

# HUGLEIÐINGAR UM PENINGAMÁLASTEFNU EFTIR HÖFT

Jón Steinsson<sup>1</sup>

*Columbia háskóla í New York*

Seðlabanki Íslands birti á dögunum skýrslu um peningamálastefnu eftir höft (Seðlabanki Íslands, 2010). Í skýrslunni er annars vegar litið yfir farinn veg og hins vegar er lýst þeim kostum sem bankinn telur helst koma til greina við stjórn peningamála þegar núverandi gjaldeyrishöftum er lyft. Seðlabankinn dregur ekkert undan þegar kemur að því sem á undan er gengið. Það er ánægulegt að sjá að Seðlabankinn gerir sér grein fyrir því að saga peningamála á Íslandi er nánast órofin sorgarsaga. Á löngu tímabil þurftu Íslendingar að þola viðvarandi óstjórn í peninga- og ríkisfjármálum sem olli hárrí verðbólgu og skekkti allar ákvarðanir landsmanna um sparnað og fjárfestingu (m.a. vegna reglna um hámarksvexti en einnig vegna pólitískra afskipta af bankakerfinu). Á síðustu 25 árum hafa mörg stór skref verið stígin í rétta átt varðandi stjórn peninga- og ríkisfjármála og ástandið hefur snarbatnað. En árangur okkar Íslendinga er þó enn talsvert lakari í þessum efnum en árangur þeirra þjóða sem við viljum bera okkur saman við. Við eigum að geta gert betur.

Stóra spurningin varðandi stjórn peningamála eftir höft er hvort við Íslendingar eigum yfir höfuð að reka sjálfstæða peningamálastefnu. Í skýrslu Seðlabankans er ekki tekin bein afstaða til þessarar spurningar. Þess í stað er ljósi varpað á það hvaða kostir eru í stöðunni ef ákveðið er að kasta krónunni og einnig ef ákveðið er að halda krónunni. Til þess að geta lagt mat á þá kosti sem bankinn fjallar um er mikilvægt að gera sér góða grein fyrir almennum rökum með og á móti því að við Íslendingar rekum sjálfstæða peningamálastefnu.

## **Krónan: Almenn rök með og á móti**

Stóri kosturinn við að halda í krónuna er sveigjanleikinn sem því fylgir að geta leyft genginu að falla þegar illa gengur og þá sérstaklega þegar allt er komið í óefni. Við slíkar aðstæður getur gengisfelling (og verðbólgan sem henni fylgir) framkallað „launalækkun án blóðsúthellinga“. Slík launalækkun bætir samkeppnisstöðu íslenskrar framleiðslu og ýtir þannig undir hagvöxt og atvinnu. Hún lækkar einnig ríkisútgjöld og bætir þannig fjárhagsstöðu ríkissjóðs. Sveigjanleikinn er því dýrmætur þegar illa árar.

En hádegisverðurinn er aldrei ókeypis. Fyrir sveigjanleikann sem fylgir því að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil – og nýtist svo vel þegar allt er komið í óefni – greiðum við í formi vaxtaálags. Frá árinu 1995 og til ársloka 2007 var vaxtamunur við útlönd að meðaltali um 5%. Gengi krónunnar var nánast hið sama í lok þessa tímabils og það var í upphafi. Lántökukostnaður í krónum var því að meðaltali um 5% á ári hærrí en í viðskiptaveginni myntkörfu á þessu 12 ára tímabili. Á árinu 2008 hrundi síðan gengið um helming. En jafnvel þegar hrunið er tekið með í reikninginn var

---

<sup>1</sup> Ég vil þakka Arnóri Sighvatsyni, Ásgeiri Jónssyni, Emi Nakamura, Friðriki Má Baldurssyni, Má Guðmundssyni og Þórarni G. Péturssyni fyrir gagnleg samtöl um efni greinarinnar.

lántökukostnaður í krónum frá 1995 til loka ársins 2008 um 1% á ári hærri en í viðskiptaveginni myntkörfu.

Þessir háu vextir ár eftir ár eru að hluta til afleiðing sveigjanleikans sem fylgir krónum. Fjármagnseigendur gera sér grein fyrir því að einmitt þegar kreppir að mun krónan lækka í verði. Þessi hegðun krónunnar – að lækka í verði þegar kreppir að – gerir krónueignir minna aðlaðandi en ella.

Eignir sem gefa vel af sér þegar kreppir að eru sérstaklega aðlaðandi fyrir fjárfesta þar sem það er einmitt þegar kreppir að sem fjármagn er mest virði. Það felst í því ákveðin trygging að eiga slíkar eignir og fjárfestar eru tilbúnir til þess að borga hátt verð fyrir þær. Eignir sem á hinn bóginn gefa illa af sér þegar kreppir að eru af sömu ástæðu sérstaklega óaðlaðandi fyrir fjárfesta. Slíkar eignir magna niðursveifluna fyrir eigendur sína í stað þess að dempa hana. Fjárfestar vilja því fá sérstaklega háa ávöxtun fyrir að eiga slíkar eignir.

Eins og fyrr segir veldur sjálfstæð peningamálastjórn okkar Íslendinga því að krónan lækkar í verði þegar kreppir að. Þetta hjálpar íslenskri framleiðslu þegar allt er í rugli. En þessi hegðun krónunnar fælir fjármagn frá Íslandi. Íslenska krónan hækkar því fjármagnskostnað íslenskra fyrirtækja, heimila og íslenska ríkisins að staðaldri.

Annar ókostur við sveigjanleikann er að hann veldur óvissu og eykur þannig viðskiptakostnað. Frankel og Rose (2002) hafa metið áhrif sameiginlegrar myntar á utanríkisviðskipti og þjóðarframleiðslu. Þeir komast að þeirri niðurstöðu að 1) Lönd sem nota sama gjaldmiðil eiga þrefalt meiri viðskipti hvert við annað en þau myndu gera ef þau notuðu ekki sama gjaldmiðil; 2) Fyrir hvert prósentustig sem utanríkisviðskipti aukast eykst þjóðarframleiðsla um 0.3%. Niðurstöður Frankel og Rose eru reyndar nokkuð umdeildar á meðal hagfræðinga þar sem erfitt er að einangra áhrif sameiginlegs gjaldmiðils frá öðrum þáttum sem hafa áhrif á utanríkisviðskipti og hagvöxt (sjá t.d. Rodrik, 2001).

Samkvæmt Frankel og Rose myndi landsframleiðsla okkar Íslendinga aukast um 15% ef við tækjum upp evruna og utanríkisviðskipti myndu aukast um 45% af landsframleiðslu (úr 67% í 112%).<sup>2</sup> Niðurstöður þeirra benda einnig til þess að ábatinn af því að taka upp evru myndi tvöfaldast ef Svíþjóð, Danmörk og Bretland gerðu slíkt hið sama. Samkvæmt niðurstöðum þeirra, er Bandaríkjadalur mun verri kostur fyrir okkur Íslendinga. Notkun dalsins myndi einungis auka þjóðarframleiðslu hér á landi um 5%.

Ég kann ekki deili á sambærilegum rannsóknum þegar kemur af erlendri fjárfestingu. En það hefur löngum verið eftir því tekið að erlendir bankar hafa haft lítinn áhuga á því að starfa á Íslandi. Fyrir því geta verið margar ástæður. Ekki er ólíklegt að tilvist krónunnar sé ein þeirra. Uptaka erlends gjaldmiðils gæti ýtt undir erlenda fjárfestingu á Íslandi almennt og sérstaklega í bankageiranum. Hér að neðan færi ég rök fyrir því að tilkoma erlendra banka á Íslandi væri hagfeld fyrir okkur þegar kemur að fjármálastöðuleika.

---

<sup>2</sup> Breedon og Pétursson (2004) meta áhrif evruaðildar á Íslandi með gögnum frá eingöngu Evrópuríkjum. Þeir komast að þeirri niðurstöðu að utanríkiviðskipti myndu „einungis“ aukast um 12% af landsframleiðslu og að landsframleiðsla myndi „einungis“ aukast um 4%.

## Af hverju eru vextir háir á Íslandi?

Eins og fyrr segir hafa vextir á Íslandi verið himinháir nánast sleitulaust síðustu 25 árin. Ein orsök þess er að krónan hefur fælt fjármagn frá Íslandi. Ef þetta er meginorsök hárra vaxta ætti það að veða þungt þegar kemur að því að ákveða hvort við höldum í krónuna eða ekki. Þá er lykilsurningin: Er möguleikinn á því að geta fellt gengið í niðursveiflu nægilega mikils virði til þess að hann réttlæti það að íslenskt atvinnulíf, íslensk heimili og íslenska ríkið þurfi að búa við 5% hærri fjármagnskostnað en sambærilegir aðilar í öðrum löndum ár eftir ár?

En ef til vill áttu aðrir þættir meiri þátt í því að vextir voru háir að meðaltali á Íslandi síðustu 25 árin en fælingarmáttur krónunnar. Fjármálamarkaðir voru afskaplega frumstæðir á Íslandi allt fram á þessa öld og vaxtamunur innlána og útlána í bankakerfinu hár. Það er ekki ólíklegt að skortur á sparnaðarleiðum sem skiluðu þolanlegri ávöxtun fyrir venjulegt fólk hafi því haft áhrif á framboð fjármagns og þannig á vaxtastig í landinu. Á síðustu tíu árum lagaðist þetta en aðrir þættir komu til sögunnar. Þar má annars vegar nefna þær miklu stóriðjuframkvæmdir sem voru í gangi og hins vegar hið óeðlilega ástand sem ríkti í bankakerfinu. Báðir þessir þættir ýttu undir þenslu og leiddu til hærri vaxta.

Það er ekki útilokað að betri hagstjórn og bærileg samkeppni á bankamarkaði í framtíðinni muni gera það að verkum að sparnaður aukist nægilega mikið á Íslandi til þess að raunvextir verði mun lægri en þeir hafa verið síðustu 25 ár og jafnvel sambærilegir við það sem gengur og gerist í þeim löndum sem við viljum geta borið okkur saman við þótt við höldum krónunni með sveigjanlegu gengi.<sup>3</sup> Það væri þó algjörlega á skjön við sögu síðustu 25 ára.

## Verðbólguþáttur

Ef við ætlum okkur að halda krónunni, telur Seðlabankinn nauðsynlegt að hann noti fleiri stjórnartæki til þess að tryggja peningalegan og fjárhagslegan stöðugleika en eingöngu vaxtatekið. Bankinn segir nauðsynlegt að hann beiti reglum um veðhæfi mismunandi fjáreigna, eiginfjár- og lausafjárhlutföll fjármálafyrirtækja og gengisáhættu þeirra og hámarksbláshlutföll viðskiptavina fjármálafyrirtækja. Þessi tæki hafa hlotið samheitið þjóðhagsvarúðartæki (e. macro-prudential tools). Einnig nefnir hann aukna notkun gjaldeyrisinngripa og söfnun gjaldeyrisforða. Bankinn telur engu að síður að grunnhugmyndafræðin á bak við peningamálastefnuna – ef við höldum krónunni – eigi að byggja á verðbólguþáttum. Hið endurbætta verðbólguþáttur sem bankinn sér fyrir sér kýs hann að nefna verðbólguþáttur-þáttur.

Ég er sammála bankanum varðandi þessar hugmyndir um endurbætur á verðbólguþáttinum og tel að slíkt fyrirkomulag gæti gagnast vel. Margir vilja afskrifa verðbólguþáttur sem afleitt fyrirkomulag vegna reynslunnar síðasta áratuginn. En það er eitt að reyna að viðhalda peningalegum stöðugleika á meðan bankakerfinu er leyft að sleppa algerlega af sér beislunum þannig að það lánar ótakmarkað fé nánast algerlega án tillits til þess hvort raunhæft sé að lánin

---

<sup>3</sup> Einn mikilvægur þráskuldur í þessu sambandi er 3,5% reglan í lífeyriskerfinu. Hún bjargar fjárfestingastefnu lífeyrissjóðanna þannig að þeir eru tregir til þess að kaupa skuldabréf – jafnvel ríkistryggð skuldabréf – ef ávöxtunarkrafa bréfanna er lægri en 3,5%. Þegar ávöxtunarkrafa skuldabréfa nálgast 3,5% ýtir reglan undir fjárfestingu lífeyrissjóða í áhættumeiri eignum sem bera hærri ávöxtun. Endurskoðun þessarar reglu er aðkallandi hvaða leið sem farin er varðandi framtíð peningamálastefnunnar.

fáist endurgreidd. (Þ.e. stendur í nokkurs konar Ponzi-svindli þar sem innherjarnir græða á meðan vel gengur en skattgreiðendur borga þegar spilaborgin hrynur.) Það er allt annað – og mun raunsærra markmið – að reyna að viðhalda peningalegum stöðugleika þegar strangt regluverk heldur aftur af freisni bankamanna.

Af þessum sökum er verðbólgu­markmið-plús á þeim nótum sem bankinn lýsir alls engin smá breyting. Í raun er um grundvallarbreytingu að ræða varðandi hugmyndafræðina að baki framkvæmd peningamálastefnunnar. Markmiðið er það sama. En framkvæmdin er allt önnur og mun líklegri til árangurs. Verðbólgu­markmið-plús gæti því reynst stórt skref fram á við.

Bankinn fjallar einnig um aðrar hugsanlegar breytingar á útfærslu verðbólgu­markmisins (kaflí 6). Fjallar hann meðal annars um kosti og galla þess að hækka verðbólgu­markmiðið, víkka víkmörk þess, lengja sjón­eildarhringinn og breyta viðmiðun­arvísitölu markmiðsins. Flestar af þessum breytingum myndu grafa undan trúverðuleika þeirrar almennu stefnu að viðhalda verðstöðugleika til lengri tíma. Þær myndu því að öllum líkindum leiða til hærri verðbólgu og hærri vaxta á Íslandi án þess að verulegur ábati komi á móti.

### **Verðlagsmarkmið í stað verðbólgu­markmiðs?**

Skynsamlegra væri að gera breytingar á verðbólgu­markmiðinu sem miða að því að *auka* trúverðuleika markmiðsins um stöðugt verðlag til lengri tíma. Ein leið í þá veru væri upptaka verðlagsmarkmiðs í stað verðbólgu­markmiðs. Munurinn á þessu tvennu hefur með það að gera hvernig Seðlabankinn bregst við „verðbólgu­skotum“. Stefnir hann einugis að því að koma verðbólgu aftur niður að verðbólgu­markmiðinu eða stefnir hann að því að koma verðlagi aftur niður á það stig sem það væri á ef ekki fyrir verðbólgu­skotið?

Á Íslandi gerist það 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 verðbólgu­skot eiga sér stað þar sem stjórn­tæki hans verka á hagkerfi með töluverðri töf. Samkvæmt verðbólgu­markmiðinu á Seðlabankinn að bregðast við slíkri stöðu með því að koma verðbólgu aftur niður í 2,5% innan tveggja ára eða svo.

Verðbólgu­markmiðið gengur þannig út á að verðbólga lækki aftur niður á fyrra stig. En verðbólgu­markmiðið tryggir ekki að verðlag lækki aftur niður á það stig sem það hefði verið á ef verðbólgu­skotið hefði ekki átt sér stað. Verðbólgu­skotið hækkar því vænt verðlag til lengri tíma. Grunn gallinn við verðbólgu­markmið 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. Þar sem innlendir aðilar gera sér grein fyrir þessu leiðir þessi eiginleiki verðbólgu­markmiðs það af sér að verðbólgu­væntingar til lengri tíma eru hærri en ella og verðhækkanir þegar krónan tekur dýfu eru meiri en ella.

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

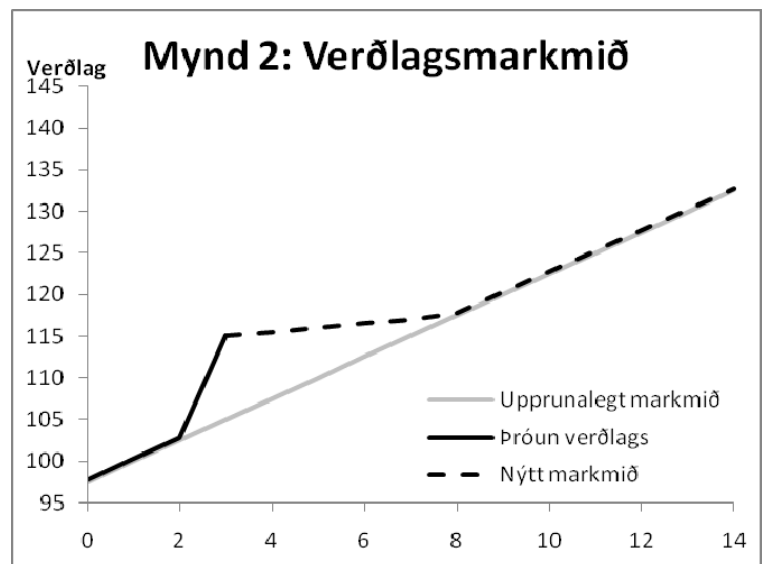
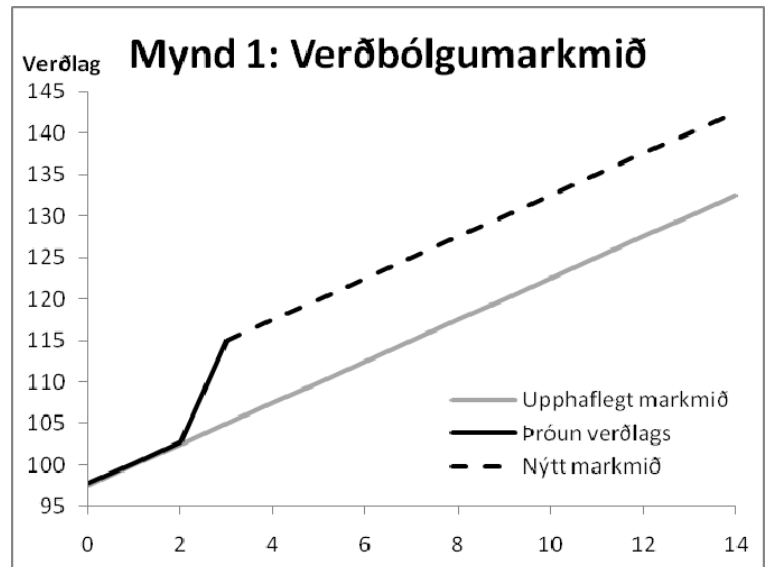
Seðlabanki sem fylgir verðlagsmarkmiði bregst hins vegar við verðbólgu með því að þrýsta verðbólgu niðurfyrir meðaltalsverðbólgu þangað til verðlag er aftur komið á sömu braut og það var á fyrir verðbólgu. Mynd 2 lýsir viðbrögðum seðlabanka sem fylgir verðlagsmarkmiði við verðbólgu. Í stað þess að lækka verðbólgu aftur niður í 2,5%, lækkar seðlabankinn verðbólgu enn meira þar til verðlag er aftur komið á upphaflega braut.

Uptaka verðlagsmarkmiðs væri því skref í þá átt að auka trúverðuleika markmiðsins um stöðugt verðlag til lengri tíma. Það ætti því að lækka verðbólguálag á vexti á Íslandi. Þetta á við þótt verðlagsmarkmiðið væri ef til vill ekki fullkomlega trúverðugt í byrjun (og jafnvel aldrei). Þótt það sé ekki fullkomlega trúverðugt ætti það samt að hliðra væntingum almennings í átt að lægri meðaltalsverðbólgu.

Uptaka verðlagsmarkmiðs þykir ef til vill of róttækt skref. Ef svo er má ná fram hluta af ábata verðlagsmarkmiðs með því að breyta verðbólgu markmiðinu þannig að markmið Seðlabankans sé að ná verðbólgu markmiðinu *að meðaltali*. Slík breyting myndi þýða að ef verðbólga hækkaði upp fyrir markmiðið í kjölfar dýfu í genginu eða þenslu innanlands ætti Seðlabankinn að þrýsta verðbólgu niðurfyrir markmiðið í kjölfarið til þess að leiðrétta fyrri mistök.

## Yfirstjórn Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins

Slakur árangur okkar Íslendinga í peningamálum og varðandi fjármálastöðuleika er að stærstum hluta til kominn af mannavöldum. Hér er ég ekki að kenna útlendingum um ófarir okkar heldur íslenskum stjórnvöldum og embættismönnum. Á liðnum áratug leyfðu ríkisstjórnir Íslands, Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið stóru bönkunum að blása út þar til þeir voru orðnir svo stórir að ríkið hefði ekki getað stutt við bakið á þeim jafnvel þótt vandi þeirra hefði einungis verið lausafjársandi. Þessir aðilar brugðust auk þess algerlega í því að framfylgja því regluverki um



bankastarfsemi og fjármálamarkaði sem var til staðar og átti að vernda almenning fyrir óeðlilegri áhættusækni bankanna og óheiðarlegum viðskiptaháttum innan þeirra.

Sem dæmi má nefna að nánast ógjörningur var fyrir tvo aðila að vera nægilega tengdir til þess að þeir féllu undir skilgreiningu Fjármálaeftirlitsins á tengdum aðili, (jafnvel nánir fjölskyldumeðlimir voru „ótengdir“ að mati FME). Mér vitanlega er ekki eitt einasta dæmi um ákæru fyrir innherjavípskipti á Íslandi fyrir hrun. Í ljós hefur komið að bankarnir lánuðu eigendum sínum og aðilum tengdum eigendum sínum verulegan hluta af því fé sem þeir höfðu yfir að ráða. Og stór hluti af hlutfé bankanna var keypt beint eða óbeint með lánsfé frá bönkunum sjálfum. Það er deginum ljósara að afleitt eftirlit stjórnvalda með stóru bönkunum var forsenda hins mikla vaxtar þeirra og hrunsins sem það leiddi af sér.

Þegar halla tók undan fæti og bankarnir sóttu í auknum mæli eftir lánsfé frá Seðlabanka Íslands á árinu 2008 brást yfirstjórn bankans herfilega í því að tryggja hag almennings. Seðlabankinn veitti bönkunum yfir 500 milljarða króna í lán að mestu gegn veðum í skuldabréfum þeirra sjálfra – svokölluðum ástarbréfum. Á þessum lánveitingum tapaði Seðlabankinn hátt í 300 milljarða króna á einu vetfangi þegar hrunið átti sér stað. Þetta er ef til vill hrikalegasta einstaka dæmið í sögu lyðveldisins um skaða almennings vegna vankunnáttu og vanhæfni hátt settra embættismanna.

Einhver kann að freistast til þess að álykta að ástandið á síðasta áratug hafi verið einsdæmi og að gera megi ráð fyrir að hæfara fólk veljist til mikilvægra embættisstarfa í framtíðinni. En það er auðvelt að halda áfram að telja upp dæmi af þessu tagi lengra aftur í tímann. Til dæmis, þjuggum við Íslendingar við mjög háa verðbólgu árum saman á sjöunda og áttunda áratuginum. Og hvað hefur breyst sem tryggir það að í framtíðinni veljist betra fólk í mikilvæg embætti? Að hluta til er þessi vandi afleiðing fámennis. Það er einfaldlega ekki nærri jafn mikið af hæfu fólki á Íslandi til þess að manna háþróað embættismannakerfi og í stærrí löndum. En spilling í formi embættisveitinga sem byggjast á kunningskap og flokkshollustu leika einnig stórt hlutverk.

Núverandi ríkisstjórn hefur reyndar skipt um stjórn á Seðlabanka Íslands og ráðið þangað yfirmenn eftir hæfni í fyrsta skipti. Hún hefur þar að auki styrkt stjórnkerfi bankans með því að setja á laggirnar peningamálanefnd með utanaðkomandi aðilum og skapað fordæmi um ráðningu erlendra aðila í nefndina. Allt þetta er vel. En það að okkur takist að ráða hæfan Seðlabankastjóra einu sinni er engin trygging fyrir því að svo verði um alla framtíð.

Hættan á því að illa hæfir, vanhæfir eða einfaldlega slakir einstaklingar veljist til starfa sem yfirmenn Seðlabankans eða Fjármálaeftirlitsins er ein mikilvægasta hættan við það að halda í sjálfstæða peningamálastefnu. Það sem meira er, verðbólguþús gerir ráð fyrir að þessir aðilar hafi stóraukin völd til þess að beita fjölda stjórnþækja. Eins og fyrir segir getur slíkt leitt til góðs ef vel er á málum haldið. En hin hliðin á þeim peningi er að ef illa er á málum haldið getur slíkt leitt af sér meiri skaða.

Hér vil ég sérstaklega nefna gjaldeyrisfaraförðann. Í dag er gjaldeyrisvaraförðinn kominn yfir 700 ma.kr. Þessi risastóri förði veitir yfirstjórn Seðlabankans ævintýraleg völd. Ef vel er á málum haldið getur tilkoma förðans og notkun hans í formi gjaldeyrisinngrípa aukið stöðugleika.

En ef illa er á málum haldið getur yfirstjórn Seðlabankans tapað ævintýraleikum fjárhæðum fyrir hönd íslensks almennings á örskotstundu.

### **Sveigjanleikinn of dýru verði keyptur?**

Þótt verðbólguþáttur sé vel fær leið og gæti gagnast okkur mun betur en verðbólguþáttur hefur fram að þessu þá tel ég fremur ólíklegt að það sé besti kosturinn fyrir Ísland nú. Ég hallast að því að kostnaðurinn sem fylgir því að halda út sjálfstærði peningamálastefnu á næstu árum í formi hárra vaxta, minni utanríkisverslunar og slakrar stefnu af hálfu íslenskra stjórnvalda verði of mikill til þess að réttlæta sveigjanleikann sem slíku fyrirkomulagi fylgir. Þetta mat mitt er reyndar ekki byggt á nákvæmum vísindalegum útreikningi. Það er afskaplega erfitt að leggja nákvæmt mat á ábatann sem fylgir sveigjanleikanum og eins er erfitt að leggja mat á það hvað vextir munu þurfa að vera háir, kostnaðurinn sem fylgir háum vöxtum, áhrif krónunnar á utanríkisviðskipti og hversu góð eða slæm hagstjórn stjórnvalda verður.

Í þessu sambandi er mikilvægt að huga að því að ef hagstjórn verður slök í framtíðinni og við komum okkur í ógöngur með reglulegu millibili munum við þurfa á sveigjanleikanum að halda. Ef hins vegar hagstjórnin er góð í framtíðinni gætum við þurft að búa við háa vexti í langan tíma (allt þar til fjármálamarkaðir sannfærast um að hagstjórnin muni halda áfram að vera góð) án þess að nýta okkur sveigjanleikann. Annars stór óvissuþáttur er sparnaðarhegðun þjóðarinnar. Ef Íslendingar snúa við blaðinu og auka sparnað sinn miðað við það se áður var mun kostnaðurinn við það að halda krónunni í formi hærri vaxta verða minni en ella.

### **Trúverðuleiki, trúverðuleiki, trúverðuleiki**

Ef við ákveðum að hætta að reka sjálfstæða peningamálastefnu og hengjum okkur þess í stað við alþjóðlegan gjaldmiðil skiptir miklu máli hvernig það er gert. Í skýrslu Seðlabankans er farið yfir nokkrar leiðir. Ein leið er einföld fastgengisstefna. Önnur er myntráð. Og enn önnur er upptaka annars gjaldmiðils annað hvort einhliða eða með samkomulagi við viðkomandi yfirvöld. Í þessu sambandi skiptir trúverðuleiki fastgengisstefnunnar höfuðmáli. Ef fjármálamarkaðir hafa af því áhyggjur að gengið verði fellt þegar áföll eiga sér stað mun krónan halda áfram að fæla fjármagn frá landinu og vextir munu áfram verða háir þótt gengið sé fest. Til þess að fastgengisstefna nái markmiðum sínum (að lækka vexti á Íslandi og auka utanríkisviðskipti) verður fastgengisstefnan að vera trúverðug. Og þegar hugsað er um trúverðuleika fastgengisstefnu þýðir ekki að horfa bara nokkur misseri fram í tímann. Það er lykilatriði að það sé tryggt að fastgengisstefnan haldi jafnvel þegar stór áföll ríða yfir.

Reynslan sýnir að einföld fastgengisstefna er ekki trúverðug. Það er því ekki góð leið. Myntráð hafa gagnast ýmsum löndum vel. Sú leið gengur í aðalatriðum út á það að búa til lagalega þröskulda til þess að sporna við því að hróflað verði við fastgengisstefnunni.<sup>4</sup> Oftast nær felst

---

<sup>4</sup> Það að seðlabankinn hafi gjaldeyrisvaraförða sem er hærri en peningamagn í umferð er ekki aðalatriði varðandi myntráð þótt margir leggi mikla áherslu á það atriði. Fjármagnsflóttinn sem fylgir væntingum um gengisfellingu getur verið margfallt meiri en sem nemur peningamagni í umferð. Seðlabankinn er bakhjarl alls bankakerfisins. Til þess að hann geti sinnt því hlutverki þarf hann að geta veitt bönkunum þrautarvaralán ef viðskiptavinir þeirra vilja

Þróskuldurinn í því að breyta þarf lögum til þess að fella gengið. Það væri ekki mikil fyrirstaða á Íslandi. Myntráð sem byggist á einfaldri lagasetningu er því ekki góð leið nema ef til vill ef fleiri stoðum væri skotið undir það kerfi. Það mætti hins vegar hugsa sér að gengi krónunnar væri fest í stjórnarskránni. Það væri veruleg fyrirstaða og ætti því að tryggja trúverðuleika myntráðsins nokkuð vel. En ef tilgangur leiksins er virkilega að festa gengi gjaldmiðilsins við annan gjaldmiðil með eins tryggum hætti og mögulegt er er besta leiðin til þess upptaka viðkomandi gjaldmiðils.

## **Myntsláttuhagnaður**

Seðlar og mynt greiða ekki vexti. Myntsláttuhagnaður er það fé sem sparast þar sem ríkið fjármagnar sig að hluta með því að gefa út seðla og mynt í stað ríkisskuldabréfa. Þetta gengur þannig fyrir sig að ef fólk eða fyrirtæki hafa áhuga á því að eiga meira af seðlum eða mynt annar Seðlabankinn þeirri eftirspurn í skiptum fyrir ríkisskuldabréf. Til lengri tíma lituð skilar Seðlabankinn síðan vaxtatekjum sínum af ríkisskuldabréfum aftur til ríkisins. Af þessum sökum sparar ríkið í raun vaxtakostnað af hverri krónu af seðlum og mynt sem einkaaðilar hafa áhuga á því að eiga.

Skömmu fyrir hrun voru seðlar og mynt í umferð um 17 ma.kr. Eftirspurn eftir seðlum og mynt jókst verulega þegar hrúnið átti sér stað og er enn mun meira en fyrir hrun. Í dag eru seðlar og mynt í umferð um 33 ma.kr. Til lengri tíma er hins vegar líklegt að þessi stærð minnki verulega. Þar kemur ekki aðeins til að traust fólks á fjármálakerfinu mun á líkindum aukast á ný heldur einnig það að vextir eru í lágmarki í dag og eftirspurn eftir seðlum og mynt minnkar þegar vextir hækka.

Það að við köstum krónunni gæti haft þær afleiðingar að við yrðum af myntsláttuhagnaði í framtíðinni. Ein leið til þess að halda í myntsláttuhagnaðinn væri upptaka myntaráðs. Við myndum einnig halda myntsláttuhagnaðinum ef við tækjum upp evru með því að ganga í Evrópusambandið. Einhliða upptaka hefur hins vegar þann ókost að þá myndum við glata myntsláttuhagnaðinum í framtíðinni. Þó má ekki gera of mikið úr þessum ókosti þar sem aðeins er um að ræða milli 1% og 2% af VLF eins árs. Framtíðarskipan peningamála ef nægilega mikilvæg til þess að 1-2% af VLF eins árs á ekki að ríða baggamun í því sambandi.

## **Fjármálastöðugleiki og lánveitingar til þrautarvara**

Bankar eru í eðli sínu fallvaltir. Eitt helsta hlutverk þeirra er að búa til lausafé (e. liquidity). Góð fjárfestingartækifæri eru oft á tíðum þess eðlis að þau þurfa tryggða fjármögnun í langan tíma (oft nokkur ár) til þess að þau skili hámarks arði. Á hinn bóginn þurfa sparifjáreigendur að búa yfir lausafé til þess að þeir geti tekist á við ófyrirséð útgjöld. Með því að safna sparifé margra aðila saman í sjóð eyða bankar lausafjárahættunni (e. diversify away) og geta því lánað stærstan hluta fjárisins til langs tíma.

Þetta fyrirkomulag hefur þann mikilvæga kost að hagkerfið getur bundið mikið fé í langtíma fjárfestingartækifæri en á sama tíma hafa sparifjáreigendur aðgang að nægu lausafé. Hættan við

---

skipta innstæðum sínum í krónum yfir í erlendan gjaldmiðil þegar þeir búast við gengisfellingu. Eftirspurn eftir slíkum þrautarvaralánnum getur á skömmum tíma verið margföld á við peningamagn í umferð.



Þetta fyrirkomulag er hins vegar að bresti trú sparifjáreigenda á fjármálakerfinu getur það gerst að stór hluti þeirra óskar eftir að fá fé sitt til baka samtímis. Þar sem bankarnir hafa lánað stærstan hluta fjárins í langtíma fjárfestingar geta þeir ekki staðist slíkt áhlaup og komast fljótt í greiðsluvanda (hver sem raunveruleg staða þeirra var áður en áhlaupið hófst) nema að þeir hafi bakhjarl sem hefur nægilegt lánstraust til þess að geta lánað þeim nægilegt fé til þess að standast áhlaupið.

Það er vegna hættunnar á tilefnislausum bankaáhlaupum og þeim fjármálaóstöðuleika sem þeim getur fylgt sem flest þróuð ríki standa reiðubúin til þess að veita bankakerfum landa sinna þrautarvaralán ef þau verða fyrir áhlaupum. Eins og við þekkjum af biturri reynslu eru slíkar lánveitingar vandasamar. Mikilvægt er að ríkisvaldið veiti einungis þeim bönkum lán sem í raun eiga við lausafjárvanda að etja en ekki eiginfjárvanda. Það getur verið erfitt að átta sig á því hvers lags er í því sambandi. Ein grunnregla í þessu sambandi er hins vegar að veita einungis lán gegn traustum veðum. Stærstu mistök Seðlabanka Íslands á árinu 2008 voru einmitt að veita stóru íslensku bönkunum stór lán gegn veðum í bréfum hvers annars sem fyrirsjáanlegt var að yrðu verðlaus ef vandi þeirra ágerðist.

Mikilvæg forsenda þess að íslenska ríkið geti sinnt því hlutverk að vera bakhjarl bankakerfisins og þannig tryggt fjárhagslegan og peningalegan stöðugleika er að ríkið hafi á hverjum tíma verulegt lánstraust. Þetta á við hvort sem við höldum krónunni eða tökum upp annan gjaldmiðil. Það að nettó skuldastaða ríkisins á hverjum tíma sé það lág að verulegt borð sé fyrir báru er því mikilvæg forsenda fjárhagslegs og peningalegs stöðugleika. Einnig ætti að vera augljóst af reynslu síðustu ára á Íslandi að stærð bankakerfisins verður að vera innan þeirra marka að ríkið geti sinnt hlutverki sínu sem bakhjarl þess.

Því er oft haldið fram að grundvallarmunur sé á getu ríkisins til þess að vera bakhjarl bankakerfisins ef við höldum krónunni en ef við tökum upp annan gjaldmiðil. Það er vitaskuld rétt að ef við höldum krónunni getur Seðlabankinn brugðist við áhlaupi á bankakerfið með því að lána bönkunum eins mikið af krónum og hann telur ráðlegt án þess að það kalli á nein tæknileg vandamál. Með öðrum orðum, Seðlabankinn getur „prentað“ eins mikið af krónum og hann vill. En ef ríkið hefur ekki lánstraust leiðir slík peningaprentun fljótt til óðaverðbólgu. Það að Seðlabankinn geti prentað krónur er því ekki sérlega gagnlegt nema því fylgi verulegt lánstraust ríkisins.

Horfir dæmið öðru vísi við ríkinu ef krónunni hefur verið kastað? Það er ekki augljóst að svo sé. Ef ríkið hefur lánstraust á það að geta gefið út skuldabréf í erlendum gjaldmiðli jafnt sem krónum og endurlánað bönkunum það fé sem fyrir þau bréf fæst. Þannig ætti ríkið að geta verið bakhjarl bankakerfisins jafnvel ef krónunni væri kastað svo fremi sem ríkið hefur verulegt lánstraust.

Í þessu sambandi er þó mikilvægt að gera ráð fyrir að áhlaupi á íslenska banka geti fylgt almenn skelfing (e. panic) á fjármálamörkuðum að minnsta kosti til skamms tíma. Af þessum sökum er líklegt að áhlaupi á íslenska banka fylgi áhlaup á krónuna ef krónan er til staðar. Slíku áhlaupi getur Seðlabankinn ekki mætt með því að prenta krónur. Ef skelfing grípur um sig á íslenskum fjármálamörkuðum er því líklegt að peningaprentun af hálfu Seðlabankans dugi skammt.

Einn mikilvægur munur á stöðu okkar með eða án krónu er að með krónu getum við brugðist við skelfingu með því að setja á gjaldeyrishöft. Eins og reynsla okkar síðustu misseri sýnir, geta gjaldeyrishöft verið gagnlegt tæki til þess að stöðva áhlaup á fjármálakerfi landsins. Gjalddeyrishöft eru í raun svipað tæki fyrir landið sem heild og tímabundin lokun (e. suspension of convertability) er fyrir einstaka banka.

Ef við ákveðum að kasta krónunni gætum við ekki lengur brugðist við almennri skelfingu á fjármálamörkuðum með því að setja gjaldeyrishöft. Þetta þýðir að við þurfum að gefa því mjög vandlegan gaum hvernig unnt væri að bregðast við almennri skelfingu ef við köstuðum krónunni. Ein lausn væri að kasta krónunni með tvíhliða samningi við erlendan seðlabanka sem gæti tryggt fjármálakerfi landsins fyrir áhlaupi í hvívetna. Ef slíkt væri ekki í boði þyrftum við að þróa aðrar lausnir. Það er alls ekki útilokað að íslensk stjórnvöld hefðu tök á því að loka tímabundið á greiðslur inn og út úr íslenska bankakerfinu þótt krónan væri ekki lengur til staðar. Slíkar tímabundnar lokanir gætu verið það tæki sem við hefðum til reiðu og notuðum ef til almennrar skelfingar kæmi. Tæknileg úrfærsla þessa er vandasöm og myndi þarfnast góðs undirbúnings af hálfu stjórnvalda.

Annað vandamál í þessu sambandi – sem getur komið upp hvort sem við höldum krónunni eða ekki – er að það getur reynst erfitt fyrir íslenska ríkið að afla sér lánsfjár ef áhlaup ætti sér stað á íslenska banka í miðri alþjóðlegri fjármálakreppu eins og árið 2008. Til þess að bregðast við þessu er skynsamlegt að ríkissjóður og Seðlabankinn geri langtíma samninga við erlenda Seðlabanka og alþjóðastofnanir um lánalínur sem unnt væri að nota ef áhlaup yrði á fjármálakerfi landsins.

Loks er rétt að geta þess að hættan á áhlaupi á banka á Íslandi og íslenska fjármálakerfið almennt myndi minnka verulega af stórir erlendir bankar keyptu einn eða fleiri af stóru íslensku bönkunum. Af þessum sökum hefur það verulega kosti fyrir íslensk stjórnvöld og íslenska skattgreiðendur að erlendir bankar kaupi íslensku bankana. Stjórnvöld ættu að gera það sem þau geta til þess að ýta undir aðkomu erlendra banka að starfsemi íslensku bankanna.

### **Evra með inngöngu í Evrópusambandið**

Ef við ákveðum að hætta að reka sjálfstæða peningamálastefnu hefur upptaka evru með inngöngu í Evrópusambandið mikla kosti fram yfir aðrar leiðir. Með því að fara þá leið höldum við myntsláttuhagnaðinum og Seðlabanki Evrópu verður bakhjarl íslenska bankakerfisins. Vandinn er að það hangir margt fleira á spýtunni þegar kemur að inngöngu í Evrópusambandið. Í fyrsta lagi þurfum við að ná góðum samningum varðandi náttúruauðlindir þjóðarinnar. En þar fyrir utan þurfum við að taka afstöðu til kosta og galla annarra þátta í starfsemi Evrópusambandsins.

Stór spurning í þessu sambandi er hvaða stefnu sambandið mun taka þegar kemur að fjárhagsvandræðum aðildarríkja sambandsins. Í þessu sambandi er framgangsa sambandsins á síðustu misserum athyglisverð. Það virðist vera rauður þráður í viðbrögðum sambandsins að eigendur skuldabréfa banka og aðildarríkja sambandsins skuli aldrei tapa eyri. Sambandið og aðildarríki þess hafa veitt bæði Grikkjum og Írum neyðarlán og þannig fleytt hluta af áhættunni á greiðslufalli þessara ríkja yfir á önnur ríki. Neyðarláni ESB til Grikkja fylgdi reyndar nokkuð

ströng skilyrði sem eiga að draga úr líkum á greiðslufalli og auka heimtur ef til greiðslufalls kemur. En það verður samt að teljast ólíklegt að þessu neyðarláni fylgi ekki talsverð dulin niðurgreiðsla.

Ef það verður áfram stefna innan Evrópusambandsins að eigendur skuldabréfa banka og aðildarríkja sambandsins tapi aldrei eyri, er það verulegur ókostur við inngöngu í sambandið. Slík stefna leiðir af sér að þjóðir sem standa sig betur í fjármálum þurfa að greiða skuldir hinna. Þrátt fyrir allt sem hefur gengið á síðustu ár er skuldastaða íslenska ríkisins betri en staða margra ríkja innan Evrópusambandsins. Þar að auki stöndum við mun betur að vígi þegar kemur að lífeyrissparnaði en flestar Evrópuþjóðir. Stefna samtryggingar skuldabréfaeigenda myndi því líklega leiða til þess að við þyrftum að niðurgreiða skuldir annarra Evrópuþjóða.

Uppi eru hugmyndir innan sambandsins um að leyfa eigendum skuldabréfa að tapa í framtíðinni. Þessar hugmyndir verða að teljast gjörsamlega ótrúverðugar. Aðrar hugmyndir gera ráð fyrir að hver þjóð setji ákvæði í stjórnarskrá sem takmarka fjárlagahalla ríkisins. Slíkar reglur myndu vernda ábyrgu ríkin fyrir hinum en á kostnað þess að draga úr getur þeirra til þess að takast á við áföll. Ef þessar hugmyndir ná ekki fram að ganga, myndi stefna sambandsins gagnvart skuldabréfaeigendum á endanum leiða til þess að sambandið þyrfti að taka upp sameiginlega stefnu í ríkisfjármálum. Það er ekki víst að slík þróun væri hagfeld fyrir okkur Íslendinga.

### **Einhliða upptaka annars gjaldmiðils**

Mjög tvísýnt er að Ísland gangi í Evrópusambandið í bráð. Því er mikilvægt að við veltum fyrir okkur öðrum leiðum til þess að taka upp annan gjaldmiðil. Einhliða upptöku fylgja minnst þrenns konar ókostir. Í fyrsta lagi töpum við myntsláttuhagnaðinum. En sá kostnaður er ekki stór. Í öðru lagi þurfum við að þróa leiðir til þess að tryggja fjármálastöðugleika ef bankaáhlaup eiga sér stað. Því er oft haldið fram að skorturinn á bakhjarli í formi erlends seðlabanka geri einhliða upptöku að algerlega ófærri leið. Ég tel að svo sé ekki eins og ég lýsi hér að ofan. Vissulega þyrftum við að fara ótroðnar slóðir hvað þetta varðar. Ég held hins vegar að þær slóðir gætu gefið góða raun.

Mikilvægasta vandamálið við einhliða upptöku eru afleiðingarnar sem það myndi hafa á pólitískt samband okkar við ríki eða ríkjasamband myntarinnar sem við tækjum upp. Það er vitað að Evrópusambandið lítur það mjög hornauga að ríki taki upp evru einhliða. Af þessum sökum þyrftum við að meta vel hver pólitískar afleiðingar einhliða upptöku evru væru. Ef til vill væru þær mjög miklar. Það er þó auðvelt að mikla þær afleiðingar fyrir sér.

Í þessu sambandi er vert að hugleiða hvort það hefði í för með sér minni pólitískan kostnað að við tækjum upp danska krónu einhliða í stað evru. Þar sem gengi dönsku krónunnar er fast við evru og vextir í Danmörku nánast þeir sömu og á evrusvæðinu hefur einhliða upptaka dönsku krónunnar nánast sömu kosti og einhliða upptaka evru. Þar að auki er ekki útilokað að okkur tækist að ná tvíhliða samningum við dönsk stjórnvöld um eftirlit með bankakerfinu og lánalínur ef til fjármálakreppu kæmi.

Það er einnig vert að gefa þeim möguleika gaum að við tækjum einhliða upp aðra mynt, svo sem Bandaríkjadal. Bandaríkjadalur hefur þann mikilvæga kost að vera rótgróin og trúverð alþjóðleg

mynt. Þar að auki er ólíklegt að stjórnvöld í Bandaríkjunum myndu bregðast illa við því að við Íslendingar tækjum upp Bandaríkjadal einhliða. Bandaríkin búa við einhverja þróuðustu fjármálamarkaði heims. Með upptöku Bandaríkjadals myndum við njóta góðs af þeim. Einhliða upptaka Bandaríkjadals hefur því mikilvæga kosti.

### **Samantekt**

Í þessari skýrslu hef ég farið yfir þá kosti sem ég sé helst koma til greina hvað varðar peningamálastefnu eftir að gjaldeyrishöftum hefur verið aflétt. Mitt mat er að kostnaðurinn sem fylgir því að halda krónunni í formi hárra vaxta og minni viðskipta við útlönd sé líklega mun meiri en ábatinn af sveigjanleikanum sem krónunni fylgir. Ég tel því að stjórnvöld eigi að stefna að því að taka upp alþjóðlegan gjaldmiðil í stað krónunnar.

Ef hins vegar stjórnvöld velja að halda krónunni eru hugmyndir Seðlabankans um verðbólguþéttunni-plús mikilvægt skref í þá átt að bæta hagstjórnina. Breytingar á verðbólguþéttunni eiga að miða að því að auka trúverðugleika markmiðsins um stöðugt verðlag til lengri tíma. Beiting þjóðarvarúðartækja samrýmist þessu. Breyting á verðbólguþéttunni þannig að Seðlabankanum beri að ná því að meðaltali myndi einnig hafa jákvæð áhrif á verðbólguvæntingar þar sem slík breyting myndi færa verðbólguþéttunni nær verðlagsþéttunni.

Hvað varðar ríkisfjármál er verulegt lánstraust ríkisins mikilvæg forsenda þess að íslenska ríkið geti sinnt því hlutverk að vera bakhjarl bankakerfisins og þannig tryggt fjárhagslegan og peningalegan stöðugleika. Þetta á við hvort sem við höldum krónunni eða tökum upp annan gjaldmiðil. Stjórnvöld eiga því að stefna að því að nettó skuldastaða ríkisins á hverjum tíma sé það lág að verulegt borð sé fyrir báru til þess að takast á við áföll. Þetta mun kalla á afgang af fjárlögum í þó nokkurn tíma eftir að jafnvægi er náð í þjóðarbúskapnum.

Þar sem ég tel mjög tvísýnt að við Íslendingar göngum í Evrópusambandið í bráð tel ég mikilvægt að við skoðum alvarlega þann möguleika að taka einhliða upp aðra mynt. Ég hef fært rök fyrir því að sú leið sé fær þar sem ríkissjóður eigi að geta verið bakhjarl bankakerfisins áfram þótt við tökum upp aðra mynt. Slíkt kallar reyndar á framsækna stefnu varðandi viðbrögð við skelfingu á fjármálamarkaði. Einhliða upptaka evru liggur beinast við þar sem við eigum lang mest viðskipti við evrusvæðið. En einhliða upptaka dönsku krónunnar gæti verið fýsilegri frá pólitísku sjónarmiði og haft sömu hagrænu kosti þar sem danska krónan hangir föst við evruna. Einnig er vert að taka alvarlega þann kost að við tökum einhliða upp Bandaríkjadal.

### **Heimildaskrá:**

- Breedon, F. og Þ.G. Pétursson (2006): „Out in the cold? Iceland's trade performance outside the EU,” *Cambridge Journal of Economics*, 30, 723-736.
- Rodrik, D. (2001): „Comment on Estimating the Effects of Currency Unions on Trade and Output,” vinnuskjal, Harvard háskóla (aðgengilegt á heimasíðu Rodrik).
- Rose, A. og J. Frankel (2002): „An Estimate of the Effects of Currency Unions on Trade and Growth,” *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 437-466.
- Seðlabanki Íslands (2010): „Peningamálastefnan eftir höft,” Sérarit nr. 4.