönkum erlendis að ytri meðlimir fái úthlutað sérstökum starfskrafti til þess að geta unnið sjálfstæða greiningarvinnu. Það eru einnig fordæmi fyrir því erlendis að ytri meðlimir peningastefnunefndar taki virkari þátt í opinberri umræðu um peningastefnuna og greini frá sinni ákvörðun sem og mati á stöðu efnahagsmála hverju sinni. Englandsbanki er dæmi um slíkt en þar er peningastefnunefnd skipuð níu nefndarmönnum, þar af eru fjórir ytri nefndarmenn. Atkvæðagreiðsla hvers nefndarmanns er birt opinberlega í fundargerðinni sem birtist á vaxtaákvörðunardegi. Meðlimir peningastefnunefndar í Englandsbanka taka allir virkan þátt í umræðu um peningastefnuna og færa rök fyrir sínu atkvæði eftir hverja vaxtaákvörðun ef óskað er eftir

Því. Þá fá ytri nefndarmenn að ráða eigin sérfræðing til að styðja við alla greiningarvinnu. Í Englandsbanka er algengara að mótatkvæði gegn tillögu seðlabankstjóra komi frá ytri meðlimum, líkt og sést á neðangreindri mynd.

Mynd 45: Fjöldi mótatkvæða peningastefnunefndar hjá Englandsbanka
Flokkað eftir ytri og innri meðlimum



Heimild: Englandsbanki

Eins og áður segir er gagnsæi og miðlun upplýsinga einkennismerki verðbólguarmarkmiðs sem peningastefnu – og allt sem tengist vaxtaákvörðun peningastefnunefndar hefur upplýsingagildi fyrir markaðsaðila, heimili og fyrirtæki. Í því sambandi er það jákvætt að rödd og skoðanir ytri meðlima fái einnig að heyrast – þannig að utanaðkomandi aðilar fái betri tilfinningu fyrir því um hvaða atriði er tekist á um í nefndinni – og hvaða þættir skipta máli hverju sinni. Í ljósi þessa vill starfshópurinn leggja fram neðangreinda tillögu að breytingum í umgjörð peningastefnunefndar.

Tillaga 9: Auka þarf ábyrgð og stuðning ytri meðlima í peningastefnunefnd. Auka skal gagnsæi við ákvörðunartöku með opinberri birtingu atkvæða nefndarmanna við vaxtaákvörðun. Nefndin hugi einnig betur að Delfískri langtímaleiðbeiningu vaxta.

Í þessari tillögu felast nokkrir hlutir:

- Í fyrsta lagi að atkvæðagreiðslur einstakra nefndarmanna skulu gerðar opinberar eftir hverja vaxtaákvörðun. Þannig er stuðlað að aukinni umræðu við hverja ákvörðun um vaxtastefnu Seðlabankans þar sem skoðanir mismunandi meðlima peningastefnunefndar koma fram opinberlega.

- Í öðru lagi að í stað þess að peningastefnunefnd gefi frá sér skýrslu til Alþingis tvisvar á ári þá sé það skylda að hver nefndarmaður skrifi eigin skýrslu tvisvar á ári um störf sín í peningastefnunefnd og færi rök fyrir sínum ákvörðunum. Nefndarmenn ræða innihald skýrslunnar fyrir þingnefndum.
- Í þriðja lagi samfara aukinni ábyrgð þarf að tryggja að ytri nefndarmenn fái nægan stuðning og að vinnuframlag þeirra verði aukið og launakjör í samræmi við vinnuframlag.
- Í fjórða lagi þarf að auka áherslu á að bakgrunnur nefndarmanna sé breiður til að koma í veg fyrir einsleitir skoðanir innan nefndarinnar og æskilegt er að einn nefndarmaður hið minnsta sé með reynslu úr atvinnulífínu.

Að lokum er nauðsynlegt að leggja áherslu á véfréttina í Delfí og langtímaleiðbeiningu vaxta. Starfshópurinn lítur svo á að peningastefnunefndin eigi sjálf að hafa svigrúm hvernig hún bregst við þeim væntingavandamálum sem að ofan er lýst og kunna að letja miðlun vaxta út á rófið.

	Núverandi fyrirkomulag	Tillaga að breyttu fyrirkomulagi	Hverju skila tillögurnar
Ytri meðlimir	<ul style="list-style-type: none"> • Engin krafa um reynslu úr atvinnulífínu. • Takmarkaðar starfsskyldur og lítil stuðningur. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ólíkur bakgrunnur nefndarmanna og a.m.k. einn með reynslu úr atvinnulífínu. • Aukið vinnuframlag og aukinn stuðningur. 	<ul style="list-style-type: none"> • Breiður bakgrunnur nefndarmanna kemur í veg fyrir einsleitir skoðanir innan nefndarinnar.
Atkvæðagreiðsla	<ul style="list-style-type: none"> • Fundargerð birt 14 dögum síðar, skipting atkvæðagreiðslna birt. • Einu sinni á ári er birt yfirlit yfir atkvæðagreiðslu nefndarmanna. 	<ul style="list-style-type: none"> • Yfirlýsing birt samdægurs og samhlíða er opinber atkvæðagreiðsla greind niður á hvern nefndarmann. 	<ul style="list-style-type: none"> • Aukið gagnsæi við ákvörðunartöku stuðlar að aukinni umræðu við hverja vaxtaákvörðun sem og vaxtastefnu Seðlabankans.
Rökstuðningur	<ul style="list-style-type: none"> • Seðlabankastjóri rökstyður vaxtaákvörðun. • Peningastefnunefnd gefur Alþingi skýrslu tvisvar á ári. • Fyrst og fremst er Seðlabankastjóri í forsvari fyrir störf nefndarinnar. 	<ul style="list-style-type: none"> • Aukin þátttaka nefndarmanna í opinberri umræðu við vaxtaákvörðun. • Tvisvar á ári gefa nefndarmenn skýrslu til Alþingis um störf sín. • Nefndarmenn ræða efni skýrslunnar fyrir þingnefndum. 	<ul style="list-style-type: none"> • Rödd og skoðanir ytri nefndarmanna fá einnig að heyrast. • Stuðlar að fjölbreyttari umræðu. • Utanaðkomandi aðilar fá betri tilfinningu fyrir því hvaða atriði er tekist á um og hvað ekki við vaxtaákvörðun.

Aukin fræðsla stuðlar að aukinni sátt um peningastefnuna

Eins og farið hefur verið yfir hér að framan, hefur allt myntfyrirkomulag sína kosti og galla og sínar leikreglur. Það skiptir þó ekki höfuðmáli hvaða fyrirkomulag er valið – heldur skiptir öllu máli að farið sé eftir þeim leikreglum sem hvert fyrirkomulag krefst á hverjum tíma. Á þessu hefur verið töluverður brestur hérlendis. Ástæða þess að Íslendingar hafa frá fullveldi yfirleitt búið við óstöðugleika og verðbólgu er ekki sú að þeir hafi ávallt valið sér ranga peningastefnu – eða hafi ekki enn fundið þá stefnu sem hentar þeim. Ástæðan er einkum sú að þeir hafa ekki fylgt þeim leikreglum sem hvert fyrirkomulag hefur krafist bæði hvað varðar beitingu hagstjórnartækja sem og viðhalds almenns efnahagslegs stöðugleika.

Það hefur orðið til þess að hver peningastefna sem hefur verið í gildi hefur molnað í sundur og þjóðin hefur búið við þrálátan óstöðugleika og þá hæstu vexti sem þekkjast hjá nokkru vestrænu ríki.

Framfylgd verðbólguarmiðs byggir að miklu leyti á gagnsæi og upplýsingagjöf frá Seðlabankanum – sú ábyrgð er eiginlega lögð á bankann að kenna almenningi leikreglur þessarar stefnu. Þessi áhersla á gagnsæi var nokkur nýlunda fyrir seðlabanka almennt – og raunar alveg öfug við þær áherslur sem höfðu lengi verið. Haft var eftir Montagu Norman, sem var bankastjóri Englandsbanka frá 1922 til 1944, að seðlabanki ætti: „Aldrei að útskýra, aldrei að afsaka“ gerðir sínar (e. „Never explain, never apologise“). Í samræmi við þetta reyndi hann að forðast öll samskipti við blaðamenn og vildi helst ekki þurfa að tilkynna vaxtaákvæðanir.

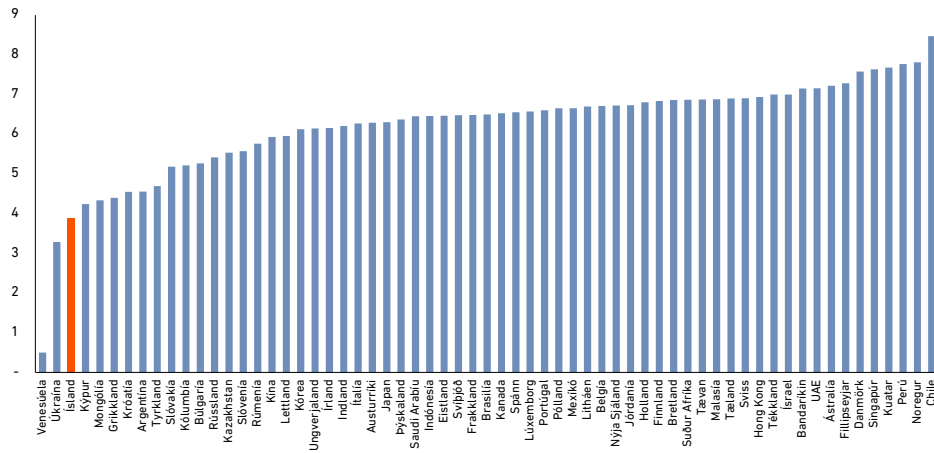
Þegar verðbólguarmið er annars vegar á gagnsæi að vera grundvöllur þess að seðlabanki sé metinn af verkum sínum og fagleg og sanngjörn umræða skapist um markmið og leiðir peningamálastefnunnar. Þannig á almenningur til að mynda að geta skilið þá valkvöl sem er á milli verðbólgu og atvinnuleysis og af hverju grípa þurfi til sársaukafullra aðgerða til þess að tryggja verðstöðugleika. Að sama skapi á seðlabanki að fá aðhald í því að standa við sitt þar sem töluverður kostnaður fylgir því að svíkja opinberar skuldbindingar. Þá er það einnig svo að áhrif peningamálastefnunnar felast að miklu leyti í stjórnun væntinga og þess vegna þarf seðlabanki að láta í ljós skoðun á þróun efnahagsmála ásamt því að gefa skýrt til kynna hvernig hann ætli að beita stjórnstækjum sínum. Það þýðir að seðlabanka er beinlínis ætlað að tala við þjóðina svo markmið hans náist.

Að mati starfshópsins hefur Seðlabanki Íslands ekki sinnt fræðsluhlutverki sínu nægjanlega vel, hvorki um peningastefnuna almennt né hlutverk Seðlabankans. Það skal að vísu viðurkennt að í mörgu hefur verið að snúast á undanförunum árum og bankinn hefur staðið í mjög erfiðri umræðu í tengslum við eftirmál hrunsins; sölu eigna, framfylgd fjármagnshaftanna og viðræður við þrotabú hinna föllnu banka svo eitthvað sé nefnt.

Á hverju ári birtir IMD viðskiptaháskólinn í Sviss úttekt á samkeppnishæfni ríkja. Einn liður í þeirri úttekt felst í því að stjórnendur fyrirtækja gefa mat á því hversu jákvæð áhrif seðlabanki og þá peningastefna í viðkomandi landi hafa á efnahagslífið. Spurningin er einföld: „Stefna Seðlabankans hefur jákvæð áhrif á efnahagslífið“ og stjórnendur gefa stig á skalanum 0-10. Niðurstaða þeirra úttektar vekur athygli fyrir Ísland en íslenskir stjórnendur virðast hafa mjög litla trú á störfum seðlabankans og gagnsemi peningastefnunnar fyrir efnahagslífið, aðeins stjórnendur í Venezuéla og Úkraínu hafa minni trú á gagni síns seðlabanka í hagstjórninni. Niðurstaða þessarar úttektar endurspeglar þá staðreynd að ekki er almenn sátt um peningastefnuna. Þá má velta því fyrir sér hvort Seðlabankinn gæti bætt ímynd sína með því að sinna betur fræðsluhlutverki sínu. Eins og hið fornkveðna segir: Oft var þörf en nú er nauðsyn.

Mynd 46: „Stefna Seðlabankans hefur jákvæð áhrif á efnahagslífið“

Hversu sammála á skalanum 0-10. Spurningar í stjórnendakönnun í samkeppnishæfniúttekt IMD fyrir árið 2018



Heimild: Viðskiptaráð Íslands

Mjög mikilvægt er að þeim árangri sé fylgt eftir sem náðst hefur við framfylgd verðbólguþróunar og einn þáttur í því er að skýra peningastefnuna fyrir almenningi og hvað þarf að gera til þess að tryggja áframhaldandi stöðugleika. Ljóst er verðstöðugleiki síðustu fjögurra til fimm ára hefur skilað gríðarlegum ábata til almennings með auknum kaupmætti – og mikilvægt er að það sé metið að verðleikum. Þá er einnig mikilvægt að það skapist betri sátt um stefnuna í þjóðfélaginu.

Ljóst er að samkvæmt tillögu tvö hér að ofan bætist við nýr aðstoðarseðlabankastjóri til þess að hjálpa til við markaðssetninguna – auk þess sem vel má hugsa sér að ytri meðlimir peningastefnunefndar taki einnig þátt í því að koma grundvallaratriðum peningastefnunnar til skila líkt og þekktist erlendis. Kannski ætti Seðlabankinn að ráða sérstakan almannatengsla fulltrúa?

Tillaga 10: Seðlabankinn skal stuðla að aukinni fræðslu um peningastefnuna og gildi verðbólguþróunar með þá stefnu að auka skilning almennings á þeim möguleikum og takmörkunum sem eru til staðar og stuðla að aukinni sátt um stefnuna.

Horfa skal til reynslu annarra seðlabanka í þessum efnunum. Sem dæmi heldur seðlabanki Nýja Sjálands úti fræðsluefni á vefsíðu sinni með myndböndum og öðru efni sem tengist peningastefnunni, hlutverki seðlabankans auk almennrar fræðslu á sviði fjármála. Þá býður seðlabankinn jafnframt upp á kennslustundir fyrir grunn- og framhaldsskóla, auk þess sem

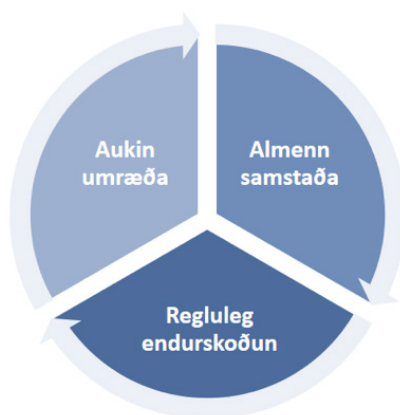
seðlabankinn er tíður gestafyrirlesari í háskólasamfélaginu. Hér eru margir möguleikar í boði.

Regluleg ytri endurskoðun er nauðsynleg

Núverandi endurskoðun er sú fyrsta sinnar tegundar hérlendis. Aldrei áður hafa ytri sérfræðingar tekið þátt í að endurskoða íslenska peningastefnu. Flestir erlendir seðlabankar láta þó framkvæma slíka endurskoðun með reglulegum hætti. Til að mynda hefur hinn sænski Riksbank ákveðið að slíkar ytri úttektir fari fram á 5 ára fresti. Hin fyrsta var framkvæmd árið 2006 af þeim Francesco Giavazzi and Frederic Mishkin og náði til árana 1995-2005. Sú hin næsta var árið 2010 og framkvæmd af þeim Charles Goodhart and Jean-Charles Rochet sem náði til árana 2005-2010 og sú hin síðasta var framkvæmd árið 2016 af þeim Marvin Goodfriend og Mervyn King. Slíkar úttektir snúa hins vegar nær alfarið að starfi viðkomandi seðlabanka og hafa því takmarkaðri fókus, en skýrsla þessa starfshóps sem var falið að kanna mun meiri grundvallaratriði í hagstjórn líkt og kemur fram í skipunarbréfi.

Regluleg endurskoðun á peningastefnunni veitir seðlabönkum faglegt aðhald og ætti að skapa holla umræðu um peningastefnuna almennt – ef ekki skapa almenna samstöðu um fyrirkomulag og framkvæmd peningastefnunnar. Jafnframt tryggir regluleg endurskoðun peningastefnunnar að kostir og gallar á fyrirkomulaginu hverju sinni séu metnir. Peningastefnan hlýtur að taka breytingum með tímanum samfara því sem hinni fræðilegu umræðu vindur fram og þjóðir heimsins reyna að læra af reynslunni.

Tillaga 11: Regluleg ytri endurskoðun skal fara fram á fimm ára fresti á peningastefnunni. Stuðlar slík endurskoðun að aukinni sátt og stuðningi við framkvæmd stefnunnar auk þess að veita Seðlabankanum faglegt aðhald.



Nauðsynlegur stuðningur frá hagstjórninni

Peningastefnan getur ekki ein og óstudd tryggt stöðugleika í efnahagslífinu – hvort sem miðað er við stöðugt gengi, stöðugt verðlag eða stöðuga atvinnu. Raunar er mjög mikið af þeim verkefnum sem almenningur telur að séu innan verkahringis peningastefnunnar það alls ekki – svo sem hvað varðar langtímaraunvexti, langtíma hagvöxt, lífskjör eða tekjuskiptingu. Peningastefnan getur tryggt verðstöðugleika – en aðeins þannig að aðrir ytri þættir vinni með henni.

Eins og farið var yfir hér að framan í umfjöllun fyrirkomulags myntmála á Íslandi frá fullveldi 1918 þá eru Íslandi ásköpuð ýmis sérkenni sem tengjast stærð þjóðarinnar, staðsetningu landsins og samsetningu útflutnings er gera peningastjórn erfiða. Hins vegar er það ótvíræð niðurstaða – ef litið er yfir farinn veg – að þetta séu þó ekki þeir þættir sem hafa einna helst valdið vandræðum í íslenskri hagstjórn. Helstu vandamálin eru stofnanaleg, pólitísk – eða kannski öllu heldur samfélagsleg: Þau snúast um ákvarðanatöku í ríkisfjármálum og gerð kjarasamninga og almenna þjóðfélagssátt. Hægt er að kalla þetta stofnanabresti – sem Íslandi er ekki áskapað og er hægt að breyta með góðum vilja.

Það er nokkuð sama hvaða kost Íslendingar velja sér í peningamálum, ef þessir stofnanabættir eru ekki í lagi mun hvert einasta fyrirkomulag springa með verðbólgu. Forsenda þess að unnt sé að tryggja verðstöðugleika til framtíðar er að hagstjórninni sé stýrt af ábyrgð og stuðningur við markmið peningastefnunnar sé bæði í orði og á borði frá stjórnvöldum og vinnumarkaði. Ef tryggja á hér verðstöðugleika til langs tíma þá þarf að fylgja eftir þeim leikreglum sem krafist er af verðbólgu markmiðinu. Í ljósi þessa vill starfshópurinn leggja fram tvær tillögur er miða að bættri umgjörð ríkisfjármála og samninga á vinnumarkaði.

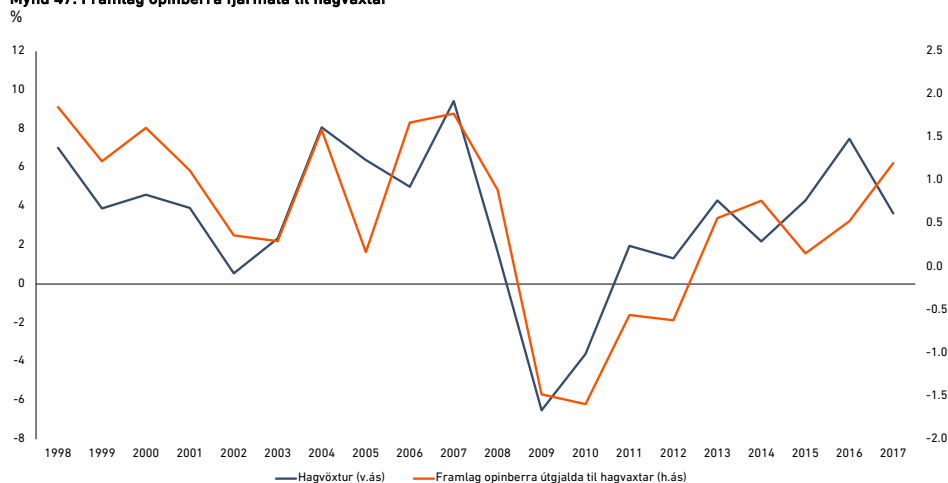
Tryggja þarf að fjármálastjórn styðji við peningamálastjórn

Rekstur hins opinbera hefur 42% vægi í landsframleiðslu. Það gefur því auga leið að

fjárlögin gegna mjög mikilvægu hlutverki í hagstjórn á Íslandi og hafa með útgjöldum sínum, skattheimtu og lántökum töluverð áhrif á hagvöxt, efnahagslegan stöðugleika og verðbólgu. Mikilvægt er því að fjármálastjórn hins opinbera styðji við peningamálastjórn landsins með því að jafna út hagsveiflur. Á uppgangstímum þurfa fjárlögin að vera með aðhaldi og síðan lausgyrt þegar til samdráttar kemur. Með því móti styðja opinber fjármál við peningamálastjórnina þannig að vextir þurfi ekki að hækka eins mikið í uppsveiflu og þeir gætu jafnframt lækkað meira í niðursveiflu – en ella væri mögulegt ef ríkisvaldið myndi vinna á móti peningastefnunni.

Á Íslandi hefur ríkisfjármálastefnan yfirleitt veitt peningastefnunni fremur litla hjálp – og raunar jafnvel unnið á móti henni á stundum. Ef til vill má orða það svo að aðalsmerki opinberra fjármála hafi verið *neytt á meðan á nefinu stendur* sem hefur falist í því að eyðslan hefur stjórnast af skatttekjum hverju sinni. Ef uppgangur er í efnahagslífinu og skatttekjur vaxa – hefur þeim jafnharðan verið veitt aftur út í hagkerfið í auknum útgjöldum. En ef það síðan slær í bakseglin – framleiðsla dregst saman og skatttekjur með er síðan brugðist við með aðhaldi í ríkisfjármálum. Sem dæmi á þensluárunum 2004-2007 lögðu opinber útgjöld töluvert til hagvaxtar, á sama tíma voru neyslu- og tekjuskattar lækkaðir. Þó fjármálastefnan á þeim árum hafi tryggt að opinberar skuldir ríkisins héldust innan hæfilegra marka þá studdi hún á engan hátt við peningastefnuna.

Mynd 47: Framlag opinberra fjármála til hagvaxtar



Heimild: Hagstofa Íslands, útreikningar starfshóps

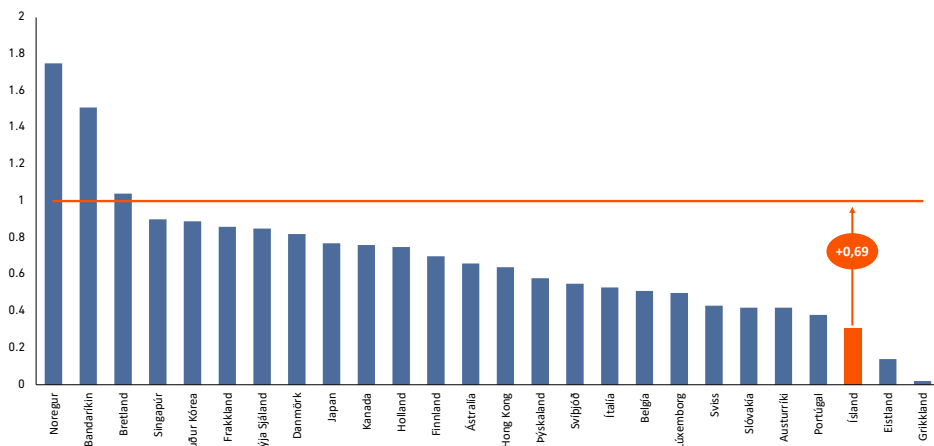
Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn lagði mat á árangur hins opinbera við beitingu fjármálastjórnar til sveiflujöfnunar árið 2014¹. Niðurstöður leiða í ljós að fjármálastjórn á Íslandi skoraði einna lakast meðal iðnríkja, en aðeins Eistland og Grikkland skora lægra. Athygli vekur

1 Sjá International Monetary Fund (2015).

að öll Norðurlöndin standa sig betur í þessum efnun. Ljóst er að stuðning hins opinbera við íslenska peningamálastefnu hefur sannanlega vantað í marga áratugi.

Mynd 48: Sveiflujöfnun hins opinbera

- Stuðull m.v. mat árið 2013, því hærrí sem stuðullinn er því meira hagsveiflujafnandi er fjármálastefna hins opinbera



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, SA

Aukin áhersla á bættu fjármálastjórn

Í kjölfar fjármálakreppunnar hafa mörg ríki glímt við talsverðan hallarekstur og háar skuldir. Í því framhaldi hefur verið lögð áhersla á bættu umgjörð um opinber fjármál, meðal annars með því að lögfasta fjármálareglur til þess að ná fram auknum aga og bættri fjármálastjórn hins opinbera. Hefur það meðal annars verið gert að hvatningu Efnahags- og framfarastofnunar Evrópu (OECD), Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins. Nokkrar tilraunir hafa verið gerðar á Íslandi til að innleiða fjármálareglur í gegnum fjárlög. Þær tilraunir hafa mistekist og eftirfylgnin verið lítil sem engin. Á árinu 2015 voru hins vegar mikilvæg skref stigin þegar ný lög um opinber fjármál voru samþykkt á Alþingi.²

Ljóst er að markmið laganna er að stuðla að ábyrgri og agaðri hagstjórn. Á vef fjármála- og efnahagsráðuneytisins stendur eftirfarandi:

„Lög um opinber fjármál tóku gildi 1. janúar 2016. Markmið laganna er að stuðla að góðri hagstjórn og styrkri og ábyrgri stjórn opinberra fjármála þ.e. fjármála ríkisins og fjármála sveitarfélaga.[...] Með lögnum er lögð áhersla á langtímahugsun, stöðugleika, aga við framkvæmd fjárlaga og bætt reikningsskil. Með þeim er sett umgjörð um opinber fjármál og sköpuð skilyrði fyrir samþættingu markmiða í efnahagsmálum og fjármálum

2 Sjá Lög um opinber fjármál nr. 123/2015.

hins opinbera bæði ríkis og sveitarfélaga. Grunnstoðir laganna eru þrjár: Fjármálastefna, fjármálaáætlun og fjárlög. Við stefnumörkun í opinberum fjármálum skal ávallt hafa eftirfarandi grunngildi að leiðarljósi: Sjálfbærni, varfærni, stöðugleika, festu og gagnsæi.“ Í núverandi lögum þurfa stjórnvöld að uppfylla þrjár megin fjármálareglur sem ná bæði til afkomu og skulda hins opinbera:

1. **Afkomuregla**, sem kveður á um að heildarjöfnuður hins opinbera yfir fimm ára tímabil skuli ávallt vera jákvæður og að árlegur halli á heildarjöfnuði verði aldrei meiri en 2,5% af VLF.
2. **Skuldaregla**, sem kveður á um að heildarskuldir hins opinbera, að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádregnum sjóðum og bankainnistæðum, verði lægri en 30% af VLF.
3. **Skuldalækkunarregla**, sem kveður á um að skuldir skuli lækka um a.m.k. 5% af því sem ber í milli heildarskulda og skuldahámarks (samanber skuldareglu) að meðaltali árlega á hverju þriggja ára tímabili.

Þá ber nýkjörinni ríkisstjórn að leggja fram fjármálastefnu til næstu fimm ára þar sem tryggt er að fjármálareglur séu uppfylltar. Jafnframt leggur ríkisstjórnin árlega fram fjármálaáætlun sem byggir á fjármálastefnunni og er þar lögð fram ítarleg útfærsla á markmiðum um tekjur og gjöld hins opinbera sem rúmast innan stefnunnar.

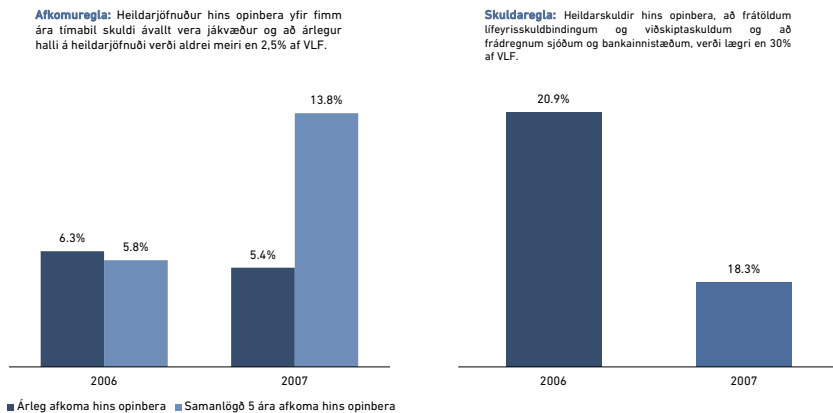
Samfara því sem ný lög um opinber fjármál voru samþykkt var stofnað hið svokallaða fjármálaráð. Hlutverk fjármálaráðs er að tryggja að fram fari hlutlægt mat á stefnumörkun í opinberum fjármálum. Ráðið er sjálfstætt í sínum störfum og leggur mat á bæði fjármálastefnuna til fimm ára og fjármálaáætlunar, er matið birt opinberlega á vef Alþingis.

Fjármálareglur eru algengar meðal iðnríkja og er þá einkum horft til afkomu-, skulda- eða útgjaldareglu og oftast nær eru reglurnar fleiri en ein. Af þeim iðnríkjum sem styðjast við afkomureglu þá er mun algengara að horft sé til hagsveifluleiðréttrar afkomureglu, eða 28 iðnríki af 36 styðjast við slíka reglu samkvæmt úttekt Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Enda eðli máls samkvæmt tryggir einföld afkomuregla - eða óhagsveifluleiðrétt afkomuregla - ekki endilega það aðhald sem til þarf þegar hagkerfið er í örum vexti, líkt og farið er yfir hér að neðan.

Afkomuregla tryggir ekki nægan stuðning við peningastefnuna

Meingalli á núgildandi fjármálareglum er að íslensk stjórnvöld hafa kosið að horfa fremur til einfaldrar afkomureglu en afkomureglu sem leiðréttir fyrir áhrifum hagsveiflunnar. Má því segja að núverandi afkomuregla veiti í raun lítið sem ekkert aðhald á uppgangstímum, enda auðvelt að framfylgja reglunni þegar skattstofnar standa í blóma og afkoman er jákvæð. Hér má nefna að á árunum 2004–2007 var afgangur á opinberum rekstri. Og ekki aðeins það. Íslensk stjórnvöld uppfylltu núgildandi fjármálareglur á árunum 2006–2007; samanlögð afkoma á þessum árum var jákvæð, á sama tíma voru skuldir verulega undir skuldaviðmiðum. Á sama tíma þá var fjármálastefnan þensluhvetjandi og ýtti undir efnahagslegt ójafnvægi líkt og farið var yfir hér að framan. Einn mikilvægur lærdómur þensluáranna í aðdraganda fjármálakreppunnar er því sá að afkoma hins opinbera er ekki fullnægjandi mælikvarði á aðhaldsstig. Jafnframt að einföld afkomuregla dugar ekki til þess að tryggja að opinber rekstur stuðli að sveiflujöfnun – til þess að það gerist þarf að leiðrétta afkomu ríkisins með tilliti til hagsveiflunnar.

Mynd 49: Á árunum 2006 og 2007 voru allar núgildandi fjármálareglur uppfylltar
Afkomuregla og skuldaregla



Heimild: SA

Samkvæmt lögum um opinber fjármál ber nýkjörinni ríkisstjórn landsins að móta fjármálastefnu til næstu fimm ára. Frá því lögin voru samþykkt á Alþingi og tóku gildi 1. janúar 2016 hafa þrjár fjármálastefnur verið samþykktar, engin fjármálastefna hefur því náð að gilda út kjörtímabilið. Á sama tíma eru stefnurnar þrjár allar keimlíkar og eru settar fram á sama tíma og framleiðsluspenna hefur farið vaxandi í hagkerfinu. Allar þrjár – samþykktar fjármálastefnur – eiga það sammerkt að vera gagnrýndar af hagfræðisamfélaginu fyrir það að tryggja ekki nægt aðhald á uppgangstímum. Hér má nefna að fjármálaráð hefur ítrekað fjallað um mikilvægi þess að horfa til hagsveifluleiðréttrar

afkomu, þ.e. meta afkomu hins opinbera og einangra fyrir áhrifum hagsveiflunnar á tekjur og gjöld, enda eðlilegur mælikvarði á aðhaldsstig opinberra fjármála hverju sinni.³ Óhætt er að segja að stjórnvöld hafa ekki brugðist við þeim tilmælum. Á hinum pólitíska vettvangi – frá stjórnarandstöðunni hverju sinni – hefur gagnrýnin komið úr hinni áttinni að of mikið aðhald sé til staðar og eyðslan eigi að vera meiri. Ber það merki um að notkun ríkisfjármála í hagstjórn hafi ekki enn fengið festu eða viðurkenningu í íslenskum stjórnámálum.

Vissulega er verið að setja Alþingi skorður með fjármálareglum sem ná bæði til afkomu og skuldsetningar hins opinbera. En slíkur agi er þó nauðsynlegur til þess að tryggja skilvirka hagstjórn, enda fylgir því gríðarlegur kostnaður fyrir almenning að ofhita hagkerfið og setja allan þunga hagstjórnarinnar á peningamálin. Núgildandi lög eru því skref í rétta átt en því miður ekki nægjanlega vel úfærð. Ljóst er að ganga þarf lengra og skuldbinda stjórnvöld til að uppfylla fjármálareglur sem tryggja ekki aðeins agaða fjármálastjórn heldur einnig fjármálastjórn sem jafni hagsveiflur og styðji við peningamálastjórn hverju sinni.

Álit fjármálaráðs á fjármálaáætlun 2018-2022 (febrúar 2017)

„Í ljósi grunnilda um varfærni og stöðugleika er mikilvægt að meta hver áhrif framlagðrar fjármálaáætlunar eru á aðhaldsstig. Án þess er ekki hægt að staðfesta að áætlunin sé í samræmi við þau grunnildi sem hún á að byggja á. Það væri því æskilegt að í fjármálaáætlun væri greining á því hvernig hún hefði áhrif á hagsveifluleiðréttan frumjðfnuð.“

„Útreikningar fjármálaráðs benda til þess að aðhaldsstig ríkissjóðs muni slakna stærstan hluta tímabilsins. [...] Þannig virðist sem stjórnvöld séu að stíga lausar á bensíngjöfina þegar þau ættu að vera að bremsa og að sú slökun í aðhaldi ríkisfjármála sem hefur átt sér stað á undanförunum árum muni halda áfram á tímabili áætlunarinnar. Það er óheppilegt að slakað sé á aðhaldsstigi ríkisfjármála þegar spenna hefur myndast í þjóðarbúskapnum líkt og nú um stundir. Það er sameiginlegt verkefni stjórnar opinberra fjármála og peningamálastefnu að vinna að stöðugleika í hagkerfinu. Slökun á aðhaldi ríkisfjármála mun því að öðru óbreyttu leiða til þess að meira álag verður á peningamálstefnunni að verja stöðugleika í þjóðarbúskapnum sem meðal annars endurspeglast í þörf á hærri vöxtum. Aðhaldssamari ríkisfjármálastefna myndi hins vegar draga úr verðbólguþrýstingi sem gerði peningamálastefnunni kleift að halda vöxtum lægri en ella.“

3 Sjá fjármálaráð (2017).

Hvað þarf til?

Sú hagspá sem liggur til grundvallar við mótun fjármálastefnunnar kemur frá Hagstofu Íslands. Fjármálaráð hefur gagnrýnt hvernig staðið er að þeirri spágerð miðað við notkun hennar við stefnumótun opinberra fjármála. En ráðið telur að ekki sé tekið nægjanlegt tillit til þeirra áhrifa sem stafa af fjármálastefnunni sjálfri – það er hvaða áhrif fjárlög hins opinbera hafa á efnahagsþróun. Né heldur sé horft til samspils við aðra arma hagstjórnarinnar, líkt og viðbrögðum Seðlabankans við slíkri fjármálastefnu. Samspilið sé í eina átt – það er frá spá til stefnu en ekki gert ráð fyrir endursvörum (e. feed back) frá stefnunni til spárinnar.

Mikilvægt er að stjórnvöld geti stuðst við líkön sem meta hagræn áhrif sinnar eigin stefnu, líkt og þekkt meðal margra nágrannaríkja. Mætti horfa sem dæmi til Bretlands í þeim eignum, en á árinu 2010 setti breska fjármálaráðuneytið á fót sjálfstæða einingu sem ber ábyrgð á allri spágerð fyrir ráðuneytið, metur efnahagsleg áhrif á allri stefnumörkun stjórnvalda hvort sem er í skattamálum eða í útgjöldum⁴ og gefur út álit hvort stjórnvöld séu að uppfylla öll skilyrði sem fjármálareglurnar segja til um.

Vandinn í dag við fjármálastjórn hins opinbera er fyrst og fremst fólgin í því að ekki er tryggt nægjanlegt aðhald á uppgangstímum sem er þó nauðsynlegt til að búa í haginn þegar illa gengur í hagkerfinu. Af þeim sökum þarf að útfæra núverandi afkomureglu til þess að tryggja raunverulega sveiflujöfnun. Hér ætti reynslan að veita áminningu: Ríkisfjármálin studdu ekki nægjanlega við peningastefnuna á síðasta þensluskeiði og þau gera það ekki heldur í dag. Að mati starfshópsins ætti ekki að vera flókið viðfangsefni að breyta afkomureglunni í samræmi við önnur iðnríki.

Fyrsta skrefið í átt að betri framfylgd ríkisfjármála er hins vegar að umræðan geti byggt á réttum forsendum. Til þess þarf betri spágerð og dýpri grunnvinnu við að meta áhrif ríkisfjármála á hagsveiflunna. Að mati starfshópsins er nauðsynlegt að setja upp greiningar- og spádeild í fjármála- og efnahagsráðuneytinu sem lið í því að efla sérfræðiþekkingu þar innanhúss. Í því samhengi mætti athuga hvort hagspádeild Hagstofu Íslands eigi betur heima í fjármálaráðuneytinu ásamt því að starf hennar yrði samþætt annarri vinnu við gerð fjárlaga.

Hvað er hagsveifluleiðrétt afkoma?

Með hagsveifluleiðréttingu á afkomu hins opinbera er reynt að leiðrétta fyrir áhrifum hagsveiflunnar á þróun tekna og gjalda hins opinbera. Með hagsveiflu er átt við frávík landsframleiðslunnar hverju sinni frá raunverulegri framleiðslugetu

4 Sjá Office for Budget Responsibility.

hagkerfisins sem samræmast góðu þjóðhagslegu jafnvægi. Í þessu efni er yfirleitt miðað við svokallaða framleiðsluspennu (e. output gap) sem metur landsframleiðsluna við framleiðslugetu. Þegar framleiðsluspenna er mikil fer efnahagslífið á yfirsnúning sem leiðir til þess að skatttekjur (beinar og óbeinar) hins opinbera geta risið mjög hátt – svo sem vegna hás atvinnustigs, mikils launaskriðs eða vaxtar í innlendri eftirspurn. Hið gagnstæða gerist síðan í framleiðslulaka; skatttekjur dragast saman þegar atvinnuleysi eykst, launahækkningar verða hægari og samdráttur myndast í innlendri eftirspurn.

Til að mögulegt sé að einangra áhrif hagsveiflunnar á þróun tekna og gjalda hins opinbera þarf einkum að leggja mat á þrjá þætti:

1. Meta þarf framleiðsluspennu hagkerfisins, þ.e. mismun framleiðslugetu og raunverulegrar landsframleiðslu.
2. Meta þarf teygnistuðla skattstofna hins opinbera.
3. Meta þarf teygnistuðla helstu útgjaldaliða hins opinbera.

Hagsveifluleiðrétt afkoma hins opinbera metur því aðhaldsstig opinberra fjármála í samhengi við þróun efnahagslífsins.

Vinumarkaðurinn

Áttundi og níundi áratugur voru sannkallaðir verðbólgutímar. Meðalverðbólga á báðum þessum áratugum var um 35% á ári líkt og fjallað er um hér að framan. Verðbólgan stafaði af víxlhækkun launa og verðlags – eða ef til vill öllu heldur víxlverkun launahækkana og gengisfellinga. Hægt er að orða það svo að verðbólguvæntingar landsmanna hafi misst fótfestu og fólk fór að reikna almennar verðlagshækkningar inn í allar sínar ákvarðanir. Þannig fara aðilar efnahagslífsins að hækka verð í sífellu án þess að sérstök ástæða sé fyrir hendi önnur en sú að allir hinir væru einnig að hækka sitt verð. Ísland verðbólguáranna var land þar sem allir höfðu gert sér væntingar um ákveðna verðbólgu og tóku ákvarðanir í samræmi við þær og sú staðreynd hélt verðbólgunni gangandi.

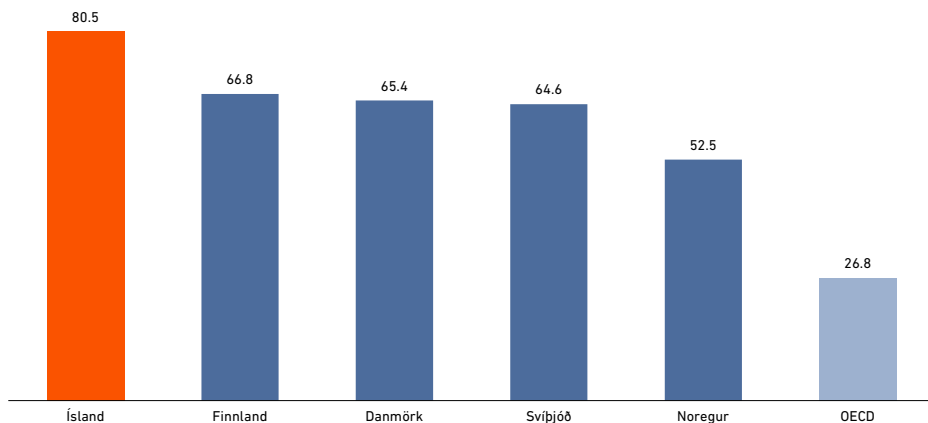
Þetta var aðdragandi hinnar svokölluðu þjóðarsáttar árið 1990. Forystumenn verkalyðshreyfingar og vinnuveitenda komu sér saman um leið út úr þeim ógöngum sem kjaramálin höfðu verið í svo árum og áratugum skipti. Grundvöllur þeirrar sáttar var að allar starfsstéttir skyldu fá sömu kauphækkningar og að verðbólguþátta yrðu lagðar til grundvallar kaupmáttarmarkmiðum. Þannig var skapaður grundvöllur fyrir fast gengi og lága verðbólgu í rúman áratug. Grundvöllur þessarar sáttar var að einmitt sú reynsla hafði skapast árin á undan að miklar nafnlaunahækkningar skiluðu litlum sem engum kaupmætti.

Gerðar hafa verið tilraunir á síðari árum til þess að skapa sambærilega sátt og stöðugleika á vinnumarkaði. Í janúar 2013 undirrituðu SA og ASÍ samkomulag um nýja sýn við samningagerð þar sem leitað var fyrirmynda til Norðurlanda. Tveimur árum síðar, eða í ársbyrjun 2015, varð það að samkomulagi á milli aðila vinnumarkaðarins og þáverandi ríkissáttasemjara að fá Steinar Holden prófessor við Hagfræðideild Oslóarháskóla til þess að vinna úttekt á núverandi vinnumarkaðslíkani og koma með tillögur að umbótum. Megin niðurstaða Holdens var eftirfarandi:

„Til að tryggja að laun hækki á hraða sem er sjálfbær væri gagnlegt fyrir Íslendinga að taka upp samningalíkan að norrænni fyrirmynd (e. wage leadership model) í líkingu við hið norska „frontfags“-líkan.“

Að mati Holdens er samningalíkan að norrænni fyrirmynd vænlegur möguleiki fyrir Ísland m.a. vegna þess hversu hátt hlutfall launafólks er í stéttarfélagum, en ríflega 80% launafólks er í stéttarfélagi til samanburðar við 27% að meðaltali í OECD. Janframt er mjög rík hefð fyrir ýmsu samráði við stjórnvöld við hagstjórn og velferðarmál.

Mynd 50: Hlutfall launamanna í stéttarfélagi
%



Heimild: OECD

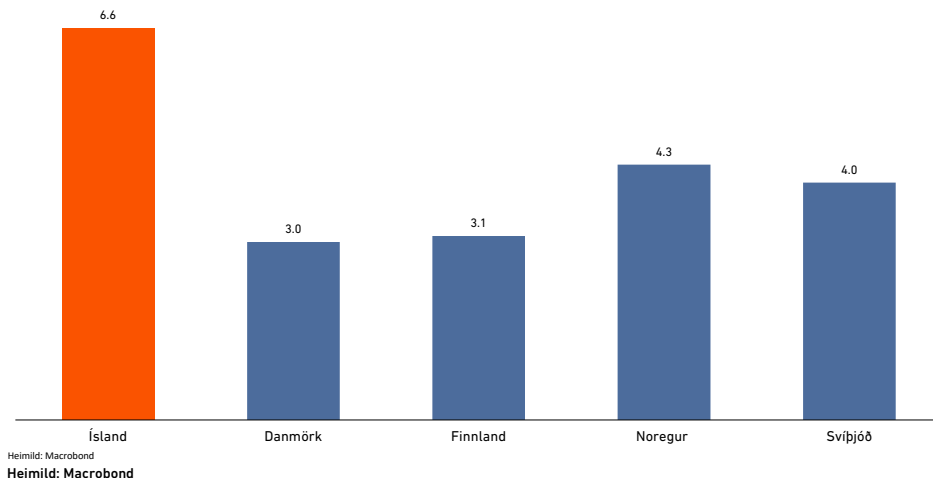
Norðurlöndin hafa löngum þótt til fyrirmynda á heimsvísu þar sem þeim hefur heppnast að tryggja almennan jöfnuð og velferð samhliða því að búa við frjálsa markaði og styrkan hagvöxt. Þar ytra hafa einnig svipaðar leiðir verið farnar við samningagerð og héraendis með gerð heildarkjarasamninga – en vinnulagið er samt frábrugðið í nokkrum mikilvægum atriðum. Í stuttu máli má segja að norræna samningalíkanið gangi út á að útflutningsiðnaðurinn gefi „merki“ um það svigrúm sem sé til staðar fyrir hækkun launa. Sú hækkun gengur yfir línuna – til annarra launþega. Mikilvægt er að taka fram að það er

ekki útflutningsgeirinn í heild sinni sem gefur merkið – aðeins iðnaðurinn. Og á þetta bæði við um þau iðnfyrirtæki sem flytja vörur á erlenda markaði og þau sem selja innanlands en í erlendri samkeppni.

Frá hagfræðilegum sjónarhóli er hægt að orða það svo að framleiðniþróun útflutningsgreina sé aflvaki launahækkana og hinn raunverulegi grundvöllur að bættum lífskjörum. Sá skilningur hefur jafnframt skapast á hinum almenna vinnumarkaði á Norðurlöndunum að nauðsyn sé að standa vörð um samkeppnisstöðu landsins til þess að tryggja atvinnu og kaupmátt. Að baki þessum skilningi liggur síðan nokkuð góð þjóðfélagsátt um launabil á milli stétta og skiptingu þjóðarkökunnar, svo sem hvernig þáttatekjur skiptast á milli vinnuafns, fjármagns og síðan eigenda framleiðslutækjanna. Jafnframt felur norræna líkanið í sér að gerð er sama framleiðnikrafa til allra atvinnugreina – það er að þær geti allar staðið undir sömu launahækkunum. Það síðan leiðir til þess að þær atvinnugreinar sem ekki geta tryggt sömu framleiðni hljóta að visna og deyja. Þetta hefur stundum verið orðað svo að hið norræna líkan sé velferðarkerfi fyrir almenning en ekki fyrirtæki. Stjórnvöld séu því ekki að reyna að styðja við þær atvinnugreinar sem standa höllum fæti með niðurgreiðslum eða reyna að verja þær fyrir erlendri samkeppni. Það er þó lyklatríði að slíkar breytingar séu með hægum en föstum stíganda í stað þess að samkeppnishæfnin komi og fari líkt og gerist í miklum raungengissveiflum sem svo algengar eru hérlendis.

Þrátt fyrir að Íslendingar hafi löngum talið sig vera Norðurlandþjóð og skipulag mála hérlendis dragi mjög dóm af því sem þekkist meðal frændþjóða okkar hefur ekki heppnast að tryggja sömu sátt og stöðugleika á vinnumarkaði hérlendis. Eins og myndin sýnir hér að neðan eru miklu meiri nafnlaunahækkningar hérlendis en þekkist þar ytra þrátt fyrir að langtímaþróun kaupmáttar sé mjög svipuð.

Mynd 51: Árleg launabreyting
%, meðaltal 1990-2016



Fyrir því kunna að vera ýmsar ástæður, svo sem skortur á trúverðuleika hagstjórnarinnar eða kannski öllu heldur vantrú á því að verðlag hér geti haldist stöðugt. Hins vegar hefur mikill verðstöðugleiki og mikil lækkun verðbólguvæntinga síðustu fimm ár ekki leitt til þess að kröfur um nafnlaunahækkningar hafa minnkað. Ef miðað er við raunhæfar forsendur um 1-2% framleiðnivöxt á ári geta nafnlaunahækkningar á bilinu 4-4,5% samræmt hinu 2,5% verðbólgu markmiði. Ef launavísitalan er notuð sem viðmið, þá hafa nafnlaun hækkað um 40% frá árinu 2014 eða um 8% á ári að meðaltali. Á sama tíma hefur verðbólga verið á hinu 2,5% verðbólgu markmiði eða jafnvel undir því. Þetta vekur upp ótta um að sigurinn gegn verðbólgunni hafi verið of auðveldur og stafi af hagstæðum viðskiptakjörum og jákvæðum „framboðsskelli“ í útflutningi landsins þar sem ferðaþjónustan er fyrir – líkt og fjallað er um hér að framan. En frá því verðbólgu markmiði var tekið upp á árinu 2001 hafa árlegar nafnlaunahækkningar verið ríflega 7% og verðbólga verið að meðaltali 5% á ári.

Til að unnt sé að taka upp nýtt samningalíkan að norrænni fyrirmynd þá þarf að huga að þremur skilyrðum:

Skilyrði 1:

Tryggja þarf sameiginlegan skilning aðila vinnumarkaðarins á mikilvægi þess að launaþróun sé sjálfbær, endurspeglir raunverulega verðmætasköpun og tryggi samkeppnisstöðu landsins.

Skilyrði 2:

Velja þarf hvaða útflutningsatvinnugreinar eiga að semja fyrst og gefa þannig „merkið“ fyrir launaþróun á öðrum sviðum vinnumarkaðar.

Skilyrði 3:

Tryggja þarf að „merkinu“ um launaþróun sé fylgt eftir á vinnumarkaði.

Í dag eru öll þrjú skilyrðin óuppfyllt. Ekki er sátt um þau úrlausnarefni sem eru framundan hjá aðilum vinnumarkaðarins né heldur ríkir almennur skilningur á mikilvægi þess að launaþróun sé sjálfbær. Þá hefur ekki tekist að sameinast um hvaða atvinnugreinar geti verið merkisgjafar. Og loks hefur ekki heppnast að tryggja framfylgd þeirrar launastefnu sem þó hefur verið samið um í almennum kjarasamningum, að hún hafi gengið yfir línuna. Heldur hafa ýmsir hópar siglt í kjölfar slíkra kjarasamninga og barið í gegn „launaleiðréttingar“ sem hafa verið mun meiri en samið hefur verið um fyrir almenna launþega. Þetta hefur gjarnan verið gert í krafti sterkrar verkfallsstöðu.

Hvað þarf að gera?

Mikill vöxtur nafnlauna umfram framleiðni er þó ekki nýtt fyrirbrigði hérlendis. Árið 1980 flutti Jónas Haralz, þá bankastjóri Landsbankans, erindi hjá Félagi viðskiptafræðinga og hagfræðinga um ástæður þess af hverju Ísland væri svona mikið verðbólguland. Hann taldi verðbólguna einkum stafa af deilum um skiptingu þjóðarkökunnar þar sem verðbólgan væri „eins konar gerðardómur í félagslegri togstreitu“. Jónas vísaði þannig til þess að markmið kjarasamninga hefði löngum verið það að viðhalda launabili á milli stétta. Og þar sem stéttirnar væru yfirleitt ekki sammála um hvað launabilið ætti að vera yrðu samningarnir að einhvers konar höfrungahlaupi þar sem hver skiptist á um að berja fram „launaleiðréttingar“. Afleiðing þessarar togstreitu birtist síðan með miklum nafnlaunahækkunum, langt umfram greiðslugetu atvinnulífsins sem hagkerfið hlaut að léttu sér með verðbólgu og lækkun raunlauna – oft eftir mikla lækkun gengisins.⁵ Ef Jónas Haralz hafði rétt fyrir sér er það stéttaspenna sem er hin upprunalega orsök verðbólgunnar – eða sú staðreynd að Íslendingar séu einfaldlega ekki sammála um hvert launabilið eigi að vera á milli hinna ýmsu þjóðfélagshópa. Þetta ósætti veldur gríðarlegum kostnaði fyrir Ísland og lýsir sér m.a. í mikilli verðbólgu, sveiflukenndu raungengi og háum vöxtum.

Það er án efa mjög viðurhlutamikið verkefni að ætla að koma á stéttasátt á Íslandi. Íslendingar hafa sterka réttlætiskennd – þó þeir séu ekki endilega alltaf sammála um hvað réttlætið feli í sér. Ljóst er þó að almenningur hér hefur mjög sterkar skoðanir á jöfnuði og þá einkum að tekjum sé jafnt skipt sem meðal annars endurspeglast í skattkerfinu. Þessi stefna endurspeglast meðal annars í því að launamunur á milli faglærðra og ófaglærðra er mjög lítill en samkvæmt tölum Hagstofunnar er munur á ráðstöfunartekjum eftir menntun hérlendis sá minnsti sem þekktist meðal annarra Evrópuríkja.⁶

5 Sjá Jónas H. Haralz (1981).

6 Sjá Hagstofa Íslands (2015).

Það eru að vísu takmörk fyrir því hvað er hægt að festa niður laun í frjálsum hagkerfi með miðstýrðum kjarasamningum. Hin íslenska launahugsun er hins vegar að verða fyrir sívaxandi þrýstingi að utan – frá hinum evrópska vinnumarkaði. Há laun ófaglærðra draga nú að sér vinnuafli í stríðum straumum frá A-Evrópu en starfasköpunin hefur samt sem áður verið svo ör að þessi þróun hefur ekki skapað sömu þjóðfélagsspennu og víða annars staðar – hvað sem síðar gerist.

Hins vegar eru mjög svipuð viðmið gagnvart velferð og jöfnuði einnig til staðar hjá hinum norrænu löndunum – og fyrst þeim heppnaðist að ná stéttasátt um ákveðið launabil ætti slíkt einnig að vera gerlegt hérlandis. Hvað varðar framkvæmdina sjálfa við gerð kjarasamninga stingur það einkum í augu hvað eftirfylgnin hefur verið slök – það er að ákveðnum hópum sem hafa staðið utan heildarkjarasamninga hefur síðan heppnast að þvinga fram mun hærri launahækkanir en hið „stóra“ samkomulag gerði ráð fyrir. Sérstaklega berast böndin að hinu opinbera hvað þetta snertir. Jafnvel má segja að hinn opinberi geiri hafi verið merkisgjafinn í kjarasamningum síðustu ára og þannig leitt áfram þær miklu launahækkanir sem nú hafi komið fram.

Starfshópurinn heimsótti bæði seðlabanka og fjármálaráðuneyti Norðurlanda haustið 2017 til þess að ræða framfylgd peningastefnunnar í hverju landi. Þegar talið barst að vinnumarkaðinum kom skýrt fram að mjög öflug eftirfylgni er til staðar með hinu norræna merkislíkani þannig að einstakir launþegahópar geta ekki brotið sér leið í gegnum það með því að heimta meira. Það virðist gerast með miklum þjóðfélagsþrýstingi en jafnframt með því að takmarka verkfallsrétt ákveðinna stétta sem hafa í raun kverkatak á þjóðfélaginu og jafnvel beita lögum ef svo ber undir. Starfshópurinn vill ekki mæla með neinum slíkum aðferðum fyrir Ísland. Ljóst er að aðeins er unnt að innleiða hér nýtt samningalíkan að norrænni fyrirmynd ef það ríkir traust á milli aðila – og þá jafnframt að ef aðilar hins almenna vinnumarkaðar skuldbinda sig til þess að fylgja ákveðinni launastefnu sem ætlað er að stuðla að stöðugleika, þá verða þau viðmið að gilda fyrir aðra launþegahópa. Norræna líkanið getur aldrei gengið upp fyrir Ísland nema með mjög góðri eftirfylgni.

Holden bendir á það í sinni skýrslu að erfitt sé að sjá í fljótu bragði hvaða útflutningsgreinar það eru sem ættu að gefa merkið. Þar sem stærstu útflutningsgreinarnar, ferðaþjónustan, sjávarútvegur og orkufyrirtæki, eru bundnar náttúruauðlindum og búa því við meiri sveiflur í verði aðfanga og afurða. Getur það því leitt til þess að merkið fyrir launahækkanir verði of lágt eða of hátt á ákveðnum tímum. Holden bendir hins vegar á að unnt væri að leysa slíkan vanda m.a. með því að horfa til ólíkra útflutningsgreina. Mögulega er ekki hægt að finna óskorða merkisgjafa fyrir Ísland – heldur þarf líklega áfram að treysta á heildarkjarasamninga.

Það er þó engum blöðum um það að fletta að stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika líkt og fjallað er um hér að framan. Langtíma framfylgd verðbólguþéttis getur aðeins gengið með þeim hætti að launaþróun taki mið af raunverulegri framleiðni og samkeppnisstöðu landsins. Að mati starfshópsins felur hið norræna launalíkan í sér mikla möguleika fyrir Ísland ef hægt væri að ná sátt um framfylgd þess.

Aðrir valkostir

Aðeins tveir kostir til staðar

Það er nú almennt viðurkennt að þjóðir hafi aðeins þrjá möguleika við val á fyrirkomulagi gengismála í samræmi við hinn svokallaða ómöguleika þríhyrning (e. impossibility triangle) sem fjallað var um í rammagrein 5 hér að framan. Þeir kostir eru í fyrsta lagi sjálfstæð peningastjórn við fljóttandi gengi með þeim sveiflum sem frjálsir fjármagnsflutningar kalla fram. Þetta er í líkingu við það sem var hérlendis árin 2001–2008. Í annan stað að fylgja sjálfstæðri peningamálastefnu með föstu eða stöðugu gengi með stuðningi fjármagnshafta sem var staðan á Íslandi frá árinu 1931 til ársins 1994 og aftur frá árinu 2008. Þriðji kosturinn felst í því að gefa sjálfstæða peningastefnu upp á bátinn með fastgengi sem sé niðurnjörvað með trúverðugum hætti. Það gæti gerst með formlegu myntbandalagi, einhliða upptöku annarrar myntar eða myntráði.

Þeirri skoðun hefur síðan vaxið fylgi á síðari árum að hin smærri lönd hafi í raun aðeins tvo kosti þar sem sjálfstæð peningastefna sé í raun ekki lengur í boði án fjármagnshafta vegna alþjóðavæðingar fjármagnsviðskipta. Þannig geta lítil myntsvæði aðeins valið á milli þess að gefa peningalegt sjálfstæði upp á bátinn og taka upp varanlegt fastgengi eða fylgja sinni eigin sjálfstæðu stefnu samhliða því að stýra fjármagnsjöfnuði, með beinum eða óbeinum hætti, með fjármagnshöftum eða þjóðhagsvarúð. Í raun og veru má tala um fullkomið frelsi í fjármagnsviðskiptum og sjálfstæði í peningámálum sem hið ósamrýmanlega par (e. the irreconcilable duo).¹

Ef sá kostur er valinn að hafa sjálfstæða peningastefnu er hún nær undantekningarlaust leidd undir merkjum verðbólguþröskulmíðs hjá vestrænum lýðræðisríkjum. Fyrir því eru ýmsar hagfræðilegar ástæður – sem raktar eru hér að framan – sem gjarnan eru tengdar við reglur og trúverðugleika. Það er þó ekki hið eina. Staðreyndin er einnig sú að verðbólguþröskulmíð leggur áherslu á gagnsæi og opinbera ábyrgð sem fellur mjög vel að leikreglum lýðræðissamfélags. Vafalítið mun þessi peningastefna halda áfram að þróast – en meginútlínurnar munu samt áfram verða hinar sömu. Stungið hefur verið upp á ýmsum afbrigðum við verðbólguþröskulmíð – svo sem að miða við nafnverð landsframleiðslu í stað

1 Sjá Rey (2018).

verðbólgu (e. nominal GDP targeting) sem fjallað er nánar um í rammagrein 13 hér á eftir. Hins vegar fylgja slíkum útfærslum ýmis tæknileg vandamál sem gera þær ómögulegar í reynd.

Hvað hitt valið varðar, að festa gengið en án þess að gefa þjóðarmyntina upp á bátinn, er jafnframt aðeins einn kostur til staðar: það er myntráð. Ástæðan er sú að einhliða gengisfesta eða sveigjanlegt fastgengi (e. unilateral soft peg) gengur ekki upp nema til skamms tíma. Nánar tiltekið er það þegar yfirvöld einhvers lands lýsa yfir fastgengi við einhvern annan gjaldmiðil, eða körfu gjaldmiðla, en eru ekki bundin af neinu öðru en yfirlýsingunni sjálfri. Hún gengur ekki upp á nútíma gjaldeyrismörkuðum þar sem stríður straumur fjármagns, annað hvort inn eða út úr landinu, mun ávallt á endanum kollvarpa gengisviðmiðinu með gjaldeyriskreppu. Staðreyndin er sú að enginn seðlabanki ræður fullkomlega við frjálstan gjaldeyrismarkað þegar kemur að því að tryggja eitt gengisstig í dag og annað á morgun. Þannig standa Íslendingar aðeins frammi fyrir tveimur kostum í myntmálum ef krónan á áfram að vera framtíðarmynt landsins – að halda áfram með verðbólgu markmið eða taka upp myntráð. Hér að framan hefur verið fjallað allitarlega um reynsluna af verðbólgu markmiði og jafnframt lagðar til ákveðnar umbætur á framkvæmd þess. Hér verður því fjallað um hinn kostinn sem er til umfjöllunar – að taka upp myntráð.

Fastgengi er tekið til umfjöllunar í þremur af þeim fjórum skýrslum sem unnar voru af erlendum ráðgjöfum fyrir starfshópinn. Það er þó með misítarlegum hætti. Hér má minnst þess að Íslendingar hafa töluverða reynslu af því að festa gengi krónunnar við einstakar myntir – líkt og breskt pund eða bandaríkjadollar – eða við vegið meðalgengi annarra mynta á tíunda áratugnum. Fjallað er um þá sögu fyrr í þessari skýrslu. Þær tilraunir eiga það sammerkt að geta flokkast undir veika bindingu (e. soft peg). Óþarfi er að rekja þá sögu hér og látið duga að benda á fjölda fræðigreina umfram þá umfjöllun sem finna má annars staðar í þessari skýrslu. Starfshópurinn leitaði jafnframt sérstaklega til Fredrik N. G. Andersson og Lars Jonung um að þeir greindu möguleika á upptöku myntráðs hér á landi ásamt því að reifa reynslu Norðurlandþjóðanna, einkum Svía, af stjórn peningamála og hvaða þættir í þeirri sögu gætu reynst lærdómsríkir fyrir Ísland.

Ekki hefur farið fram ítarleg umræða um kosti og galla þess að taka upp myntráð hér á landi, en þó má halda því fram að hluti þeirrar umræðu sem átt hefur sér stað um aðild að myntbandalagi Evrópusambandsins snúi jafnframt að myntráði. Umfjöllunin hér er tvískipt, fyrri hluti snýr að myntráðum almennt, en síðari hlutinn gerir grein fyrir niðurstöðum Andersson og Jonung ásamt því að fjallað er um rök annarra ráðgjafa nefndarinnar er lúta að spurningunni um fast gengi sem grunn að stefnu við stjórn peningamála á Íslandi. Að lokum er gerð grein fyrir niðurstöðum nefndarinnar.

Rammagrein 13

Kostir og gallar þess að nota landsframleiðslu á nafnvirði sem markmið

Ein af hugmyndunum sem komið hafa fram um nýja nálgun í peningastefnu er sú að seðlabankar noti landsframleiðslu á nafnvirði sem markmið í stað verðbólgu (e. Nominal GDP targeting). Helsti kostur þessarar efnahagsstærðar er sá að hún rúmar bæði verðbólgu og framleiðslu. Það er landsframleiðsla á nafnvirði getur bæði hækkað vegna verðbólgu eða raunverulegs hagvaxtar. Með því að nota þessa stærð sem viðmið eða markmið er því verið að horfa til verðbólgu og atvinnu samtímis sem getur falið í sér mjög góða sveiflujöfnunareiginleika.

Íhugum til að mynda aðstæður þar sem hagkerfi verður fyrir neikvæðum framboðshnykk (e. negative supply shock). Slíkur hnykkur gæti mögulega stafað af hærra olíuverði og myndi samtímis leiða til minni eftirspurnar og hærri verðbólgu. Til að bregðast við þessum hnykk gæti seðlabankinn hækkað vexti og þar með náð stjórn á verðbólgunni, en slík viðbrögð myndu jafnframt dýpka efnahagslægdina. Ef seðlabankinn lækkar hins vegar vexti, þá skapast sú hætta á að verðbólguvæntingar losni upp og verðhækkanir fari á skrið. Aftur á móti ef miðað er við landsframleiðslu á nafnvirði er hægt að fara bil beggja í peningastjórninni og horfa bæði til verðbólgu og framleiðslu.

Hins vegar felur þetta viðmið í sér galla. Þar ber fyrst að telja mælingarvanda. Það er tímatöf á mati á landsframleiðslu og einnig er töluverður mælingarvandi til staðar – sérstaklega til skemmri tíma. Seðlabankinn verður á hverjum tíma að meta beitingu peningastefnunnar út frá þeim gögnum sem eru til staðar til þess að ná markmiði sínu. Bankinn mun hins vegar aðeins seint og um síðir fá upplýsingar um hve langt frá markmiðinu hann raunverulega er. Sem getur leitt til þess að beiting hagstjórnartækjanna getur orðið annað hvort of eða van – eftir því sem síðar kemur í ljós. Þeir Hall og Mankiw (1994) útskýra þennan vanda með því að líkja peningastefnu við verðbólgu markmið við það að stýra bíl en það að miða við landsframleiðslu á nafnvirði sé eins og að stýra stóru skipi. Tiltölulega auðvelt sé að breyta um stefnu bílsins og jafnvel snúa honum við. Skipið er hins vegar mun seinna í svifum og á erfiðara með að breyta um stefnu. Í þriðja lagi, býður þessi hugmynd upp á þá hættu að seðlabankinn bregðist við breytingum á framleiðni með stýrivöxtum – svo sem ef bætt framleiðni leiðir til aukins hagvaxtar en þá er seðlabankinn neyddur til þess að hækka vexti. Clark (1994) stingur upp á tveimur lausnum við þeim vanda er fylgir landsframleiðslu markmiði. Í fyrsta lagi að seðlabankinn bregðist við töfðum gildum á fráviki vaxtar landsframleiðslu á nafnvirði frá markmiði sínu, eða í öðru lagi að bankinn bregðist við spám um landsframleiðslu. Þessar tvær aðferðir eru þó ekki gallalausar. Sé notast við tafðar mælingar hlýtur að verða töf á vaxtabreytingum. Sé notast við spár vaknar strax spurningin um hvaða spá skuli notast við. Ætti að notast við spá seðlabankans? Eða kannski frekar

einhvers konar vegna spá markaðsaðila? Sama hvaða spá er valin er ljóst að ávallt er hætta á spáskekkjum.

Á síðustu árum hefur þessi hugmynd um að nota landsframleiðslu á nafnvirði sem markmið nálega horfið úr umræðinni vegna ofantaldra galla. Séu ekki fundnar raunhæfar lausnir á þeim vandamálum, þá er erfitt að mæla með því að seðlabankar fylgi slíkri peningastefnu.

Hagfræði myntráða

Myntráð felur í sér gengisfestu og allt það sem sagt hefur verið hér að framan um fastgengi á við um þetta fyrirkomulag. Því er ætlað vera varanlegt, eða óbrotgjarnt, í þeim skilningi að sá möguleiki að gengið sé fellt eða lækkað á ekki að vera til staðar. Hægt er að vísu að deila um hve bindandi þetta fyrirkomulag er raunverulega. Staðreyndin er sú að þjóðir geta losað sig út úr myntráði með mun hægari hætti en frá myntbandalagi eða einhliða upptöku annars gjaldmiðils þar sem þjóðarmyntin er enn til staðar. Benda má á Argentínu sem land er tók upp myntráð en losaði sig út árið 2002 í kjölfar efnahagskreppu og lét myntina fljóta. Það er samt sem áður helsti kostur myntráðs að það á að fela í sér trúverðugt fastgengi og er í raun eina trúverðuga leiðin til þess að festa gengi þjóðarmyntar.

Trúverðugleiki myntráðs er ætlað að skapast með þeirri ráðstöfun að ákvörðun skammtíma vaxta er tekin úr höndum seðlabankans, eða annarra hagstjórnaryfirvalda, og látinn ráðast á frjálsum markaði. Fyrir lítil opin hagkerfi felur það í sér að þróun greiðslujafnaðar verður ráðandi hvað varðar vaxtamyndun. Nánar tiltekið mun innflæði á greiðslujöfnuði – svo sem vegna viðskiptaafgangs eða innflæði erlends fjármagns – koma fram sem aukning lausafjár í fjármálakerfinu sem lækkar vexti. Að sama skapi ef fjármagn byrjar að flæða úr hagkerfinu, vegna viðskiptahalla eða fjármagnsflóttu, munu vextir hækka þar til útflæðið stöðvast. Flæðið stöðvast vegna þess að háir vextir draga aftur inn erlent fjármagn eða utanríkisviðskiptin snúast í afgang vegna lækkunar heildareftirspurnar og minni innflutnings. Þar sem þetta gerist sjálfkrafa á markaði – án aðkomu yfirvalda og án þess að tekið sé tillit til þess sársauka sem hækkun vaxta veldur í efnahagslífinu – þá á aðlögunin að vera járnbent. Hagkerfið er aftur knúið í jafnvægi, jafnvel með verðhjöðnun, í stað þess að yfirvöld láti undan þeirri freistni að fella gengið.

Raunar er myntráð eiginlega önnur útgáfa af hinum gamla gullfót þar sem erlend kjölfestumynt kemur í stað hins dýra málm. Samkvæmt gulltryggingunni bar löndum að tryggja að útgefnir pappírseðlar hefðu fast virði í gulli. Með myntráði ber löndum að tryggja að gjaldmiðill þeirra hafi fast virði miðað við einhverja kjölfestumynt. Aðlögunarferli, eða leikreglur, þessa fyrirkomulags eru rétt hinar sömu. Þessi trygging varð að vera í samræmi við jafnvægi í utanríkisviðskiptum landsins eða við það sem kallast jafnvægisraungengi. Ef

raungengið síðan hækkaði vegna verðbólgu eða launahækkanna umfram framleiðni hlaut það að koma fram með viðskiptahalla. Þá samkvæmt bókinni átti sjálfvirkt aðlögunarferli að eiga sér stað. Viðskiptahalli leiddi til þess að gull- eða gjaldeyrisorði viðkomandi seðlabanka minnkaði. Þar sem allir útgefnir seðlar voru tryggðir hlaut það að leiða til þess að viðkomandi banki varð að draga seðla úr umferð til þess að geta staðið við trygginguna. Minna peningamagn hlaut síðan að leiða til hærri vaxta á fjármagnsmarkaði. Hærri vöxtum var síðan ætlað að slá á heildareftirspurn og lækka verðlag aftur til fyrra horfs – og þannig þrýsta raungenginu aftur niður í jafnvægi.

Það eru þó þrír hlutir sem skilja á milli hins gamla gullfótar og myntráðs sem nútíma fyrirkomulags við peningastjórnun.

Í fyrsta lagi gátu gengisfellingar átt sér stað innan gullfótarkerfisins í kjölfar þess að lönd afnámu gullinnlausn gjaldmiðla vegna einhverra stóratburða. Þegar óróinn hafði gengið yfir gátu aðildarlönd aftur gerst aðilar að myntsamstarfinu – en endurkoman varð að vera á fyrra gullvirði. Myntráð gerir ekki ráð fyrir slíkum skammtíma gengisfellingum.

Í annan stað fól gulltryggingin í sér verðlagsmarkmið þar sem löndum bar að tryggja að gjaldmiðlar þeirra rýrnuðu ekkert í verði. Það fól í sér að allri verðbólgu varð að svara með verðhjöðnun. Hvað myntráðið snertir er sveigjanleikinn aðeins meiri. Kjölfestumyntin hlýtur að vera þjóðarmynt, eða valdboðsgjaldmiðill, einhvers annars ríkis – líkt og bandaríkjadollar – eða myntsambands – líkt og evran. Yfirleitt ríkir einhver verðbólga á öllum myntsvæðum, gjarnan í kringum 2%. Það gefur viðkomandi myntráðsríki svigrúm til þess að vera með sömu verðbólgu og útgefandi kjölfestumyntarinnar – en ekki meir. Sú verðbólga sem er umfram verður að leiðrétta með verðhjöðnun. Almennt séð ættu vextir í myntráðslandinu að fylgja þróun vaxta í viðmiðunarlandinu, að öðrum kosti myndast möguleiki á mismunar viðskiptum.

Í þriðja lagi var gullið verðmætamælir alls heimsins og stöðugur sem slíkur. Einstakar myntir geta hækkað og lækkað á gjaldeyrismörkuðum í takt við þá peningastefnu sem útgáfuaðilinn fylgir. Það getur því skapað veruleg vandkvæði fyrir myntráðsríki ef kjölfestumyntin hækkar í verði gagnvart öðrum gjaldmiðlum því þá verður útflutningur til allra annarra landa en útgáfulandsins ósamkeppnishæfur. Þetta var einmitt það sem gerðist eftir að Argentína tók upp bandaríkjadollar sem kjölfestumynt fyrir sitt myntráð árið 1991. Bandaríkjadollar hækkaði verulega í verði samhliða því að dot.com bólan blés upp þar vestra. Það kom síðan argentínskum útflutningi í veruleg vandræði.

Það er samt sem áður ljóst að verðhjöðnun er partur af leikreglunum fyrir bæði gullfót og myntráð þó blæbrigðamunur sé á útfærslunni. Verðhjöðnun sem aðlögunarferill að nýju efnahagslegu jafnvægi virðist hafa gengið upp á nítjándu öld en steytti á skeri á tuttugustu

öld með tilkomu verkalýðsfélaga en í þeim bast fólk samtökum um að standa meðal annars gegn nafnlaunalækkunum. Það birtist með skýrum hætti í kreppunni miklu er hófst árið 1929 – en þá ógnaði atvinnuleysið lýðræði og stjórnskipan Vesturlanda. Með sama hætti hefur hinn markaðsdrifni aðlögunarferill myntráðs sem byggir á frjálsri setningu vaxta reynst myntráðsríkjum mjög þungbær. Má orða það sem svo að sveiflur í vöxtum hafi tekið við sveiflum í gengi.

Að sama skapi má segja að trúverðugt myntráð hafi sömu hagrænu áhrif og myntbandalag. Kannski er hægt að kalla þetta fyrirkomulag „ódyru útgáfuna“ af myntbandalagi þar sem einstök lönd geta með þessum hætti tengt sig við gjaldmiðla annarra myntsvæða án nokkurra pólitískra skuldbindinga eða samninga. Og ef þessi fasttenging er trúverðug getur myntráðið skilað sömu efnahagslegu samþættingu og myntbandalag hvað varðar viðskipti með vörur, þjónustu og fjármagn. Það ætti til að mynda að fela í sér stóraukin viðskipti við kjölfestumyntsvæðið sem og einhverja samleitni vaxta að gefnum fullum trúverðugleika. Í þessu samhengi skiptir miklu máli fyrir tilvonandi myntráðsríki að velja sér kjölfestugjaldmiðil frá útgáfulandi sem það á mjög mikil viðskipti við til þess að geta notið eins mikils ábata og hægt er af þessari tengingu.

Eins og ávallt þegar um fastgengi er að ræða, mun myntráðslandið gerast áskrifandi að peningastefnu útgáfulands kjölfestumyntarinnar. Þannig á viðmiðið um hagkvæmstu myntsvæði (e. optimum currency area) sem Robert Mundell setti fram árið 1961² einnig við um upptöku myntráðs líkt og aðild að myntbandalagi. Það felur í sér að hagsveifla myntráðsríkisins þarf að vera í takti við hagsveiflu kjölfestumyntsvæðisins til þess að hin innflutta peningastefna – í gegnum fastgengi – geti komið að notum. Taktleysi getur síðan valdið miklum erfiðleikum – ef til dæmis myntráðsríkið er í kreppu en kjölfestumyntsvæðið í uppgangi á sama tíma. Þá mun kjölfestulandið hækka vexti sem mögulega hefur þau áhrif að gengi myntarinnar styrkist. Það mun síðan skapa erfiðleika fyrir myntráðslandið sem fær á sig vaxtahækkunir og gengishækkun.

Hægt er að vísu að búast við því að tengingin sjálf og áskriftin að peningastefnu kjölfestulandsins muni ein og sér valda því að hagsveifla myntráðsríkisins mun færast í takt er tímar líða. Þetta á einkum við um þróun heildareftirspurnar, eða það sem hagfræðingar kalla „eftirspurnarhnykk“ (e. demand shocks). Hins vegar getur áfram verið taktleysi til staðar hvað varðar „framboðshnykk“ (e. supply shocks) ef atvinnulíf myntráðslandsins er frábrugðið kjölfestulandinu í meginatriðum. Sérstaklega skapast vandi ef útflutningur myntráðslandsins er fábreyttur eða háður náttúruauðlindum, en stöðugleiki myntráðsins er háður stöðugleika í greiðsluöfnuði. Miklar sveiflur í útflutningi munu því mögulega skapa erfið úrlausnarefni fyrir myntráðsríkið. Verður nánar vikið að því síðar.

2 Sjá Mundell (1961).

Yfirleitt er miðað við að það land sem festir gengi sitt við aðra mynt – hvernig sem sú festa er framkvæmd – hafi gefið sjálfstæða peningastefnu upp á bátinn og geti ekki endilega reitt sig á innflutta peningastefnu frá því landi sem gefur út þann gjaldmiðil sem fest er við. Þannig verði að leggja áherslu á önnur hagstjórnartæki – einkum þó ríkisfjármál. Þetta á einnig við um myntráð. Í raun má segja að árangur myntráðs sé algerlega háður góðri beitingu ríkisfjármála til þess að jafna hagsveiflur. Að sama skapi verður launaþróun að vera í takt. Mikil hækkun nafnlauna hjá festulandinu mun leiða til hækkunar raungengis og rýrnunar á samkeppnisstöðu sem mun fyrir eða síðar leiða til viðskiptahalla. Launaþróun í myntráðslandinu verður því að taka mið að vinnumarkaði kjölfestulandsins. Öll frávik frá þessu geta valdið miklum þjóðhagslegum vandræðum. Það er hins vegar ekki nóg að horfa aðeins til þróunar nafnlauna – heldur einnig framleiðni. Til að mynda er mismunandi framleiðniþróun innan evrópska myntbandalagsins að leiða til sívaxandi gjár á milli Þýskalands, þar sem framleiðni vinnuafls er á góðu skriði, og síðan miðjarðarhafslönd – einkum þó Ítalíu – þar sem framleiðni stendur í stað. Til þess að halda samkeppnisstöðu sinni hefðu Ítalir þurft að lækka nafnlaun sín í takt við vaxandi framleiðni í Þýskalandi.

Hins vegar er ákveðinn grundvallarmunur á myntráði og myntbandalagi. Við inngöngu í myntbandalag Evrópu fá viðkomandi ríki að forminu til aðild að vaxtaákvörðunum evrópska seðlabankans. Það hefur litla sem enga þýðingu fyrir hin smærri lönd bandalagsins. Hins vegar starfa seðlabankar aðildarlanda áfram sem útibú innan bandalagsins. Og þó þeir geti ekki sjálfir sett vexti einhliða hafa þeir samt sem áður mikið svigrúm til athafna þegar kemur að innlendum fjármálamarkaði þar sem þeir hafa ákveðin réttindi til þess að prenta bandalagsmyntina og þjóna sem lánveitendur til þrautavara. En seðlaprentun innan myntsvæðisins fer fram með þeim hætti að bankastofnanir láta eignir af efnahagsreikningi sínum inn í seðlabankann í endurhverfum viðskiptum og fá lausafé í staðinn. Í myntráði eru hendur seðlabankans bundnar þegar kemur að því að varðveita fjármálastöðugleika og í raun og veru ef farið er eftir leikreglum þessa fyrirkomulags þá getur hann ekki þjónað sem lánveitandi til þrautavara nema að eiga gríðarlega stóran gjaldeyrissvarasjóð.

Þegar litið er til evrusvæðisins þarf enginn að velkjast í vafa um að rétturinn til þess að prenta einn stærsta gjaldmiðil heims er ákaflega mikils virði. Með honum fá viðkomandi seðlabankar – sem útibú frá evrópska seðlabankanum – tæki til þess að varðveita fjármálastöðugleika og þjóna sem lánveitendur til þrautavara fyrir sitt eigið fjármálakerfi. Aukinheldur geta þeir einnig viðhaldið stöðugleika á greiðslujöfnuði með því að prenta mynt með alþjóðlegt greiðsluhæfi til þess að mæta útflæði á fjármagnsjöfnuði. Mikilvægi þessa sást meðal annars í fjármálakreppunni þegar fjármagn flúði í stríðum straum út úr fjármálakerfi hinna svo kölluðu PIIGS landa (Portúgal, Ítalía, Írland, Grikkland og Spánn) innan myntbandalagsins. Seðlabanka Evrópu heppnaðist að mæta þessum

greiðslujafnaðarvanda með því að dæla lausafé til baka í gegnum útibú sín í viðkomandi löndum og þannig halda stöðugleika á mynsvæðinu.

Vitaskuld eru takmörk fyrir því hvernig einstakir seðlabankar á evrusvæðinu geta beitt prentunarvaldi sínu þar sem þeir geta ekki, eðli málsins samkvæmt, lánað fjármagn nema gegn veði í gildum eignum. Þeir geta heldur ekki endurfjármagnað banka sem hafa orðið fyrir útlánatöpum og eru með gat í eignahlið efnahagsreikningsins – slíkt er aðeins á færi þjóðþinga í umboði skattgreiðenda. Seðlaprentunarvaldið takmarkast einnig af stærð hagkerfisins og því erfitt um vik að tryggja lausafjárstöðu bankakerfis með efnahagsreikning sem er margfaldur að stærð miðað við landsframleiðslu viðkomandi lands. Seðlabankinn á Kýpur stóð til að mynda ráðþrota gagnvart lausafjár- og eiginfjárvandamálum síns bankakerfis, er var með eignir sem töldu sjö- til áttfalda landsframleiðslu, og varð að setja höft á fjármagnsflutninga. Hér er samt um mikilvæg réttindi að ræða sem eru ekki til staðar við myntráð.

Í annan stað er töluverður kostnaðarmunur á framkvæmd myntráðs og inngöngu í myntbandalag. Um leið og land fær aðild að myntbandalagi mun seðlabanki svæðisins kaupa alla heimamynt á ákveðnu gengi og engin þörf á að viðhalda gjaldeyrisvaraforða upp frá því. Jafnframt mun aðildarlandið fá sinn hlut af myntsláttuhagnaði (e. seignorage) bandalagsins greitt til sín árlega. Myntráð krefst þess hins vegar að stórum gjaldeyrisforða sé viðhaldið sem kann að vera mjög kostnaðarsamt.

Varanlegt fastgengi felur ávallt í sér einhver fórnarskipti. Það land sem tekur upp myntráð fórnar eigin peningastefnu og verður að ná bæði efnahagslegri samhæfingu og samleitni við það mynsvæði sem gefur út kjölfestumyntina. Í því felast bæði kostir og gallar. Með því að flytja inn erlenda peningastefnu getur skapast festa og stöðugleiki sem ekki var unnt að ná með innlendri peningastefnu ásamt því að efnahagsleg samþætting getur skilað töluverðum þjóðhagslegum ábata. Að sama skapi er verið að fórna ákveðnum sveigjanleika þegar sjálfstæð peningastefna er gefin upp á bátinn. Þann sveigjanleika þarf að vinna til baka með stofnanabreytingum innanlands – svo sem á vinnumarkaði. Hægt er að taka dæmi af myntbandalagi Evrópu. Hinar syðri þjóðir bandalagsins – við miðjarðarhaf – höfðu löngum bætt sér mikinn ósveigjanleika og lága framleiðni á vinnumarkaði með því að fella gengið reglulega. Nú eru komnir nærri tveir áratugir frá því að gengissveigjanleikanum var fórnað, en enn hafa takmarkaðar umbætur átt sér stað til þess að auka sveigjanleika á vinnumarkaði. Þannig að þrátt fyrir að upptaka myntráðs virðist einföld lausn, felur það samt í sér mikla kerfisbreytingu innanlands ef vel á takast til.

Rekstur myntráðs

Við fyrstu sýn kann svo að líta út að myntráð séu fremur einföld í framkvæmd: Gengi gjaldmiðilsins er fest varanlega við gengi annars gjaldmiðils (kjölfestugjaldmiðils) eða gjaldmiðlakörfu með lögum.³ Myntráðið gefur út mynt sem er tryggð með gjaldeyri og getur því ekki gefið meira út en sem nemur þeirri erlendu eign.⁴ Hins vegar er framkvæmdin mun flóknari en þetta gefur til kynna.

Engin ein regla er til um hve víðtæk tryggingin þarf að vera – það er hve stóran hluta af peningamagni í umferð þarf að dekka með gjaldeyri. Þegar til dæmis myntráðið var tekið upp í Hong Kong var miðað við að einungis útgefnir seðlar væru skiptanlegir í kjölfestumyntina. Það liggur þó ljóst fyrir að gjaldeyrisforðinn þarf að vera nægjanlega stór til að traust skapist á myntráðinu. Gjarnan er miðað við að gjaldeyrisvaraforðinn samsvari grunnfé (M0) – það eru seðlar og mynt ásamt innistæðum viðskiptabanka í viðkomandi seðlabanka. Að lágmarki er miðað við 100% tryggingu þeirra eigna sem tryggingin nær til, til að mynda M0. Eftir því sem hlutfallið er hærra, því meiri möguleika á myntráðið til þess að grípa til aðgerða er snúa til dæmis að sveiflujöfnun eða aðstoð við bankakerfi viðkomandi lands. Almennt gildir að tryggingin sé alfarið studd með eignum í þeim gjaldmiðli sem valinn er sem kjölfestugjaldmiðill. Þessi regla er þó ekki algild. Í Argentínu var til dæmis lögfest að myntráðið mátti telja til trygginga ríkisskuldabréf sem skráð voru í bandarískum dollurum. Heimilt var að láta þær tryggingar ná til þriðjungs þeirra eigna sem hægt var að skipta yfir í dollar í gegnum myntráðið. Eins var við upphaf myntráðsins í Eistlandi, tryggingarhlutfallið þar var 90%.

Grunnforsenda myntráðs er fullkominn skiptanleiki heimamyntar í kjölfestugjaldeyri hvenær sem er. Misjafnt er hverjir geta átt viðskipti beint við myntráðið, það er allur almenningur eða einungis fjármálastofnanir. Almennt er fyrirkomulagið þannig að almenningur á viðskipti við banka sem hefur leyfi til að skipta við myntráðið. Myntráðsfyrirkomulagið setur einnig ströng skilyrði á ríkissfjármálin. Myntráð getur ekki fjármagnað lánveitingar til ríkissjóðs. Fjárlög þurfa að vera hallalaus og ef það tekst ekki verður ríkissjóður að afla sér lánsfjármagns á markaði.

Skipta má myntráðum upp í tvo megin flokka: Klassískt myntráð, en undir þá skilgreiningu falla myntráð nýlendutímans, og síðan seinni tíma myntráð sem flest eru frá tíunda áratugnum. Megin munurinn felst í því að í klassísku myntráði er kveðið á um að tryggingin, eða gjaldeyriseignin, skuli vera fast hlutfall innlendra lausafjäreigna (til dæmis 110% af grunnfé), en í nútíma myntráðum er kveðið á um lágmarks hlutfall (til dæmis 100% af grunnfé). Þannig gefur nútímamyntráð löndum færi á því að hafa einhverja

3 Sjá Baliño og Enoch (1997).

4 Þessi regla er ekki algild. Myntráð Hong Kong gefur ekki sjálft út seðla og mynt heldur lætur völdum bönkum það eftir.

stjórn á peningamagni í umferð, svo sem með því að safna upp erlendum umframforða. Þessum umframforða væri síðan mögulega hægt að beita til þess að tryggja stöðugleika í fjármálakerfinu og jafnvel lána til banka vegna tímabundins skorts á lausafé.

Myntráðum sem nú eru starfandi má í raun skipta í tvo hópa. Annars vegar myntráð sem eru hluti af eða innan vébanda seðlabanka og hins vegar myntráð án seðlabanka. Síðari hópnum má síðan skipta í klassísk myntráð annars vegar og hins vegar myntráð sem hafa möguleika á að sinna að vissu marki verkefnum seðlabanka eins og áður var lýst.

Saga myntráða – stutt ágríp

Myntráð eru ekki ný af nálinni, þvert á móti eiga þau sér tæplega 170 ára sögu. Það er fyrir utan efni þessarar skýrslu að rekja nákvæmlega sögu þeirra, en nauðsynlegt þykir að snerta á megin atriðum þeirrar sögu. Fyrsta myntráðið sem vitað er til, var stofnað á bresku nýlendunni Míritíus árið 1849. Tilgangurinn var að tryggja stöðugleika ásamt því að myntsláttuhagnaður yrði í höndum heimamanna. Eina starfsemi myntráðsins var að gefa út seðla og mynt sem hægt væri að skipta á föstu gengi í bresk pund. Snemma á tuttugustu öldinni var Vestur-Afríku myntráðið stofnað en það náði til Nígeríu, Gana, Síerra Leóne og Gambíu. Á fjórða áratugnum var töluverður fjöldi myntráða í breskum nýlendum í Afríku, Asíu, Karabíska hafinu og á stöku eyjum í Kyrrahafinu. Á fimmta áratug síðustu aldar voru um 50 lönd sem notuðust við myntráð, en þegar nýlenduveldi breta leystist upp, fækkaði mjög myntráðum. Á sjötta áratugnum voru innan við 40 ríki með slíkt fyrirkomulag, á þeim áttunda voru þau 20 talsins og undir lok níunda áratugarins einungis 9 ríki.

Á tíunda áratugnum gengu myntráð í endurnýjun lífdaga þegar nokkur ríki tóku upp þetta fyrirkomulag. Hér má nefna að hinn 1. apríl 1991 tengdi Argentína mynt sína við bandaríkjadollar. Ári síðar fylgdi Eistland í kjölfarið eða þann 20. júní 1992, fyrst með tengingu við þýska markið og síðar evruna. Litháen stofnaði sitt myntráð tveimur árum síðar eða þann 1. apríl 1994 með því að festa gengi gjaldmiðils síns við bandaríkjadollar. Loks tók Búlgaría upp myntráð þann 1. júlí 1997, en líkt og hjá Eistlandi var fyrst fest við þýska markið og síðan evruna. Hér að neðan er nánar fjallað um hvert þessara myntráða.

Argentína

Argentína bjó við myntráð frá árinu 1991 til 2002. Upptaka þess kom í kjölfar misheppnaðra tilrauna til að ná tökum á mikilli verðbólgu, en Argentína hafði mátt þola átta meiriháttar gjaldmiðlakrísur frá upphafi áttunda áratugarins. Hægt var að líta á myntráðið sem rökrétt framhald af dollaravæðingu hagkerfisins þar sem stór hluti af bæði innlánnum og útlánnum bankakerfisins þarlendis voru bandaríkjadollarar. Því lá beint við að nota dollar sem kjölfestumynt. Myntráðið reyndist framan af nokkuð vel en þegar líða tók undir lok tíunda áratugarins olli styrking bandaríkjadollars Argentínu verulegum vandamálum,

enda versnaði samkeppnisstaða landsins verulega. Það bætti ekki úr skák að helsta útflutningsmarkaður landsins, Brasilía lenti í fjármálakreppu sem varð til þess að hið Brasilíska real féll verulega í verði. Allt þetta rýrði mjög samkeppnishæfni Argentínu. Hagvöxtur stöðvaðist, verðhjóðnun átti sér stað og vaxtahækkunarir leiddu til þess að opinberar skuldir urðu óviðráðanlegar. Argentína þurfti því að leita á náðir AGS, ellegar hefði landið komist í greiðsluþrot.⁵

Eistland

Landið náði sjálfstæði sínu frá Sovétríkjunum árið 1991 en á þeim tíma var rúblan í heljargreipum óðaverðbólgu. Þjóðarframleiðslan hafði fallið um tæp 7% árið 1990 og verðbólga var mikil. Nauðsynlegt var því að finna nýjan grunn efnahagsmála, sérstaklega hvað varðaði stjórn peningamála. Tekin var ákvörðun um upptöku myntráðs árið 1992. Í upphafi var eistneska krónan fest við þýska markið en síðar við evru (1999). Verðlag þrefaldaðist árið 1991, og verðbólguhraðinn komst í 1076% árið 1992. Árið 1993 var verðbólgan komin niður í tæp 90% og hún féll síðan jafnt og þétt eftir því sem leið á áratuginn. Samdrætti í hagvexti lauk árið 1994 og hagvöxtur tók við sér í framhaldinu.

Rússlands-krisan sem og Asíu-krisan 1998 reyndu á efnahag Eistlands og þar með á grunnstoðir myntráðsins. Krisan leiddi meðal annars til þess að stór hluti banka landsins hvarf úr innlendri eignaraðild, vextir hækkuðu og atvinnleysi rauk upp ásamt því að halli varð á fjárlögum. Eistneska myntráðsfyrirkomulagið stóð af sér þessar krísur sem og önnur efnahagsáfall á fyrsta áratug þessarar aldar. Myntráðið var síðan lagt niður þegar Eistland tók upp evruna í kjölfar inngöngu í ESB⁶.

Litháen

Myntráð Litháens var stofnað 1. apríl 1994, en þann dag var gengi gjaldmiðilsins fest við bandaríkjadollar. Nokkur átök voru um hvort Litháen ætti að stofna myntráð en hugmyndin um að fara að fordæmi til dæmis Eistlendinga, átti uppruna sinn hjá ríkisstjórn landsins. Seðlabanki Litháen var andvígur þessari leið og ýmis sérkenni myntráðsins áttu sér skýringu í þeirri togstreitu sem var á milli ríkisstjórnarinnar og bankans. Myntráð Litháen var þess vegna um margt líkt seðlabanka, með því að hafa skilgreint hlutverk sem lánveitandi til þrautavara og búa yfir ýmsum tækjum til að hafa áhrif á lausafjárstöðu. Á árunum 1994 til 1997 var verulegur hagvöxtur í Litháen sem styrkti stoðir myntráðsins. Aftur á móti unnu ýmsir aðrir þættir í hagstjórninni á móti myntráðinu, meðal annars vöxtur ríkisútgjalda og sú staðreynd að reglur myntráðsins voru brotnar til að koma í veg fyrir gjaldþrot orkufyrirtækis. Árið 1997 tókst Litháen að endurskipuleggja bankakerfið og draga úr halla ríkissjóðs og þar með jókst trúverðugleiki myntráðsins og í kjölfarið

5 Sjá Gurtner (2004).

6 Sjá Lepik (2014).

lækkuðu vextir og mjög dróg úr verðbólgu. Litháen ákvað að breyta kjölfestumyntinni úr dollar í evru árið 2002 þar sem val á dollar sem viðmiðunarmynt endurspegladi ekki lengur utanríkisviðskipti Litháen, en styrking dollarsins gagnvart evru frá 1999 hafði valdið útflutningsfyrirtækjum verulegum vanda. Til stóð að Litháen tæki upp evru 1. janúar 2007 en erfiðar aðstæður í efnahagslífinu og mikil verðbólga gerðu það að verkum að evruaðild drógst fram til 1. janúar 2015.⁷

Búlgaría

Líkt og mörg önnur lönd sem höfðu verið hluti af Sovét-blokkinni lenti Búlgaría í umtalsverðum efnahagslegum erfiðleikum eftir fall Sovétríkjanna. Árið 1996 var verðbólgan orðin nánast óviðráðanleg og í janúar 1997 var hún 500% á ársgrundvelli, en í mars var hún komin í 2000% á ársgrundvelli. Ástæður þessa vanda voru meðal annars griðarleg peningaprentun til að verja bankakerfið falli, fjármögnun seðlabankans á halla ríkissjóðs og fallandi gengi búlgarska levsins, en á fyrsta árfjórðungi 1997 féll levið úr 487 lev/USD í 1.588 lev/USD. Skatttekjur hrundu og þjóðarframleiðslan drógst hratt saman. Til að bregðast við þessum mikla vanda ákváðu stjórnvöld að koma á myntráði í júlí 1997 og kjölfestumyntin var þýska markið, en síðar tók evran við. Mjög hratt dró úr verðbólgu og var hún komin niður í 13% um mitt ár 1998 og í árslok var hún komin í 1%. Rússlands-krísan 1998 hafði ekki mikil áhrif á búlgarska myntráðið og þrátt fyrir umræðu um hvort Búlgaría eigi að leggja myntráðið niður og taka upp evru hefur það ekki gerst og er það enn til staðar.⁸

Bosnía-Hersegóvína

Hið svokallað Bosnía-stríð var leyst með Daytona friðarsamkomulaginu í desember árið 1995. Hluti af því samkomulagi var ákvörðun um að koma á myntráði í Bosnía-Hersegóvínu. Samkomulagið gerði ráð fyrir því að seðlabankinn myndi starfa sem myntráð í sex ár, en Seðlabanki Bosnía-Hersegóvínu var formlega stofnaður árið 1997. Viðmiðunarmyntin var upphaflega þýskt mark en evra frá árinu 1999.

Bosnía-Hersegóvína stóð frammi fyrir verulegum áskorunum að loknum ófriðnum. Fjórar myntir voru í notkun og mikið vantraust ríkti hjá almenningi gagnvart fjármálastofnunum. Gjörbreyta þurfti grunngerð hagkerfisins í átt að frjálsum viðskiptum og þar með aðlaga það að alþjóðalegum viðskiptum. Myntráðið var talið hafa átt ríkan þátt í jákvæðri þróun Bosnía-Hersegóvínu á árunum eftir stríð, með því að stuðla að stöðugleika og trúverðugleika. Um miðjan síðasta áratug þurfti Bosnía-Hersegóvína að kljást við misvægi í efnahagslífinu, raungengið hafði hækkað verulega og þar með hækkaði verðlag. Því fylgdi vaxandi atvinnuleysi og samdráttur í ráðstöfunartekjum á sama tíma og framleiðsluslaki

⁷ Alonso-Gamo, Fabrizio, Kramarenko og Wang (2002).

⁸ Sjá Hanke (2018).

var umtalsverður. Bosnía- Hersegóvína er annað tveggja landa sem tóku upp myntráð á tíunda áratugnum sem notast enn við það fyrirkomulag.⁹

Hong Kong

Myntfyrirkomulag Hong Kong er sennilega þekktasta og langlífasta myntráðið. Það var fyrst stofnað árið 1935 og grundvallað á breska pundinu. Við hrun Bretton-Woods kerfisins árið 1972 var Hong Kong dollarinn festur tímabundið við bandaríkjadollar. Fram til 1983 flaut myntin en það ár var hún fest aftur við dollar og hefur dollarinn verið kjölfestumyntin síðan. Ástæður þess að Hong Kong tók upp myntráð aftur voru einkum tengdar þeirri óvissu sem myndaðist á gjaldeyrismarkaði vegna viðræðna stjórnvalda í Kína og í Bretlandi um stöðu Hong Kong. Sú óvissa hafði leitt til verulegs gengisfalls.

Myntráð Hong Kong gefur ekki sjálft út peninga heldur lætur alþjóðlega banka sjá um útgáfuna. Þeir fá til þess sérstakt leyfi og leggja á mótí inn í myntráðið samsvarandi dollaræignir. Frá árinu 1988 þróaðist myntráð Hong Kong að nokkru í átt að hefðbundnum seðlabanka. Sú þróun ágerðist í Asíu-krisunni á árunum 1997 og 1998, en þá varðist myntráðið ásókn spákaupmanna, með því að grípa til ýmissra hefðbundinna peningastefnutækja til þess að verja gengið. Þeirri þróun var síðan snúið við frá og með árinu 1998¹⁰.

Samkvæmt AGS eru eftirfarandi ríki nú með myntráð¹¹.

A. Með USD sem grunnmynt:

- a. Djibútí
- b. Hong Kong
- c. Antígva og Barbúda
- d. Dóminíka
- e. Grenanda
- f. St. Kitts og Nevis
- g. St. Lusía
- h. St. Vinsent og Grenadínur

9 Sjá Silajdzic (2005).

10 Sjá Chiu (2001).

11 Sjá International Monetary Fund (2016).

- B. Með evru sem grunnmynt
 - a. Bosnía-Hersegóvína
 - b. Búlgaría
- C. Með aðra mynt en USD og evru sem grunnmynt (tengt Singapore dollar)
 - a. Brúnei

Þegar horft er til þeirra ástæðna sem lágu fyrir upptöku myntráða á árunum upp úr 1990 má sjá að myntráðin eru alltaf stofnsett til að bregðast við verulegum efnahagslegum og pólitískum vandræðum. Annars vegar er sú staða uppi að viðkomandi land skortir allan trúverðugleika þegar kemur að stjórn peningamála (til dæmis Argentína) og hins vegar hafa sérstakir atburðir orðið sem neyða viðkomandi land til að taka upp myntráð (til dæmis Eistland, Litháen og Búlgaría í kjölfar falls Sovétríkjanna).

Af þeim ríkjum sem tóku upp myntráð á tíunda áratugnum eru einungis tvö sem hafa haldið sér við það fyrirkomulag, það eru Bosnía-Hersegóvína og Búlgaría. Önnur hafa annað hvort gengið í myntbandalag (í kjölfar inngöngu í ESB) eða myntráðið hrunið (samanber Argentína).

Kostir myntráða

Í þessum hluta verða helstu kostir myntráða ræddir. Horft er til nútíma myntráða á borð við þau sem hafa verið sett á laggirnar undir lok síðustu aldar.

Framkvæmd og stjórnun einföld

Þær reglur sem myntráðin lúta eru í grundvallaratriðum einfaldar og því auðvelt að útskýra fyrir almenningi. Að því gefnu að viðeigandi upplýsingar liggi fyrir, þá á almenningur auðvelt með að fylgjast með myntráðinu sem styrkir framkvæmd þess. Rekstur myntráðsins kallar heldur ekki á jafn fjölmennt starfslið eins og rekstur Seðlabanka gerir alla jafna.

Trúverðug binding

Ef markaðsaðilar geta treyst því að ávallt sé hægt að skipta innlendri mynt í kjölfestumyntina skapast sjálfkrafa trúverðugleiki. Bindingin verður trúverðugari eftir því sem forsendur myntráðsins eru betur studdar af öðrum þáttum efnahagsstefnu landsins, svo sem í ríkisfjármálum og á vinnumarkaði. Eins skiptir máli að möguleikar myntráðsins til að breyta gengisskráningu séu mjög afmarkaðir og kalli á aðkomu þings og/eða ríkisstjórnar.

Agi í opinberum fjármálum

Myntráðið getur ekki keypt eignir sem skráðar eru í heimamyntinni – ólíkt venjulegum seðlabönkum. Þar með verður að vera jafnvægi í ríkisfjármálum hjá myntráðslöndum, eða fjármagna verður hallann með lántökum hjá almenningi eða erlendis. Gott dæmi um slíkt er sú staðreynd að ríkissjóður Eistlands stefndi í 4% halla þegar myntráðið var tekið upp. Í kjölfar myntráðsins komst jafnvægi á ríkisfjármálin og það jafnvægi hélst með einungis tveimur undantekningum, annars vegar var halli árið 1999 í kjölfar Asíu og Rússlands kreppunnar og hins vegar var halli árið 2009 í kjölfar fjármálakreppunnar. Án vafa hefur myntráðið stutt við þennan aga í ríkisfjármálum Eistlands.¹²

Vaxtaaðlögun

Í myntráðsfyrirkomulagi ráðast vextir alfarið á markaði. Við aðstæður opinna fjármagnsflutninga leiðir myntráðið til þess að vextir í myntráðslandinu ættu að aðlagast vöxtum viðmiðunarlandsins. Trúverðug binding myntráðsins ætti þannig að leiða til samleitni vaxta – og þá lækkuð langtímavaxta hjá viðkomandi myntráðsríki. Ekki er þó sjálfgefið að vextir verði þeir sömu. Staða og uppbygging bankakerfisins sem og aðrar aðstæður í hagkerfinu geta haft áhrif á vaxtastigið. Sem dæmi má taka Argentínu, en í kjölfar upptöku myntráðs lækkuðu skammtímavextir hratt og fylgdu vöxtum í Bandaríkjunum. En meðal annars vegna veikrar stöðu bankakerfisins þar neðra þá lækkuðu langtímavextir ekki eins hratt og Argentínumenn vonuðu þrátt fyrir myntráðið voru vextir mun hærri en þekktist í Bandaríkjunum.

Jákvæð áhrif á viðskipti

Njóti myntráðið trausts er líklegt að það fyrirkomulag leiði til aukinna viðskipta þar sem gengisáhættan er að sama skapi minni. Áhrif þess að taka upp myntráð á viðskipti eru svipuð áhrifunum af því að ganga í myntbandalag og benda rannsóknir til þess að viðskipti aukist með upptöku myntráðs.¹³

Lág verðbólga

Reynslan af myntráðum sem tæki til að ná tökum á ofsaverðbólgu er góð. Argentína, Eistland, Litháen og Búlgaría tóku öll upp myntráð til þess meðal annars að ná tökum á gríðarlegri verðbólgu. Þrátt fyrir að verðbólgan yrði ekki sú sama og í viðmiðunarlandi (sömu lögmál gilda um verðbólgu í myntráði og gilda innan myntbandalags, það er verðbólga getur verið mismunandi á milli landa innan svæðisins) þá virðist myntráðsfyrirkomulagið, og þær

12 Sjá til dæmis Lepik (2014).

13 Sjá Frankel og Rose (2002).

aðgerðir sem gripið er til samhliða stofnun þess, ná að skapa það traust sem nauðsynlegt er til að hratt dragi úr verðbólgu.

Gallar myntráða

Veikleikar myntráða eru í raun hin hliðin á styrk þeirra. Fastgengi getur verið mikill kostur á tímum óvissu og flöks á alþjóðamörkuðum auk þess getur það leitt fram aukinn aga á vinnumarkaði og í opinberum fjármálum. En ef veruleg áföll verða í þjóðarbúskapnum, getur það orðið erfitt fyrir hagkerfið að komast aftur á rétt ról.

Þjóðhagslegt misvægi

Alvarleg staða kann að koma upp ef nafngengið er fast og ójafnvægi myndast í hagkerfinu. Þróunin í átt að nýju jafnvægi getur þýtt langtíma samdrátt og atvinnuleysi þar sem nafngengið er fast og önnur verð verða því að breytast til þess að jafnvægi náist. Slík þróun getur leitt til alvarlegra efnahags- og pólitískra vandamála og þar með dregið úr trausti umheimsins á forsendum myntráðsfyrirkomulagsins. Slíkt vantraust getur enn dregið úr getu myntráðsins til að skapa forsendur nýs jafnvægis.

Myntráðunum í Argentínu og Eistlandi tókst á sínum tíma að koma böndum á óðaverðbólgu, en erfiðara reyndist að koma verðbólgunni niður á sama stig og í viðmiðunarlöndunum og sökum þessa styrktist raungengið. Reyndar kann ástæðan fyrir þessari þróun einnig að vera sú að verðbólgan hafi komið til vegna þess að framleiðni hafði vaxið hraðar í útflutningsgeiranum og launahækkunar þar smitast í aðra geira sem ekki bjuggu við sömu framleiðniaukningu, jafnframt því sem nafngengið kann að hafa verið skráð of lágt í upphafi.

Ef gengið hefur verið fest með trúverðugum hætti við aðra mynt (en það er einmitt hlutverk myntráða), má reikna með að langtíma erlend fjárfesting vaxi, að því gefnu að aðrar aðstæður í hagkerfinu séu hagfelldar. Aftur á móti getur trúverðug binding gengisins ásamt jákvæðum vaxtamun gagnvart útlöndum leitt til þess að of mikið innflæði skapast af skammtíma fjármagni með þekktum afleiðingum, meðal annars getur slíkt innflæði leitt til eignabólu.

Eins og áður er farið yfir, eiga þau vandamál sem fylgja myntbandalögum einnig við um myntráð. Ef hagsveiflan er ólík á milli myntráðslandsins og viðmiðunarlandsins þá geta áhrif af stjórn peningamála, til dæmis vaxtabreytingar í viðmiðunarlandinu haft verulega neikvæð áhrif. Sem dæmi um slíkan vanda má nefna þá stöðu sem kom upp í Hong Kong snemma á tíunda áratugnum þegar vextir í Bandaríkjunum lækkuðu á sama

tíma og hagvöxtur fór vaxandi í Kína. Vextir hefðu þurft að hækka í Hong Kong en í staðinn lækkuðu þeir sem leiddi til eignabólu.¹⁴

Ef gengi kjölfestugjaldmiðilsins styrkist (eða veikist) umtalsvert þarf myntráðslandið að aðlagast hinu nýja gengi með því að breyta öðrum nafnverðum, til dæmis launum. Ef tengsl hagsveiflunnar á milli viðmiðunarlandsins og myntráðsins eru veik er því hætta á að verulega dragi úr hagvexti. Jafnvel getur slík þróun leitt til þess að forsendur myntráðsins bresta. Dæmi um slíkt er Argentína, en styrking bandaríkjadals olli Argentínu miklum vanda á sama tíma og viðskiptakjörin versnuðu mjög vegna fjármálakreppunnar í Brasilíu. Annað dæmi sem taka má er frá Djibútí. Myntráð Djibútí er grundvallað á bandarískum dollar en utanríkisviðskipti landsins eru fyrst og fremst við Frakkland og önnur ESB ríki. Á tíunda áratugnum bjó landið við verulegar sveiflur í verðbólgu og samkeppnishæfni vegna sveiflna í gengi franska frankans miðað við bandaríkjadollar.

Veikleikar á fjármálamarkaði

Þar sem myntráð er ekki lánveitandi til þrautavara með sama hætti og hefðbundnir seðlabankar eru, skapast hætta á því að fjármálakerfið ráði ekki við skort á lausafé ef enginn seðlabanki er starfandi. Þessi hætta er sérstaklega til staðar í þeim löndum sem búa við óheft fjármagnsflæði og bankakerfi sem hefur takmarkað aðgengi að erlendri fjármögnun eða er veikt að öðru leyti. Sökum þessa hefur þróunin orðið sú að bankakerfið í myntráðslöndum hefur farið í hendur erlendra aðila. Sem dæmi má taka Eistland, en bankakerfið þar er að langstærstum hluta í erlendri eigu. Slíkir bankar geta þá sótt til seðlabankans í sínu heimalandi komi til þess að það reyni á fyrirgreiðslu frá lánveitanda til þrautavara.

Í myntráðsfyrirkomulagi ráðast vextir alfarið á markaði, inn- og útfæði fjármagns hefur áhrif á vaxtastigið með sambærilegum hætti og átti við um gullfót. Viðkvæm staða getur komið upp á fjármálamarkaði ef vextir eru lengi háir án þess að draga að nægjanlegt fjármagn þannig að jafnvægi náist. Það getur meðal annars gerst ef efnahagslegt áfall ríður yfir og fjármagn byrjar að flæða út úr landinu. Ef markaðsaðilar taka til dæmis að efast um að stjórnvöld standi við skuldbindingar myntráðsins kann sú staða að myndast að hærri vextir dugi ekki til að draga fjármagn til baka. Þar með eru vextir mjög háir í lengri tíma, jafnvel við þær aðstæður að alvarlegur samdráttur ríkir í hagkerfinu. Mjög hár fjármagnskostnaður getur valdið gjaldþrotum og þar með grafið undan veðum í bankakerfinu með tilheyrandi afleiðingum, ásamt því, að sjálfsögðu, að draga úr fjárfestingum og þar með hagvexti til lengri tíma.

Myntráðslöndin hafa brugðist við þessum veikleika með því að auka gjaldeyrisforðann

14 Sjá Baliño og Enoch (1997).

Þannig að hann sé umfram það magn sem þarf til að til dæmis skipta seðlum, mynt og innistæðum banka í Seðlabanka í erlenda mynt. Þannig hafa myntráðin þróast frá hinum klassísku myntráðum í áttina að seðlabönkum, það er myntráðið er ekki lengur einungis til að tryggja að hægt sé að skipta innlendri mynt í erlenda, því er einnig ætluð verkefni á sviði hefðbundinnar seðlabankastarfsemi.

Takmarkanir á beitingu ríkisfjármála

Myntráð tryggir ekki ábyrgja stjórn opinberra fjármála, en með því að ríkisstjórn eða sveitafélög geta ekki fjármagnað halla með peningaprentun má gera ráð fyrir auknum aga í opinberum fjármálum. Ef halli myndast þarf að fjármagna hann með lántökum á markaði, annað hvort innanlands eða utan.

Möguleikar stjórnvalda til að nota opinber fjármál til að bregðast við til dæmis verulegum samdrætti í hagkerfinu eru því takmarkaðir af getu þeirra til að afla lánsfjár á markaði umfram skatttekjur.

Ef ríkissjóður er rekinn með halla í landi sem býr við fastgengi á grunni myntráðs geta við vissar aðstæður skapast alvarleg vandamál. Ef hallinn er fjármagnaður innanlands með lántöku mun það leiða til hækkunar vaxta. Þar með streymir meira erlent fjármagn til landsins til að nýta vaxtamuninn. Peningamagn í umferð eykst þar með, sem að óbreyttu leiðir til verðbólgu. Með því styrkist raungengið og samkeppnishæfni útflutningsgeirans rýrnar.

Álit erlendra ráðgjafa

Nefndin fékk þá Fredrik N. G. Andersson og Lars Jonung til að skoða reynslu Svía af stjórn peningamála og hvaða lærdóm mætti draga af þeirri reynslu sem nýst gæti Íslandi. Jonung hafði við upphaf tíunda áratugarins komið að umræðu um stofnun myntráðs í Eistlandi og í ljósi þekkingar hans á myntráðum og í samræmi við erindisbréf nefndarinnar var talið áhugavert að fá fram skoðanir hans og Andersson um stjórn peningamála hér á landi. Skýrsla þeirra ber nafnið *Lessons for Iceland from the monetary policy of Sweden*. Í þeirri skýrslu er rakin reynsla sænska seðlabankans af verðbólgu markmiði ásamt því að skoðuð eru valin atriði er snúa að stjórn peningamála hjá öðrum norrænum seðlabönkum. Í greiningu sinni færa höfundarnir meðal annars rök fyrir því að sænski seðlabankinn búi ekki við sjálfstæða peningamálastefnu og þurfi við vaxtaákvæðanir sínar að horfa til ákvæðana evrópska seðlabankans. Á grundvelli þeirrar umfjöllunar draga Andersson og Jonung nokkrar almennar ályktanir um stjórn peningamála á Íslandi.

Í síðari hluta skýrslunnar leitast Andersson og Jonung við að svara þeirri spurningu hvaða fyrirkomulag henti best sem umgjörð peningamála á Íslandi. Hér á eftir verða niðurstöður þeirra raktar, en jafnframt bent á skýrsluna sjálfa til nánari útskýringar. Almennt telja

höfundarnir að óháð því hvaða fyrirkomulag verði fyrir valinu verði eftirfarandi að gilda: Fyrirkomulagið þarf að vera byggt á reglu, það þarf að vera trúverðugt og það þarf að búa að stuðningi annarra þátta hagstjórnarinnar svo sem ríkisfjármála og vinnumarkaðar. Í ljósi smæðar íslenska hagkerfisins og fjármálamarkaðarins er lagt til að flæði fjármagns verði frjálst þar sem höft eru líkleg til að draga úr hagvexti þegar til lengri tíma er litið.

Næst skoða höfundarnir hvort gengið skuli vera fljótandi (verðbólguþröskulur). Rakin er atburðarásin fram að hrúni fjármálakerfisins 2008 og á það bent að tilraunir til að halda verðbólgu innan marka með vaxtahækkunum leiddu til gríðarlegs innflæðis erlends fjármagns sem gróf undan fjármálalegum stöðuleika. Niðurstæða Andersson og Jonung er því sú að ekki sé hægt að reka sjálfstæða peningamálastefnu á grundvelli verðbólguþröskuls hér á landi án þess að notast við höft á fjármagnsflæði. Því leggja þeir til að Ísland hverfi frá flöðun og verðbólguþröskul.

Þessu næst ræða Andersson og Jonung þá spurningu hvort Ísland eigi að ganga í myntbandalag. Sökum þess að umboð nefndarinnar miðaði við að íslenska krónan yrði áfram grundvöllur peningastefnunnar er ekki ástæða til að reifa þá umfjöllun sérstaklega, heldur látið nægja að benda á grein þeirra.

Næst ræða höfundarnir þá spurningu hvort rétt sé fyrir Ísland að taka upp myntráð. Niðurstæður þeirra eru þessar: Ekki er hægt að reka sjálfstæða peningastefnu án hafta á Íslandi og ekki er pólitískur vilji fyrir því að landið gangi í myntbandalag og jafnframt er verðbólguþröskulur með flöðun of áhættusamt með tilliti til fjármálastöðugleika. Í ljósi þessa telja Andersson og Jonung heppilegast fyrir Ísland að taka upp myntráð líkt og gert var í nokkrum evrópulöndum á tíunda áratugnum. Hvað varðar upptöku myntráðsins vísa höfundarnir til þess hversu stór hluti viðskipta fer fram í evru og því liggi beinast við að evran verði kjölfestumynt fyrir íslenskt myntráð. Jafnframt verði komið á fót stöðugleikasjóði sem hafi það hlutverk að styðja við fastgengið. Til að koma í veg fyrir óæskileg áhrif stjórnáráðanna leggja þeir til að sjóðurinn verði byggður upp með regluverki þannig að skattar sem í hann renni ýmist hækki eða lækki í takti við hagsveifluna. Í skýrslunni er tekið fram að dæmi séu í sögu Seðlabankans um pólitíska afskiptasemi sem myndi heyrast sögunni til með stofnun myntráðs. Hreyft er við þeirri hugmynd að myntráðið verði staðsett í Frankfurt meðal annars til að forðast pólitísk afskipti.

Þeir tvímenningar virðast jafnframt gefa sér þá forsendu að það sé enginn sérstakur missir fyrir Ísland að Seðlabankinn geti ekki lengur þjónað sem lánveitandi til þrautavara. Bankinn hafi aldrei í raun haft bolmagn til þess. Þá geti ríkissjóður tekið við því hlutverki eða að stofnaður verði sérstakur stöðugleikasjóður. Þess í stað eigi að leggja aðaláherslu á forvarnaraðgerðir – það er að strangar reglur gildi um starfsemi fjármálastofnana og þær miði að því að koma í veg fyrir fjármálakreppu.

Að lokum ræða Andersson og Jonung þá spurningu hvernig standa beri að því að leggja myntráð niður. Til slíks gæti komið meðal annars í kjölfar efnahagslegra áfalla sem ekki tekst að bregðast við innan vébanda myntráðsfyrirkomulagsins. Þeir nefna það sem einn kosta myntráðs umfram þá sem gætu fylgt myntbandalagi, að hægt sé tímabundið að víkja myntráðinu til hliðar og endurvekja það síðar þegar jafnvægi hefur aftur náðst.

Sebastian Edwards fjallar einnig um fastgengi í rannsókn sinni *Monetary Policy in Iceland: An Evaluation*. Hann dregur fram að hætta sé á að hagrannsóknir geti dregið upp villandi mynd af samanburði á milli landa sem styðjast við fastgengi og þeirra sem styðjast við flotgengi. Gæta þarf þess að þegar metinn er árangur þeirra landa sem búa við fastgengi sé líka horft í mælingum til þeirra landa sem hafa búið við fastgengi og þurft að gefa það frá sér. Annars er hætt við því að einungis sé verið að horfa til þeirra fastgengislanda sem ekki hafa lent í alvarlegum krísum og ekki reiknaðar með niðurstöður þeirra landa sem hrökkludust af fastgengi. Edwards bendir meðal annars á eigin rannsóknir sem draga fram þá niðurstöðu að í löndum sem eiga sér erfiða verðbólgu sögu hafi einhliða fastgengi fremur lítið gildi.

Edwards beinir síðan sjónum sínum að fastgengi sem byggir á myntráði eða á einhliða upptöku annarrar myntar. Rannsóknir benda til þess að slík lönd nái betri tókum á verðbólgu heldur en þau sem búa við einhliða fastgengi eða flotgengi. En Edwards bendir jafnframt á rannsóknir¹⁵ sem rökstyðja þá skoðun að lönd sem tekið hafa upp hart fastgengi (það er myntráð eða einhliða upptaka) búi við meiri sveiflur í þjóðarframleiðslu sem og lægri langtíma vöxt þjóðframleiðslunnar.

Fjöldi nýlegra rannsókna hafa rennt stoðum undir þá skoðun að lönd sem búa við flotgengi eigi betur með að takast á við áföll vegna breyttra viðskiptakjara. Rannsóknir Edwards¹⁶ og fleiri benda til þess að lönd sem standa frammi fyrir flöktri í verðum á útflutnings- og innflutningsvörum sínum eigi auðveldara með að fást við þau áföll með flotgengi heldur en þau sem búa við fastgengi. Langtímaafleiðingarnar á hagvöxt ríkjanna eru umtalsverðar vegna þessa.

Þeir Honahan og Orphanides taka einnig fyrir spurninguna um fastgengi. Þeir hefja umfjöllun sína á því að benda á þá staðreynd að skipta megi þjóðum heims nokkuð jafnt á milli þeirra sem búa við fastgengi og þeirra sem búa við flotgengi. Þessi staðreynd er í samræmi við þá óvissu sem er til staðar í hagrannsóknum þegar kemur að mati á kostum og göllum þessara tveggja mismunandi kerfa – einkum og sérilagi þegar kemur að mati á sambandi hagvaxtar og gengisfyrirkomulags. Tiltölulega fá lönd hafa búið við myntráð og

15 Sjá Edwards og Magendzo (2003).

16 Sjá Edwards og Yeyati (2005).

Honahan og Orphanides benda á rannsókn Klein og Shambaugh¹⁷ en rannsóknir þeirra benda til þess að besta forspá þess að land festi gengi sitt sé skortur á lýðræði.

Myntráð hefur þann galla að mati Honahan og Orphanides að það skorti tæki til að fást við lausafjárekreppu á fjármálamarkaði, til dæmis ef áhlaup verður á bankainnistæður. Jafnframt benda þeir á reynslu Eystrasaltsríkja sem studdust við myntráð á leið sinni inn í evruna sem og reynslu Búlgara sem enn búa við myntráð. Ljóst sé því að hægt er að ná árangri við stjórn efnahagsmála á grundvelli myntráðs ef nægjanlegur stuðningur er við það fyrirkomulag, að minnsta kosti í einhvern tíma.

Höfundarnir beina sjónum sínum sérstaklega að fastgengisfyrirkomulagi Danmerkur, en danska krónan var fyrst fest við þýska markið árið 1982. Danska hagkerfið er mun stærra en hið íslenska, mun fjölbreyttara og vel samþætt hagkerfi Þýskalands. Þar með er útflutningur Dana síður útsettur fyrir einhliða áföllum en útflutningur Íslendinga. Honahan og Orphanides benda á að þar sem Íslendingar eru ekki aðilar að ESB og hafa þar með ekki aðgang að þeim samningum sem Danir hafa við Seðlabanka Evrópu geti Íslendingar ekki reitt sig á það samstarf sem stendur Dönum til boða til að tryggja fastgengi sitt.

Niðurstaða Honahan og Orphanides er sú að hægt sé að halda því fram að fastgengi geti hentað Íslandi að því gefnu að fullkominn samhæfing náist á milli allra arma hagstjórnarinnar. Slík samhæfing gæti tryggt aðlögun hagkerfisins án þess að til komi til dæmis alvarlegt atvinnuleysi.

En það er mat þeirra að erfitt sé að treysta á að slík samhæfing náist (í ríkisfjármálum og á vinnumarkaði) þannig að hagkerfið nái að fást við þau áföll sem óumflýjanlega verða. Við bætist að alþjóðavæðing fjármagnsins leiðir til þess að erfitt og jafnvel ógerningur er fyrir lítil hagkerfi að verjast árásum spákaupmanna, jafnvel þótt viðkomandi ríki búi við myntráðsfyrirkomulag.

Niðurstaða Honahans og Orphanides er sú að í ljósi þess hversu erfitt er að verjast ásókn spákaupmanna á gjaldeyrismarkaði og hversu erfitt það getur reynist að verja atvinnustigið ef ekki er hægt að aðlaga nafngengið, þá sé ekki ráðlegt fyrir Ísland að taka upp fastgengisstefnu.

Myntráð fyrir Ísland – álit starfshóps

Augljóst er að reynslan af myntráðum á undanföllum áratugum hefur verið misjöfn. Til

17 Sjá Klein og Shambaugh (2012).

dæmis er ekki hægt annað en að líta á þróun myntráðsins í Eistlandi sem endaði í inngöngu í evruna sem mjög árángursríka, á sama tíma og myntráð Argentínu sprakk með alvarlegum afleiðingum. Búlgarar hafa ekki enn viljað gefa frá sér sitt myntráð, en þrátt fyrir ágæta reynslu á Balkanskaga hefur engin þjóð tekið upp þessa peningastefnu frá því að myntráð Argengtínu sprakk.

Eins og bent var á hér að ofan þá kom nokkur fjöldi myntráða fram á tíunda áratug síðustu aldar. Þegar aðstæður eru skoðaðar má ljóst vera að ýmist hafði stjórn peningamála misst allan trúverðugleika eða einstakar aðstæður höfðu myndast í sögu viðkomandi þjóðar, sem kölluðu fram samstöðu um að velja myntráð til að ná stjórn á peninga- og efnahagsmálum landins. Í ljósi þess var það því ekki óeðlilegt að umræða um myntráð hafi skotið upp kollinum á Íslandi í kjölfar gjaldmiðils- og bankahrunsins árið 2008.

Að sumu leyti eru mun betri forsendur fyrir upptöku myntráðs hérlendis en verið hefur áður þar sem Seðlabanki Íslands hefur nú yfir að ráða mjög öflugum óskuldsettum gjaldeyrisforða sem telur nú 650 milljarða. Í því samhengi má nefna að grunnfé Seðlabankans – M0 – telur um 128 milljarða en veltuinnlán auk seðla og myntar í umferð telur um 500 milljarða. Gjalddeyrisforðinn dugar því til þess að tryggja innlent lausafé eftir þeim hefðbundnu viðmiðum sem gjarnan eru höfð um myntráð. Raunar er ekki líklegt að skortur á erlendum gjaldeyri verði sérstakt vandamál ef myntráð yrði tekið upp við núverandi aðstæður, jafnframt sem höft á innflæði yrðu afnumin. Það er fyrsta kastið. Frekar má búast við því gagnstæða, að mikið erlent innflæði skapi vandamál með álíkum hætti og gerðist í Danmörku árið 2015. Það er því ekkert tæknilegt sem stendur í vegi fyrir upptöku myntráðs hérlendis.

Jafnframt er ljóst sú efnahagslega samþætting sem Ísland hefur náð við myntbandalag Evrópu í gegnum EES samninginn ætti að mynda góðan grunn fyrir því að evran sé notuð sem kjölfestumynt fyrir íslenskt myntráð. Þá er einnig ljóst að mörg af þeim rökum sem hafa verið færð fyrir aðild Íslands að myntbandalagi Evrópu eiga einnig við um íslenskt evrumyntráð.¹⁸ Tenging við stórt myntsvæði getur sannanlega fært smáþjóðum mikinn ábata með betri samþættingu alþjóðaviðskipta og auknum verðstöðugleika. Það er einnig að sumu leyti óskastaða að Ísland geti búið við frjálst fjármagnsflæði án þess að óttast gengisóstöðugleika. Opinn fjármagnsmarkaður leiðir til aukinnar samkeppni á fjármálamarkaði er hlýtur að skila lægri vaxtamun við fjármálalega milligöngu, auk þess að gefa íslenskum aðilum færi á því að dreifa séríslenskri áhættu (e. risk pooling) og opna nýjar leiðir til fjármögnunar. Frá fullveldi hefur Ísland háð harða baráttu við að varðveita efnahagsstöðugleika samhliða því að halda landinu opnu gagnvart umheiminum. Í sögulegu samhengi væri hægt að halda því fram að nú leysist loks hin mikla þverstæða

18 Sjá Alþjóðamálastofnun Háskólans (2014).

sem Íslendingar hafa barist við í hartnær heila öld, að geta notið samtímis fastgengis og frelsis í viðskiptum með vörur, þjónustu og fjármagn.

Með sama hætti er hægt að færa sömu rök gegn myntráði og hafa verið færð gegn myntbandalagi. Ísland býr við mjög einhæfa og óstöðuga útflutningsatvinnuvegi. Í gegnum tíðina hefur reynst mjög erfitt að viðhalda fastengi á sama tíma og áföll hafa riðið yfir útflutningsgeirann. Þau átök yrðu enn til staðar undir myntráði – en án þess að hægt sé að breyta gengisskráningunni til þess að tryggja aðlögun efnahagslífsins. Þá er einnig ljóst að ef landsmenn fórna sveigjanlegu gengi verða þeir að tryggja sveigjanleikann með breytingum á ýmsum stofnunum – líkt og á vinnumarkaði.

Eins og farið hefur verið yfir hér að framan hafa Íslendingar reynt að viðhalda fastengi frá fullveldi með ýmsum hætti en sá vandi hefur alltaf verið til staðar að nafnlaun hafa ætíð hækkað með mun meiri hraða en hefur þekkt í nágrannalöndunum. Það hefur síðan leitt til þess að fastgengið hefur sprungið. Það yrði því – í ljósi sögunnar – mikil breyting að skipulag vinnumarkaðarins verði með þeim hætti að hér ríki stanslaus, viðvarandi þjóðarsátt og hækkun nafnlauna sé hófleg, í samræmi við framleiðnivöxt og almenna launaþróun á evrusvæðinu. Það er þó ekki nóg. Leikreglur myntráðs eru þær hinar sömu og gamla gullfótarins, það verður að leiðrétta allar framúrkeyrslur eða verðbólguþot með verðhjöðnun og lækkun nafnlauna – ef fastgengið á að halda. En jafnvel það er ekki nóg. Sveiflur í bæði viðskiptakjörum og veltu í útflutningsgreinum leiða til þess að jafnvægisraungengið er ekki stöðugt. Og ef jafnvægisraungengið lækkar skapast viðskiptahalli vegna of mikil innflutnings. Það verður aðeins leiðrétt með því að kaupmáttur lækki til samræmis við nýtt jafnvægi.

Í gegnum tíðina hafa íslensk verkalýðsfélög sýnt mikinn sveigjanleika, eða öllu heldur þolinmæði, gagnvart sveiflum í kaupmætti. Þau hafa ekki brugðist við gengislækkun krónunnar – sem hefur verið nauðsynleg til þess að færa raungengið niður að nýju jafnvægi – með launakröfum. Þær kröfur hafa beðið þar til tíðin hefur batnað. Þannig hafa verkalýðsfélögin leyft kaupmætti að detta niður í kjölfar áfalla í greiðslujöfnuði – meðal annars til þess að tryggja atvinnu. Það er hins vegar allur annar leikur að sleppa genginu úr jöfnunni – og ætla að aðlaga kaupmátt með nafnlaunalækkunum. Kannski er það vel mögulegt – en án efa fylgir slíkum breytingum mjög erfið lærdómskúrfa.

Það er heldur engum blöðum um það að fletta að Ísland uppfyllir ekki viðmiðin sem kennd eru við hagkvæmt myntsvæði, um sameiginlegan takt í hagsveiflum til þess að tengjast evrunni með myntráði. Íslenska hagsveiflan kann að færast í betri takt þegar á líður, þó ósamhverfir framboðshnykkir (e. asymmetric supply shocks) verði alltaf til staðar. Það er samt ljóst að Íslendingar munu ekki geta nýtt evrópska peningastefnu sér til gagns. Það þýðir að megin áherslan í hagstjórninni hlýtur að færast á ríkisfjármálin sem jafnframt felur í sér

töluverða áskorun fyrir yfirvöld hérlendis. Það er umtalsverð fórn að gefa eftir sjálfstæði í peningamálum og að einhverju leyti sjálfstæði ríkisfjármála, jafnvel þótt landsmönnum hafi ekki tekist vel upp við beitingu þessara hagstjórnartækja. Líklegt er að í kjölfarið myndi fylgja meiri breytileiki í atvinnuleysi samfara hagsveiflum, þótt langtíma atvinnustig ætti ekki að verða fyrir áhrifum.

Um þessi atriði má deila – og sínum augum lítur hver silfrið. Þetta er þó ekki meginmálið við upptöku myntráðs. Við inngöngu Íslands í myntbandalag Evrópu myndi Seðlabanki Íslands áfram starfa sem útibú frá hinum evrópska seðlabanka. Sem slíkt útibú gæti hann ekki lengur ákvarðað sérstaka peningastefnu fyrir Ísland en hann gæti áfram þjónað sem lánveitandi til þrautavara fyrir íslenskt fjármálakerfi. Raunar má segja að geta bankans til þess að tryggja fjármálastöðugleika myndi vaxa verulega við það að fá rétt til þess að prenta evrur í endurhverfum viðskiptum við íslensku bankanna.

Í myntráði getur Seðlabankinn ekki þjónað sem lánveitandi til þrautavara nema að eiga gríðarlega stóran gjaldeyrisvarasjóð. Það hefur lengi verið viðurkennd staðreynd að bankakerfi án lánveitanda til þrautavara eru í grundvallaratriðum óstöðug og geta fallið saman í áhlaupi. Jafnframt – eðli málsins samkvæmt – felur aðlögunarferli myntráðs, þar sem vextir þróast á frjálsum markaði eftir framboði og eftirspurn eftir lausafé, í sér gríðarlegan þrýsting á fjármálakerfið. Það verður að geta þolað lausafjárþurrð og vaxtatoppa án þess að tapa trúverðugleika sínum innanlands sem utan. Þetta eru miklar kröfur. Í sumum tilvikum geta myntráðslönd knúið önnur ríki til þess að þjóna sem lánveitendur til þrautavara fyrir sín fjármálakerfi. Þetta átti til að mynda við um Eistland en svo má heita að sænskir bankar hafi yfirtekið fjármálakerfi landsins eftir að landið fékk sjálfstæði. Sérstaklega var Swedbank umsvifamikill þar austan megin við Eystrasalt. Eistland varð illa úti í fjármálakreppunni árið 2008 og myntráð landsins lenti í miklum þrýstingi. Mat sænskra yfirvalda á stöðunni var einfaldlega það að ef myntráðið myndi breyta þá myndi það fela í sér mjög alvarlegt áfall fyrir sænska fjármálakerfið – einkum þó Swedbank sem var of-stór-til-að-falla (e. too-big-to-fail) fyrir Svíþjóð. Af þeim sökum urðu Svíar, nauðugir viljugir, að þjóna sem lánveitendur til þrautavara fyrir Eistland.

Skýrsla þeirra Fredrik N. G. Anderssons og Lars Jonungs fyrir starfshópin lítur að mestu framhjá þessum vanda, eða kemur að minnsta kosti ekki með neina lausn á honum og það rýrir nokkuð gildi hennar. Ef Ísland tæki upp myntráð myndi sú hættu skapast að fjármálakerfið verði bæði óstöðugra og áhættumeira. Það kann síðan að leiða til þess að áhættuálag bætist við alla vaxtasetningu innanlands – svo sem í útlánum og kann að leiða til þess að raunveruleg vaxtasamleitni muni ekki eiga sér stað við landið sem gefur út kjölfestumyntina. Íslendingar hafa reynt það á eigin skinni hvaða afleiðingar það hefur að fjármálakerfið hafi ekki trúverðugan lánveitanda til þrautavara. Sú var einmitt staðan árið 2008 þegar bankarnir féllu.

Þá er það staðreynd að myntráð hefur yfirleitt verið tekið upp sem nauðarkostur fyrir lönd sem hafa þurft að kljást við efnahagslegt öngþveiti. Breytir þar engu um hvort sem það var vegna langvarandi óstjórnar líkt og í Argentínu, vegna mjög erfiðrar aðlögunar eftir kúgun og kommúnisma líkt og í Búlgaríu og Eystrasaltslöndunum eða sem þátt í endureisn eftir stríð líkt og í tilfelli Bosníu-Hersegóvínu. Starfshópurinn sér ekki neina slíka neyð fyrir Ísland og landsmenn hafa mörg góð spil á hendi til þess að geta rekið eigin hagstjórn.

Þá efast starfshópurinn einnig um að aginn geti komið að ofan – að sú rástöfun ein og sér að setja Íslendingum mjög strangar leikreglur, líkt og myntráð felur í sér, muni sjálfkrafa leiða til þess að þeim verði raunverulega fylgt eftir. Það gildir hér sem ætíð, að enginn ætti að hefja leik hvers reglum hann er raunverulega ekki tilbúinn að fylgja. Eins og áður segir er alltaf til undankomuleið úr myntráði þegar á reynir. Ef fastgengisfyrirkomulagið fer að valda verulegum þjóðfélagslegum sársauka er ekki útilokað að Íslendingar brjóti sér leið út úr því fyrirkomulagi líkt og öllum öðrum tegundum af fastgengi sem þeir hafa áður gengist undir. Það breytir engu í þessu tilliti þó myntráðinu væri stjórnað frá erlendu landi líkt og þeir Andersson og Jonung leggja til. Kannski gæti íslenskt myntráð aldrei orðið fullkomlega trúverðugt af þessum sökum.

Að mati starfshópsins er það eitt og sér gríðarlega erfitt að tryggja efnahagslegan stöðugleika undir myntráði. Það gæti aðeins gerst með miklum kerfisbreytingum hér innanlands, svo sem á vinnumarkaði. En jafnframt er það mat starfshópsins að upptaka myntráðs skapi óásættanlega áhættu fyrir fjármálastöðugleika þar sem íslenskar fjármálastofnanir standi eftir án lánveitanda til þrautavara. Af þeim ástæðum getur starfshópurinn ekki mælt með þeim kosti fyrir Ísland við núverandi aðstæður.

Heimildaskrá

- Allen, R. L. (1958). The Vulnerability of Iceland's Economy. *FinanzArchiv / Public Finance Analysis*, 19(3), 441-462. Sótt frá <http://www.jstor.org/stable/40909324>
- Alonso-Gamo, P., Fabrizio, S., Kramarenko, V., & Wang, Q. (2002). *Lithuania : History and Future of the Currency Board Arrangement* [Working Paper 02/127]. International Monetary Fund. Sótt frá <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Lithuania-History-and-Future-of-the-Currency-Board-Arrangement-15929>
- Alþjóðamálastofnun Háskóla Íslands. (2014). *Aðildarviðræður Íslands við ESB - Úttekt unnin fyrir Alþýðusamband Íslands, Samtök atvinnulífsins, Viðskiptaráð Íslands og Félag atvinnurekenda*. Sótt frá <http://ams.hi.is/wp-content/uploads/2014/03/Uttekt-AMS-um-adildarvidraedur-Islands-vid-ESB.pdf>
- Analytica. (2018). *CPI Formulation and Owner-Occupied Housing User Cost*. Forsætisráðuneytið.
- Andersen, P. S., & Guðmundsson, M. (1998). *Inflation and Disinflation in Iceland* [Working Paper no. 1 & no. 52]. Central Bank of Iceland and Bank for International Settlements. Sótt frá <https://www.sedlabanki.is/uploads/files/WP-1.pdf>
- Andersson, F. N., & Jonung, L. (2018). *Lessons for Iceland from Monetary Policy of Sweden*. Forsætisráðuneytið.
- Archer, D. J. (2000). *Inflation Targeting in New Zealand*. The Reserve bank of New Zealand. Sótt frá <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/archer.htm>
- Arthmar, R., & McLure, M. (2016). On Britain's Return to the Gold Standard: Was there a 'Pigou–McKenna School'? *Economic Record*, 92(S1), 1-14. doi:10.1111/1475-4932.12240

Álit hogafræðinganeftndar. (1947). Reykjavík: Snælandsútgáfan.

Ásgeir Jónsson, & Hersir Sigurgeirsson. (2014). *Áhættudreifing eða einangrun? Um tengsl lífeyrissparnaðar, greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga*. Reykjavík: Landssamtök lífeyrissjóða. Sótt frá <http://audfraedi.is/utgefni-rit/frett/2015/04/27/Ahaettudreifing/>

Ásgeir Jónsson, & Hersir Sigurgeirsson. (2016). *The Icelandic Financial Crisis: A Study into the World's Smallest Currency Area and its Recovery from Total Banking Collapse*. London: Palgrave Macmillan UK.

Ásgeir Jónsson, Sigurður Jóhannesson, Valdimar Ármann, Brice Benaben, & Stefania Perrucci. (2012). *Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga*. Reykjavík: Samtök fjármálafyrirtækja.

Baldursson, F. M., & Portes, R. (2018). Restoring trust in Iceland: Iceland's IMF programme. Í T. O. Sigurjónsson, M. Bryant, & D. Schwarzkopf (Ritstj.), *The Return of Trust? Institutions and the Public after the Icelandic Financial Crisis* (bls. 111-127). Emerald Publishing.

Baliño, T. J., & Enoch, C. (1997). *Occasional Paper 151: Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*. International Monetary Fund. Sótt frá <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=2293>

Benjamín H. J. Eiríksson. (1938). *Orsakir erfiðleikanna í atvinnu- og gjaldeyrismálum*. Reykjavík: Steindórsprent H.F.

Bernanke, B. S. (2002). *Remarks by Governor Ben S. Bernanke - Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here*. The Federal Reserve Board. Sótt frá <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2002/20021121/#pagetop>

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (2001, maí). Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *The American Economic Review*, 91(2), 253-257.

Birgir Ísleifur Gunnarsson. (2001). *Peningamál 2001/2 - Ræða flutt á ársfundum Seðlabanka Íslands 27. mars 2001*. Seðlabanki Íslands. Sótt frá <https://www.sedlabanki.is/utgefni-efni/rit-og-skyrslur/rit/2001/05/01/Mai-2001>

Bjarni Bragi Jónsson. (1998). *Seritt 3: Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi*. Seðlabanki Íslands. Sótt frá <https://www.sedlabanki.is/utgefni-efni/rit-og-skyrslur/rit/1998/12/31/Seritt-3-Verdtrygging-lansfjarmagns-og-vaxtastefna-a-Islandi/>

Brash, D. T. (2002). Inflation targeting 14 years on. *American Economics Association conference*. Atlanta: The Reserve Bank of New Zealand. Sótt frá <https://www.bis.org/review/r020121b.pdf>

-
- Bæjarstjórnarfundir hleypt upp. Samfylkingin, sósíalistar og kommúnistar, gerðu í gær út áráð gegn bæjarstjórn og lögreglu (1932, 10. nóvember). *Morgunblaðið*. Sótt frá http://timarit.is/view_page_init.jsp?pageId=1223553&lang=0
- Calvo, G. A. (nóvember 1998). Capital flows and capital market crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35-54. Sótt frá <https://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/volume1/calvo.pdf>
- Calvo, G. A. (2007). *Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort* [Working Paper 12788]. National Bureau of Economic Research. Sótt frá <http://www.nber.org/papers/w12788>
- Chiu, P. (2001). *Hong Kong's Experience in Operating the Currency Board System*. International Monetary Fund. Sótt frá <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2001/err/eng/chiu.pdf>
- Clark, T. E. (1994). Nominal GDP Targeting Rules: Can They Stabilise the Economy. *Economic Review*, Third Quarter, 11-25
- Clinton, K., Hlédik, T., Holub, T., Laxton, D., & Wang, H. (2017). *Czech Magic : Implementing Inflation-Forecast Targeting at the CNB* [Working Paper 17/21]. International Monetary Fund. Sótt frá <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/01/30/Czech-Magic-Implementing-Inflation-Forecast-Targeting-at-the-CNB-44604>
- Dincer, N. N., & Eichengreen, B. (2014). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*, 10(1), 189-253.
- Dornbusch, R., & Werner, A. (1994). Mexico: Stanilization, Reform, and No Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 253-315. Sótt frá https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1994/01/1994a_bpea_dornbusch_werner_calvo_fischer.pdf
- Draghi, M. (2012). *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London*. European Central Bank. Sótt frá <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Durrenberger, P. E., & Pálsson, G. (Ritstj.). (2015). *Gambling Debt: Iceland's Rise and Fall in the Global Economy*. Boulder, Colorado: University Press of Colorado.
- Edwards, S. (2018). *Monetary Policy in Iceland: An Evaluation*. Forsætisráðuneytið.
- Edwards, S., & Magendzo, I. I. (2003). *Strict Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation* [Working Paper 9820]. National Bureau of Economic Research. Sótt frá <http://www.nber.org/papers/w9820>
-

- Edwards, S., & Yeyati, E. L. (2005). Flexible exchange rates as shock absorbers. *European Economic Review*, 49(8), 2079-2105. doi:10.1016/j.eurocorev.2004.07.002
- EFTA. (2016). *Agreement on The European Economic Area*. Sótt frá <http://www.efta.int/media/documents/legal-texts/eea/the-eea-agreement/Main%20Text%20of%20the%20Agreement/EEAagreement.pdf>
- Eiríkur Guðnason. (1989). Bindiskylda. *Fjármálatíðindi*, 15-26. Sótt frá <https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=9199>
- Evans, L., Grimes, A., Wilkinson, B., & Teece, D. (1996, desember). Economic Reform in New Zealand 1984-95: The Pursuit of Efficiency. *Journal of Economic Literature*, 34(4), 1856-1902. Sótt frá <http://www.jstor.org/stable/2729596>
- Fjárhagsástandið. Viðtal við stjórn Íslandsbanka. (1920, 20. ágúst). *Morgunblaðið*, bls. 1. Sótt frá http://timarit.is/view_page_init.jsp?issId=99075&lang=fo
- Fjármála- og efnahagsráðuneytið. (2015, 1. október). *Lokaskýrsla nefndar um heildarendurskoðun laga um Seðlabanka Íslands*. Sótt frá Stjórnarráð Íslands: <https://www.stjornarradid.is/efst-a-baugi/frettir/stok-frett/2015/10/01/Lokaskyrsla-nefndar-um-heildarendurskodun-laga-um-Sedlabanka-Islands-nbsp/>
- Fjármálaráð. (2017). *Álitsgerð fjármálaráðs um tillögu til þingsályktunar um fjármálaáætlun fyrir árin 2018-2022*. Alþingi. Sótt frá <http://www.althingi.is/altext/erindi/146/146-800.pdf>
- Forbes, K. J. (2018). *Macroprudential Policy after the Crisis: Forging a Thor's Hammer for Financial Stability in Iceland*. Forsætisráðuneytið.
- Frankel, J., & Rose, A. (2002). An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 437-366. Sótt frá https://econpapers.repec.org/article/oupqjecon/v_3a117_3ay_3a2002_3ai_3a2_3ap_3a437-466..htm
- Friedman, M. (1969). *The Optimum Quantity of Money*. Chicago: Aldine Pub. Co.
- Greenspan, A. (2002). Opening Remarks. *Economic Symposium: Rethinking Stabilization Policy*. Jackson Hole, Wyoming: Federal Reserve Bank of Kansas City. Sótt frá <https://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/symposiums/escp-2002>

- Guðni Th. Jóhannesson. (2014). Hrun háskólanna, hrun hagfræðinnar, hrun kenninganna. *Þjóðarspegillinn*. Reykjavík. Sótt frá http://gudnith.is/efni/hrun_h%C3%A1sk%C3%B3lanna_hrun_hagfr%C3%A6%C3%B0innar_hrun_kenninganna_2014
- Gurtner, F. J. (2004). Why Did Argentina's Currency Board Collapse? *The World Economy*, 27(5), 679-697. doi:10.1111/j.0378-5920.2004.00621.x
- Hagstofa Íslands. (2015, 22. júní). *Munur ráðstöfunartekna eftir menntun minnstur á Íslandi*. Sótt frá Hagstofa Íslands: <https://hagstofa.is/utgafur/frettasafn/laun-og-tekjur/munur-radstofunartekna-eftir-menntun-minnstur-a-islandi/>
- Haldane, A. G. (2017). *A Little More Conversation, A Little Less Action*. Bank of England. Sótt frá <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2017/a-little-more-conversation-a-little-less-action.pdf?la=en&hash=E49F87ECF3D5A52A5E17349026B1CFAC18E2B78F>
- Hall, R. E., & Mankiw, N. G. (1994). Nominal Income Targeting. Í *Monetary Policy*. The University of Chicago Press.
- Hammond, G. (2012). *Centre for Central Banking Studies: State of Art Inflation Targeting*. Bank of England.
- Hanke, S. (2018, 30. janúar). *Long Live The Lev: Bulgaria Should Hold On To Its Currency Board*. Sótt frá Forbes: <https://www.forbes.com/sites/stevehanke/2018/01/30/bulgarians-love-their-currency-board-and-their-lev-long-live-the-lev/#72e59efb6a0e>
- HM Treasury. (2013). *Review of the monetary policy framework* [Cm 8588]. Sótt frá <https://www.gov.uk/government/publications/review-of-the-monetary-policy-framework>
- Honohan, P., & Orphanides, A. (2018). *Reassessing Iceland's Monetary Regime*. Forsætisráðuneytið.
- International Monetary Fund. (2008). *Iceland: Request for Stand-By Arrangement—Staff Report* [IMF Country Report No. 08/362]. Sótt frá <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08362.pdf>
- International Monetary Fund. (2012). *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*. Sótt frá <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

- International Monetary Fund. (2016). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Sótt frá <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741>
- International Monetary Fund. (2015). *Fiscal Monitor, April 2015 : Now Is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth*. Sótt frá <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2016/12/31/Now-Is-the-Time-Fiscal-Policies-for-Sustainable-Growth>
- International Monetary Fund. (2017, 22. júní). *IMF Executive Board Concludes 2017 Article IV Consultation with Iceland* [Press Release No. 17/240]. Sótt frá: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/06/22/Iceland-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-44998>
- Ip, G. (2010). *The Little Book of Economics: How the Economy Works in the Real World*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons.
- Jännäri, K. (2009). *Report on Banking Regulations and Supervision in Iceland: past, present and future*. Reykjavík: Forsætisráðuneytið. Sótt frá https://www.stjornarradid.is/media/forsaetisraduneyti-media/media/frettir/KaarloJannari__2009.pdf
- Josefsson, M. (2011). *Iceland: Recommendations to strengthen the financial system*. Reykjavík: Atvinnuvegaráðuneyti. Sótt frá <https://www.stjornarradid.is/media/atvinnuvegaraduneyti-media/media/Acrobat/Iceland-Recommendations-to-strengthen-the-financial-system.pdf>
- Jóhannes Nordal. (2002). Mótun peningakerfisins fyrir og eftir 1930. Í Jónas H. Haralz (Ritstj.), *Frá kreppu til viðreisnar: þættir um hagstjórn á Íslandi á árunum 1930-1960*. Reykjavík: Hið íslenska bókmenntafélag.
- Jóhannes Nordal, & Ólafur Tómasson. (1985). Frá floti til flots. Í Sigurður Snævarr (Ritstj.), *Klemensarbók*. Félag viðskipta- og hagfræðinga.
- Jón Daniélsson, & Ásgeir Jónsson. (2005). Countercyclical Capital and Currency Dependence. *Journal of Financial Markets, Institutions and Instruments*, 14(6), 329-348. Sótt frá <https://www.riskresearch.org/papers/DanielssonJonsson2005/>
- Jón Sigurðsson. (1843). Um verslun á Íslandi. *Ný félagsrit*, 3. árgangur.
- Jón Þorláksson. (1925). Lágengi. *Skírnir*, 99(1), 226-229. Sótt frá http://timarit.is/view_page_init.jsp?gegnirId=000539272

-
- Jón Þorláksson. (1929). Úrlausn gengismálsins. *Vörður, VII. árgangur*(7.-8. tölublað). Sótt frá http://timarit.is/view_page_init.jsp?pubId=375
- Jónas H. Haralz. (1981). *Velferðarríki á villigötum: úrval greina frá áttunda áratugnum*. Reykjavík: Félag frjálshyggjumanna.
- Jónas H. Haralz. (2002). Ísland og Bretton-Woods stofnanirnar. Í Jónas H. Haralz (Ritstj.), *Frá kreppu til viðreisnar: þættir um hagsjón á Íslandi á árunum 1930-1960*. Reykjavík: Hið íslenska bókmenntafélag.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999, júní). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems. *The American Economic Review*, 89(3), 473-500. Sótt frá <http://www.jstor.org/stable/117029>
- Klein, M. W., & Shambaugh, J. C. (2010). *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977, júní). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473-492. Sótt frá <http://www.jstor.org/stable/1830193>
- Large, A. (2012). *Sérrit 8: Fjármálastöðugleiki og hlutverk Seðlabanka Íslands*. Seðlabanki Íslands. Sótt frá [https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Serrit/S%C3%A9rrit%20nr.%208%20vefskjal%20-%20Copy%20\(2\).pdf](https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Serrit/S%C3%A9rrit%20nr.%208%20vefskjal%20-%20Copy%20(2).pdf)
- Lepik, I. (2014). *A long Transition: The Estonian Currency Board Arrangement 1992-2010*. Tallinn: Eesti Pank.
- Lög um fjármálastöðugleikaráð nr. 66/2014
- Lög um opinber fjármál nr. 123/2015
- Lög um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001
- Magnús Jónsson. (1926). *Ágrip af sögu bankana á Íslandi. Álit milliþinganevndar um bankamál. Álit meiri hlutans*. Reykjavík: Ísafoldarprentsmiðja.
- Mariás Halldór Gestsson. (2018a). *An Analysis of CBI's Inflation Forecast Errors*. Forsætisráðuneytið.
- Mariás Halldór Gestsson. (2018b). *Efficient Monetary Policy Frontier For Iceland*. Forsætisráðuneytið.
- Mariás Halldór Gestsson. (2018c). *The Effects of CBI's Policy Rate on Interest Rates in Iceland*. Forsætisráðuneytið.
-

- Marsh, D. (2008, 30. nóvember). *Germany's 30-year-old EMS secret is revealed*. Sótt frá The Guardian: <https://www.theguardian.com/business/2008/nov/30/european-monetary-union-meeting-germany>
- Már Guðmundsson. (2017, mars). Global Financial Integration And Central Bank Policies In Small, Open Economies. *Singapore Economic Review (SER)*, 62(1), 135-146. doi:10.1142/S0217590817400069
- McCallum, B. T. (1981). Price level determinacy with an interest rate policy rule and rational expectations. *Journal of Monetary Economics*, 8(3), 319-329. doi:10.1016/0304-3932(81)90014-3
- Mishkin, F. S. (2011). *Monetary Policy Strategy: Lessons from The Crisis* [Working Paper 16755]. National Bureau of Economic Research. Sótt frá <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/fm.pdf>
- Moody's. (2002, 20. október). *Moody's upgrades foreign currency ratings of Australia, New Zealand, and Iceland to Aaa*. Sótt frá Moody's: https://www.moody's.com/research/MOODYS-UPGRADESFOREIGN-CURRENCY-RATINGS-OF-AUSTRALIA-NEW-ZEALAND-AND--PR_60715
- Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657-665. Sótt frá http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/3_20140520035843_A%20Theory%20of%20Optimum%20Currency%20Areas.pdf
- Office for Budget Responsibility. (e.d.). Sótt frá <http://obr.uk/>
- Office of The Historian. (e.d.). *Nixon and the End of the Bretton Woods System, 1971-1973*. Sótt frá Office of The Historian: <https://history.state.gov/milestones/1969-1976/nixon-shock>
- Ólafur Björnsson. (1941, 5. janúar). Kaupgjaldssamningarnir og dýrtíðin. *Morgunblaðið*.
- Pálmi Sigmarsson v Seðlabanki Íslands, E-03/11 (EFTA Dómstóll – 14. desember 2011). Sótt frá http://www.eftacourt.int/fileadmin/user_upload/Files/PRs/2011/13_11/3_11_PR_IS.pdf
- Persaud, A. D. (2009). *The Role of Policy and Banking Supervision in the Light of the Credit Crisis*. New York: Initiative for Policy Dialogue. doi:10.7916/D80C52MM
- Phillips, A. W. (1958, nóvember). The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, 25(100), 283-299. doi:10.2307/2550759

- Reserve Bank of New Zealand. (2004). *Foreign Exchange Intervention Options*. Sótt frá <https://www.rbnz.govt.nz/markets-and-payments/foreign-reserves/intervention/foreign-exchange-intervention-options>
- Rey, H. (2018). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence* [Working Paper 21162]. Sótt frá <http://www.nber.org/papers/w21162>
- Robertson, D. (1966). "Theories of banking policy" Lecture at the LSE, 13 February 1928. Í D. Robertson, *Essays in Money and Interest*. London: HarperCollins.
- Rongved, G. F. (2017). The Gold War: the dissolution of the Scandinavian Currency Union during the First World War. *Scandinavian Economic History Review*, 65(3), 243-262. doi:10.1080/03585522.2017.1364292
- Roser, M., & Ortiz-Ospina, E. (2017, 27. mars). *Global Extreme Poverty*. Sótt frá Our World in Data: <https://ourworldindata.org/extreme-poverty>
- Samband íslenskra samvinnufélaga. (1955). *Samvinnan*, 49, 8-9.
- Samuelson, P. A., & Solow, R. M. (1960, maí). Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy. *The American Economic Review*, 50(2), 177-194. Sótt frá <http://www.jstor.org/stable/1815021>
- Seðlabanki Íslands. (2001). *Peningamál 2001/1 - Seðlabankinn mun halda gengi krónunnar innan vikmarka*. Sótt frá <https://www.seðlabanki.is/utgefid-efni/rit-og-skyrslur/rit/2001/02/01/Febr%C3%BAar-2001/>
- Seðlabanki Íslands. (2001). *Peningamál 2001/2 - Yfirlýsing um verðbólguþætti og breytta gengisstefnu*. Sótt frá https://www.seðlabanki.is/uploads/files/pm012_6.pdf
- Seðlabanki Íslands. (2003). *Peningamál 2003/2*. Sótt frá <https://www.seðlabanki.is/utgefid-efni/rit-og-skyrslur/rit/2003/05/01/Mai-2003/>
- Seðlabanki Íslands. (2005). *Peningamál 2005/4 - Aðhald byrjað að skila árangri sem fylgja þarf eftir*. Sótt frá <https://www.seðlabanki.is/utgefid-efni/rit-og-skyrslur/rit/2005/12/01/Desember-2005/>
- Seðlabanki Íslands. (2008, 28. nóvember). *Frétt: Nýjar reglur um gjaldeyrismál*. Sótt frá Seðlabanki Íslands: <https://www.seðlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2008/11/28/Fr%C3%A9tt-N%C3%BDjar-reglur-um-gjaldeyrism%C3%A1l-/>
- Seðlabanki Íslands. (2012). *Sérrit 7: Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum*. Sótt frá <https://www.seðlabanki.is/utgefid-efni/rit-og-skyrslur/rit/2012/09/17/Serrit-7-Valkostir-Islands-i-gjaldmidils-og-gengismalum/>

- Seðlabanki Íslands. (2016). *Peningamál 2016/4 - Rammagrein 3 Reynsla af spám Seðlabankans*. Seðlabanki Íslands. Sótt frá <https://www.seðlabanki.is/utgefing-efni/rit-og-skyrslur/rit/2016/11/16/Peningamal-2016-4/>
- Seðlabanki Íslands. (2017). *Sérrið 11: Peningastefna byggð á verðbólguþætti: Reynt á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar*. Sótt frá <https://www.seðlabanki.is/utgefing-efni/rit-og-skyrslur/rit/2017/09/20/Serrið-nr.-11-Peningastefna-byggd-a-verdbolguþætti/>
- Seðlabanki Íslands. (2018). *Peningamál 2018/2 - Rammagrein 1 Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns og fjármögnunarskilyrði heimila og fyrirtæja*. Sótt frá <https://www.seðlabanki.is/utgefing-efni/rit-og-skyrslur/rit/2018/05/16/Peningamal-2018-2/>
- Silajdzic, S. (2005). The currency board trap: the case of Bosnia and Herzegovina. *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, 2(2), 47-79. Sótt frá <http://www.usc.es/~economet/reviews/ijaeqs225.pdf>
- Skingsley, C. (2016, nóvember). *Objective-setting and communication of macroprudential policies* [CGF Papers no 57]. Bank for International Settlements. Sótt frá <https://www.bis.org/publ/cgfs57.pdf>
- Smets, F. (2014, júní). Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? *International Journal of Central Banking*, 10(2), 263-300. Sótt frá <http://www.ijcb.org/journal/ijcb14q2a11.htm>
- Svensson, L. E. (2007). *Monetary policy and the interest rate path*. Stockholm: Sveriges Riksbank. Sótt frá <https://larseosvensson.se/files/papers/Danske%20Bank%20708%20nr33e.pdf>
- Svensson, L. E. (2009, 21. september). *Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis*. Sveriges Riksbank. Sótt frá http://archive.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Tal/2009/090921e.pdf
- Svensson, L. E. (2016). *Cost-benefit analysis of leaning against the wind: are costs larger and also with less effective macroprudential policy?* [Working Paper 16/3]. International Monetary Fund. Sótt frá <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1603.pdf>
- Taylor, J. B. (1993, desember). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214. doi:10.1016/0167-2231(93)90009-L

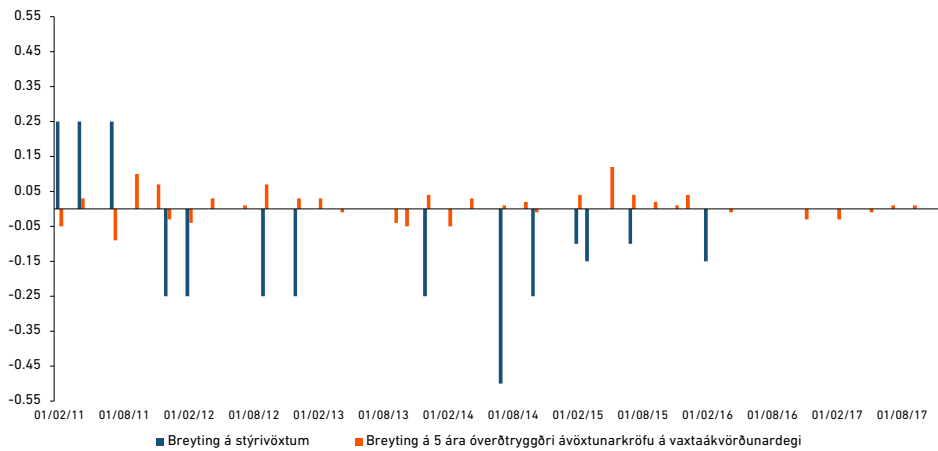
- Turner, P. (2017). *Did Central Banks Cause The Last Financial Crisis? Will They Cause The Next?* [NIESR Discussion Paper No. 484]. Institute of Economic and Social Research. Sótt frá <https://www.niesr.ac.uk/publications/did-central-banks-cause-last-financial-crisis-will-they-cause-next>
- Wellink, N., Svensson, L., Goodfriend, M., Roach, S., Borio, C., Goodhart, C., & Hoogduin, L. (2009, 21. september). Workshop 'Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis'. De Nederlandsche Bank. Sótt frá <https://www.dnb.nl/en/interest-rates-and-inflation/monetary-policy/workshop-on-otowards-a-new-framework-for-monetary-policy-lessons-from-the-crisis/index.jsp>
- Wheeler, G. (2012). *Central banking in a post-crisis world*. Reserve Bank of New Zealand. Sótt frá <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2012/speech2012-10-26>
- Wheeler, G. (2013). *Manufacturing decline not just a dollar story*. Reserve Bank of New Zealand. Sótt frá <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2013/speech2013-02-20>
- Pórarinn G. Pétursson. (2001). *The Transmission Mechanism of Monetary Policy: Analysing The Financial Market Pass-Through* [Working Paper no. 14]. Seðlabanki Íslands. Sótt frá <https://www.seðlabanki.is/uploads/files/wp-14.pdf>
- Pórarinn G. Pétursson. (2018). *Disinflation and improved anchoring of long-term inflation expectations: The Icelandic experience* [Working Paper no. 77]. Seðlabanki Íslands. Sótt frá <https://www.cb.is/publications/publications/publication/2018/03/09/Working-Paper-no.-77-Disinflation-and-improved-anchoring-of-long-term-inflation-expectations-The-Icelandic-experience/>
5. Frumvarp til laga um verðtryggingu launa, 1964.
- 8 verkalýðsfélög boða verfall (1940, 31. desember). *Þjóðviljinn*, bls. 1. Sótt frá http://timarit.is/view_page_init.jsp?pubId=58&lang=is

Viðaukar

Viðauki 1

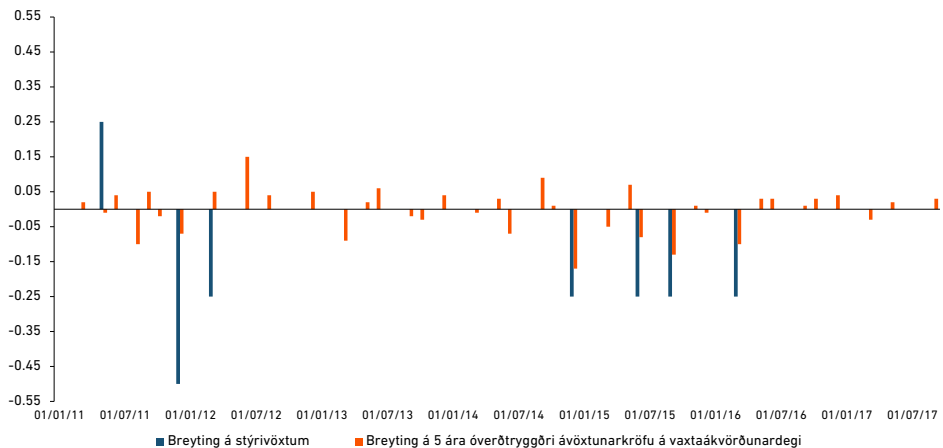
– Breytingar á stýrivöxtum og vöxtum á skuldabréfamarkaði

Mynd 1a: Vaxtaákvörðunardagar, breytingar stýrivaxta og viðbrögð á markaði Svíþjóð



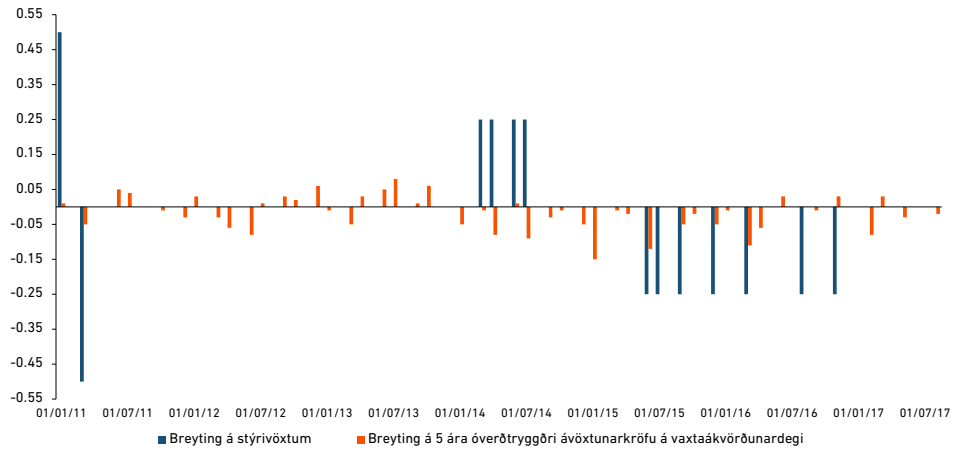
Heimild: Macrobond, Seðlabankinn í Svíþjóð

Mynd 1b: Vaxtaákvörðunardagar, breytingar stýrivaxta og viðbrögð á markaði Noregur



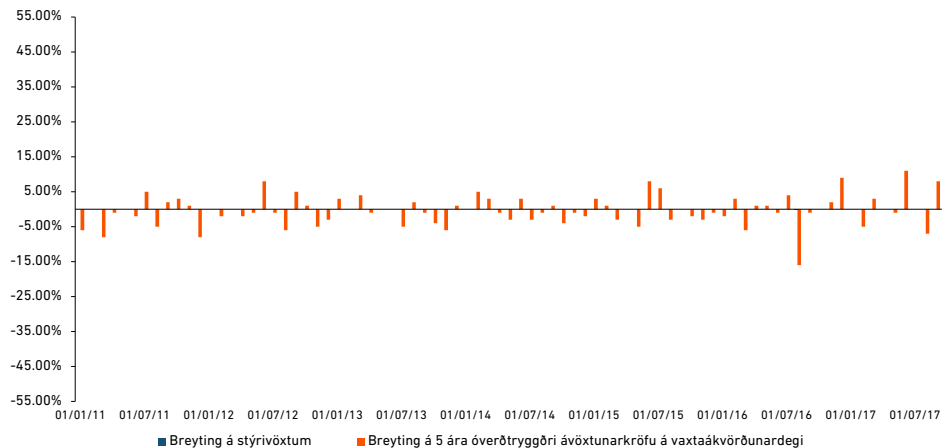
Heimild: Macrobond, Seðlabankinn í Noregi

Mynd 1c: Vaxtaákvörðunardagar, breytingar stýrivaxta og viðbrögð á markaði
Nýja Sjáland



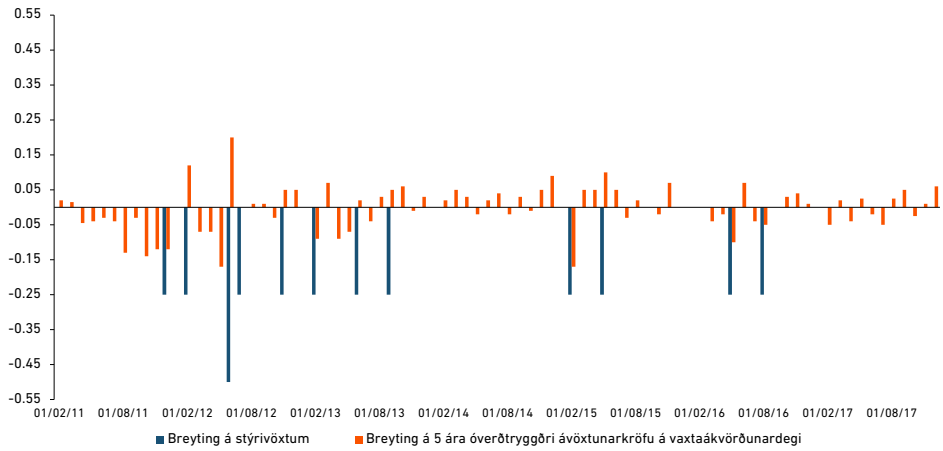
Heimild: Macrobond, Seðlabankinn á Nýja Sjálandi

Mynd 1d: Vaxtaákvörðunardagar, breytingar stýrivaxta og viðbrögð á markaði
England



Heimild: Macrobond, Englandsbanki

Mynd 1e: Vaxtaákvörðunardagar, breytingar stýrivaxta og viðbrögð á markaði
Astralía



Heimild: Macrobond, Seðlabankinn í Ástralíu

Viðauki 2

- Listi yfir viðmælendur

Innanlands

Seðlabanki Íslands, hagfræðisvið, fjármálastöðugleikasvið og þjóðhagsvarúðarsvið

Halldór Benjamín Þorbergsson og Hannes G. Sigurðsson, Samtök atvinnulífsins

Gylfi Arnbjörnsson og Henný Hinz, Alþýðusamband Íslands

Heiðrún Lind Marteinsdóttir, Samtök fyrirtækja í sjávarútvegi

Ásta Fjeldsted og Krístrún Frostadóttir, Viðskiptaráð Íslands

Unnur Gunnarsdóttir og Jón Þór Sturluson, Fjármálaeftirlitið

Gunnar Haraldsson, Fjármálaráð

Helga Árnadóttir og Vilborg Helga Júlíusdóttir, Samtök ferðaþjónustunnar

Perla Ásgeirsdóttir, Landsbankinn

Sverrir Örn Þorvaldsson, Íslandsbanki

Gísli S. Óttarsson, Arion banki

Haraldur Þórðarson og Steingrímur Arnar Finnsson, Fossar

Agnar Tómas Möller og Valdimar Ármannsson, Gamma

Sigurður Hannesson, Kviká

Daði Már Kristinsson, Háskóli Íslands

Friðrik Már Baldursson, Háskóli Íslands

Gylfi Zoëga, peningastefnunefnd

Þráinn Eggertsson, Háskóli Íslands

Þingflokkur Framsóknarflokks

Þingflokkur Sjálfstæðisflokks

Þingflokkur Samfylkingar

Þingflokkur Viðreisnar

Þingflokkur Vinstri-grænna

(Aðrir flokkar þáðu ekki boð um fund með nefndinni)

Erlendis

Mads Kieler, fjármálaráðuneyti Danmerkur

Frank Nielsen, Seðlabanki Danmerkur

Niels Lynggård Hansen, Seðlabanki Danmerkur

Lea Paterson, Seðlabanki Englands

John Power, Seðlabanki Englands

Gill Hammond, Seðlabanki Englands

Melissa Davey, Seðlabanki Englands

Matthew Waldron, Seðlabanki Englands

Robert Hills, Seðlabanki Englands

Richard Hughes, fjármálaráðuneyti Bretlands

Vanessa Macdougall, fjármálaráðuneyti Bretlands

Daniel Gallagher, fjármálaráðuneyti Bretlands

Tom Scholar, fjármálaráðuneyti Bretlands

Pasquale Mauro Diana, Morgan Stanley, Bretlandi

Alina Slyusarchuk, Morgan Stanley, Bretlandi

Melanie Baker, Morgan Stanley, Bretlandi

Märten Ross, fjármálaráðuneyti Eistlands

Andres Kuningas, fjármálaráðuneyti Eistlands

Ülo Kaasik, Seðlabanki Eistlands

Katrin Kask, Seðlabanki Eistlands

Martti Randveer, Seðlabanki Eistlands

Per Jansson, Seðlabanki Svíþjóðar

Marianne Nessén, Seðlabanki Svíþjóðar

Per Stefan Laséen, Seðlabanki Svíþjóðar

Hanna Armelius, fjármálaráðuneyti Svíþjóðar

Erik Höglín, fjármálaráðuneyti Svíþjóðar
Johan Sandberg, fjármálaráðuneyti Svíþjóðar
Ida Wolden Bache, Seðlabanki Noregs
Oisten Roisland, Seðlabanki Noregs
Arent Skjæveland, fjármálaráðuneyti Noregs
Svein Gjedrem, fjármálaráðuneyti Noregs
Yngvar Tveit, fjármálaráðuneyti Noregs
Momina Butt, fjármálaráðuneyti Noregs
Tomasso Mancini Griffoli, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Ashok Bhatia, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Douglas Michael Laxton, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Jonathan Ostry, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Erlend Walter Nier, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Annamaria Kokenyne Ivanics, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Athanasios Arvanitis, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Paret Onorato, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Anne Charlotte, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Ashad Qureshi, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Shakill Hassan, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
Natalia Romanova, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn



FORSÆTISRÁÐUNEYTIÐ