



ÍVÍSLEIÐARÁÐ ÍSLANDS
ISICELAND CHAMBER
OF COMMERCE

KRÓNAN OG ATVINNULIÐ

KRÓNAN OG ATVINNULÍFIÐ



VÍÐSKIPTARÁÐ ÍSLANDS
ICELAND CHAMBER
OF COMMERCE

REYKJAVÍK, JÚLÍ 2006

ISBN 9979-9635-6-5

RIT PETTA MÁ AFRITA MEÐ LEYFI VÍÐSKIPTARÁÐS ÍSLANDS

FORMÁLI

Gengi íslensku krónunnar kvíslast um flestar greinar íslensks atvinnulífs og hefur haft víðtæk áhrif. Að undanfögnu hefur gengi krónunnar sveiflast verulega gagnvart erlendum gjaldmiðlum. Í sögulegu ljósi hefur gengi krónunnar verið mjög hátt á síðustu misserum en krónan hefur veikst mikið frá áramótum.

Vorið 2005 fól stjórn Viðskiptaráðs Íslands framkvæmdastjóra ráðsins að kalla saman sérfræðinganefnd um íslensku krónuna og var nefndinni ætlað að draga fram helstu kosti landsmanna í gengismálum og ræða þá á breiðum grundvelli út frá hagsmunum íslensks atvinnulífs.

Í nefndina voru skipaðir Ólafur Ísleifsson, lektor við Háskólann í Reykjavík, og var hann formaður hennar, Þór Sigfússon, forstjóri Sjóvá, Edda Rós Karlsdóttir, forstöðumaður greiningardeildar Landsbankans, Guðmundur Kristjánsson, forstjóri Brims hf., Halldór Benjamín Þorbergsson, hagfræðingur Viðskiptaráðs Íslands, Hannes G. Sigurðsson, aðstoðarframkvæmdastjóri Samtaka atvinnulífsins, Hörður Arnarsson, forstjóri Marels hf., Ingólfur Bender, forstöðumaður greiningardeildar Glitnis, Katrín Pétursdóttir, framkvæmdastjóri Lýsis hf., Tryggvi Þór Herbertsson, forstöðumaður Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands, Ólafur Darri Andrason, hagfræðingur ASÍ, Vilhjálmur Egilsson, framkvæmdastjóri Samtaka atvinnulífsins, Þórður Pálsson, forstöðumaður greiningardeildar KB banka og Yngvi Harðarson, framkvæmdastjóri hjá Ráðgjöf og efnahagsspám.

Krónunefnd hélt níu fundi. Á fund hennar komu Arnór Sighvatsson, aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands og Yngvi Örn Kristinsson, framkvæmdastjóri verðbréfasviðs Landsbanka Íslands. Er þeim þakkað framlag þeirra.

Aðalhöfundar skýrslunnar eru Ólafur Ísleifsson og Halldór Benjamín Þorbergsson.

INNGANGUR OG HELSTU ÁLYKTANIR

Staðan í íslensku hagkerfi um þessar mundir er að mörgu leyti sérstök. Gengi íslensku krónunnar lækkaði hratt á fyrstu mánuðum ársins og að sama skapi hafa verðbólga og verðbólguvæntingar aukist hratt á síðustu mánuðum. Enn sér ekki fyrir endann á vaxtahækkunahrinu Seðlabanka Íslands og ríkisstjórnin boðaði í júní aðgerðir sem er ætlað að slá á verðbólguvæntingar. Í nefndinni var rætt ítarlega um aðgerðir Seðlabanka Íslands og þau áhrif sem vaxtahækkunir bankans hafa haft á verðbólguþróun og gengi krónunnar:

Vegna mikillar lántöku íslenskra aðila í erlendri mynt hefur dregið úr slagkrafti vaxtabreytinga Seðlabankans. Sökum þessa hafa vaxtabreytingar Seðlabankans einkum verkað í gegnum farveg gengis íslensku krónunnar en haft minni áhrif um farveg vaxta. Þetta hefur haft þau áhrif að stýrivextir Seðlabankans hafa haft minni áhrif á langtíma vexti enda hækkuðu stýrivextir hægar en verðbólguvæntingar í upphafi hagsveiflunnar.

Að sama skapi hefur það áhrif á slagkraft vaxtahækkana Seðlabankans að vextir á langtímalánum til heimila eru yfirleitt fastir og verðtryggðir auk þess sem innlendur markaður fyrir óverðtryggð skuldabréfer tiltölulega grunnur.

Vegna þessarar tregðu í miðlunarferlinu virðist sem stýrivextir Seðlabankans hafi ekki haft nægjanleg áhrif til að hemja verðbólguvæntingar, sem bendir til að trúverðugleiki peningamálastjórnarinnar hafi beðið hnekki. Sökum þessa liggja djúpstæðar ástæður á bak við tregðu í miðlunarferlinu og er verðtrygging fjárskuldbindinga sennilega stór þáttur ásamt verulegum vexti í erlendri lánsfjármögnun fjármálastofnana og stærri fyrirtækja.

Nefndin ræddi ítarlega hátt raungengi krónunnar á undanförunum misserum. Þrátt fyrir það að raungengi krónunnar hafi lækkað talsvert frá áramótum er lækkunin nánast einvörðungu til komin vegna veikingar á nafngengi. Lækkun raungengis styrkir stöðu útflutningsgreina og að sama skapi mun lægra raungengi draga úr halla á viðskiptum við útlönd. Áhugi erlendra aðila á eignum í íslenskum krónum, sem rekja má til mikils vaxtamunar við útlönd, hefur enn stuðlað að háu gengi krónunnar. Í nefndinni var samhljómur um að hátt raungengi á síðasta ári hefði að verulegu leyti mátt rekja til stórframkvæmda með fjárfestingum í orkufrekum iðnaði og veigamikilla skipulagsbreytinga á húsnæðislánamarkaði. Nefndarmenn voru ásáttir um að til að draga úr gengissveiflum:

Væri brýnt að atvinnustefna af hálfu opinberra aðila og aðgerðir stjórnvalda sem lúta að skipulagslegum þáttum taki mið af almennri stefnu í efnahagsmálum og sé mörkuð og tímasett af henni. Samhliða skattalækkunum er nauðsynlegt að draga úr útgjöldum og leggja ber áherslu á að allar atvinnugreinar í landinu sitji við sama borð.

Fyrrgreind tilkynning ríkisstjórnarinnar felur í sér viðurkenningu á nauðsyn þess að ákvarðanir um útgjöld og fjárfestingar opinberra aðila samræmist jafnvægi í efnahagslífinu og eru þess vegna skref í rétta átt. Nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að:

Til að auka trúverðugleika peningamálastefnunnar og skapa skilyrði fyrir lækkun stýrivaxta er nauðsynlegt að samhæfa stefnu og aðhald í fjármálastjórn hins opinbera þannig að hún styðji betur við verðbólguþægni en verið hefur.

Ein forsenda þess að markmið um verðbólgu náist og til að hemja megi verðbólguvæntingar er sú að ríki og sveitarfélög taki höndum saman í stað þess að fjármálastjórn þeirra sé ógn við stöðugleika eins og reyndin virðist hafa orðið. Í þessu samhengi er ástæða til að áréttta það að aukin hagstjórnarleg ábyrgð hefur færst yfir á sveitarfélög á síðustu árum í ljósi þess hve fjármálaeg umsvif þeirra hafa aukist. Nefndarmenn voru ásáttir um að áréttta að:

Mörg stærstu sveitarfélögin hafa lagt til efnivið í þá auknu eftirspurn sem hefur magnast á undanförunum misserum enda hefur efnahagsleg þýðing þeirra vaxið án þess að þeim þætti hafi verið gefinn nægur gaumur við hagstjórn í landinu.

Í nefndinni voru reifuð áhrif væntinga um framkvæmdir og framtíðaráform í stóriðju. Samstaða var um að óraunhæfar væntingar í hagkerfinu um framkvæmdir í náninni framtíð hafi áþekk áhrif á gengi og verðbólguvæntingar og tilkynning um nýjar framkvæmdir. Vegna þessa væri óvissa óheppileg og nauðsynlegt að eyða henni eins og frekast væri kostur. Hins vegar áréttar nefndin að:

Myndarlegur hagvöxtur á komandi árum myndi að sínu leyti auka efnahagslegt svigrúm til að mæta frekari stóriðjuáformum ef hið opinbera dregur samhliða úr eftirspurn í hagkerfinu.

Nefndarmenn telja mikilvægt að launastefna opinberra aðila taki mið af launaþróun á almennum markaði í stað þess að hún leiði launaþróun. Sökum þessa er mikilvægt að samræma fjármálastjórn og atvinnustefnu opinberra aðila til að ná markmiðum um stöðugleika í verðlagsmálum.

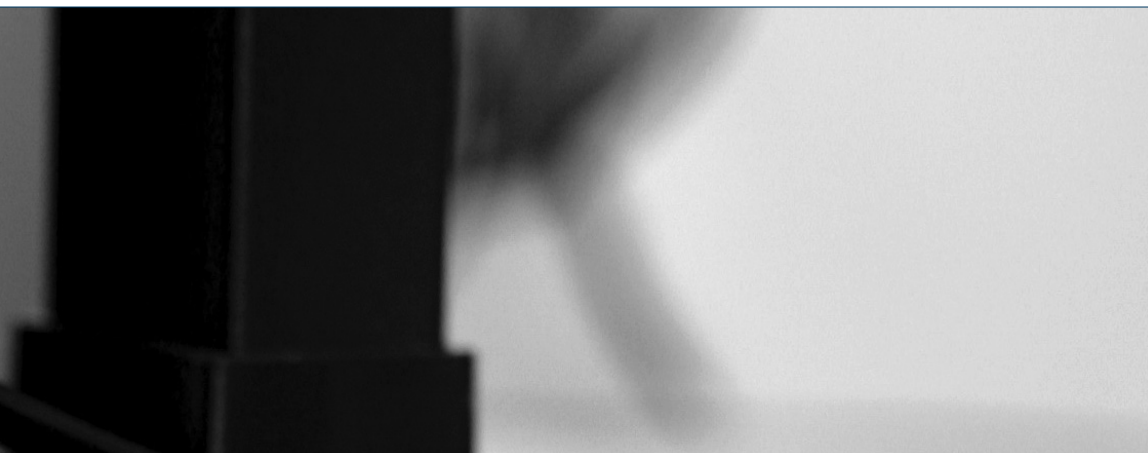
Í nefndinni voru reifaðir helstu kostir Íslendinga í gengismálum. Sér í lagi var fjallað um kosti og galla þess að Íslendingar taki upp sameiginlega mynt Evrópusambandsins og er álit nefndarinnar að:

Evrán kemur ekki til álita sem lausn á þeim vanda sem steðjar að íslensku efnahagslífi um þessar mundir. Til þess að Íslendingar geti í framtíðinni átt raunhæft val á milli euru og íslensku krónunnar, á grundvelli efnahagslegra og stjórnmálalegra forsendna, þarf að beita samræmdum aðgerðum á sviði hagstjórnar til að þessa að mynda jafnvægi í þjóðarbúskapnum.



EFNISYFIRLIT

GENGISPRÓUN OG ATVINNULÍFIÐ	13
<i>Hefðbundnir raungengismælikvarðar</i>	16
<i>Áhrif kjarasamninga og lífeyrisskuldbindinga á mælingar á raungengi</i>	17
<i>Hvar liggur jafnvægisraungengið?</i>	19
<i>Áhrif hágengis á útflutningsgreinar</i>	20
<i>Tengsl peningamálastjórnar og ríkisfjármála</i>	23
VERÐBÓLGUMARKMIÐ OG FRAMKVÆMD PENINGASTEFNUNNAR	27
<i>Verðbólgumarkmið Seðlabankans</i>	28
<i>Miðlunarferli peningastefnunnar</i>	31
<i>Áhrif af útgáfu alþjóðlegra verðbréfa í íslenskum krónum</i>	33
<i>Verðbólga út fyrir þolmörk</i>	36
<i>Gagnsæi peningastefnunnar</i>	37
<i>Álit Alþjóðagjaldeyrissjóðsins</i>	39



ÍSLAND: HELSTU KOSTIR Í GENGISMÁLUM	43
<i>Skýrt afmarkaður rammi hagstjórnar</i>	45
<i>Fastgengisstefna</i>	46
<i>Flotgengi</i>	49
SAMANTEKT	53
NEÐANMÁLSGREINAR	58

1. KAFLI

GENGISPRÓUN OG ATVINNULÍFIÐ

Samhliða lagasetningu um aukið sjálfstæði Seðlabankans og verðbólguþéttunni, með tilheyrandi floti íslensku krónunnar, ræðst verðgildi krónunnar á gjaldeyrismarkaði. Frá árinu 1989 og fram til þess tíma er verðbólguþéttunni var tekið upp var stuðst við fastgengisstefnu með vöðmörkum. Með tilkomu frjálsra fjármagnsstrauma á milli landa og aukinna alþjóðaviðskipta komu fram erfiðleikar við að viðhalda fastgengisstefnunni. Mikill viðskiptahalli hafði myndast og inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkað voru tíð. Við upptöku verðbólguþéttunni varð stöðugleiki verðlags aðalmarkmið peningamálastefnunnar og stjórnþæki bankans til að ná fram markmiði sínu einkum stýrivaxtabreytingar.¹

Jafnan er litið svo á að hlutverk gjaldmiðils í hagkerfinu séu þrenns konar: hann er reikningseining, greiðslueyrir, auk þess sem hann geymir verðmæti. Nafngengi gjaldmiðils lýsir því verðhlutfalli innlendra og erlendra peninga. Eðli máls samkvæmt hefur nafn- og raungengi krónunnar ráðandi áhrif innan íslensks hagkerfis enda kvíslast áhrif gengisbreytinga á krónunni um alla kima þess. Samhliða aukinni alþjóðavæðingu íslensks atvinnulífs á undanförunum árum hefur síst dregið úr mikilvægi gengis krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum en á sama tíma hafa umtalsverðar sveiflur verið á verðgildi hennar.

Raungengi krónunnar fangar hlutfallslega þróun verðlags eða launakostnaðar á einingu á milli Íslands og viðskiptalanda þess, mældu í sama gjaldmiðli. Þannig felur hækking raungengis íslensku krónunnar í sér að verðlag eða kauplag innlendra fyrirtækja hafi hækkað umfram erlenda samkeppnisaðila þeirra að teknu tilliti til gengisbreytinga á gjaldeyrismarkaði. Hátt raungengi krónunnar endurspeglar því versnandi samkeppnishæfi íslenskra fyrirtækja gagnvart erlendum samkeppnisaðilum, þar sem innlend fyrirtæki þurfa að velja á milli þess að hækka verð og eiga á hættu að tapa markaðshlutdeild eða sætta sig við lægri framlegð.

Raungengi getur sveiflast af ýmsum orsökum. Þannig geta nafngengissveiflur verið ráðandi þáttur í raungengissveiflum þótt algengara sé hér á landi að raungengissveiflur eigi að stærstum hluta rætur að rekja til breytinga á verðlagi og kauplagi umfram það sem gerist erlendis. Jafnan er gert ráð fyrir því að til langs tíma leiti raungengi krónunnar í jafnvægi með aðlögun raunsterða en sveiflur í raungengi geta orsakast af slembihnykkjum í þjóðarbúi, væntingum, utanaðkomandi atburðum eða vegna breytinga á hagstjórnarstefnu eins og raunin varð árið 2001 þegar krónan var sett á flot og verðbólguþröskulur var tekið upp.

Miklar sveiflur hafa verið í raungengi krónunnar að undanförmu og raungengið hefur veikt mikið frá áramótum en raungengi krónunnar var fram að því - hvort sem miðað er við hlutfallslegt verðlag eða kauplag - allhátt í sögulegu samhengi. Það er allrar athygli vert að hækkun raungengis krónunnar til skamms tíma átti sér að mestu stað í gegnum breytingar á nafngengi frekar en vegna aukins verðbólguþrýstings eða breytinga á kauplagi í helstu viðskiptalöndum. Að sama skapi má rekja hliðrun í jafnvægisraungengi til stóriðjuframkvæmda, skipulagsbreytinga á húsnæðislánamarkaði, lágra erlendra vaxta, skattalækkana á fyrirtæki, skipulagsbreytinga vegna EES og mikilla væntinga um uppgang í efnahagslífinu í framtíðinni.

Fram hefur komið í Peningamálum Seðlabankans að hátt raungengi hafi haft ráðandi áhrif á afkomu í ýmsum útflutningsgreinum.² Sé litið til gagna yfir raungengisþróun síðustu áratuga kemur í ljós að miðað við hlutfallslegt neysluverðlag var raungengi við upphaf ársins 2006 hærra en það var árið 1988 og hafði ekki mælst hærra á þann mælikvarða frá því á áttunda áratug síðustu aldar. Svipaða sögu er að segja ef litið var til raungengis út frá hlutfallslegu kauplagi þótt það hafi verið ívið lægra en ef miðað er við hlutfallslegt neysluverðlag. Hins vegar má færa rök fyrir því að raungengi út frá kauplagi sé vanmetið í umræddum útreikningum eins og fjallað er um síðar í kaflanum.

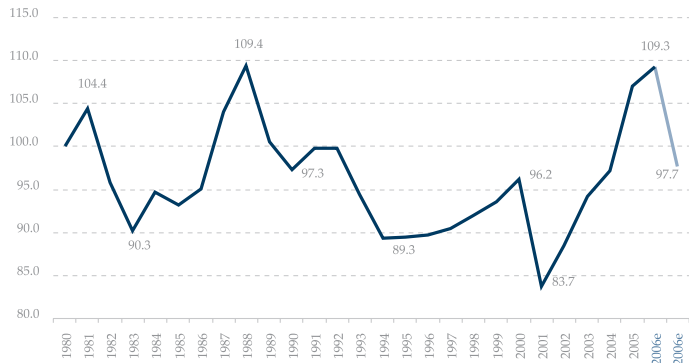
Ein af meginástæðum þess að nefnd Viðskiptaráðs var komið á laggirnar var að henda reiður á helstu ástæður hins háa raungengis enda hefur það verið ríkjandi skoðun í atvinnulífinu að stöðugleiki í gengismálum sé ekki síður mikilvægur en stöðugt verðlag. Þannig má færa sterk rök fyrir því að út frá hagsmunum atvinnulífsins sé það forgangsmál að komast fyrir miklar sveiflur í nafn- og raungengi krónunnar sem geta lagt lamandi hönd á starfsemi fjöldamargra íslenskra fyrirtækja sem starfa í alþjóðlegu umhverfi.

HEFÐBUNDNIR RAUNGENGISMÆLIKVARÐAR

Eins og rætt var að framan eru að stofni til tveir mismunandi mælikvarðar á raungengi íslensku krónunnar sem miða annars vegar við þróun innlands verðlags gagnvart verðlagi í viðskiptalöndunum og hins vegar við þróun kauplags á Íslandi miðað við kauplag í útlöndum. Jafnvel þótt einstaka skammtímafrávik eigi sér stað sýna báðir mælikvarðar yfirleitt keimlíka þróun til langs tíma lítið.

Raungengi má túlka út frá þróun verðlags eins og mynd 1 sýnir. Ýmist er notast við þróun hlutfallslegs neysluverðlags eða verðvísitölu vergrar landsframleiðslu en hún myndar breiðari mælikvarða en vísitala neysluverðs. Hins vegar ber að líta til þess að sem mælikvarði á samkeppnisstöðu þjóðarinnar getur raungengi reiknað út frá verðvísitölu vergrar landsframleiðslu gefið villandi niðurstöður þar sem vísitalan gerir ekki greinarmun á verðlagi, viðskiptakjörum og hlutfallslegum kostnaði.³ Áhrif þessa eru þó tiltölulega afmörkuð og hér verður látið nægja að miða þróun raungengis við verðlag eingöngu út frá breytingu á vísitölu neysluverðs.

MYND 1:
RAUNGENGI ÍSLENSKU
KRÓNUNNAR MIÐAÐ VIÐ
VERÐLAG 1980-2006.



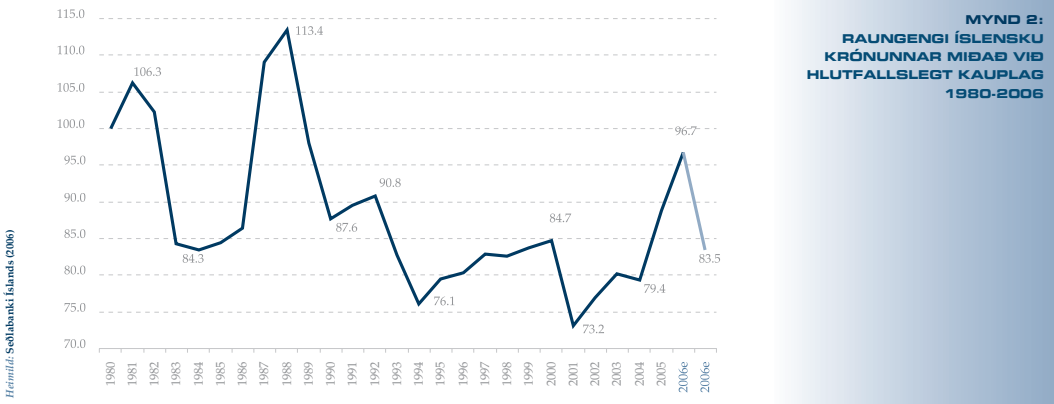
Heimild: Seðlabanki Íslands (2006)

Á mynd 1 sést að raungengi krónunnar (109,3) var við þarsíðustu mælingu á fyrsta ársfjórðungi 2006 á líkum slóðum og það var árið 1988 (109,4), sem endurspeglar slæma stöðu útflutningsgreina enda er meðalraungengi síðasta aldarfjórðung 96,3. Mikið gengisfall krónunnar hefur hins vegar orðið á krónunni á síðustu mánuðum og stendur raungengi krónunnar í 97,7 skv. síðustu mælingu, sem hefur vænkað talsvert hag þessara greina.

Þegar krónan var sett á flot var raungengi hennar miðað við hlutfallslegt verðlag 83,7 en á tæplega fimm árum hefur krónan styrkst mikið enda hefur raungengi hennar hækkað um ríflega 28% frá því

að hún var sett á flot árið 2001, ef miðað er við síðustu áramót.

Annar mælikvarði á samkeppnishæfni íslenskra fyrirtækja fæst hins vegar með því að líta til þróunar kauplags á Íslandi og í samkeppnislöndunum. Mikilvægt er hins vegar að geta þess að framleiðnibreytingar hafa áhrif á þróun raungengis miðað við launakostnað auk þess sem mælikvarðinn tengist ekki á beinan máta kenningunni um kaupmáttarjafnvægi. Að þessu leyti er varasamt að líta til þróunar raungengis út frá launum þegar fjallað er um jafnvægisraungengi til langs tíma litið.



Mynd 2 yfir þróun raungengis út frá hlutfallslegu kauplagi á árunum 1980-2006 sýnir að raungengi á fyrsta ársfjórðungi 2006 stóð í 96,7 stigum en meðalraungengi á þessum aldarfjórðungi var hins vegar 88,1.

Að stofni til gefa breytingar á hlutfallslegum launakostnaði á hverja framleidda einingu vísbendingu um afkomu fyrirtækja og samkeppnisstöðu þeirra gagnvart erlendri framleiðslu. Sé litið til gagna frá Seðlabanka Íslands var raungengi ársins 2004 reiknað á þennan máta svipað og að meðaltali á árunum 1999 og 2000, en 7% hærra en það var að meðaltali sl. tíu ár og rétt um 2% hærra en meðalraungengi síðustu tuttugu ára. Sömu gögn gera ráð fyrir að raungengi miðað við launaþróun ársins 2005 hafi verið tæplega fimmtungi hærra en það var að meðaltali síðastliðinn aldarfjórðung.

ÁHRIF KJARASAMNINGA OG LÍFEYRISSKULDBINDINGA Á MÆLINGAR Á RAUNGENGI

Kjarasamningar á almennum vinnumarkaði hafa á undanförunum árum markast af stóru auknum framlögum vinnuveitenda til lífeyrismála. Hér á landi eru ekki til opinberar vísitölur um þróun

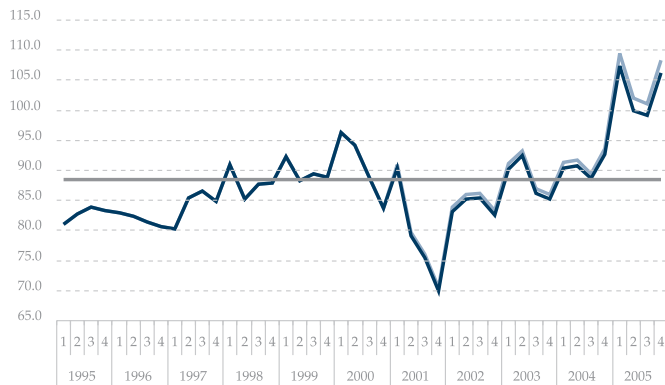
launakostnaðar og því notar Seðlabankinn launavísitölu Hagstofu Íslands sem nálgun við útreikninga á hlutfallslegum launakostnaði. Launavísitalan tekur ekki tillit til launatengdra gjalda þótt áhrif þeirra séu þau sömu á launaútgjöldin og við beinar launahækkanir. Misjafnt er hvaða aðferðum er beitt milli landa til að meta þróun launakostnaðar og má sem dæmi nefna að danska hagstofan telur iðgjöld launagreiðenda í lífeyrissjóði starfsmanna til launakostnaðar gagnstætt því sem gert er hér á landi. Hagstofa Íslands hefur um nokkurt skeið haft til endurskoðunar útreikninga á launavísitölu til samræmingar við launavísitölur annarra hagstofa í Evrópu en Seðlabanki Íslands styðst við launavísitölu Hagstofu Íslands fyrir almennan markað við útreikning á raungengi á mælikvarða launa.

Samkvæmt yfirliti ríkisskattstjóra yfir tekjuskattstofn launamanna tekur helmingur launamanna þátt í skattfrjálsum lífeyrissparnaði sem kallar á 2% mótframlag frá vinnuveitendum. Framlög vinnuveitenda í lífeyrissjóði í séreign eru því a.m.k. 1% af launagreiðslum, en að líkindum er hlutfallið hærra þar sem þátttaka fer vaxandi með hærri tekjum, en engar tölur liggja fyrir um það. Þá hækkaði iðgjald í samtryggingar lífeyrissjóða á almennum vinnumarkaði um 1% í ársbyrjun 2005.

Samkeppnishæfni fyrirtækja markast öðru fremur af rekstrarkostnaði þeirra og nauðsynlegt er að mælingar á raungengi á mælikvarða launa fangi allan launakostnað fyrirtækja.

Samkvæmt framangreindu er raungengi á mælikvarða launa vanmetið um 2% þar sem ekki hefur verið tekið tillit til breytinga á launakostnaði af völdum aukinna iðgjalda í lífeyrissjóði. Á meðfylgjandi mynd sýnir ljósblái ferillinn þróun kauplags að viðbættri aukningu á lífeyrisframlögum fyrirtækja frá árinu 2000 til loka árs 2005 á meðan blái ferillinn sýnir raungengi á mælikvarða launa eins og Seðlabankinn reiknar það.

MYND 3:
HLUTFALLSLEGUR
LAUNAKOSTNAÐUR FRÁ 1995
TIL LOKA ÁRS 2005 AÐ MATI
SEÐLABANKANS (DÖKKBLÁI)
AÐ VIÐBÆTTRI AUKNINGU Á
LÍFEYRISFRAMLÖGUM
FYRIRTÆKJA (LJÓSBLÁI)
2000-2005



Ef miðað er við þessa nálgun var raungengi krónunnar um síðustu áramót út frá hlutfallslegu kauplagi að teknu tilliti til aukinna lífeyrisframlaga um 2% hærra en ef miðað er við hefðbundna nálgun. Miklar launahækkanir á undanfögnu árum voru til þess fallnar að viðhalda sterku raungengi krónunnar á mælikvarða hlutfallslegs kauplags. Frá apríl 1999 til apríl 2005 hækkaði launavísitalan um 37,5%, þar af um 43,5% hjá opinberum starfsmönnum og um 34,0% á almennum markaði.

HVAR LIGGUR JAFNVÆGISRAUNGengið?

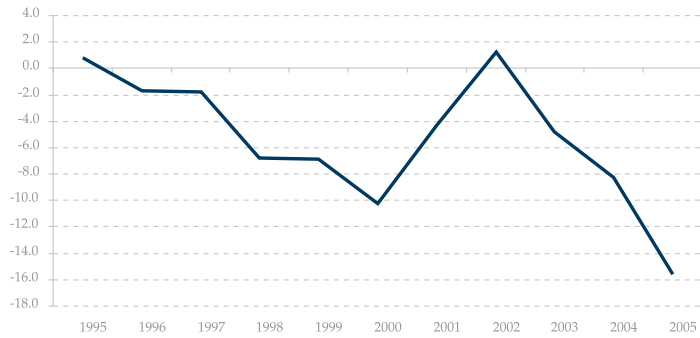
Við stefnumörkun í efnahags- og peningamálum er lykilatriði að meta hvert jafnvægisraungengið er til langs tíma litið.⁴ Ef það liggur skýrt fyrir geta menn gert sér grein fyrir hvort gengi gjaldmiðils sé í jafnvægi eða ekki, hvort það sé of hátt eða lágt. Í hugtakinu felst að jafnvægi ríki annars vegar á vöru- og vinnumarkaði og hins vegar í utanríkisviðskiptum þjóðarinnar.⁵ Að öllu jöfnu tekur aðlögun að langtímajafnvægi tíma, eins og langvinn frávik raungengis ýmissa gjaldmiðla bera vitni um. Að sama skapi ber að líta til þess að í aðlögun að jafnvægisraungengi er líklegt að það sveiflist upp og niður þar sem raungengi verkar á samspil útflutnings og innflutnings með þeim afleiðingum að raungengið getur sveiflast umtalsvert á leið sinni í langtímajafnvægi.

Jafnvægisraungengi er breytileg stærð og er háð mörgum þáttum, m.a. vexti útflutningstekna. Til einföldunar er stundum litið á meðalraungengi síðastliðinn áratug sem viðmið um hvort raungengi á tilteknum tíma er hátt eða lágt. Raungengi árið 2005 var 13% hærra en það var að meðaltali árin 1996-2005, hvort sem litið er til verðlags- eða launamælikvarðans. Þannig sýnist raungengið hafa verið mjög hátt miðað við umrætt meðaltal en margt bendir hins vegar til þess að það hafi verið allnokkuð umfram jafnvægisraungengi, einkum þegar litið er til utanríkisviðskiptanna, en viðskiptahalli var öll þessi ár, að jafnaði 6% af VLF á ári. Þegar litið er til mælikvarða á innra jafnvægi, t.d. verðbólgu, þá hefur hún verið 3,5% að meðaltali á ári undanfarinn áratug og aðeins eitt ár síðan 1998 verið undir núverandi verðbólgaþröngun Seðlabankans og ríkisstjórnarinnar, en það var árið 2003.

Ójafnvægi í utanríkisviðskiptum þjóðarinnar hefur aukist mikið á síðustu árum og er svo komið að halli á viðskiptum við útlönd er áætlaður hafa numið ríflega 162 milljörðum árið 2005 eða sem nemur rúmlega 16% af landsframleiðslu eins og mynd 4 sýnir.

Uppsafnaður viðskiptahalli á þessu tuttugu ára tímabili nemur tæplega 500 milljörðum króna. Vegna þessa mikla halla á viðskiptum við útlönd sýnist því fara fjarri að raungengi krónunnar hafi

MYND 4:
VIÐSKIPTAJÖFNUÐUR SEM
HLUTFALL AF VLF 1995-2005



verið nærri jafnvægisgildi sínu á þessu tímabili, enda er viðskiptahallinn sterk vísbending um að raungengið hafi verið of hátt til að samræmast ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum.⁶

Ef einungis er litið til árána 2004 og 2005 þegar viðskiptahallinn nam 9,2% og 16,3% af VLF má ljóst vera að slíkur halli myndar mikinn þrýsting á gengislækkun krónunnar enda benda ofangreindar tölur til þess að gengisvísitala krónu á bilinu 105-110 fái einungis staðist í skamman tíma og sé fjarri langtímajafnvægi í hagkerfinu, eins og veiking krónunnar upp á síðkastið staðfestir.

ÁHRIF HÁGENGIS Á ÚTFLUTNINGSGREINAR

Ekki virðist um það deilt að hátt raungengi hafi skapað mikla erfiðleika fyrir helstu útflutningsgreinar í landinu, þótt gengislækkun krónunnar upp á síðkastið hafi létt þessum fyrirtækjum róðurinn. Eins og rætt var um að framan var raungengi miðað við hlutfallslegt neysluerðlag um síðastliðin áramót á svipuðum slóðum og það var á þensluskeiði á níunda áratug síðustu aldar. Svipaða sögu er að segja af raungengi miðað við hlutfallslegt kauplag þótt gengið hafi verið ívið lægra miðað við þann mælikvarða. Svo virðist sem aukin framleiðni í sjávarútvegi á síðustu árum hafi gert fyrirtækjum í greininni kleift að standa af sér hærra raungengi en áður. Þessi hagræðing hefur þannig gert fyrirtækin samkeppnishæfari í alþjóðlegu samhengi og skotið styrkari stöðum undir rekstur þeirra til langs tíma litið. Í öðrum greinum atvinnulífs er málum misjafnlega háttáð og möguleikar fyrirtækja til að standa af sér sveiflur í raungengi krónunnar eru æði misjafnir. Þetta stafar af því að alþjóðavæðing íslensks atvinnulífs hefur aukið sveigjanleika þess þar sem margir framleiðendur geta flutt framleiðslu úr landi ef rekstraraðstæður krefjast þess. Má þar kannski helst nefna framleiðslu á óáþreifanlegum vörum eins og hugbúnaði og ýmiss konar tæknilegri þjónustu.⁷ Framleiðendur vara sem seldar eru á heimamarkaði verða fyrir minni búsigjum af miklum gengissveiflum en þeir sem stunda útflutning.

Bent hefur verið á að aukin framleiðni í hagkerfinu á síðustu árum muni hafa varanleg áhrif á það raungengisstig sem þjóðarþúskaþurinn þolir, en helstu orsakaþættir hækkandi raungengis eru dregnir fram hér að neðan:

Lægri fjármagnskostnaður vegna alþjóðavæðingar bankakerfisins og opnari fjármagnsmarkaða.

Aukinn sveigjanleiki og alþjóðavæðing á íslenskum vinnumarkaði.

Vaxandi eignir íslenskra fyrirtækja og lífeyrissjóða erlendis.

Hagstæðara skattaumhverfi fyrirtækja í landinu.

Minna vægi sjávarútvegs í landsframleiðslu.

Erlend staða þjóðarþúsins og þjóðhagslegt jafnvægi.

Hærra jafnvægisraungengi endurspeglar öðrum þáttum fremur árangur þeirra miklu kerfisbreytinga sem orðið hafa í íslensku efnahagslífi á undanförunum árum en hátt raungengi mun líklega geta valdið sársaukafullri aðlögun á mörgum sviðum atvinnulífsins.

Yfirleitt er litið svo á að sjávarútvegur, framleiðsla á áli og járnblendi, framleiðsla á ýmsum iðnaðarvörum, lunginn af flugsamgöngum og sjóflutningum og ýmis þjónustustarfsemi í ferðaþjónustu teljist til útflutningsgreina á meðan flestar aðrar iðngreinar eru taldar til samkeppnisgreina sem verða fyrir minni áhrifum af gengissveiflum.⁸ Áhrif sveiflna í nafn- og raungengi eru afar mismunandi eftir því hvort litið er til innlendra samkeppnisgreina eða útflutningsgreina. Margar samkeppnisgreinar eiga það sammerkt að nýta erlend aðföng við framleiðslu sína og styrking á gengi krónunnar kemur þannig til lækkunar á kostnaði við aðföng sem skilar sér síðan um farveg gengisins út í almennt verðlag til langs tíma litið. Tekjur samkeppnisfyrirtækja eru að mestu leyti í íslenskum krónum og ef aðföng eru undanskilin fellur nánast allur kostnaður til í íslenskum krónum.

Á meðal útflutningsgreina er þessu öfugt farið. Fyrirtæki í útflutningsgreinum sem búa við hátt raungengi standa halloka í samkeppni við erlenda keppinauta. Þegar kostnaður fellur til innanlands á sama tíma og tekjur eru heimtar í erlendum gjaldeyri, breytist framlegð ef nafngengi heldur ekki í við verðbólgu. Lækki raungengi myndast samkeppnisforskot fyrir útflutningsgreinar

en hátt raungengi er þeim til trafala.

Talsverður hluti íslenskra fyrirtækja á ekki í beinni samkeppni við erlenda aðila og verður fyrir minni áhrifum en samkeppnis- og útflutningsgreinar af gengissveiflum. Í þessu samhengi ber að líta til þess að við aldamót var hlutur samkeppnisgreina um 8% af landsframleiðslu, hlutur útflutningsgreina um 16% á meðan hlutur heimagreina var um 76% af landsframleiðslu.⁹

Eftir að gengi íslensku krónunnar var sett á flot eru sveiflur á nafngengi daglegt brauð en fyrirtæki í útflutningsgreinum geta að hluta til varið tekjur sínar með gerð framvirkra gjaldeyrissamninga við bankastofnanir. Mikil óvissa er hins vegar um skammtímaþróun nafngengis og hún er ekki bundin við þjóðir með hátt raungengi. Engu að síður skapa þær miklu sveiflur sem hafa átt sér stað á íslenskum gjaldeyrismarkaði vafalaust aukinn kostnað fyrir útflutningsfyrirtæki.

Sé litið til einstakra atvinnugreina hefur hækkandi afurðaverð að nokkru leyti slegið á neikvæð áhrif hárs raungengis að undanfögnu. Hækkun raungengis hefur þó orðið þess valdandi að hlutfallslega meira er flutt út af óunnum fiskafurðum en áður. Með þeirri breytingu fer innlendir virðisauki lækkandi og útflutningstekjur greinarinnar dragast saman.¹⁰ Landfræðileg dreifing sjávarútvegsfyrirtækja og fyrirtækja í ferðaþjónustu veldur því að áhrifa hærra raungengis gætir meira á landsbyggðinni en í þéttbýli.¹¹ Verðlag sjávarafurða í erlendri mynt hefur hækkað talsvert frá árinu 2004 en verðlag sjávarafurða lækkað í íslenskum krónum til síðustu áramóta þar sem styrking á gengi krónunnar vóg þyngra en verðhækkunar á afurðamörkuðum.

Á síðustu árum hafa verið byggð upp á Íslandi fjölmörg útflutningsfyrirtæki í iðnaði, þjónustu og ekki síst í hátækni og hugbúnaðargerð. Fyrirtækin eiga það sammerkt að tekjur þeirra eru að mestu leyti í erlendri mynt á sama tíma og meirihluti gjalda þeirra fellur til í íslenskum krónum. Þannig er óhjákvæmilegt að mikil styrking krónunnar veiki fyrirtækin og dragi úr framtíðaruppbyggingu og vaxtarmöguleikum þeirra. Að öðru jöfnu leiðir skortur á lausafé til samdráttar innan fyrirtækis og getur valdið því að fyrirtæki missa af hagkvæmum fjárfestingatakefærum. Að sama skapi hafa fulltrúar þessara fyrirtækja lýst því í almennri umræðu að stóriðjustefna stjórnvalda sé til þess fallin að halda raungengi krónunnar langt yfir eðlilegu langtímajafnvægi. Byggi fyrirtæki afkomu sína á erlendum gjaldmiðli er hætt við að mikilla sveiflna gæti í rekstri þess. Þegar krónan er veikari en í meðalári eykst framleiðni þeirra mikið en úr henni dregur verulega þegar krónan styrkist gagnvart erlendum gjaldmiðlum. Slíkt gerir áætlanagerð flóknari, getur valdið óþörfum skattaálögum og rýrt traust lánveitenda á fyrirtækjum.

Í töflu 1 má sjá að 10% hækkun krónunnar hefur sömu áhrif fyrir dæmigert meðalútflutningsfyrirtæki og 32% launahækkun fyrir fyrirtækið ($1000 - 250 \cdot 1,32 - 700 = -30$). Taflan sýnir að áhrif hækkunar krónunnar um 25% eru sambærileg og 80% hækkun á launakostnaði fyrirtækisins ($1000 - 250 \cdot 1,8 - 700 = -150$).

TAFLA 1: DÆMI UM ÁHRIF GENGISBREYTINGA Á REKSTRARNIÐURSTÖÐU

	Núverandi staða	10% hækkun krónunnar	25% hækkun krónunnar
Rekstrartekjur	1000	900	750
Launakostnaður (25%)	250	250	250
Annar kostnaður	700	679	649
Rekstrarhagnaður	50	-29	-149

Hinnildir, Marel (2006)

Að sama skapi hefur gengi krónunnar talsverð áhrif á afkomu í ferðaþjónustu innanlands en hátt raungengi hefur haft minni áhrif en ætla mætti enda varð t.a.m. fjölgun á fjölda ferðamanna sem sótti landið heim árið 2005. Í þessu samhengi ber að líta til þess að mikið og vaxandi framboð er af ódýrum flugfargjöldum til landsins og má ætla að það vegi að einhverju leyti upp á móti áhrifum hás raungengis á straum ferðamanna til landsins. Þrátt fyrir jákvæðar fregnir um að tekjur af ferðamönnum hafi staðið í stað í krónum talið og að gistinóttum í landinu hafi fjölgað um tæp 5% milli ára er líklegt að hátt raungengi muni hafa neikvæð áhrif til langs tíma litið. Þannig má ætla að rekstraraðilar í ferðaþjónustu hafi tekið á sig skammtímatap vegna gengishækkunar krónunnar þar sem þeir hafa ekki bolmagn til að standa undir henni til langs tíma, m.a. vegna langtímaáhrifa á markaðsmál þar sem erlendir gestir snúa aftur til síns heima og segja frá háu verðlagi hér á landi. Sökum þessa má gera því skóna að áhrif hás raungengis gæti skilað sér af auknum þunga á árinu 2006 í ferðaþjónustu innanlands þrátt fyrir nýlega gengislækkun krónunnar vegna þess að pantanir í ferðaþjónustu eru öllu jöfnu gerðar með rúmum fyrirvara.

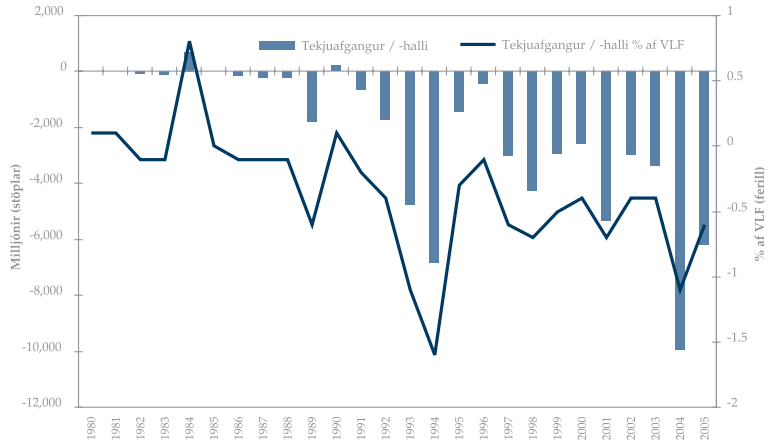
TEGSL PENINGAMÁLASTJÓRNAR OG RÍKISFJÁRMÁLA

Út frá hagsmunum íslenskra útflutningsgreina hafa verið viðsjárverðir tímar í gengismálum þjóðarinnar. Það atvikast öðru fremur af því að samsetning útflutningstekna þjóðarinnar er tiltölulega fábrotin og landið sker sig úr í samanburði við mörg smærri Evrópuríki hvað þetta atriði áhrærir þar sem stór hluti utanríkisverslunar er innflutningur á hálfunnum vörum og útflutningur fullunninnar vöru.¹² Jafnvel þótt utanríkisviðskipti þjóðarinnar hafi vaxið talsvert undanfarinn áratug er hlutfall þeirra af landsframleiðslu lægra en það ætti að vera miðað við stærð landsins. Sjávarútvegur er enn mikilvægasta útflutningsgrein þjóðarinnar en vægi stóriðju og ferðaþjónustu

mun aukast verulega á næstu árum, m.a. vegna fyrirhugaðra og yfirstandandi stóriðjuframkvæmda.

Staðan í efnahagsmálum er að mörgu leyti erfið um þessar mundir. Jafnvel þótt bent hafi verið á að

MYND 5:
TEKJUAFGANGUR / -HALLI
SVEITARFÉLAGA 1980-2005



Heimild: Hagstofa Íslands (2006)

Seðlabankinn ætti að beita sér í auknum mæli fyrir stöðugleika í gengismálum væri ósanngjarnt að varpa allri ábyrgðinni yfir á bankann. Samræming peningamálastjórnar og opinberra fjármála er langt frá því að vera nægilega góð eins og t.a.m. viðvarandi hallarekstur sveitarfélaga ber vitni um og er dreginn fram á mynd 5 að ofan.

Telja verður misráðið hjá stjórnvöldum að hafa gert skipulagsbreytingar á húsnæðismarkaði á sama tíma og stóriðjuframkvæmdir komu inn í hagkerfið af fullum þunga án þess að grípa til annarra aðgerða samhliða, eins og formaður bankastjórnar Seðlabankans hefur bent á.¹³ Skattalækkanir

MYND 6:
VÍSITALA NEYSLUVERÐS MEÐ
HÚSNÆÐISLIÐ (BLÁR FERILL)
OG ÁN HANS (GRÁR FERILL)



Heimild: Hagstofa Íslands (2006)

gætu magnað upp einkaneyslu sem er öðrum þáttum fremur drifin áfram af auknum aðgangi að lánsfjármagni samhliða auðsáhrifum vegna eignamyndunar á verðbréfa- og fasteignamarkaði. Við slíkar aðstæður myndast enn meiri verðbólguþrýstingur og hendur Seðlabankans eru bundnar í lögum enda verður bankinn að sporna gegn verðbólguþróun með hækkun stýrivaxta, eins og hann hefur gert frá því að síðasta vaxtahækkunarhrina hófst um miðbik ársins 2004.

Vegna skipulagsbreytinga við fjármögnun íbúðarlána má gera því skóna að Seðlabankinn ofmeti verðbólguþrýsting þar sem hann tekur tillit til fasteignaverðs við mat á verðbólgu og stígi fastar á bremsuna en efni kunna að standa til. Ef litið er til mats Hagstofu Íslands á verðbólguhraða frá árinu 2003 hefur hún verið afar hófleg ef húsnæðisliður er undanskilinn (grár ferill á mynd 6) og mældist t.a.m. 0,9% á árinu 2005 en að teknu tilliti til verðhækkunar á húsnæði (blár ferill) mældist verðbólga á ársgrundvelli árið 2005 hins vegar 4%. Hins vegar eru blikur á lofti enda mældist verðbólga að teknu tilliti til húsnæðis 8,4% á ársgrundvelli í júlí 2006 og 6,6% á ársgrundvelli án húsnæðisliðar. Á sama tíma var launaskrið rétt um 7,2% á síðasta ári skv. gögnum Hagstofu Íslands.

Ofmat á verðbólgu kann að leiða til þess að Seðlabankinn stígi fastar á bremsuna en ella. Þetta ýtir undir hærri vaxtamun við samkeppnislöndin. Sá vaxtamunur skapar á nýjan leik forsendur fyrir erlenda aðila til að auka skuldabréfaútgáfu í íslenskum krónum til að hagnýta mikinn vaxtamun sem styður við hátt nafn- og raungengi krónunnar og dregur úr aðlögunarhæfni gengisins þegar hápunkti hagsveiflunnar er náð. Með betur samræmdum aðgerðum í peningamálum og fjármálum hins opinbera hefði þörf fyrir hækkun stýrivaxta verið mun minni og vaxtamunur við útlönd einnig verið lægri. Þannig hefði líklega verið hægt að dempa gengissveiflur verulega, ekki síst ef aukna aðhaldi hefði verið beitt í fjármálum hins opinbera.

2. KAFLI

**VERÐBÓLGUMARKMIÐ OG FRAMKVÆMD
PENINGASTEFNUNNAR**

Um þessar mundir eru fimm ár liðin frá því að horfið var frá stefnu stöðugs gengis og tekið þess í stað upp verðbólguþaki. Með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands var tilkynnt 27. mars 2001 um umfangsmiklar breytingar á umgjörð peningastefnunnar. Vikmörk gengisins voru afnumin. Þess í stað skal Seðlabankinn miða peningastefnuna við að verðbólga verði til frambúðar sem næst 2½%. Samhliða þessu lýsti ríkisstjórnin yfir að Seðlabankinn fengi fullt svigrúm til að beita tækjum sínum til að ná þessu markmiði og að hún hygðist leggja fram lagafrumvarp sem miðaði að því að festa þessar breytingar í lög. Í nýjum lögum um Seðlabanka Íslands frá maí 2001 er kveðið á um að meginmarkmið Seðlabanka Íslands sé að stuðla að stöðugu verðlagi. Með samþykki forsætisráðherra er Seðlabankanum heimilt að lýsa yfir tölulegu markmiði um verðbólgu, sbr. 3. gr. laganna.

VERÐBÓLGUMARKMIÐ SEÐLABANKANS

Umræddar breytingar voru ítarlega kynntar í greinargerð af hálfu Seðlabanka Íslands.¹⁴ Segir þar að með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands hafi verið gerðar grundvallarbreytingar á ramma peningastefnunnar og stöðu Seðlabankans innan stjórnkerfisins. Frá því að eldra fyrirkomulagi var komið á hafi orðið miklar breytingar á efnahagsumhverfi landsins og á innlendu og alþjóðlegu fjármálaumhverfi. Því hafi verið orðið nauðsynlegt að laga ramma peningastefnunnar og stöðu Seðlabankans að þessum breyttu aðstæðum. Breytingarnar endurspeglar einnig sambærilegar breytingar meðal fjölda annarra seðlabanka á síðasta áratug.

Breytingunni á peningastefnunni er lýst svo, að markmið peningastefnunnar eru einfölduð þannig að verðstöðugleiki er gerður að meginmarkmiði hennar og er verðstöðugleiki skilgreindur nákvæmlega í yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar.

Seðlabankanum er gefið fullt sjálfstæði til þess að beita stjórnartækjum sínum til að ná þessu markmiði án íhlutunar stjórnvalda. Til að auka gagnsæi peningastefnunnar og reikningsskil

bankans gagnvart stjórnvöldum og almenningi eru skilgreind viðbrögð takist bankanum ekki að ná umræddu markmiði. Með þessu sé reynt að formfesta með trúverðugum hætti langtímamarkmið peningastefnunnar og tryggja opnari og skilvirkari stjórn peningamála sem stuðla á að efnahagslegum langtímastöðugleika og aukinni hagsæld til frambúðar.

Verðbólguarkmið Seðlabankans miðast við 12 mánaða breytingar vísitölu neysluverðs sem mæld er af Hagstofu Íslands. Í tilvitnaðri greinargerð bankans segir¹⁵ að mörg ríki hafi kosið að miða verðbólguarkmiðið við mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu, þ.e.a.s. vísitölu neysluverðs að undanskildum ýmsum sveiflukenndum liðum eða þáttum sem ekki er talið heppilegt að hafi áhrif á mótun peningastefnunnar. Í þeim löndum þar sem stefnan miðast formlega við vísitölu neysluverðs er einnig höfð hliðsjón af slíkum mælikvörðum við ákvörðun peningastefnunnar með einum eða öðrum hætti. Slík almenn vísitala innihaldi ýmsa framboðspætti sem óheppilegt getur verið fyrir peningastefnuna að bregðast við. Almenn vísitala neysluverðs geti því gefið misvísandi upplýsingar um aðhaldsstig peningastefnunnar í nútíð og framtíð og getur þar með orsakað röng peningastefnuviðbrögð. Sem dæmi um undirþætti sem oft eru undanskildir úr vísitölunni við mat á undirliggjandi verðbólgu megi nefna verð háð opinberum ákvörðunum, áhrif breytinga á óbeinum sköttum, verð á ýmsum orkugjöfum, eins og bensíni, sveiflukennt verð á tilteknum matvörum og breytingar á opinberum niðurgreiðslum. Segir í greinargerð bankans að í sumum löndum hafi vaxtakostnaður húsnæðislaða bein áhrif á húsnæðislið vísitölunnar þannig að vaxtahækkunar leiði til hækkunar á vísitölu neysluverðs. Þar sem þessi aðferð er notuð við mat á húsnæðiskostnaði séu þessi vaxtaáhrif því yfirleitt einnig undanskilin við útreikning á undirliggjandi verðbólgu. Þar sem vísitala neysluverðs njóti trausts og sé vel þekkt meðal almennings þykir bankanum hins vegar rétt að miða verðbólguarkmiðið hér á landi við vísitölu neysluverðs, a.m.k. til að byrja með. Þar skiptir einnig máli að verðtrygging fjárskuldbindinga miðast við þessa vísitölu og því yrði erfitt að færa rök fyrir því að miða peningastefnuna við aðra vísitölu. Í greinargerð bankans er því bætt við að auk þess megi nefna að ofangreint vandamál við mat á húsnæðislið vísitölunnar eigi ekki við hér á landi. Seðlabankinn fer þess á leit við Hagstofu Íslands að hún birti reglulega mælingar á undirliggjandi verðbólgu sem hafðar eru til hliðsjónar við framkvæmd peningastefnunnar. Með aukinni reynslu af slíkum mælikvörðum kunna að skapast forsendur síðar meir til að þeir skipi stærri sess við mótun peningastefnunnar.

Í tilvitnaðri greinargerð bankans er vikið að þolmörkum verðbólguarkmiðsins og þess getið að þau gefi færi á því að leyfa skammvinn frávík frá verðbólguarkmiðinu sem gæti verið heppilegt

við vissar aðstæður.¹⁶ T.d. gæti verið réttlætanlegt að hleypa áhrifum skammvinnra framboðshnykkja eða -áfalla tímabundið út í verðlag til að koma í veg fyrir óþarflega miklar sveiflur í hagvexti og atvinnu. Þau gefi Seðlabankanum þannig svigrúm til að vinna að því að jafna sveiflur í þessum stærðum að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ógna meginmarkmiði peningastefnunnar um verðstöðugleika.

Í yfirlýsingu forsætisráðherra og Seðlabanka Íslands um breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi er því lýst að meginmarkmið stjórnar peningamála verði stöðugleiki í verðlagsmálum. Í stað þess að miða peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka muni Seðlabankinn hér eftir miða hana við að halda verðbólgu innan ákveðinna marka, nánar tiltekið skal árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verða að jafnaði sem næst 2½%. Þá var kveðið á um að víki verðbólga meira en 1½% frá settu marki til hvorrar áttar beri bankanum að ná verðbólgu svo fljótt sem auðið er inn fyrir þau mörk að nýju. Með þessari breytingu voru vikmörk gengis íslensku krónunnar afnumin en því lýst að gengið muni þó áfram verða mikilvæg viðmiðun peningastefnunnar. Með yfirlýsingunni skuldbatt Seðlabankinn sig til að gera ársfjórðungslega verðbólguþá þar sem spáð er tvö ár fram í tímann. Skyldi spáin birtast í ársfjórðungslegu riti bankans. Þar skal einnig koma fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt mun bankinn gera grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum. Ennfremur var því lýst að þrátt fyrir afnám vikmarka gengisstefnunnar muni Seðlabankinn grípa inn í þróun gjaldeyrismarkaðar með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt til að stuðla að markmiðum um verðbólgu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað fjármálalegum stöðugleika.¹⁷ Með samkomulagi forsætisráðherra og bankastjórnar Seðlabankans 11. nóvember 2005 var þessum atriðum breytt á þá lund að í verðbólguþá Seðlabankans skal spáð að minnsta kosti tvö ár fram í tímann og um leið var fallið frá því að spárnar skyldu vera ársfjórðungslegar heldur skulu þær birtast í riti bankans Peningamálum, sem koma út þrisvar á ári. Sýnist með breytingu þessari miðað við að bankinn líti lengra fram í tímann en áður við mótun og framkvæmd peningastefnunnar.

Seðlabankinn hafði undirbúið umrædda breytingu á framkvæmd peningastefnunnar og upptöku verðbólguþámiðs í nokkurn tíma og í auknum mæli eftir að nauðsynlegt hafði reynst að víkka vikmörk gengisstefnunnar í ±9% í febrúar 2000.

Sýnt þótti á þessum tíma að mjög erfitt yrði að halda gengi krónunnar innan vissra marka við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga. Auk þess kom fram á þessum tíma það álit stjórnvalda að

uppbyggingu hagkerfisins hæfði betur sveigjanlegt gengi en fast.¹⁸ Tímasetning breytingarinnar réðst hins vegar af því að á ársfundi bankans 2001 var fyrirhugað að kynna frumvarp til laga um bankann sem hefði getað magnað væntingar um að kerfisbreyting væri framundan og hugsanlega valdið þrýstingi á gengið umfram tilefni, enda fól frumvarpið í sér skýra heimild fyrir bankann til að taka upp verðbólguþröskulmörk og hverfa frá fastgenginu.

Rífa má upp að réttum mánuði síðar tilkynnti Seðlabankinn um lækkun stýrivaxta um ½%. Vextir voru lækkaðir í ljósi þess að verðbólguþröskulmörk bankans frá því í febrúar samrýmdist nýsettu verðbólguþröskulmörki. Gengi krónunnar hafði að vísu veikst nokkuð síðan sú spá var gerð, en bankinn taldi að ekki væru traustar efnahagslegar forsendur fyrir þeirri veikingu enda virtist hún fyrst og fremst tengjast óvissu vegna yfirvofandi kerfisbreytingar. Hægt var því að binda vonir við að hún gengi að einhverju leyti til baka þegar liði á árið. Á móti kom að verðbólga hafði verið minni í febrúar og mars en gert var ráð fyrir í spá bankans og verðbólguvæntingar höfðu minnkað. Hins vegar lækkaði gengi krónunnar um rúm 5% frá 27. mars til 26. apríl. Jafnframt varð hækkun vísitölu neysluverðs í apríl umtalsverð og mun meiri en markaðsaðilar höfðu reiknað með. Seðlabankinn spáði því í maí að verðbólga á seinni hluta ársins gæti orðið allt að 6% og verði 5,7% yfir árið. Úr því gæti verðbólga farið lakkandi samfara minnkandi spennu í hagkerfinu. Spáin var reist á þeim forsendum að undangengin gengislækkun yrði tímabundin og að fyrirliggjandi kjarasamningar röskuðust ekki. Gengi það eftir myndi nýsett verðbólguþröskulmörk Seðlabankans nást um mitt ár 2003 og hugsanlegt væri að verðbólgan færi tímabundið út fyrir þörmörkinu snemma á árinu. Svona voru viðhorfin um það leyti sem kerfisbreytingunni í gengismálum var komið á.

MIÐLUNARFERLI PENINGASTEFNUNNAR¹⁹

Með peningastefnu Seðlabanka Íslands er leitast við að beita vöxtum bankans í viðskiptum við aðrar fjármálastofnanir á peningamarkaði til að hafa áhrif á atferli einstaklinga og fyrirtækja þannig að eftirspurnarstig hagkerfisins samrýmist vaxtargetu þess og að væntingar um verðbólgu falli að markmiði bankans í þeim efnum. Ferlið sem lýsir því hvernig vaxtaákvörðanir seðlabanka hafa áhrif á eftirspurn í hagkerfinu, verðbólguvæntingar og verðbólgu er almennt kallað miðlunarferli peningastefnunnar. Þessu ferli verður ekki lýst með einföldum hætti og geta áhrif vaxtabreytinga seðlabanka verið breytileg frá einum tíma til annars.

Helsta stjórnþæki Seðlabanka Íslands til að hafa áhrif á vaxtamyndun á fjármálamarkaði felst í að breyta vaxtakjörum (stýrivöxtum) í svonefndum endurhverfum viðskiptum við fjármálastofnanir. Hér ræðir um viðskipti þar sem bankinn og aðrar fjármálastofnanir skiptast á verðbréfum og lausu

fé með því skilorði að viðskiptin gangi til baka eftir fjórtán daga. Ákvarðanir seðlabanka um vexti í þessum viðskiptum hafa áhrif á skammtíma- og langtímavexti, laust fé í fjármálakerfinu, peningamagn í umferð og bankaútlán, gengi krónunnar, verð annarra peningalegra eigna og síðast en ekki síst væntingar markaðsaðila um framtíðarþróun allra þessara þátta. Allt þetta hefur síðan áhrif á neyslu- og fjárfestingaákvæðanir einstaklinga og fyrirtækja og þar með á heildareftirspurn og á endanum á verðbólgu.

Fyrsti hluti miðlunarferlisins liggur um fjármálakerfið. Þar koma áhrif peningastefnunnar fyrst fram í breytingum á skammtíma- og langtímavöxtum, eignaverði, lausu fé í umferð og gengi krónunnar. Breyting á stýrivöxtum seðlabanka hefur strax áhrif á peningamarkaði þar sem viðskipti með skammtímaverðbréf fara fram (þ.e. verðbréf með líftíma allt að einu ári). Hækkun stýrivaxta veldur því yfirleitt að millibanka- og ríkisvixlavextir hækka jafnskjótt og stýrivextir en ekki er víst að þeir hækki allir jafnmikið. Vextir á skammtímaviðskiptum viðskiptabanka hækka yfirleitt einnig tiltölulega fljótlega enda fjármagna þeir þau að meginstefnu til á peningamarkaði. Áhrif breytingar stýrivaxta á langtímanafnvexti eru síður ljós en áhrifin á skammtímavexti. Þannig getur hækkun stýrivaxta hvort sem er orsakað hækkun eða lækkun langtímavaxta. Fara áhrifin á langtímavexti eftir því hvaða áhrif hækkun stýrivaxta hefur á væntingar markaðsaðila um framtíðarþróun skammtímavaxta, og þá sérstaklega væntingar þeirra um framtíðarþróun verðbólgu sem ræður miklu um þróun nafnvaxta. Vænti markaðsaðilar þess að skammtímavextir í framtíðinni komi til með að lækka töluvert geta langtímavextir jafnvel lækkað í kjölfar hækkunar stýrivaxta. Slíkar væntingar gætu t.d. endurspeglað trú á því að vaxtahækkunin sé nægileg til að verðbólga lækki töluvert í framtíðinni. Telji þeir hins vegar að hækkun stýrivaxta sé einungis hin fyrsta af mörgum hækkunum bankans gætu langtímavextir hækkað meira en sem nemur hækkun stýrivaxta.

Breyting á stýrivöxtum Seðlabankans hefur einnig áhrif á gengi krónunnar. Um áhrifin verður að hafa þann fyrirvara að þau ráðast jafnan af væntingum um innlenda og erlenda efnahagsframvindu, þ.m.t. af væntingum um innlenda og erlenda vaxta- og verðbólguþróun. Að gefnum markaðsvæntingum ætti þó ófyrirséð vaxtahækkun, sem yki vaxtamun gagnvart sambærilegum erlendum vöxtum að öðru jöfnu að hafa þau áhrif að krónan styrkist. Spurn eftir innlendum gjaldeyri eykst og leiðir af sér hækkun á verði hans gagnvart erlendum myntum og framkallast þannig hækkun á gengi gjaldmiðilsins. Þessi gengishækkun ætti að vera svo mikil að eftir hana teldu innlendir og erlendir fjárfestar sig jafnsetta óháð því hvort þeir fjárfesta í innlendum eða erlendum verðbréfum enda gæfist annars kostur á tækifærum til öruggs hagnaðar. Munurinn

milli vaxta á sambærilegum innlendum og erlendum verðbréfa samsvarar því á hverjum tíma þeirri breytingu á gengis innlands gjaldmiðils sem fjárfestar telja sig geta búist við yfir líftíma fjárfestingarinnar, auk áhættuþóknunar (sem hér á landi gæti t.d. endurspeglað reynslu af stöðugleika krónunnar, viðhorf til trúverðugleika Seðlabankans, smæð markaðarins og seljanleika innlendra verðbréfa). Hækkun nafnvaxta sem rót á að rekja til aukinna væntinga um verðbólgu, veldur því hins vegar yfirleitt að gengi innlands gjaldmiðils veikist þar sem fjárfestar vænta þess að aukin verðbólga í framtíðinni rýri verðgildi hans. Þeir selja því innlandan gjaldmiðil jafnskjótt til að firra sig gengistapi. Þetta aukna framboð gjaldeyris veldur síðan lækkun hans. Af þessum sökum getur svo staðið á að vaxtahækkun seðlabanka dugi ekki til að koma í veg fyrir lækkun á gengi krónunnar ef hún er ekki nógu mikil til að vega upp auknar verðbólguvæntingar sem leiða til lækkunar á stýrivöxtum bankans að raungildi þrátt fyrir vaxtahækkunina.

ÁHRIF AF ÚTGÁFU ALPJÓÐLEGRA VERÐBRÉFA Í ÍSLENSKUM KRÓNUM

Á árinu 2005 tók að gæta verulegrar útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum. Engum blöðum sýnist um það að fletta að þessi útgáfa krónubréfa hefur haft áhrif til að styrkja gengi krónunnar eins og fram kemur í ritum Seðlabanka Íslands.²⁰

Í tilvitnaðri ritstjórnargrein Peningamála Seðlabanka Íslands kemur fram að frá ágústlokum 2005, þegar útgáfa erlendra lántakenda á skuldabréfum í íslenskum krónum hófst á alþjóðlegum markaði, og fram í miðjan nóvember voru gefin út krónubréf fyrir liðlega 114 ma.kr. Í upphafi árs 2006 nam útgáfa erlendra lántakenda í krónubréfum rúmlega 160 ma.kr. en innlend skuldabréfaútgáfa ríkissjóðs stendur í um 106 ma.kr.²¹ Kaupendur bréfanna þurfa að greiða fyrir þau í íslenskum krónum og verða því að afla þeirra á innlendum markaði með tilheyrandi gengisáhrifum. Erfitt er að mæla gengisbreytingar af tilteknum viðskiptum en vegna eðlis þessara útgáfna, tíðni þeirra og upplýsinga um þær verða áhrifin sýnilegri en ella. Fram kemur að Seðlabankinn fylgist með hreyfingum á gengi krónunnar og oftast hefur mátt greina með nokkuð óyggjandi hætti hvenær kaupendur krónubréfa hafa aflað sér íslenskra króna og að sama skapi má sjá hvenær áhrif þeirra dvína. Þetta telur bankinn mjög athyglisverðar upplýsingar, enda ekki oft sem hægt er að einangra með afgerandi hætti tiltekna atburði á gjaldeyrismarkaði. Að meðaltali virtust 3 ma.kr. kaup á íslenskri krónu þýða 0,44 lækkun vísitölu gengisskráningar. Frá 24. ágúst til 11. nóvember styrktist gengi krónunnar um tæplega 8% og telur bankinn að meginhluti þess skýrist af útgáfu krónubréfanna.²²

Í þessu ljósi vaknar sú spurning hvort þessi útgáfa, sem er meira en samanlögð innlend skuldabréfaútgáfa ríkissjóðs, veiki möguleika Seðlabankans á að hafa áhrif á gengi krónunnar.²³

Útgáfa erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum eykur framboð á lánsfé innanlands. Þetta stuðlar að lækkingu vaxta samkvæmt grundvallarlögmáli hagfræðinnar um framboð og eftirspurn. Útgáfa af þessu tagi skapar innlendum viðskiptabönkum nýjan kost á lánsfjármögnun í krónum sem er ódýrari en ef þeir hefðu verið bundnir við framboð lánsfjár á innlendum markaði. Með þessu aukast möguleikar íslenskra viðskiptabanka á að bjóða viðskiptavinum lánsfé á lægri vöxtum en ella væri og um leið gefst þeim færi á að bjóða óverðtryggð lán til lengri tíma en ella væri til samræmis við líftíma umræddrar verðbréfaútgáfu erlendra aðila og horfur um endurnýjun lána þegar kemur að gjalddaga þeirra.

Í tilvitnaðri athugun á vegum Seðlabanka Íslands um áhrif skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í íslenskum krónum segir:

Af ofansögðu er ljóst að erlend skuldabréfaútgáfa í krónum hefur verkað sem þrýstingur til lækkunar á óverðtryggða vexti innanlands. Vextir á lengri enda millibankavaxtarófsins hafa lækkað og ávöxtunarkrafa á skuldabréfum með svipaðan líftíma og erlendu bréfin lækkaði er útgáfan hófst þótt stýrivaxtahækkun Seðlabankans næði henni upp á ný. Óverðtryggðir vextir eru því lægri nú en ef útgáfan hefði ekki verið til staðar. Hins vegar er einnig ljóst að útgáfan hefur ekki komið í veg fyrir að stýrivaxtahækkunir Seðlabankans skili sér í hækkun óverðtryggðra vaxta en hækkunin er minni en ella. Útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum hefur því dregið úr áhrifamætti peningastefnu Seðlabankans í gegnum vaxtarófið við núverandi aðstæður.²⁴

Hér er varpað upp ábendingum um að útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum dragi úr afli Seðlabankans til að beita venjubundnum aðgerðum, a.m.k. tímabundið, fyrir tilstyrk áhrifa þeirra um peningamarkaðinn. Í ljósi þess að útgáfan virðist hafa stuðlað að því að styrkja gengi krónunnar²⁵ er ályktað í tilvitnaðri athugun að „miðlun peningastefnunnar í gegnum vexti veikist tímabundið við núverandi aðstæður þar sem útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum vinnur á móti vaxtahækkunum Seðlabankans“. Um leið er talið að miðlun peningastefnunnar í gegnum gengið eflist hins vegar til skamms tíma vegna sterkara gengis krónunnar en þau áhrif geta snúist við ef fjármagnsstraumar snúast við og gengið lækkar. Áhrif erlendrar skuldabréfaútgáfu á peningastefnuna sýnast þess vegna vera þau að miðlun stýrivaxtahækkana út í hagkerfið fer í auknum mæli fram í gegnum gengisáhrifin en vaxtarófið. Þetta þarf ekki að þýða að áhrifamáttur

peningastefnunnar á vaxtarófið sé hverfandi þótt áhrifin séu minni en ef útgáfan hefði ekki komið til.²⁶ Ennfremur er ályktað í tilvitnaðri athugun að skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í íslenskum krónum auki óvissu um framkvæmd peningastefnunnar í ljósi þess að hún breytir farveginum sem hún miðlast um út í hagkerfið.²⁷

Munur á skammtímavöxtum á milli Íslands og annarra landa hefur mikla þýðingu fyrir gengi innlends gjaldmiðils og peningastefna Seðlabanka Íslands hefur mikil áhrif á þennan vaxtamun. Í tilvitnaðri athugun á vegum Seðlabanka Íslands er minnt á þá staðreynd að „þetta þýðir það ekki að Seðlabankinn geti stjórnað gengi íslensku krónunnar“. Til skýringar segir í athuguninni:

Peningastefna Seðlabankans ræðst af undirliggjandi verðbólguþrýstingi í hagkerfinu. Telji markaðsaðilar að peningastefna bankans fari á skjön við yfirlýst verðbólguþrýstingum munu þeir ekki vænta þess að vaxtaferillinn til langs tíma hafi breyst nema þeir telji að bankinn búi yfir upplýsingum sem þá skorti sjálfa eða að bankinn hafi breytt um grundvallarstefnu með aðgerðunum. Meti þeir t.d. að stýrivaxtahækkun Seðlabankans sé of mikil munu þeir vænta lægri vaxta í framtíðinni því að það sé eina leiðin til að verðbólguþrýstingur náist. Væntingar þeirra um arðsemi þess að fjárfesta í krónum ætti því ekki að breytast mikið og gengi krónunnar því að haldast nær óbreytt.

Útgáfa af hálfu erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum skapa ný viðhorf við stjórn peningamála. Margt er enn óljóst um áhrif útgáfu bréfa af þessu tagi en ekki er loku fyrir það skotið að hún kunni að aukast enn á komandi tímum og magna þau áhrif sem þegar þykir ljóst að eru fyrir hendi. Í tilvitnaðri athugun á vegum Seðlabankans eru áhrif útgáfunnar dregin saman með svofelldum hætti:

Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum hefur verkað sem þrýstingur til lækkunar á óverðtryggða vexti en erfitt er að segja til um hver áhrifin verða á langa verðtryggða vexti sem skipta mestu máli fyrir heimilin og fyrirtækin í landinu. Þá liggur fyrir að gengi krónunnar hefur styrkst verulega frá því að útgáfan hófst en peningalegt aðhald hefur einnig verið hert á sama tíma og því er erfitt að segja til um hver hlutur útgáfunnar er. Sömuleiðis er erfitt að segja til um hver gengisáhrifin verða til lengri tíma lítið enda ræðst það að miklu leyti af væntingum markaðsaðila til verðbólguþróunarinnar hér innanlands og erlendis, vaxtabreytingum og áhættumati fjárfesta gagnvart styrk krónunnar.

Áhrif útgáfunnar á peningastefnu Seðlabankans er að miðlun hennar fer í auknum mæli fram í gegnum gengisáhrifin í staðinn fyrir vexti þar sem útgáfan vinnur á móti því að stýrivaxtahækkunar bankans skili sér í gegnum óverðtrygga vaxtarófið af fullum þunga. Þetta eykur á þá óvissu sem ætíð er fyrir hendi við framkvæmd peningastefnunnar [...].²⁸

Af hálfu bankastjórnar Seðlabankans hefur verið fjallað um áhrif af útgáfu á skuldabréfum í íslenskum krónum á alþjóðamarkaði. Í nýlegu erindi formanns bankastjórnar segir m.a. um þetta efni:

Áhrifin geta verið jákvæð. Þau geta til dæmis leitt til virkari gjalddeyris- og verðbréfamarkaða hér á landi og þannig haft jákvæð áhrif á íslenska efnahagsþróun. Útgáfan getur þó einnig - tímabundið að minnsta kosti - skapað óvissu um miðlun peningastefnunnar og jafnvel beint áhrifum hennar frekar en ella um gengisfarveginn. Slík miðlun kemur hart niður á útflutningsgreinum en gerir lítið til að hemja vöxt einkaneyslu.²⁹

VERÐBÓLGA ÚT FYRIR POLMÖRK

Í yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka frá febrúar 2001 segir að víki verðbólga meira en $\pm 1\frac{1}{2}\%$ frá settu marki beri bankanum að ná verðbólgu svo fljótt sem auðið er inn fyrir þau mörk að nýju. Jafnframt ber 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 verðból gumarkmiðinu að nýju. Greinargerð bankans skal birt opinberlega.

Þegar í júní 2001 voru þolmörkin rofin með því að vísitala neysluverðs hafði hækkað um 1,5% frá fyrra mánuði og samtals um 6,8% á tólf mánuðum. Sendi Seðlabankinn ríkisstjórn greinargerð af því tilefni í júní 2001.³⁰ Á árinu 2005 kom tvisvar til þess að Seðlabanki Íslands sendi ríkisstjórn greinargerð í tilefni af því að verðbólga vék meira frá settu marki en $1\frac{1}{2}\%$, í febrúar og september.³¹

Í greinargerð Seðlabanka Íslands til ríkisstjórnar í september 2005 var þess getið að þolmörk verðból gumarkmiðs hafi verið rofin öðru sinni á því ári. Vísað er til greinargerðar bankans til ríkisstjórnarinnar frá febrúar sama ár þar sem fjallað var um helstu orsakir verðbólgu umfram markmið og öran vöxt innlendar eftirspurnar, sem rekja mætti til fjárfestingar í áliðnaði og orkuöflun annars vegar og umbreytinga á lánamarkaði hins vegar sem flestum hafi komið í opna skjöldu. Segir í greinargerðinni að þessar skýringar eigi enn við. Útlán til einstaklinga, sem meðal annars væru afleiðing uppstokkunar á fjármálamarkaðinum, hafi aukist með vaxandi hraða undanfarna mánuði og íbúðaverð hækkað hraðar en nokkurn tíma áður.

Segir í greinargerðinni að þessi þróun komi fram í mikilli hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs, sem á tímabilinu frá maí til ágúst í ár hafi skýrt heildarhækkun vísitölu neysluverðs að mestu leyti. Til samanburðar hafi húsnæðisliðurinn skýrt um helming árshækkunar vísitölnnar í febrúar sl. Mikil hækkun vísitölnnar í september hafi hins vegar verið að verulegu leyti af öðrum toga, þ.e. af umtalsverðri hækkun vöruverðs umfram það sem reikna megi með á þessum árstíma vegna útsöluloka. Þá hafi eldsneytisverð lækkað mikið auk þess sem verð á þjónustu hafi hækkað töluvert. Þetta hafi gerst þrátt fyrir mjög sterkt gengi krónunnar, sem á sumarmánuðum hafi leitt til umtalsverðrar hjöðunar vöruverðs, auk þess sem mikil samkeppni lágvöruverðsverslana þrýsti verðlagi tímabundið niður frá því síðla vetrar. Verð varanlegrar neysluvöru, einkum bíla, hafi hins vegar ekki virst hafa lækkað í samræmi við gengisþróunina.

Bankinn bendir á að verð á bensíni og olíu hafi ekki heldur fylgt gengisþróuninni eftir af augljósum ástæðum. Tólf mánaða hækkun kjarnavísitalna, þar sem meðal annars er horft framhjá verðbreytingum bensíns, hafi þó ekki verið markvert minni en hækkun neysluverðsvísitölnnar í heild í september. Þetta segir bankinn skýrast af því að í kjarnavísitölum sé einnig horft fram hjá öðrum sveiflukenndum liðum en bensíni, þ.e.a.s. búvöru, grænmeti og ávöxtum. Verð þessara liða hafi hækkað minna en vísitalan eða jafnvel lækkað sl. tólf mánuði.

Seðlabankinn segir í greinargerð sinni að líkt og í febrúar 2005 hafi verðbólga fyrst og fremst verið drifin af eftirspurn, þótt hækkun bensín- og olíuverðs eigi nokkurn hlut að máli, og skýri u.þ.b. 0,6% af hækkun vísitölnnar undanfarna 12 mánuði. Virðist eftirspurnarþrýstingurinn hafa vaxið og birtast sem fyrr skýrast í þeim þáttum vísitölnnar þar sem erlendrar verðsamkeppni gæti minnst, þ.e.a.s. í hækkun á verði húsnæðis og þjónustu. Hátt gengi krónunnar hefur á hinn bóginn haldið verulega aftur af verðbólgu jafnvel þótt gengishækkunin undanfarið ár hafi ekki komið að fullu fram í verðlagi. Bankinn lýsir þeirri skoðun að þegar gengi krónunnar að endingu veikist á ný muni þessi áhrif ganga til baka, en hugsanlegt er að þegar það gerist muni einnig draga verulega úr verðhækkun húsnæðis eða verð þess jafnvel lækka.

GAGNSÆI PENINGASTEFNUNNAR

Það viðhorf má nú heita viðtekið að stjórn peningamála sé mikilvægur þáttur hagstjórnar og að þau beri að einkennast af gagnsæi og trúverðugleika enda er þeim ætlað að hafa áhrif að markaði og væntingar almennings og fyrirtækja. Hafa stjórnvöld víða um heim kostað kapps um að treysta starfsemi seðlabanka í þessu ljósi. Seðlabanki Íslands hefur fetað sig í átt til aukins gagnsæis og með nýlegri breytingu á sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og bankans er stigið skref í þá átt.

Gagnsær ferill við ákvarðanir stjórnvalda á sviði peningamála gegnir lykilllutverki og um leið aðgerðir sem styrkja trúverðugleika seðlabanka. Skiptir þar miklu að stjórn bankans og vinnubrögð hans öll einkennist af faglegri þekkingu á sviði peningamála og hagstjórnar.

Á undanförnum árum hefur gagnsæi peningastefnunnar ítrekað komið til umræðu hér á landi og hafa ýmsir orðið til að hvetja stjórnvöld peningamála til að auka gagnsæi með það fyrir augum að aðilar á fjármálamarkaði hefðu gleggri sýn á ákvarðanir Seðlabankans og rök að baki þeim. Meðal þeirra sem ítrekað hafa hvatt til aðgerða í þessu efni er Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn eins og rakið er í sérstökum undirkafla hér að neðan.

Þá ber að geta frumvarps til laga um Seðlabanka Íslands sem lagt var fram af nokkrum þingmönnum haustið 2005.³² Í frumvarpinu er meðal annars lagt til að ákvarðanir um beitingu stjórnþækja Seðlabankans í peningamálum verði teknar af sérstakri peningastefnunefnd. Skal nefndin starfa á grundvelli starfsreglna staðfestum af bankaráði. Birta skal ákvarðanir peningastefnunefndar og forsendur þeirra. Nánar er fjallað um skipan og störf nefndarinnar í frumvarpinu.

Í frétt Seðlabanka Íslands 11. nóvember 2005 um breytingu á sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er vikið að gagnsæi peningastefnunnar. Segir þar að áformað sé að frá og með árinu 2006 gefi Seðlabankinn út þrjú hefti Peningamála á ári í stað fjögurra. Í hverju hefti verður verðbólgu- og þjóðhagsspá. Bent er á að misjafnt er hve oft seðlabankar með verðbólguþegmámið gefa út skýrslur með verðbólguþegmámi. Algengast sé að það sé gert fjórum sinnum á ári en dæmi eru um þrjár, svo sem í Noregi.

Í fréttinni segir að Seðlabankinn telji að útgáfa þriggja hefta Peningamála ásamt öðru efni sem bankinn birtir reglulega fullnægi kröfum um miðlun upplýsinga um mat bankans á framvindu og horfum í efnahags- og peningamálum.

Af hálfu bankastjórnar Seðlabankans hefur verið fjallað um gagnsæi peningastefnunnar. Í nýlegu erindi formanns bankastjórnar segir m.a. um þetta efni:

Eins og tilkynnt var fyrir skömmu verður framkvæmd peningastefnunnar breytt þannig að á næsta ári mun bankastjórn Seðlabankans taka ákvörðun um stýrivexti á sex dögum sem þegar hafa verið tilkynntir. Þrjár þeirra verða útgáfudagar Peningamála. Á öllum þessum dögum mun bankastjórn kynna ákvörðun sína á fréttamannafundi, hvort sem vöxtum verður breytt eður ei, og rökstuðning

að baki henni. Með þessari breytingu er gegnsæi peningastefnunnar eftt enn frekar. Segja má að formlegum vaxtaákvörðunardögum hafi verið fjölgað úr fjórum í sex, því útgáfudagar Peningamála voru í reynd orðnir viðurkenndir sem slíkir. Þrátt fyrir þetta getur bankastjórn að sjálfstöðu ákveðið að breyta vöxtum á milli fyrirfram tilkynnta vaxtaákvörðunardaga ef tilefni verður talið til.³³

ÁLIT ALPJÓÐAGJALDEYRISJÓÐSINS

Eitt af meginverkefnum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er eftirlit með efnahags- og fjármálum aðildarríkjanna. Rækir hann þetta eftirlitshlutverk með reglulegum viðræðum við stjórnvöld og aðra aðila sem koma að mótun og framkvæmd efnahagsstefnunnar. Í ljósi stofnskrár sjóðsins og sögulegs hlutverks hans vega gengis- og gjaldeyrismál þungt í athugunum hans á efnahagsmálum aðildarríkjanna.³⁴ Gagnlegt sýnist því að kanna hvað Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur haft til málanna að leggja varðandi mótun stefnunnar í peninga- og gengismálum frá því verðbólguþröskulmið var tekið upp á árinu 2001.

Fyrst er til þess að taka að í áliti sínu á árinu 2001 segir sjóðurinn nauðsynlegt að fylgja sveigjanlegri gengisstefnu en þá er gert, enda innbyggð mótsögn í því að fylgja annars vegar mjúkri fastgengisstefnu og hins vegar sjálfstæðri peningastefnu við skilyrði opins fjármagnsmarkaðar. Fljótandi gengi væri eðlilegt framhald af vikkun vikmarka gengisins á liðnum áratug og jafnframt heppilegra með tilliti til þess hve viðkvæmt hagkerfið er fyrir ytri áföllum. Ákvörðun um að leyfa gjaldmiðlinum að fljóta þyrfti að fylgja val á trúverðugri viðmiðun fyrir verðbólguvæntingar. Sendinefndin telur að verðbólguþröskulmið sé heppilegasti valkosturinn í núverandi stöðu. Ísland er tiltölulega vel búð undir slíka breytingu. Í fyrsta lagi standa opinber fjármál á traustum grunni til lengri tíma litið. Í öðru lagi hafa peningamálayfirvöld, ásamt stjórnvöldum, sýnt getu og vilja til að fylgja trúverðugri stefnu gegn verðbólgu, sem sést vel á þeim eftirtektarverða árangri sem náðist í kjölfar þess að fastgengisstefna var tekin upp. Í þriðja lagi hefur Seðlabankinn náð umtalsverðum árangri í verðbólguþröskulmið og í því að auka gagnsæi gagnvart almenningi í aðgerðum sínum. Í fjórða lagi virðast aðilar vinnuþröskulmiðs leggja megináherslu á litla verðbólgu og ættu þess vegna að vera hlynntir breytingum á umgjörð peningastefnunnar. Hinu nýja fyrirkomulagi mætti hleypa af stokkunum með sameiginlegri yfirlýsingu stjórnvalda og Seðlabankans sem tryggði raunverulegt sjálfstæði í framkvæmd peningamálastefnu þar til formlegt sjálfstæði fengist með lagasetningu. Sendinefndin álítur að upptöku verðbólguþröskulmiðs yrði vel tekið á fjármagnsmörkuðum þar sem hún myndi staðfesta verðstöðugleika sem aðalmarkmið peningamálastefnunnar.³⁵

Ári síðar var í álitum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins lögð áhersla á að hlúa yrdi að trúverðugleika verðbólguþáttstefnunnar sem kynnt var í [febrúar] 2001 á upphafsskeiði hennar. Fyrst og fremst verði það gert með því að fylgja peningastefnu sem dregur hratt úr verðbólgu niður í verðbólguþáttstæði eins og gert er ráð fyrir í verðbólguþáttstæði Seðlabankans. Í þessu sambandi sé mikilvægt að Seðlabankinn sé frjálst að því að nýta nýfengið sjálfstæði í beitingu stjórnþáttstæða sinna til þess að fylgja aðhaldssamri peningastefnu án þrýstings frá öðrum stofnunum hins opinbera. Því til viðbótar myndi gagnsæi, fyrirsjáanleiki og trúverðugleiki peningamálastefnunnar eflast, að dómi sendinefndar sjóðsins, ef bankastjórn Seðlabankans héldi reglulega vaxtaákvörðunarfundi og gæfi í kjölfar þeirra út yfirlýsingu þar sem greint yrði ítarlega frá forsendum ákvörðunar hennar. Slíkt fyrirkomulag tíðkist í mörgum ríkjum sem fylgja verðbólguþáttstæði.³⁶ Hér vekur sérstaka athygli hvatning af hálfu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins þegar á árinu 2002 til íslenskra stjórnvalda um að auka gagnsæi varðandi ákvarðanir Seðlabanka Íslands varðandi aðgerðir í peningamálum.

Þessi hvatning af hálfu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins var ítrekuð árið eftir. Á árinu 2003 sagði sendinefnd Alþjóðagjaldeyrissjóðsins að árangur við að draga úr verðbólgu og bæta jafnvægi þjóðarþáttstæðisins að undanförunu hafi styrkt tiltrú á verðbólguþáttstæði, sem einnig hafi fengið stuðning af áframhaldandi umbótum á innviðum markaðskerfisins. Með kynningu og útgáfum hafi Seðlabanki Íslands aukið tiltrú og skilning á peningamálastefnunni hjá markaðsaðilum. Verðbólguþáttstæðingar bæði neytenda og markaðsaðila virðist nú í takti við verðbólguþáttstæði bankans. Til viðbótar þessu lagði sendinefndin til að Seðlabankinn íhugi að halda reglubundna vaxtaákvörðunarfundi bankastjórnar og birta fundargerðir frá þeim. Kaup Seðlabanka Íslands á gjaldeyri á grundvelli opinberrar áætlunar í því skyni að styrkja erlenda stöðu bankans ætti að efla enn frekar trú á getu bankans til að bregðast við óvæntum lausafjárskellum. Sendinefndin lagði einnig til að kannaðir yrðu möguleikar á því að dýpka innlendan peningamarkað sem gæti minnkað bæði þörf bankanna fyrir endurhverf viðskipti við Seðlabanka Íslands og fyrir erlenda skammtímafjármögnun.³⁷

Árið 2004 var af hálfu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins lögð áhersla á að stjórnvöld ættu að einbeita sér að því að hemja eftir föngum ójafnvægið sem virtist vera að byggjast upp til skemmri tíma litið. Í þessu tilliti muni nauðsynlegt hámark skammtímaþáttstæða verða þeim mun lægra því fyrr sem Seðlabankinn myndi bregðast við. Vegna þessa var Seðlabankinn hvattur til þess að halda áfram að hækka skammtímaþáttstæði. Á sama tíma gæti það haft neikvæð áhrif til langs tíma að treysta of mikið eingöngu á peningamálastefnunna til að sporna gegn vaxandi eftirspurnarþrýstingi og hvatti

sendinefndin eindregið til að peningamálastefnu og stefnunni í ríkisfjármálum yrði beitt í sameiningu til að herða aðhald.³⁸

Á árinu 2005 var enn vikið að auknu gagnsæi peningastefnunnar í áliti sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Sagði þar að vegna smæðar hagkerfisins væri mun erfiðara að halda verðbólgu stöðugri við markmiðið en í stærri verðból gumarkmiðslöndum. Ein leið sem gæti stuðlað að stöðugri verðbólgu með því að festa væntingar betur í sessi væri að taka upp fyrirfram ákveðna og tilkynnta peningastefnufundi sem lyki með opinberri tilkynningu um ákvörðun bankastjórnar Seðlabankans um vexti. Enda þótt ársfjórðungsritið Peningamál hafi orðið mjög skýr, gagnsæ og virk leið til þess að koma boðum Seðlabankans á framfæri mætti styrkja þau frekar. Festa mætti væntingar betur í sessi með því að birta fráviksspá um verðbólgu sem fæli í sér vaxtaferli sem nauðsynlegur yrði til þess að verðból gumarkmiðinu yrði náð á grundvelli mats Seðlabankans á stöðu og horfum í efnahagsmálum. Spár sem sýna að verðból gumarkmiðinu verði ekki náð væri auðvelt að mistúlka. Ef birt yrði verðból guspá sem byggist á breytilegum vöxtum yrði mikilvægt að leggja áherslu á að Seðlabankinn væri ekki með því að skuldbinda sig til þess að fylgja fyrirfram ákveðnum vaxtaferli. Almennigur myndi þá skilja að Seðlabankinn yrði að breyta líklegum vaxtaferli til samræmis við framvindu efnahagsmála. Ennfremur var af hálfu sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins bent á að þegar núverandi fjárfestingarhrinu lyki kynni að verða mögulegt að bæta enn frekar umgjörð peningastefnunnar til þess að stuðla að stöðugari verðbólgu og stöðugleika í efnahagslífi. Enda þótt verðtrygging fasteignaveðlana gerði það m.a. mikilvægt að halda áfram að miða verðból gumarkmiðið við vísitölu sem innifelur fast eignaverð mætti hugleiða að taka úr vísitölunni sveiflukenna þætti svo sem orkuverð og matvæla verð, líkt og gert hafi verið í öðrum löndum.³⁹

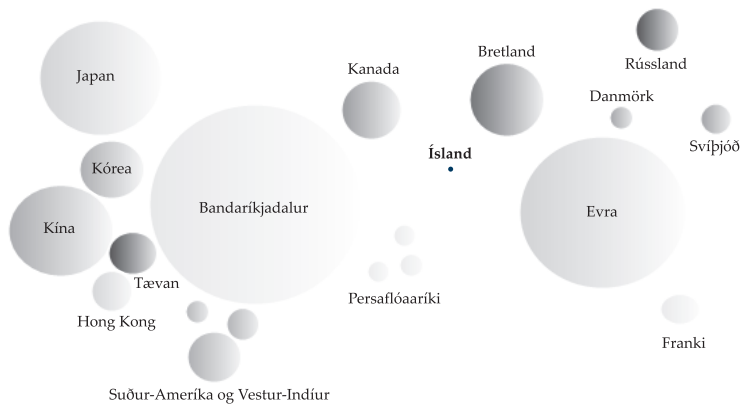
3. KAFLI

ÍSLAND: HELSTU KOSTIR Í GENGISMÁLUM

Umræða hefur spunnist á síðustu misserum um hvernig gengismálum væri best komið fyrir á Íslandi, m.a. vegna mikilla gengissveiflna og þverrandi áhrifa peningamálastefnunnar á tímum frjálsra fjármagnsflutninga og aukinnar skuldsetningar íslenskra aðila í erlendri mynt.

Á síðustu árum hafa miklar sviptingar átt sér stað á meginlandi Evrópu í gengismálum samhliða upptöku evru í ellefu af fimmtán ríkjum Evrópusambandsins í upphafi árs 1999. Með evrunni framseldu aðildarríkin sjálfstæði sitt í peningámálum til Seðlabanka Evrópu, sem hefur yfirþjóðlegt vald í peningámálum á evrusvæðinu.⁴⁰ Mikil umræða hefur verið um skipan gengismála á alþjóðavísu í kjölfar þessara hræringa í Evrópu og Ísland hefur ekki farið varhluta af henni. Hefur t.a.m. verið bent á að íslenska krónan sé agnarsmár gjaldmiðill en neðangreind mynd nóbelsverðlaunahafans Roberts Mundells dregur fram grófan stærðarsamanburð á nokkrum gjaldmiðlum heims.

MYND 7:
NOKKUR MYNTSVÆÐI HEIMS



Við mat á gengisstefnu fyrir Ísland er að mörgum þáttum að huga enda verður að líta til áhrifa hennar á stjórn peningamála, stöðugleika í gengismálum og í ljósi samþættingar á alþjóðlegum fjármálamarkaði. Þessi viðmið og fleiri þarf að samræma þeirri hagstjórn sem beitt er í landinu með það að markmiði að auka stöðugleika í þjóðarbúskapnum og bæta almennt starfsskilyrði atvinnulífsins. Á það hefur verið bent, ekki síst af hálfu útflutningsfyrirtækja, að ekki samræmist stöðugleika í efnahagsmálum að gengi krónunnar sveiflist um jafnvel tugi prósent á ári.⁴¹ Gríðarlegar sveiflur hafa verið á gengi krónunnar frá því að verðbólguþröskulur var tekið upp árið 2001 eins og sýnt er á mynd 8 að neðan.



SKÝRT AFMARKAÐUR RAMMI HAGSTJÓRNAR

Gengi íslensku krónunnar er sveigjanlegt og flýtur á gjaldeyrismarkaði þar sem verðstöðuguleiki er akkeri peningastefnunnar. Ásamt núverandi skipan gengismála hafa komið fram raddir um að tímabært sé að taka upp evru sem gjaldmiðil á Íslandi, ýmist með inngöngu í myntbandalag Evrópu eða með einhliða upptöku hennar.

Íslendingar standa tæknilega frammi fyrir ýmsum kostum í gengismálum.⁴² Fyrir utan þá tvo möguleika sem drepíð var á að framan - óbreytt ástand og að taka upp evru - ber að geta sveigjanlegrar fastgengisstefnu gagnvart evru eða körfu gjaldmiðla í réttum hlutföllum við utanríkisviðskipti þjóðarinnar. Aðrar úfærsluleiðir eru meðal annars myntrað þar sem öll innlend seðlaútgáfa yrði að fullu tryggð með erlendum gjaldeyrisvarasjóði og Seðlabankinn væri reiðubúinn að skipta krónum fyrir erlenda gjaldmiðla í fyrirfram ákveðnum hlutföllum.

Í hagstjórnarfræðum er vel kunnugt að ógerningur er á sama tíma að viðhalda stöðugleika gengis við skilyrði frjálstra fjármagnshreyfinga og sjálfstæðrar stefnu í peningamálum. Frá fræðilegu sjónarmiði er hægt að ná tveimur markmiðum en hinu þriðja verður aldrei náð. Að gefnum frjálsum

fjármagnshreyfingum stendur valið á milli sjálfstæðrar stefnu í peningamálum og stöðugleika á gengi krónunnar. Í haustskýrslu Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands 2005 segir um þetta efni:

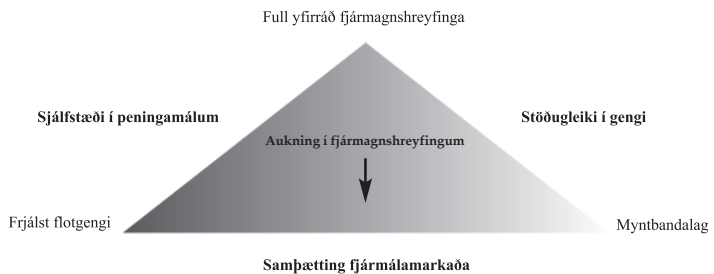
Að vissu leyti má segja að valmöguleikarnir séu þrengri en fram kemur á myndinni þar sem alþjóðavæðing hefur samþætt fjármálamarkaði heimsins. Einstök lönd geta því vart vikið sér undan henni og valið takmarkast því við neðri hluta þríhyrningsins. Raunverulegt val stendur á milli þess að festa gengi innlends gjaldmiðils í myntbandalagi eða leyfa því að fljóta. Ríki heims fylgja því annað hvort stífri flot- eða fastgengisstefnu.⁴³

Hér að neðan verður fjallað um helstu kosti sem Íslendingar standa frammi fyrir við val á gengisstefnu út frá þessum forsendum.

FASTGENGISSTEFNA

Þegar litið er til þrenningarinnar sem að ofan er getið stendur valið á milli fasts eða fljótandi gengis krónunnar. Ef fastgengisstefna er við lýði - hvort sem um er að ræða óhagganlegt fastgengi eða innan vikmarka - hefur hugmyndin um tengingu krónunnar við evru verið mest til umræðu hér á landi.

MYND 9:
HIN ÓMÖGULEGA ÞRENNING



Heimild: Hagfræðistofnun Háskóla Íslands (2006)

Í skýrslu Hagfræðistofnunar er fastgengisstefnu með ýmsum blæbrigðum gerð ítarleg skil:

Með því að fylgja fastgengisstefnu er leitast við að tryggja stöðugleika í gengismálum en hægt er að útfæra slíka stefnu á ólíka vega. Þannig getur gengið verið algerlega óhagganlegt en einnig breytilegt innan marka. Myntbandalag er eitt hreinasta form fastgengis en einnig er hægt að segja að myntráð, málmfótur og myntsamruni teljist til fullkomlega fasts gengis. Sveigjanlegri útgáfur af gengisstefnu er m.a. þegar innlendur gjaldmiðill er tengdur öðrum gjaldmiðli eða gjaldmiðlum á föstu gengi. Algengt er að stuðst sé við myntkörfu sem samanstendur af gjaldmiðlum helstu viðskiptalanda þess ríkis sem festir gjaldmiðil sinn og þá gjarnan í því hlutfalli sem endurspeglar mikilvægi viðskipta við hvert land. [...] Í sveigjanlegri fastgengisstefnu, eins og stuðst var við á

Íslandi áður en verðbólguþáttur var tekið upp árið 2001, er genginu gjarnan leyft að hreyfast um miðgengi en þó innan skilgreindra vikmarka.⁴⁴

Hvaða fastgengisstefnu sem fylgt er kann stöðugleiki í gengismálum að vera keyptur dýru verði eins og dregið er fram í töflu 2.

Það væri að æra óstöðugan að fjalla ítarlega um öll hugsanleg blæbrigði fastgengisstefnu enda gefur augaleið að margar þeirra eiga ekkert erindi í íslensku hagkerfi. Þannig virðist mega gera ráð fyrir að dollaravæðing, myntráð og tvíhliða tenging krónunnar við evru komi ekki til álita í íslensku samhengi. Dollaravæðing⁴⁵ hefur fyrst og fremst átt sér stað á meðal þróunarlanda sem hafa játað uppgjöf í peningamálum og innleiða erlendan gjaldmiðil einhliða í því augnamiði að auka trúverðugleika hagstjórnar og koma á stöðugu gengi.⁴⁶ Slíkt ástand á sér enga stoð í íslensku hagkerfi.

TAFLA 2: KOSTIR OG GALLAR FASTGENGISSTEFNU

	Kostir	Gallar
	<i>Minni viðskiptakostnaður í millirikjavíðskiptum.</i>	<i>Hendur stjórnvalda eru bundnar í peningamálum svo erfitt er að bregðast við þjóðhagslegum áföllum af ýmsum toga, s.s. vegna aflabrests eða bankakreppu.</i>
	<i>Stjórnvöldum gert auðveldara að halda verðbólgu niðri.</i>	<i>Hætta á árásum spákaupmanna sem raskað getur fjármálastöðugleika.</i>
	<i>Getur aukið trúverðugleika Seðlabankans þar sem fastgengisstefna setur stjórnvöldum skýrt markmið í hagstjórn.</i>	<i>Missir sjálfstæðrar stefnu í peningamálum þar sem Seðlabanki Íslands myndi fylgja vaxtastefnu viðmiðunarlanda.</i>
	<i>Minni óvissa sem getur lagt grunn að dýpri fjármálamörkuðum.</i>	<i>Mikið ósamræmi getur myndast í hagsveiflunni á milli Íslands og viðmiðunarlanda.</i>

Heimild: Frédéric Mishkin (2005) og Butler (2001)

Að sama skapi verður að teljast hæpið að tvíhliða tengingu við evru verði komið á fót þar sem Ísland stendur utan Evrópusambandsins (ESB). Við inngöngu Dana í ESB var komið á tvíhliða tengingu á milli dönsku krónunnar og evru enda standa Danir fyrir utan myntbandalagið. Útfærslan byggir á því að Seðlabanki Evrópu og danski seðlabankinn koma sér saman um miðgildi dönsku krónunnar gagnvart evru og gengi gjaldmiðlanna er síðan viðhaldið innan þolmarka af seðlabönkunum með inngripum á gjaldeyrismarkaði. Inngripunum er ætlað að koma í veg fyrir að gengissveiflur ógni verðstöðugleika á evrusvæðinu og sporna gegn því að peningastefnu Danmerkur sé teflt í tvísýnu.⁴⁷ Samstarf Dana og evrópska seðlabankans byggist á veru Dana í Evrópusambandinu.

Við fastgengisstefnu með myntráði þyrfti Seðlabanki Íslands að vera reiðubúinn að skipta krónum fyrir erlendan gjaldeyri á föstu gengi og erlendur gjaldmiðill verkar sem akkeri á innlenda peningaútgáfu. Til að viðhalda trúverðugleika íslensks myntráðs þarf gjaldeyrisvarasjóður landsins að vera jafnmikill eða meiri en magn innlendrar myntar í umferð. Slíkur valmöguleiki á illa við íslenskar aðstæður enda sýnast myntráð yfirleitt hafa verið tekin upp þar sem innlendur gjaldmiðill er rúinn trausti og hefur lengi haft veika stöðu gagnvart helstu gjaldmiðlum heims.

Rannsóknir á vegum Seðlabanka Íslands⁴⁸ sýnast gefa til kynna að nokkurt ósamræmi sé á milli hagsveiflu innan evrusvæðis og Íslands og hefur athugunum af þessu tagi verið teft fram sem röksemd gegn aðild að myntbandalagi Evrópu. Á hinn bóginn hefur verið bent á að með inngöngu

TAFLA 3: FASTGENGISSTEFNUR

<i>Myntbandalag</i>
<i>Einhliða fastgengi</i>
<i>Tenging við myntkörfu viðskiptalanda</i>
<i>Tvíhliða tenging</i>
<i>Dollaravæðing</i>
<i>Myntráð</i>

í myntbandalag Evrópu muni milliríkjavíðskipti Íslands aukast stórum með tilheyrandi jákvæðum áhrifum á hagvöxt.⁴⁹ Umræða um upptöku evru hefur yfirleitt hverfst um þrjár mögulegar útfærslur: Inngöngu í

myntbandalag, fastgengi með einhliða upptöku eða með tengingu við myntkörfu viðskiptalandanna þar sem evran vægi yfir 40% af myntkörfunni.⁵⁰

Einhliða upptaka á evru eða tenging krónunnar við myntkörfu viðskiptalandanna er mismunandi útfærsla á sömu meginhugmynd. Í báðum tilvikum myndi Seðlabanki Íslands hins vegar ákvarða upprunalegt gengi og verja það síðan á gjaldeyrismarkaði, hvort sem miðað er við staðfast eða sveigjanlegt fastgengi innan fyrirfram skilgreindra vikmarka. Munurinn kynni fyrst og fremst að vera fólgin í því að með því að festa krónuna við samvegna körfu af gjaldmiðlum viðskiptalandanna næðist fram betri sveiflujöfnun út frá vægi utanríkisviðskipta. Tenging við körfu af gjaldmiðlum viðskiptalanda væri frá þessu sjónarmiði að einhverju leyti heppilegra skref þar sem einhliða tenging við evru endurspeglar minna en helming utanríkisviðskipta landsins. Þrátt fyrir mikið vægi evrulanda í utanríkisviðskiptum væri erfiðara fyrir Seðlabanka Íslands að halda uppi vörnum á gjaldeyrismarkaði í einhliða tengingu við evru en með körfu gjaldmiðla þar sem karfan endurspegladi betur vægi utanríkisviðskipta. Hins vegar má gera því skóna að vegna frjálsra fjármagnsflutninga væri nær ógerningur fyrir Seðlabankann að verja krónuna til lengdar ef ósamhverfir skellir verða á milli evrulanda og Íslands enda líklegt að árásir spákaupmanna yrðu til

Þess að trú á krónuna brysti að lokum.

Innganga í myntbandalag Evrópu með upptöku á evru sem lögeyri á Íslandi væri hreint form fastgengisstefnu sem ýmsir aðilar hafa talað fyrir á síðustu misserum. Því hefur ítrekað verið haldið fram á stjórnmalavettvangi að slík innganga væri ekki möguleg nema með inngöngu í Evrópusambandið. Kostir inngöngu væru margir (hér er aðeins fjallað um hagfræðilegar afleiðingar, en ekki lítið til margs konar annarra áhrifa sem fylgja inngöngu) og þyngst vegur afnám vaxtamunar við evrusvæðið og lækkun viðskiptakostnaðar, sem gerð hafa verið ítarleg skil í rannsóknnum Rose (2001) auk þess sem Hagfræðistofnun HÍ (2006) hefur fjallað ítarlega um málið. Að sama skapi má ætla að vegna jákvæðra áhrifa á milliríkjavíðskipti geti upptaka evru stuðlað að auknum hagvexti en að sama skapi væri ekki unnt að bregðast við ytri skellum með aðlögun í gengi innlendra myntar.

Í frægri grein Mundells á hagkvæmni myntsvæða bendir hann á að það geti reynst dýrkeypt fyrir land að ganga inn í myntbandalag ef framleiðsla, hagvöxtur og vinnumarkaðir landa hafi ólík einkenni enda miðast peningastefnan við meðalverðbólgu á öllu svæði myntbandalagsins.⁵¹ Þannig kann tímabundin uppsveifla að valda djúpri kreppu innanlands þegar hún gengur yfir þar sem raungengið aðlagast hægar en við sjálfstæða peningamálastefnu. Á móti kemur að þegar líður frá inngöngu í myntbandalag muni hún leiða til aukinnar samræmingar á hagsveiflu innan myntsvæðis.⁵²

FLOTGENGI

Við flotgengisstefnu með verðbólguþröskulmið sem akkeri peningamálastefnu ráðast sveiflur á verðgildi krónunnar af framboði og eftirspurn eftir krónum á gjaldeyrismarkaði. Innstreymi fjármagns felur í sér að seldur er erlendur gjaldeyrir í skiptum fyrir krónur sem styrkir gengi krónunnar. Þetta á til dæmis við stóriðjuframkvæmdir að svo miklu leyti sem keypt er vara og þjónusta hér á landi vegna þeirra og útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum. Við útstreymi fjármagns eru seldar krónur fyrir erlendan gjaldeyri sem eykur framboð þeirra og myndar þrýsting á gengi krónunnar.

Verulegar undirliggjandi hreyfingar hafa verið á gengi íslensku krónunnar frá því að verðbólguþröskulmið var tekið upp 2001. Mun óhætt að segja, m.a. í ljósi línurits að framan, að við skilyrði frjálsra fjármagnshreyfinga hafi þær sveiflur magnast, sem fjallað var um í upphafi kaflans. Sveiflur í gengi krónunnar sýnast óhákvæmilegur fylgifiskur sjálfstæðrar stefnu í peningamálum

eins og bent var á í umfjöllun um vanda hagstjórnar: Flotgengi skapar færi á sveigjanlegri stefnu í peningamálum á meðan fastgengi bindur hendur stjórnvalda í peningamálum en dregur úr gengissveiflum. Í neðangreindri töflu eru dregnir fram helstu kostir og gallar flotgengis.

TAFLA 4: KOSTIR OG GALLAR FLJÓTANDI GENGIS

Kostir	Gallar
<i>Sjálfstæð peningamálastefna.</i>	<i>Miklar gengissveiflur hugsanlegar.</i>
<i>Gjaldmiðill er verðlagður á grundvelli framboðs og eftirspurnar á gjaldeyrismarkaði.</i>	<i>Aukin óvissa vegna gengis- og verðbólguáhættu.</i>
<i>Hraðari aðlögun raungengis að langtímaþvægi.</i>	<i>Árásir spákaupmanna líklegri en ef mynt er bundin myntbandalagi.</i>
<i>Vaxtastefna miðast í höfuðdráttum við innlent efnahagsástand.</i>	<i>Aukinn viðskipta- og vaxtakostnaður.</i>

Heimild: Frederic Mishkin (2006) og Butler (2001)

Lítill opin hagkerfi eins og Ísland eru jafnan talin viðkvæmari fyrir þjóðhagslegum skellum, m.a. vegna mikils vægis fárra og stórra útflutningsatvinnuvega. Áhrif af breytilegri afkomu innan þeirra kvíslast um alla anga hagkerfisins. Í skýrslu Hagfræðistofnunar (2006) er greint frá rannsóknum norska seðlabankans á hagkvæmstu gengisstefnu fyrir lítil opin hagkerfi. Niðurstöður bankans benda til að sveigjanlegt verðbólguþolmið sé heppileg stefna frá því sjónarmiði að við þau skilyrði séu sveiflur í raunsterðum efnahagslífsins minni en við annað fyrirkomulag í gengismálum.

Seðlabanka Íslands eru sett skýr markmið um að halda verðbólgu innan verðbólguþolmiðs. Jafnvel þótt ítrekaðar vaxtahækkningar og mikill vaxtamunur gagnvart útlöndum hafi ekki að öllu leyti skilað tilætluðum árangri er vert að hafa í huga að svigrúm bankans er takmarkað við að koma böndum á verðbólgu.

Eðlilegt er að gera kröfu um að með stefnunni í ríkisfjármálum og frekara aðhaldi á því sviði sé lagst á eina ár með Seðlabanka í viðleitni hans til að halda verðbólgu innan tilskilinna marka.

Því verður vart neitað að sviptingar í gengismálum undangengin misseri leiða að nokkru leyti af heimatilbúnum vanda þegar höfð eru í huga stórfelld áhrif skipulagsbreytinga á húsnaðislánamarkaði og áhrif stórframkvæmda á vettvangi orku- og iðjuframkvæmda. Brýnt verður að telja að stefnan í þessum málaflokkum taki mið af almennri stefnu í efnahagsmálum og sé mörkuð og tímasett með hliðsjón af henni.

4. KAFLI

SAMANTEKT

Um þessar mundir eru fimm ár liðin frá því að verðbólguþröskur varð aðalmarkmið Seðlabanka Íslands og krónan sett á flot. Allmiklar sveiflur hafa orðið á gengi krónunnar, stýrivextir bankans eru háir, vaxtamunur við útlönd mikill og raungengi hátt hvort sem er á mælikvarða hlutfallslegs verðlags eða kaupgjalds. Hátt raungengi hefur lagt þungar byrðar á útflutningsatvinnuvegi og sprotafyrirtæki sem afla tekna í erlendri mynt. Jafnframt eru verðbólguvæntingar langt umfram verðbólguþröskur Seðlabankans en það bendir til að trúverðugleiki peningamálastjórnarinnar hafi beðið hnekki.

Reynslan af framkvæmd verðbólguþröskurs Seðlabanka Íslands leiðir í ljós að vaxtahækkunar bankans hafa einkum verkað um farveg gengis íslensku krónunnar. Samhliða því að tekið var upp verðbólguþröskur hefur orðið mikil aukning á lántökum í erlendri mynt. Þessi breyting á fjármögnun hefur þau áhrif að verulega dregur úr slagkrafti vaxtabreytinga Seðlabankans auk þess sem fjármál hins opinbera hafa ekki stutt nægjanlega við peningamálastjórnina.

Að réttu lagi ættu hækkunar á stýrivöxtum bankans, sem ætlað er að stemma stigu við verðbólguþröskur, einnig að hafa áhrif um farveg vaxta. Sú hefur þó ekki verið raunin og áhrif þeirra á langtímaþröskur hafa reynst takmörkuð enda hækkuðu stýrivextir hægar en verðbólguvæntingar í upphafi hagsveiflunnar. Þá eru vextir á langtímalánum til heimila yfirleitt fastir og verðtryggðir auk þess sem innlendir markaður fyrir óverðtryggð skuldabréf er tiltölulega grunnur. Djúpstæðar ástæður liggja því á bak við tregðu í miðlunarferli peningastefnunnar og er verðtrygging fjárskuldbindinga sennilega stór orsakaþáttur ásamt miklum vexti í erlendri lánsfjármögnun fjármálastofnana og stærri fyrirtækja.

Hátt raungengi hefur að undanfögnu lagt þungar byrðar á útflutningsatvinnuvegi þjóðarinnar. Ekki er um það deilt að vandinn er að mörgu leyti heimatilbúinn og má að miklu leyti rekja hann til þess

að ráðist hefur verið í stórframkvæmdir með fjárfestingum í orkuverum og jafnframt hafa verið gerðar afdrifaríkar skipulagsbreytingar á húsnæðislánamarkaði. Áhugi erlendra aðila á eignum í íslenskum krónum, sem rekja má til mikils vaxtamunar við útlönd, hefur síðan enn stuðlað að háu gengi krónunnar.

Brýnt er að atvinnustefna af hálfu opinberra aðila og aðgerðir stjórnvalda sem lúta að skipulagslegum þáttum á borð við fjármögnun íbúðalána taki mið af almennri stefnu í efnahagsmálum og sé mörkuð og tímasett með hliðsjón af henni. Samhliða skattalækkunum er nauðsynlegt að draga úr útgjöldum og leggja ber áherslu á að allar atvinnugreinar í landinu sitji við sama borð. Nauðsynlegt er að hagstjórn verði mótuð í ljósi ólíkrar stöðu atvinnugreina þannig að stóriðja og önnur útflutningsstarfsemi geti þrífist hlið við hlið í landinu. Að sama skapi ber að áréttta mikilvægi þess að ákvarðanir um stóriðju- og virkjanaframkvæmdir verði teknar á markaðsforsendum.

Til að auka trúverðugleika peningamálastefnunnar og skapa þannig skilyrði fyrir lækkun stýrivaxta er nauðsynlegt að samhæfa stefnu og aðhald í fjármálastjórn hins opinbera þannig að hún styðji betur við verðbólguþrýsting en verið hefur. Meta verður árangur í ríkisfjármálum í ljósi þess hve mjög tekjur ríkisins aukast sjálfkrafa í uppsveiflu.

Aukin útgjöld ríkis og sveitarfélaga samhliða skattalækkunum auka eftirspurn í hagkerfinu og valda verðbólguþrýstingi. Hallarekstur margra sveitarfélaga á undanförunum árum er skýrt dæmi um skort á samhæfðri fjármálastefnu af hálfu opinberra aðila. Eigi að takast að ná markmiði um verðbólgu og hemja verðbólguvæntingar verða ríki og sveitarfélög að taka höndum saman í stað þess að fjármálastjórn þeirra ógni stöðugleika eins og reyndin virðist hafa orðið.

Ástæða er til að áréttta sérstaklega mikilvægi þess að sveitarfélög sýni aukið fjármálalegt aðhald og aukna hagstjórnarábyrgð enda eru áhrif þeirra á eftirspurn í hagkerfinu veruleg. Á síðustu árum hafa verkefni ríkis færst í auknum mæli yfir á sveitarfélög og fjármálaleg umsvif þeirra vaxið stórlega. Mörg stærstu sveitarfélögin hafa lagt til efnivið í þá auknu eftirspurn sem hefur magnast á undanförunum misserum enda hefur efnahagsleg þýðing þeirra vaxið án þess að þeim þætti hafi verið gefinn nægur gaumur við hagstjórn í landinu.

Til að hemja væntingar og skaðlegar afleiðingar þeirra þarf að draga úr óvissu um framtíðaráform í stóriðju. Líta ber til þess að óraunhæfar væntingar um framkvæmdir í náninni framtíð hafa áþekk áhrif á gengi og verðbólguvæntingar og tilkynning um nýjar framkvæmdir og því er óvissa í

Þessum efnum óheppileg. Í þessu samhengi ber að líta til þess að stærð hagkerfisins gæti vaxið verulega á næstu árum ef fram heldur sem horfir. Myndarlegur hagvöxtur á komandi árum myndi að sínu leyti auka efnahagslegt svigrúm til að mæta frekari stóriðjuáformum ef hið opinbera dregur samhliða úr eftirspurn í hagkerfinu.

Þá þarf að gæta þess við mótun launastefnu hins opinbera að hún leiði ekki launaþróun heldur taki mið af launaþróun á hinum almenna vinnumarkaði. Nauðsynlegt er að samræma fjármálastjórn og atvinnustefnu opinberra aðila til að ná markmiðum um stöðugleika í verðlagsmálum. Að óbreyttri stefnu verður að telja ólíklegt að verðbólguþrögn Seðlabankans náist.

Að undanfögnu hefur vaxandi umræða farið fram um upptöku sameiginlegrar myntar Evrópusambandsins á Íslandi. Evran kemur ekki til álita sem lausn á þeim vanda sem steðjar að íslensku efnahagslífi um þessar mundir. Til þess að Íslendingar geti í framtíðinni átt raunhæft val á milli evru og íslensku krónunnar, á grundvelli efnahagslegra og stjórnmálalegra forsendna, þarf að beita samræmdum aðgerðum á sviði hagstjórnar til þess að mynda jafnvægi í þjófþarþúskaþnum. Meginverkefni hagstjórnar á næstunni er því að beita samhæfðri stefnu til að tryggja að jafnvægi og stöðugleiki náist í efnahagslífinu.

NEÐANMÁLSGREINAR

- 1) Sbr. lög um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001.
- 2) *Raungengi í sögulegu og alþjóðlegu ljósi*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, mars 2005.
- 3) *Raungengi í sögulegu og alþjóðlegu ljósi*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, mars 2005.
- 4) Edwards, Sebastian (1989). *Real Exchange Rates in the Developing Countries. Concepts and Measurement*. Working Paper No. 2950. NBER, apríl.
- 5) Edwards, Sebastian (1989). *Real Exchange Rates in the Developing Countries. Concepts and measurement*. Working Paper No. 2950. NBER, apríl.
- 6) Erindi Hannesar G. Sigurðssonar. *Áhrif háengis á þjóðarhag*. Opinn fundur Samtaka atvinnulífsins, 21. febrúar 2003.
- 7) *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, desember 2005.
- 8) Þessi flokkun er t.a.m. í samræmi við flokkun Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands í ársskýrslu stofnunarinnar árið 2005.
- 9) Gögn fengin af vef Hagstofu Íslands (2005)
- 10) *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, desember 2005.

- 11) Gylfi Zoega og Tryggvi Þór Herbertsson (2005). *Fyrirkomulag gengismála á Íslandi: Horft til framtíðar*. Ársskýrsla Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands, Reykjavík.
- 12) S.r., bls 20 og áfram.
- 13) Erindi Davíðs Oddssonar, formanns bankastjórnar Seðlabanka Íslands á morgunverðarfundi Viðskiptaráðs Íslands, 5. desember 2005.
- 14) *Nýr rammi peningastefnunnar*, ritstjórnargrein, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, maí 2001.
- 15) S.r., bls. 40 og áfram.
- 16) S.r., bls. 42.
- 17) *Yfirlýsing um verðbólguarmið og breytta gengisstefnu*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, maí 2001.
- 18) *Verri verðbólguhorfur og lækkun gengis hamla frekari slökun í peningamálum í bráð*, ritstjórnargrein, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, maí 2001.
- 19) Í þessum kafla er stuðst við grein Þórarins G. Péturssonar, *Miðlunarferli peningastefnunnar*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, nóvember 2001.
- 20) *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans, Gengis- og vaxtahræringar*, ritstjórnargrein, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, desember 2005.
- 21) Tölur um skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs og erlendra aðila í íslenskum krónum eru fengnar af heimasíðu Lánasýslu ríkisins, http://www.bonds.is/attachments_articles/2598_A_MarkEnsJan.pdf, sótt 18. janúar 2006.
- 22) *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans, Gengis- og vaxtahræringar*, ritstjórnargrein, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, desember 2005, bls. 51.
- 23) Sjá grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar, *Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, desember 2005. Í því sem hér fer á eftir um þetta efni er stuðst við þessa grein.

- 24) S. r., bls. 74.
- 25) S.r., bls. 75.
- 26) Sbr. s.r. bls. 78.
- 27) Sjá s.r. bls. 80.
- 28) S.r., bls. 81.
- 29) Davíð Oddsson, formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands, Ræða á morgunverðarfundum Viðskiptaráðs Íslands 5. desember 2005, <http://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=3401> , sótt á heimasíðu bankans 17. janúar 2006.
- 30) *Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu um fram þolmörk*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, ágúst 2001
- 31) *Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram þolmörk*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, mars 2005, og *Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram þolmörk*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, desember 2005.
- 32) *Frumvarp til laga um Seðlabanka Íslands*, þskj. 44, 44. mál, lagt fram á 132. löggjafarþingi 2005-2006. <http://www.althingi.is/altext/132/s/0044.html>
- 33) Sbr. áður tilvitnaða ræðu formanns bankastjórnar á fundi Viðskiptaráðs 5. desember 2005.
- 34) Sjá greinar Ólafs Ísleifssonar, *Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn*, fyrri og seinni grein, *Vísbanding* 30. nóvember og 7. desember 2001.
- 35) *Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, febrúar 2001.
- 36) *Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, maí 2002.

- 37) *Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, ágúst 2003.
- 38) *Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins*, sótt á vefsíðu bankans <http://www.seðlabanki.is/uploads/files/SendinefndAl2004isl.pdf> 15. janúar 2006.
- 39) *Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins*, Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands, september 2005.
- 40) Sjá m.a. Buitter, Wilem H. *Er Ísland hagkvæmt myntsæði?* Fjármálatíðindi, 48. árgangur, seinna hefti 2001, bls 3-19
- 41) Viðtal við framkvæmdastjóra CCP, desember 2005.
- 42) Valmöguleikarnir eru byggðir á umfjöllun Buitter, Wilem H. (2001). *Er Ísland hagkvæmt myntsæði?* Fjármálatíðindi, 48. árgangur, seinna hefti 2001, bls 3-19 og Haustskýrslu Hagfræðistofnunar (2005)
- 43) Gylfi Zoega og Tryggvi Þór Herbertsson (2005). *Fyrirkomulag gengismála á Íslandi: Horft til framtíðar*. Ársskýrsla Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands, Reykjavík, bls. 22.
- 44) Gylfi Zoega og Tryggvi Þór Herbertsson (2005). *Fyrirkomulag gengismála á Íslandi: Horft til framtíðar*. Ársskýrsla Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands, Reykjavík, bls. 22.
- 45) Notast má við hvaða stóran gjaldmiðil sem er í dollaravæðingu, þótt nafngiftin vísi til Bandaríkjadals.
- 46) Sjá Andrew Berg, Eduardo Borensztein (2000). *The Dollarization Debate*. Finance & Development, IMF.
- 47) Nánar má lesa um gengissamstarf Evrópu (ERM II) á vefsíðu Fastanefndar framkvæmdastjórnar ESB: <http://www.esb.is/siteindex/ermii.htm>

- 48) Sjá m.a. Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson (2000), *Optimal Exchange Policy: The Case of Iceland*, Már Guðmundsson, Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoega (ritstjórar) (2000), *Macroeconomics Policy, Iceland in an Era of Global Integration*,” Reykjavík, Háskólaútgáfan.
- 49) Rose, A.K. (2000), *Do Currency Unions Increase Trade? A “Gravity” Approach*, FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- 50) Seðlabanki Íslands hefur endurskoðað gengisskráningarvog krónunnar í ljósi utanríkisviðskipta á árinu 2004. Slík endurskoðun fór síðast fram í júlí 2004 og er vægi evru 41% og vægi dals 23% í gengisvoginni.
- 51) Gylfi Zoega og Tryggvi Þór Herbertsson (2005). *Fyrirkomulag gengismála á Íslandi: Horft til framtíðar*. Ársskýrsla Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands, Reykjavík , bls. 32.
- 52) Sjá m.a. Buitter, Wilem H. (2001). *Er Ísland hagkvæmt myntsæði?* Fjármálatíðindi, 48. árgangur, seinna hefti 2001, bls 3-19

