

Höftin, forðinn og hætta á óðaverðbólgu

Jón Steinsson

Allt frá hruni hefur sú skoðun verið útbreidd innan stjórnkerfisins og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) að stór gjaldeyrisvaraforði sé forsenda þess að unnt sé að afnema gjaldeyrishöftin og leyfa gengi krónunnar að ráðast á frjálsum markaði. Röksemdafærsla þeirra sem aðhyllast þessa skoðun er sú að ef höftunum er aflétt án þess að til reiðu sé stór forði sé veruleg hætta á því að gengið taki stóra dýfu án þess að Seðlabankinn geti brugðist við. Því er haldið fram að án verulegs forða sé engin „náttúrulegur botn“ til staðar og gengið gagnvart evru geti farið í 300, 400, 500 eða jafnvel hærra og að afleiðingarnar geti verið efnahagslegt öngþveiti og óðaverðbólga.

Ég tel að ofangreind röksemdafærsla sé ósannfærandi. Og nú þegar hyllir í stóru lánin sem styrkja eiga forðann veldur það áhyggjum að stefna stjórnvalda virðist að einhverju leyti byggja á þessari röksemdafærslu.

Fjármála- og peningamálastefna eru lykilatriði

Stjórnvöld geta með skynsamlegri fjármála- og peningamálastefnu haft fullkomna stjórn á verðlagi til lengri tíma. Ef stjórnvöld marka stefnu um stöðugt verðlag til lengri tíma og standa við þá stefnu mun hrun á gengi krónunnar við afnám hafta leiðrættast af sjálfu sér. Og væntingar um slíka leiðréttingu munu framkalla stærra og stærra hagnaðartækifæri fyrir þá sem vilja kaupa krónur þeim mun meira sem krónan fellur. Skynsamleg stefna – sem þó byggir ekki að neinu leyti á notkun forðans – ásamt venjulegum markaðsöflum mun þannig takmarka hrun krónunnar (mynda náttúrulegan botn) og lyfta henni aftur upp í eðlilegt gengi. Reynsla annarra landa – svo sem Suður Koreu og Tælands eftir Asíukrísuna – sýnir að slíkt ferli gengur oft hratt fyrir sig.

Hin raunverulega hætta á öngþveiti og óðaverðbólgu er að stefna stjórnvalda samrýmist ekki stöðugu verðlagi. Mikilvægasti þáttur slíkrar stefnu er ábyrg stefna í ríkisfjármálum. Ég þekki ekki eitt einasta dæmi um óðaverðbólgu sem orsakast af öðru en óstjórn í ríkisfjármálum. Það er ófrávíkjanlegt lögmál að á endanum þarf að greiða fyrir öll ríkisútgjöld annað hvort með skatttekjum eða með peningaprentun. Ríkisstjórnir sem greiða fyrir öll sín útgjöld með skatttekjum skapa ekki verðbólguþrýsting til lengri tíma. Ríkisstjórnir sem eyða umfram getu sína til þess að afla skatttekna framkalla á endanum alltaf verðbólgu.

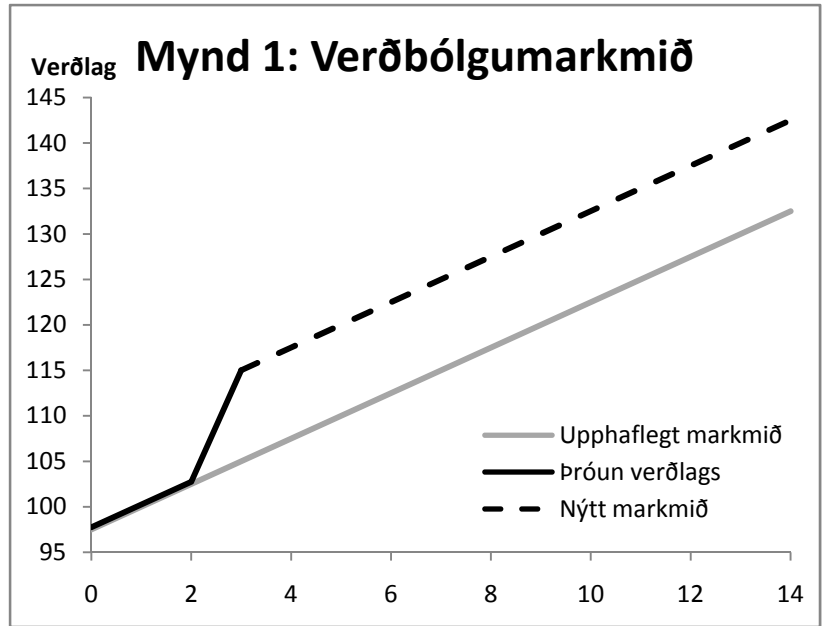
En ábyrg stefna í ríkisfjármálum er ekki það eina sem þarf til þess að tryggja stöðugt verðlag til lengri tíma. Einnig er nauðsynlegt að peningamálastefna stjórnvalda samrýmist stöðugu verðlagi til lengri tíma. Verðbólguþrýstingur eins og það hefur verið útfært af Seðlabanka Íslands (og fjölda annarra seðlabanka) undanfarin ár hefur því miður alvarlega galla hvað þetta varðar. Og svo virðist sem þessir gallar séu alvarlegri í litlu opnu hagkerfi eins og hagkerfi okkar Íslendinga en í stærri hagkerfum.

Gallar verðbólguþrýstingur

Það gerist með reglulegu millibili að gengi krónunnar tekur dýfu. Þegar þetta gerist hækkar verðbólga langt upp fyrir markmið Seðlabankans. Til skamms tíma er lítið sem Seðlabankinn getur gert þegar slík „verðbólguþrýsting“ eiga sér stað þar sem stjórnþæki hans verka á hagkerfi með töluverðri töf. Samkvæmt verðbólguþrýstingnum á Seðlabankinn að bregðast við slíkri stöðu með því að koma verðbólgu aftur niður í 2,5% innan tveggja ára eða svo.

Verðbólguþéttur gengur þannig út á að *verðbólga* lækki aftur niður á fyrri stig. En verðbólguþéttur tryggir ekki að *verðlag* lækki aftur niður á það stig sem það hefði verið á ef verðbólguþéttur hefði ekki átt sér stað. Verðbólguþéttur hækkar því vænt verðlag til lengri tíma.

Mynd 1 sýnir dæmi um afleiðingar verðbólguþéttis á verðbólgu og væntingar um verðlag í framtíðinni. Á tíma 3 í dæminu á sér stað verðbólguþéttur. Dæmið gerir ráð fyrir því að Seðlabankinn takist að lækka verðbólgu strax aftur niður í 2,5%. En verðbólguþéttur hefur varanleg áhrif á vænt verðlag.

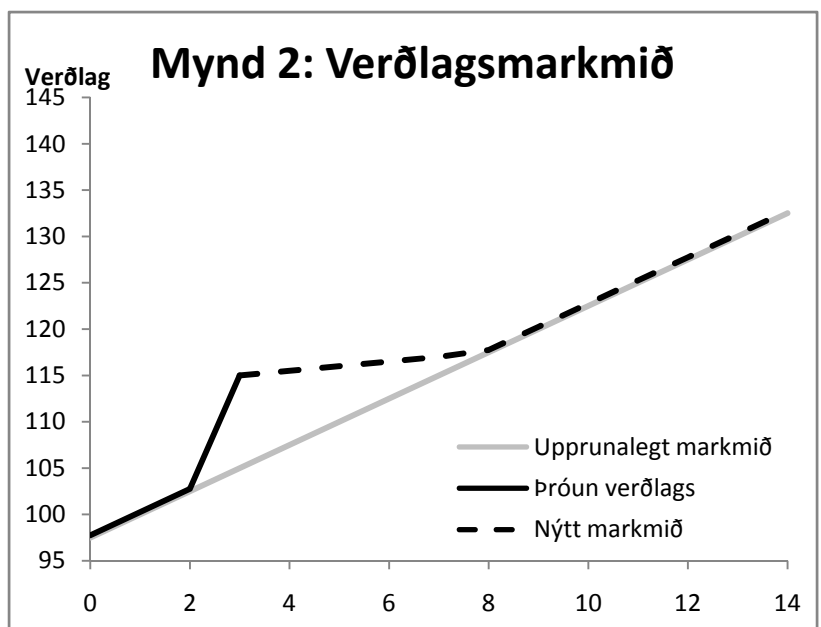


Þegar gjaldeyrishöftin eru afnumin er viðbúið að gengið taki dýfu og enn eitt verðbólguþéttur eigi sér stað. Við slíkar aðstæður skapar verðbólguþéttur Seðlabankans væntingar um að sú hækkun á verðlagi sem á sér stað í verðbólguþéttinu muni aldrei ganga til baka. Þetta þýðir að stór hluti af gengislækkuninni mun ekki heldur ganga til baka (þar sem gengið ræðst til lengri tíma af verðlagi). En þeim mun veikari sem væntingar um viðsnúning í genginu verða þeim mun minni verður eftirspurn eftir krónum. Verðbólguþéttur getur því átt þátt í því að magna upp hrun gengisins með því að skapa vítahring væntinga sem rætast af sjálfu sér um lægra gengi og hærra verðlag.

Gallinn við verðbólguþéttur er að „það sem er búið og gert er búið og gert“ (e. bygones are bygones). Þegar Seðlabankinn missir verðlagið upp fyrir markmiðið reynir hann ekki að koma því aftur niður á sömu braut og það var á áður. Þetta er það sem skapar vítahringinn sem lýst er hér að ofan.

Kostir verðlagismarkmiðs

Ein útfærsla peningamálastefnu sem tekur á þessum galla er svokallað verðLAGSmarkmið. Seðlabanki sem fylgir verðlagismarkmiði bregst við verðbólguþéttur með því að þrýsta verðbólgu niður fyrir meðaltalsverðbólgu þangað til verðlag er aftur komið á sömu braut og það var á fyrir verðbólguþéttur. Mynd 2 lýsir viðbrögðum seðlabanka sem fylgir verðlagismarkmiði við verðbólguþéttur. Í stað þess að lækka verðbólgu aftur niður í 2,5%, lækkar seðlabankinn verðbólgu enn meira þar til verðlag er aftur komið á upphaflega braut.



Núverandi aðstæður kalla á verðlagsmarkmið

Verðbólgu­markmið Seðlabanka Íslands hefur því miður ekki reynst vel. Frá því verðbólgu­markmiðinu var fyrst náð seint á árinu 2002 hefur verðlag hækkað um 37% umfram markmið Seðlabankans. Það sem meira er, verðbólgu­markmið hefur reynst verr á Íslandi en annars staðar. Ástæðuna tel ég vera áhrif þeirra verðbólgluskota sem fylgja dýfum í gengi krónunnar. Verðlags­markmið er mun betri stefna en verðbólgu­markmið við íslenskar aðstæður. (Þess má geta að Seðlabanki Kanada hefur um nokkurt skeið verið að kanna að skipta út verðbólgu­markmiði fyrir verðlags­markmið.)

Kostir verðlags­markmiðs fram yfir verðbólgu­markmið eru sérstaklega mikilvægir þegar gjaldeyrishöftunum er aflétt þar sem þá er mikil hættu á gengishruni og verðbólgu­skoti. Verðlags­markmið myndi hjálpa Seðlabankanum að skapa væntingar um að lækkun á gengi krónunnar muni ganga til baka. Slíkar væntingar munu eins og fyrr segir skapa væntingar um hagnað af því að kaupa krónur og þannig dempa sveiflur í gengi krónunnar. Ef Seðlabankanum tekst ekki að skapa slíkar væntingar gætu afleiðingarnar verið vítahringur lakkandi gengis með engan „náttúrulegan botn“ .

Stærð gjaldeyrisvaraforðans skiptir litlu máli hvað þetta varðar. Það er raunar stórhættulegt að sú skoðun sé útbreydd innan stjórnkerfisins og AGS að stór gjaldeyrisvaraforði geti verið mikilvægt vopn í baráttunni gegn verðbólgu og gengishruni. Slíkur hugsunarháttur dreyfir athygli manna frá því sem raunveruleg skiptir máli. En þar að auki gæti sóun gjaldeyrisvaraforðans í óskynsamleg inngríp haft í för með sér að Seðlabankinn tapi tugum milljarða. Það myndi vitaskuld gera stjórnvöldum enn erfiðara fyrir að komast hjá því að setja peningaprentvélarnar í gang. Forðann á einungis að nota til þess að greiða fyrir nauðsynjar í neyð.

Stór hluti af hruni krónunnar síðustu 18 mánuði var nauðsynleg aðlögun vegna kreppunnar. Krónan gerði okkur kleift að framkalla „launalækkun án blóðsúthellinga“ og fyrir vikið hefur samkeppnisstaða íslenskrar vöru stórbatnað. Lönd eins og Lettland sem haldið hafa í fastgengisstefnu eru mun verr sett en við hvað raunhagkerfið snertir. En áframhaldandi gengishrun og verðbólga hafa minna upp á sig og munu á endanum valda meiri skaða en gagni.

Hefur Seðlabankinn nægilega sterkt pólitískt bakland?

Peningamálastefna Seðlabankins undanfarin ár hefur verið gagnrýnd harðlega. Sú gagnrýni hefur nánast öll verið í þá veru að Seðlabankinn ætti að slaka á klóni. Tillaga mín um upptöku verðlags­markmiðs miðar þvert á móti að því að gera stefnu Seðlabankans enn strangari en hún hefur verið. Í mínum huga er stóra spurningamerkið varðandi upptöku verðlags­markmiðs hvort Seðlabankinn hefur nægilega sterkt pólitískt bakland til þess að standa við slíka stefnu. Með öðrum orðum, munu almenningur og stjórnvöld svifta Seðlabankann sjálfstæði sínu – eða grafa undan trúverðuleika hans með síendurteknum kvörtunum og hótunum – ef hann reynir að gera það sem virkilega þarf til þess að skapa stöðugleika.

Geta Seðlabankans til þess að skapa stöðugleika ræðst að stórum hluta af því hversu sannfærandi stjórnvöld eru í því að styðja áframhaldandi sjálfstæði hans. Ef Seðlabankinn getur ekki treyst á stjórnvöld þegar mest á reynir er ljóst að framundan er botnlaust gengishrun og verðbólga. Það er því til mikils að vinna að stjórnvöld skapi Seðlabankanum góða umgjörð og standi óhaggað á bak við óvinsælar aðgerðir hans þegar mest á reynir.