

Því er oft haldið fram að sveiflur í gengi krónunnar séu mun meiri en sveiflur í gjaldmiðlum annarra þróaðra landa. Innlendur gjaldeyrismarkaður er vissulega lítill og komið hafa tímabil þar sem sveiflur hafa verið miklar. Þær voru t.d. miklar í aðdraganda fjármálakreppunnar þegar ójafnvægið í innlendum þjóðarþúskap var mikið og þær jukust töluvert í fjármálakreppunni þegar gengi krónunnar féll verulega. Á tímabilum þegar jafnvægi er ágætt í þjóðarþúsku virðast sveiflur í gengi krónunnar hins vegar vera áþekkar og sveiflur í gengi annarra þróaðra ríkja og löng tímabil mikilla gengishækkana, eins og hefur verið hér á landi undanfarið ár, eru einnig vel þekkt í öðrum löndum. Þá virðist sem geta krónunnar til að jafna hagsveiflur hafi eflst á undanförunum árum.

Gengissveiflur jukust í kjölfar losunar hafta en hafa minnkað á ný
Eins og mynd 1 sýnir hafa daglegar sveiflur í gengi krónunnar aukist frá áramótum. Staðalfrávik daglegra breytinga á gengi krónunnar gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu var að meðaltali um 0,2% árin 2015-2016 en í byrjun þessa árs fór það að hækka og sveiflur jukust enn frekar eftir að fjármagnshöft voru að mestu leyti losuð 14. mars sl. Þrjátíu daga staðalfrávik daglegra gengisbreytinga fór hæst í tæplega 1,5% er leið á síðasta sumar en síðustu mánuði hefur það tekið að minnka á ný og var í lok október komið niður í um 0,5% sem er svipað og t.d. staðalfrávik breska pundins og nýsjá-lenska dalsins. Niúttíu daga staðalfrávik er áfram hærra en það hefur verið á undanförunum árum en það er einnig tekið að minnka, þótt það gerist hægar en í tilfelli þrjátíu daga staðalfráviksins, eðli máls samkvæmt.

Gengissveiflur krónunnar í alþjóðlegum samanburði
Mynd 2 sýnir gengissveiflur krónunnar gagnvart gengisvísitölu allt frá árinu 1995 og samanburð við gengissveiflur í öðrum þróuðum ríkjum. Sýnd eru þrjátíu daga staðalfrávik en níutíu daga staðalfrávik segja sömu sögu. Eins og sjá má á myndinni þekkjast sveiflur svipaðar og í íslensku krónunni einnig í öðrum gjaldmiðlum og þær aukast gjarnan töluvert í tengslum við stóráföll í alþjóðlegum efnahagsmálum eins og Asíu-kreppuna og alþjóðlegu fjármálakreppuna en einnig í tengslum við ýmiss konar umrót í alþjóðamálum, eins og t.d. skuldakreppuna á evrusvæðinu og þjóðaratkvæðagreiðsluna í Bretlandi sumarið 2016.

Eins og búast má við eru sveiflur í gengi krónunnar nokkru minni en annarra gjaldmiðla á fastgengistímabilinu fram til ársins 2001 en þær eru einnig tiltölulega hóflegar á tímabilinu sem fjármagnshöft voru við lýði. Sveiflur voru hins vegar meiri á flotgengistímabilinu áður en fjármagnshöft voru innleidd. Það virðist þó fyrst og fremst litast af árunum í aðdraganda fjármálakreppunnar þegar ójafnvægið í þjóðarþúskapnum var mjög mikið og sveiflur í eignaverði verulegar. Á fyrstu árum verðbólgu-markmiðsins er ekki að sjá að gengissveiflur séu mikið úr takti við það sem þekktist erlendis. Það sést betur á mynd 3 sem sýnir samanburð á gengissveiflum krónunnar við þær norsku og sænsku – en bæði Noregur og Svíþjóð byggja peningastefnu sína einnig á verðbólgu-markmiði. Fram á árið 2005 eru sveiflur í gengi krónunnar áþekkar því sem þar þekktist en þegar líður á árið fer að skilja á milli. Sveiflur í gengi íslensku krónunnar voru að jafnaði heldur minni en þeirra norsku og sænsku á meðan fjármagnshöft voru við lýði en það snýst við eftir að þau voru að mestu leyti losuð. Undanfarið hafa sveiflurnar hins vegar verið áþekkar. Svipaða sögu er að segja þegar sveiflur í gengi krónunnar eru bornar saman við sveiflur í gjaldmiðlum hrávöruút-flytjenda eins og Ástralíu og Nýja-Sjálands en þar hafa gengissveiflur löngum verið mjög svipaðar að stærð og hér á landi (mynd 4). Hið

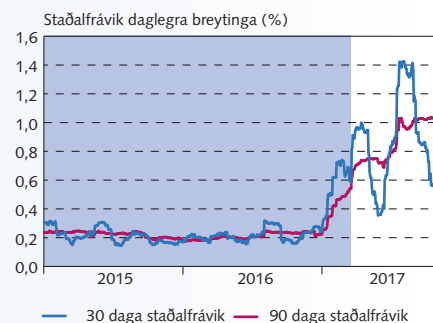
Rammagrein 1

Sveiflur í gengi krónunnar í alþjóðlegum samanburði

Mynd 1

Sveiflur í gengi krónunnar¹

1. janúar 2015 - 30. október 2017

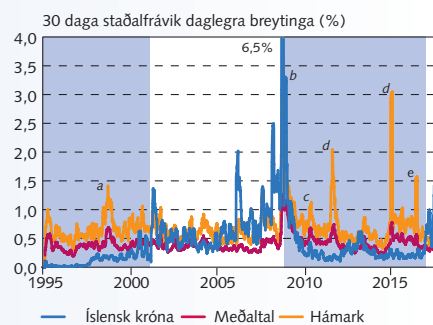


1. Gengi krónu gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Skyggða svæðið sýnir tímabil fjármagnshafta. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Gengissveiflur: gjaldmiðlar iðnríkja¹

1. janúar 1995 - 30. október 2017

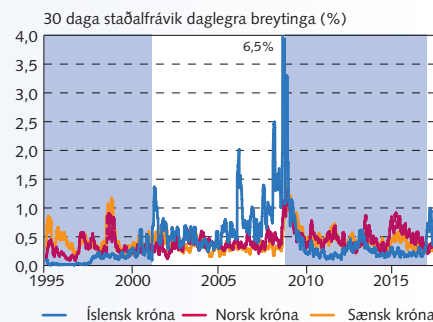


1. Gengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu (frá JP-Morgan fyrir aðra gjaldmiðla en ISK). Meðaltal og hámark sveiflna AUD, CAD, CHF, DKK, EUR (ECU fyrir 1999), GBP, JPY, NOK, NZD, SEK og USD. Fyrri skyggða svæðið sýnir fastgengistímabilið og seinna skyggða svæðið tímabil fjármagnshafta. Nokkur tímabil aukinna gengissveiflna eru einnig merkt inn á myndina: a. Asíu-kreppan. b. Alþjóðlega fjármálakreppan. c. Skuldakreppan á evrusvæðinu. d. Miklar sveiflur í tengslum við upphaf og endi tilraunar svissneska seðlabankans við að hemja hækkun svissneska frankans. e. Þjóðaratkvæðagreiðsla Breta um útgöngu úr ESB. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Gengissveiflur: norrænar krónur¹

1. janúar 1995 - 30. október 2017

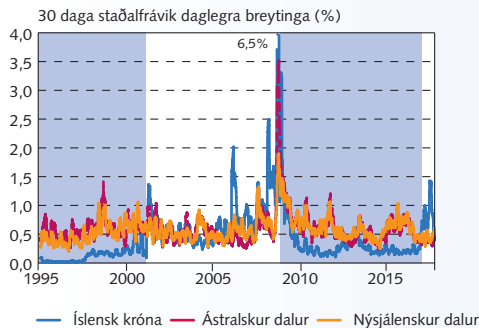


1. Gengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu (frá JP-Morgan fyrir aðra gjaldmiðla en ISK). Fyrri skyggða svæðið sýnir fastgengistímabilið og seinna skyggða svæðið tímabil fjármagnshafta. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

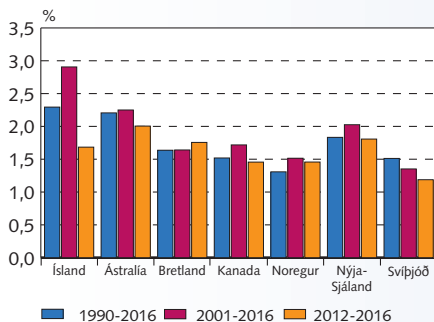
Gengissveiflur: hrávörugjaldmiðlar¹

1. janúar 1995 - 30. október 2017



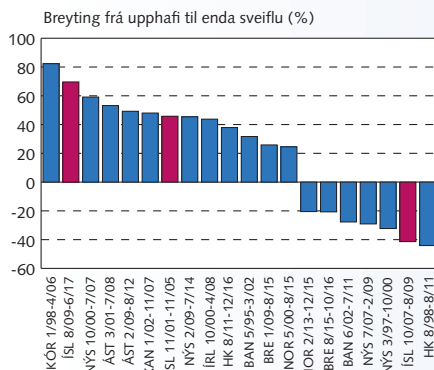
1. Gengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptavæginu gengisvísitölu (frá JP-Morgan fyrir aðra gjaldmiðla en ISK). Fyrsta skyggða svæðið sýnir fastgengistímabilið og seinna skyggða svæðið tímabil fjármagnshatta. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Sveiflur í raungengi 1990-2016¹

1. Staðalfrávik mánaðarbreytinga í raungengi (hlutfallslegt verðlag). Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Tuttugu gengissveiflur í iðnríkjum frá árinu 1995¹

1. Breytingar í raungengi frá hápunkti (lágpunkti) til lágpunkts (hápunkts). Löndin eru Ástralía (ÁST), Bandaríkin (BAN), Bretland (BRE), Hong Kong (HK), Írland (ÍRL), Ísland (ÍSL), Kanada (KAN), Noregur (NOR), Nýja-Sjáland (NYS) og Suður-Kórea (KÓR). Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

sama sést þegar sveiflur í raungengi landa sem fylgja sams konar peningastefnu og gert er hér á landi eru bornar saman. Eins og mynd 5 sýnir eru sveiflur í mánaðarlegum breytingum raungengis meiri hér á landi þegar litið er á allt tímabilið frá árinu 2001 en það litast mjög af hruni gjaldmiðilsins í fjármálakreppunni. Á síðustu fimm árum hafa sveiflurnar verið áþekkar hér á landi og í samanburðarlöndunum.

Langar sveiflur í raungengi eru tiltölulega algengar ...

Þegar fjallað er um gengissveiflur er ekki nóg að líta einungis til skammtímasveiflna eins og sveiflna milli daga eða mánaða. Gengi gjaldmiðla hefur einnig tilhneingingu til að hækka eða lækka yfir löng tímabil og þessar löngu sveiflur eru ekki síður mikilvægar, t.d. fyrir útflutningsfyrirtæki sem hyggjast sækja á nýja markaði. Frá árinu 1995 má finna þrjár slíkar sveiflur í gengi krónunnar (sjá Seðlabanki Íslands, 2017): frá nóvember 2001 til nóvember 2005 þegar raungengið hækkaði um ríflega 45%, tímabilið frá október 2007 til ágúst 2009 þegar það lækkaði um ríflega 41% og nýjasta tímabilið frá ágúst 2009 til júní í ár þegar það hækkaði um tæplega 70%. Eins og mynd 6 sýnir þekkjast svo stórar og langvinnar raungengissveiflur einnig í öðrum þróuðum ríkjum. Þetta sést jafnvel betur á mynd 7 sem sýnir þróun raungengis í þessum tveimur hækkunarferlum í samanburði við nokkur önnur ríki.

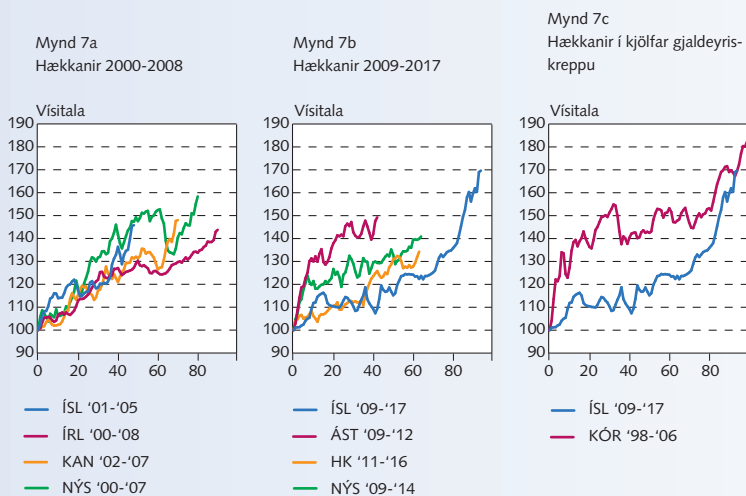
Mynd 7a sýnir hækkunarferlið á fyrri hluta aldarinnar í aðdraganda fjármálakreppunnar. Eins og sjá má var hækkun raungengis hér á landi áþekkt því sem var á svipuðum tíma í Kanada og Nýja-Sjálandi. Hækkunin er einnig mjög svipuð og var á Írlandi, sem þó var innan evrusvæðisins. Mynd 7b sýnir nýjasta hækkunarferlið eftir fjármálakreppuna. Þar sést að raungengi fjölda annarra gjaldmiðla hækkaði einnig mikið á þessum tíma. Þetta á sérstaklega við um gjaldmiðla hrávöruflytjenda eins og Ástralíu og Nýja-Sjáland, en jafnvel land eins og Hong Kong sem byggir gengisstefnu sína á myntráði stóð frammi fyrir mikilli hækkun raungengis þótt hún væri ekki eins mikil og varð hér á landi. Að hluta endurspeglar þessi mikla raungengishækkun hér á landi að þjóðarbúið er að koma upp úr djúpri efnahagskreppu í kjölfar fjármálakreppunnar. Það er ekki óvanalegt að raungengi sem lækkaði mikið í gjaldeyriskreppu eins og þeirri íslensku hækki mikið í kjölfarið. Þetta sést á mynd 7c sem sýnir nýjasta hækkunarferlið í samanburði við hækkun raungengis Suður-Kóreu í kjölfar banka- og gjaldeyriskreppunnar þar í landi á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar.¹ Raungengið hækkaði um ríflega 80% í Suður-Kóreu yfir ríflega átta ára tímabil en um 70% hér á landi yfir tæplega átta ára tímabil.

... og geta verið nauðsynlegur hluti aðlögunar þjóðarbúsins að efnahagsáföllum og búhnykkjum

Þegar fjallað er um gengissveiflur er mikilvægt að gera greinarmun á milli gengisbreytinga sem endurspeglar breytingar á undirliggjandi efnahagsaðstæðum í hverju landi í samanburði við umheiminn og gengissveiflna sem eru umfram það. Þær síðarnefndu eru til þess fallnar að ýkja hagsveiflur en þær fyrrnefndu eru í raun æskilegur hluti aðlögunar þjóðarbúsins að efnahagslegum áföllum og búhnykkjum. Dæmi um slíkt væri t.d. utanaðkomandi efnahagsáfall eins og aflabrestur eða rýrnun viðskiptakjara. Í kjölfar slíkra áfalla ætti gengi krónunnar að lækka að öðru óbreyttu sem gerir það að verkum að verð innlendrar framleiðslu lækkar í hlutfalli við verð samþærilegrar framleiðslu erlendis. Það vegur á móti samdráttaráhrifum efnahagsáfallsins og gerir það að verkum að áhrif þess á atvinnu

1. Í báðum þessum löndum hafði raungengið lækkað um 40% í kreppunni.

Mynd 7
Langar raungengissveiflur í nokkrum iðnríkjum¹



1. Myndir sýna þróun raungengis frá upphafi til loka hækunarferis (upphafs mánuður = 0) í nokkrum iðnríkjum: Íslandi (nóv. 2001 - nóv. 2005 og ágúst 2009 - júní 2017), Ástralíu (feb. 2009 - ágúst 2012), Hong Kong (ágúst 2011 - des. 2016), Írland (okt. 2000 - apríl 2008), Kanada (jan. 2002 - nóv. 2007), Nýja-Sjáland (okt. 2000 - júlí 2007 og feb. 2009 - júlí 2014) og Suður-Kóreu (jan. 1998 - apríl 2006).

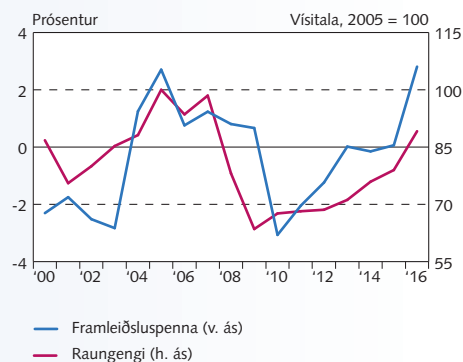
Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

og innlend efnahagssumsvif verða minni en ella. Þar að auki gerir gengislækkunin það að verkum að innlend raunlaun verða lægri en ella sem bætur samkeppnisstöðu þjóðarbúsins sem veitir þjóðarbúskapnum viðspyrnu í kjölfar efnahagsáfallsins. Þá verður innflutt vara og þjónusta dýrari en það gerir það að verkum að hærra hlutfall innlendrar eftirspurnar beinist að innlendri framleiðslu sem styður einnig við efnahagsbatann. Hið sama gerist þegar efnahagssumsvif aukast í kjölfar utanaðkomandi búhnykks, eins og t.d. bættra viðskiptakjara og aukins útflutnings, eða í kjölfar hagstjórnarlegrar örvunar eftirspurnar, eins og t.d. slökunar á aðhaldi opinberra fjármála. Í því tilviki ætti gengið að hækka að öðru óbreyttu og vega þannig á móti auknum efnahagssumsvifum með því að hægja á útflutningi og beina hluta efnahagsbatans út úr landinu með því að auka hlutfallslega eftirspurn eftir innfluttri vöru og þjónustu.² Þetta samspil gengis og hagsveiflu undanfarin ár sést ágætlega á mynd 8: hún sýnir hvernig gengið lækkaði í kjölfar fjármálakreppunnar sem vó á móti samdrættinum og fæddi af sér fyrstu vísa efnahagsbatans. Með kröftugum hagvexti undanfarin tvö ár hefur efnahgsbatinn sótt verulega í sig veðrið í samanburði við helstu viðskiptalönd og þá hefur raungengið hækkað skarpt til að vega á móti áhrifum þessa og þannig stuðlað að því að hægja á batanum í átt að sjálfbærum langtíma vexti þjóðarbúsins.

Gengissveiflur undanfarinna ára frekar til þess fallnar að jafna hagsveiflur en að ýkja þær

Því má færa rök fyrir því að gengissveiflur undanfarinna ára hafi frekar stuðlað að því að jafna hagsveiflur hér á landi og séu því af hinu góða, þótt þær hafi reynt á viðnámsþrótt fyrirtækja og atvinnugreina sem standa frammi fyrir breyttum ytri aðstæðum. Það hefur hins vegar ekki ávallt verið þannig: stundum hafa þær frekar verið til þess fallnar að auka þær (sjá umfjöllun í Seðlabanki Íslands, 2012, kafli 13). Það virðist hins vegar vera að breytast (Seðlabanki Íslands, 2017): fram til ársins 2007 má að mestu leyti rekja gengissveiflur til svokallaðra „nafnskella“, eins og t.d. ófyrirséðra aðgerða í pen-

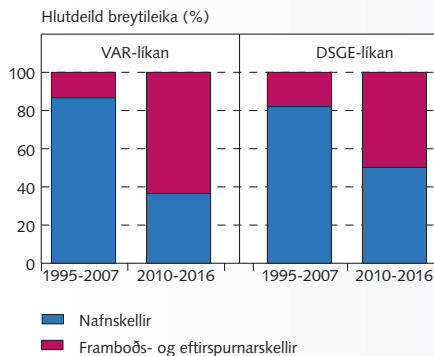
Mynd 8
Hagsveiflan og raungengið 2000-2016¹



1. Mismunur framleiðsluspenna á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Heimild: Seðlabanki Íslands (2017).

2. Sjá t.d. fráviksdæmi í *Peningamálum* 2017/2 sem lýsir mikilvægu hlutverki herra gengis í aðlögun þjóðarbúsins að búhnykkjum undanfarinna ára.

Mynd 9

Sundurgreining gengissveiflna¹

1. Undirliggjandi kerfisskellir metnir annars vegar með kerfisformi VAR-likans og hins vegar með DSGE-likani Seðlabankans. Sjá skýringar í meginexta.

Heimild: Seðlabanki Íslands (2017).

ingamálum, sveiflna í veltuhraða peninga og skella sem rekja má til gengisins sjálf (eins og t.d. sveiflna í áhættupóknun krónunnar), en einungis að litlu leyti til viðbragða við hagsveiflum sem drifnar eru áfram af breytingum á framboðs- eða eftirspurnaraðstæðum þjóðarbúsins (mynd 9).³ Undanfarin ár virðist mega sjá breytingar á þessu. Breytingar á framboðs- og eftirspurnaraðstæðum þjóðarbúsins skýra nú mun stærri hluta gengissveiflna en áður og því virðist sem sveiflujöfnun gengis krónunnar hafi aukist. Tímabilið er hins vegar stutt og því er rétt að fara varlega við að draga of miklar ályktanir af þessum niðurstöðum. Þá er rétt að hafa í huga að á þessu tímabili eru fjármagnshöft við lýði sem drógu úr gengissveiflum sem drifnar eru áfram af spákaupmennsku. Ekki er því útilokað að vægi slíkra sveiflna aukist eitthvað á ný nú þegar höftin hafa verið losuð.

Samantekt

Skammtímasveiflur í gengi krónunnar jukust nokkuð í kjölfar þess að fjármagnshöft voru losuð á fyrri hluta þessa árs en hafa hjaðnað á ný og eru nú áþekkar því sem þær voru á fyrri hluta fyrsta áratugar þessarar aldar þegar einnig var ágætt innra og ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Þær eru einnig svipaðar því sem þekkist meðal gjaldmiðla annarra þróaðra ríkja. Lengri gengissveiflur þekkjast einnig þar sem raungengi hækkar eða lækkar samfelld yfir löng tímabil. Þrjár slíkar sveiflur má finna í íslenskum gögnum frá árinu 1995 en svipaðar sveiflur má einnig finna í raungengi annarra þróaðra ríkja, sérstaklega ríkja sem reiða sig mikið á hrávöruútflutning eða ríkja sem ganga í gegnum bataskeið í kjölfar banka- og gjaldeyriskreppu. Gengishækkun undanfarinna ára virðist í meginatriðum endurspegla hraðan efnahagsbata hér á landi í samanburði við helstu viðskiptalönd og svo virðist sem gengið sinni betur sveiflujöfnunarhlutverki sínu nú en það gerði á árum áður.

Heimildir

Seðlabanki Íslands (2012), „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérít nr. 7*.

Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði: Reynsla á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, *Sérít nr. 11*.

3. Kerfisskellirnir eru annars vegar metnir út frá VAR-likani og hins vegar DSGE-likani Seðlabankans (sjá nánari skýringar í Seðlabanki Íslands, 2017). Notast er við privitt VAR-likan sem inniheldur landsframleiðslu og samneyslu (báðar stærðir í hlutfalli við evrusvæðið) og gengi krónu gagnvart evru. Til að bera kennsl á kerfisskellina er gert ráð fyrir því að framboðsskellir hafi langtímaáhrif á allar þrjár stærðirnar, eftirspurnarskellir hafi langtímaáhrif á samneyslu og gengi krónunnar en að nafnskellirnir hafi einungis langtímaáhrif á gengi krónunnar. Í DSGE-likaninu eru nafnskellir samtala skella í alþjóðlegri verðbólgu, innlendra peningastefnu og áhættupóknun í gengi krónunnar, eftirspurnarskellir samtala skella í alþjóðlegri eftirspurn, eftirspurn hins opinbera, smekk innlendra neytenda og fjárfestingartækni og framboðsskellir samtala skella í innlendra og alþjóðlegri verðálagningu og innlendis og alþjóðlegir tækniskellir.