

3

Reynsla Íslendinga af sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi

3.1 Inngangur

Þegar fjaraði undan gengismarkmiðinu sem hafði verið við lýði með nokkrum árangri fram að lokum síðasta áratugar síðustu aldar, stóðu íslensk stjórnvöld í meginatriðum frammi fyrir tveimur kostum. Fyrri kosturinn var að tryggja gengismarkmiðið enn frekar í sessi með inngöngu í hið nýja myntsamstarf sem var að verða til í Evrópu. Hinn kosturinn var að gefa gengismarkmið upp á bátinn og taka upp sveigjanlegt gengi með annarri peningalegri kjölfestu. Að lokum, en þó ekki fyrr en stjórnvöld voru við það að vera hrakin af gengismarkmiðinu af markaðnum, var síðari kosturinn valinn og peningastefna með formlegu verðbólgaumarkmiði tekin upp í mars árið 2001.

Þótt hið nýja kerfi hafi verið tekið upp við erfiðar aðstæður mikillar gengislækkunar í kjölfar endaloka gengismarkmiðs og nokkurrar aukningar verðbólgu í kjölfarið, stóðu vonir til þess að smám saman myndi hið nýja kerfi veita verðbólguvæntingum trausta kjölfestu og þannig stuðla að því að draga úr verðbólgu- og gengissveiflum sem að lokum myndi hjálpa til við að draga úr innlendum hagsveiflum, enda hafði reynsla fjölda annarra ríkja af þessu fyrirkomulagi verið góð. Nú, tíu árum síðar, er ljóst að þær vonir rættust ekki. Verðbólga hefur á meginhluta tímabilsins verið mikil og sveiflukennd og gengis- og hagsveiflur verið töluverðar, og áttu að lokum sinn þátt í þeirri alvarlegu banka- og gjaldeyriskreppu sem reið yfir árið 2008 og dýpstu efnahagskreppu sem þjóðin hefur upplifað frá lokum seinna stríðs í kjölfarið.

Í þessum kafla er þessi þróun rakin og reynt að greina hverjar helstu ástæður þessa slaka árangurs í aðdraganda fjármálakreppunnar gætu verið.¹ Kaflinn er þannig skipulagður að í kafla 3.2 er almennum viðfangsefnum peningastefnunnar lýst og á hverju peningastefna á grundvelli formlegs verðbólgaumarkmiðs byggist og hvernig það

¹ Þessi kaflí byggir að nokkru leyti á efni í skýrslu Seðlabanka Íslands (2010).

fyrirkomulag hefur almennt reynst. Í kafla 3.3 er fjallað um reynslu Íslendinga af þessu fyrirkomulagi og í kafla 3.4 eru hugsanlegar orsakir þessa slaka árangurs raktar. Helstu niðurstöður eru dregnar saman í síðasta hluta kaflans.

3.2 Viðfangsefni peningastefnunnar

3.2.1 Markmið peningastefnunnar

Almennt má segja að hlutverk hagstjórnar ætti að vera að hámarka velferð almennings sem nær til efnalegra gæða, frítíma og fleiri þátta. Í því felst m.a. að stuðla að eins miklum hagvexti og vöxtur framleiðslugetu þjóðarbúsins leyfir, þ.e. að hagvöxtur sé eins mikill og kostur er án þess að efnahagslegt jafnvægi raskist, sem m.a. birtist í vaxandi verðbólgu. Í þessu felst einnig að draga eins og kostur er úr hagsveiflum sem eru til þess fallnar að auka óvissu og draga úr skilvirkri nýtingu framleiðsluþátta. Ýktar hagsveiflur geta í versta falli leitt til gjaldeyris- og/eða bankakreppu sem hefur jafnan í för með sér mikinn félagslegan kostnað og grefur undan fjármálum hins opinbera.

Peningastefnan er mikilvægur þáttur hagstjórnar og því eðlilegt að markmið hennar séu hugsuð með svipuðum hætti og hagstjórnar almennt (sjá einnig í kafla 9). Við útfærslu og framkvæmd peningastefnunnar fyrir fjármálakreppuna var hins vegar jafnan gengið út frá því að í meginatriðum ráði stjórnvöld peningamála aðeins yfir einu stjórnþæki þ.e.a.s. vöxtum seðlabanka og af því hefði peningastefnan einungis möguleika á að ná einu markmiði sem væri að stuðla að lítilli og stöðugri verðbólgu. Rökin voru byggð á niðurstöðum rannsókna en ekki síður alþjóðlegri reynslu af verðbólguárum áttunda áratugar síðustu aldar. Þessi viðhorf hafa hins vegar að einhverju leyti breyst eftir fjármálakreppuna og fleiri líta svo á að seðlabankar ráði í raun yfir fleiri stjórnþækjum þegar allt kemur til alls (eða ættu a.m.k. að gera það) sem einnig sé hægt að nota til að stuðla að fjármálalegum stöðugleika (sjá t.d. Blanchard o.fl., 2010, 2012).

Framkvæmd peningastefnu sem leiðir til stöðugleika verðlags og gefur verðbólguvæntingum kjölfestu ætti að draga úr hagsveiflum, því að minni sveiflur í verðbólguvæntingum hafa í för með sér að bæði raunvextir og raungengi verða stöðugri en ella, sem aftur dregur úr sveiflum í eftirspurn og framleiðslu. Hafi verðbólguvæntingar trausta kjölfestu, þ.e.a.s. ef markaðsaðilar treysta því að stjórnvöld peningamála muni ná verðbólgu markmiðinu, ætti einnig að þurfa minni vaxtabreytingar til þess að ná tökum á verðbólguþróuninni þegar tímabundin frávik verða en ef verðbólguvæntingar eru næmar fyrir nýlegri verðlags- eða gengisþróun. Svigrúm peningastefnunnar til að bregðast við efnahagslegum áföllum verður því meira eftir því sem kjölfesta verðbólguvæntinga er traustari.

Þetta samspil verðstöðugleika og minni hagsveiflna birtist m.a. þannig að þegar verðbólga eykst vegna þess að eftirspurn vex umfram framleiðslugetu leiðir aukið aðhald peningastefnunnar til þess að eftirspurn aðlagast framleiðslugetu á ný og verðbólguþrýstingur minnkar.

Hið sama gildir þegar slaki myndast og verðbólga verður minni en markmið stjórnvalda kveður á um: minna aðhald peningastefnunnar leiðir bæði til aukinnar nýtingar framleiðslupátta og aukinnar verðbólgu.²

Verðbólga getur hins vegar aukist tímabundið af öðrum ástæðum en þeirri að eftirspurn er meiri en framleiðslugeta. Við þær aðstæður verður framkvæmd peningastefnunnar erfiðari. Þetta á sérstaklega við um verðhækkanir sem rekja má til framboðshliðar þjóðarþúskaþarins, t.d. hækkunar olíu- eða hrávöruverðs. Í því tilviki fara jafnan saman aukin verðbólga og verri viðskiptakjör, sem að öðru óbreyttu draga úr efnahagssumsvifum. Aukið aðhald peningastefnunnar til að draga úr verðbólgu gæti þá aukið enn frekar á samdráttinn. Í því tilviki getur því verið rétt að leyfa verðbólgu að rísa tímabundið í trausti þess að það hafi ekki áhrif á langtímaverðbólguvæntingar og hafi því lítil áhrif á verðbólguþróun til lengri tíma lítið. Sé peningastefnan hins vegar ekki nægilega trúverðug er hætta á því að tímabundin aukning verðbólgu hafi áhrif á langtímaverðbólguvæntingar (sjá nánar í kafla 9). Hafi verðbólguvæntingar trausta kjölfestu eykur það svigrúm peningastefnunnar til þess að örva efnahagslífið þegar áföll verða.³

Ofangreind lýsing á framkvæmd peningastefnu er byggð á þeirri forsendu að með því að stuðla að stöðugleika verðlags sé einnig stuðlað að fjármálalegum stöðugleika. Hin alþjóðlega fjármálakreppa síðustu ára hefur sýnt að fjármálalegur óstöðugleiki getur hins vegar myndast þrátt fyrir stöðugt verðlag. Því kann að vera nauðsynlegt að færa seðlabönkum fleiri stjórnþæki í hendur ef þeim er úthlutað því markmiði að stuðla að fjármálalegum stöðugleika. Nánar er fjallað um þessar hugmyndir í Seðlabanki Íslands (2010).

3.2.2 Peningastefna á grundvelli verðbólguþakmiðs

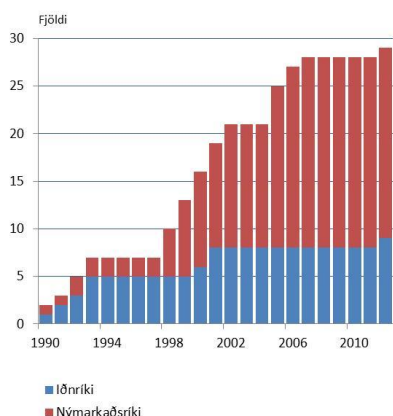
Í mars árið 2001 var tekið upp verðbólguþakmið með samkomulagi ríkisstjórnarinnar og Seðlabanka Íslands og var því fylgt eftir með lagabreytingu í maí sama ár þar sem verðstöðugleiki var gerður að meginþakmiði peningastefnunnar í takt við ofangreindar hugmyndir um áherslur í stjórn peningamála og reynslu annarra þjóða. Þakmiðið um verðstöðugleika var skilgreint í samkomulagi ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans sem tölusett verðbólguþakmið um að ársverðbólga væri ávallt sem næst 2½%.

Þetta fyrirkomulag var svipað þeirri umgjörð peningamála sem hafði rutt sér rúms víða um heim frá því að Nýja-Sjáland tók upp verðbólguþakmið snemma árs 1990. Í lok árs 1998 voru 10 ríki á formlegu verðbólguþakmiði, fimm árum síðar hafði fjöldinn u.þ.b. tvöfaldað og nú eru 29 ríki sem byggja peningastefnu sína á formlegu verðbólguþakmiði (sjá nánar umfjöllun í grein Þórarins G. Péturssonar,

² Þetta er stundum kölluð „hin guðdómlega tilviljun“ (e. divine coincidence).

³ Það breytir því ekki að peningastefnan getur ekki komið í veg fyrir breytingar á hlutfallslegu verði vara og þjónustu og áhrif þess á heimili og fyrirtæki.

Mynd 3.1
Fjöldi ríkja með verðbólguþröskulmarki



Heimildir: Þórarinn G. Pétursson (2010), Hammond (2010) og heimasíður viðkomandi Seðlabanka.

2010, og Hammond, 2010).⁴ Eins og mynd 3.1 sýnir hefur fjölgunin á síðasta áratug að mestu leyti verið bundin við hóp nýmarkaðsríkja.⁵

Talið er að tölusett verðbólguþröskulmarkið skapi verðbólguvæntingum traustari kjölfestu en ella og auðveldi almenningi að fylgjast með hvort stjórnvöld peningamála ná því markmiði sem þeim hefur verið sett.⁶ Þannig er leitast við að auka virkni peningastefnunnar í viðureigninni við verðbólgu og auka svigrúm hennar til þess að stuðla að almennri velmegun innan þess ramma sem verðbólguþröskulmarkið setur, eins og lýst er að ofan. Þótt nákvæm útfærsla stefnunnar sé breytileg milli ríkja (sjá t.d. Hammond, 2010), má í meginatriðum lýsa stefnunni þannig að verðstöðugleiki sé gerður að meginmarkmiði peningastefnunnar út frá þeim rökum sem rakin eru hér að ofan. Til þess að verja seðlabankann fyrir pólitískum þrýstingi og tryggja þannig að langtímasjónarmið séu höfð að leiðarljósi við mótun peningastefnunnar en ekki þröngir skammtímahagsmunir, er sjálfstæði seðlabankans gagnvart pólitískum stjórnvöldum jafnframt aukið. Aukið gagnsæi og aukin áhersla á miðlun upplýsinga til almennings eru einnig meðal helstu einkenna peningastefnu sem byggist á verðbólguþröskulmarki.⁷

3.2.3 Alþjóðleg reynsla af peningastefnu á grundvelli verðbólguþröskulmarks

Fjöldi rannsókna hefur verið birtur á síðustu árum þar sem reynt er að meta hvort upptaka verðbólguþröskulmarks hafi skilað þeim árangri í viðureigninni við verðbólgu sem að var stefnt. Eins og sjá má í töflu 3.1 hefur verðbólga meðal verðbólguþröskulmarksríkja minnkað að meðaltali úr 12,6% fyrir upptöku markmiðs í 4,4% eftir að markmiðið var tekið upp. Verðbólguþröskulmarkið hafa að sama skapi minnkað. Þessa þróun má sjá bæði meðal iðnríkja og nýmarkaðsríkja sem tekið hafa upp verðbólguþröskulmarkið, þótt árangurinn hjá seinni hópnum sé sýnu meiri. Upptaka verðbólguþröskulmarks virðist því fara saman við minni og stöðugri verðbólgu. Erfitt er þó að fullyrða að bættur árangur sé vegna upptöku verðbólguþröskulmarks þar sem svipaða þróun má einnig sjá meðal ríkja sem ekki hafa tekið upp verðbólguþröskulmarkið.

Til þess að skera úr um þetta er því nauðsynlegt að grípa til tölfræðilegra rannsókna þar sem tekið er tillit til þess að verðbólga hefur almennt farið minnkandi og orðið stöðugri í heiminum. Fjöldi slíkra

⁴ Nýjasta ríkið eru Bandaríkin en bandaríski seðlabankinn lýsti yfir upptöku formlegs verðbólguþröskulmarks í janúar 2012.

⁵ Finnland og Spánn tóku upp verðbólguþröskulmarkið er þau hurfu frá gengismarkmiði snemma á tíunda áratug síðustu aldar, en gerðust aðilar að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu (EMU) árið 1999. Slóvakía tók einnig upp verðbólguþröskulmarkið árið 2005 en hvarf frá því við inngöngu í EMU í byrjun árs 2009. Með vissum rökum má einnig segja að Ísland hafi horfið tímabundið frá verðbólguþröskulmarkið í kjölfar fjármálakreppunnar. Þrátt fyrir að nokkur ríki hafi horfið frá verðbólguþröskulmarkiðsrammanum hefur hann reynst vera eitt endingarbesta fyrirkomulag peningamála í sögu peningamála (sjá t.d. Mihov og Rose, 2008).

⁶ Hafi peningastefnan mörg og illa skilgreind markmið er ákaflega erfitt fyrir almenning að meta árangur hennar.

⁷ Reyndar má segja að mörg þessara einkenna eigi nú almennt við um peningastefnu flestra ríkja, óháð því hvort hún byggist á verðbólguþröskulmarkið eða ekki, þótt verðbólguþröskulmarkið hafi haft frumkvæði að mótun þeirra og gengið jafnvel lengra í þeim en önnur ríki.

rannsóknna bendir til þess að upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs hafi leitt til minni og stöðugri verðbólgu, jafnvel þegar búíð er að taka tillit til hjaðnandi heimsverðbólgu og annarra efnahagsþátta (t.d. Þórarinn G. Pétursson, 2005 og 2010, Vega og Winkelried, 2005, og Mishkin og Schmidt-Hebbel, 2007).⁸

Tafla 3.1 Verðbólga og hagsveiflur 1989-2004 (%)

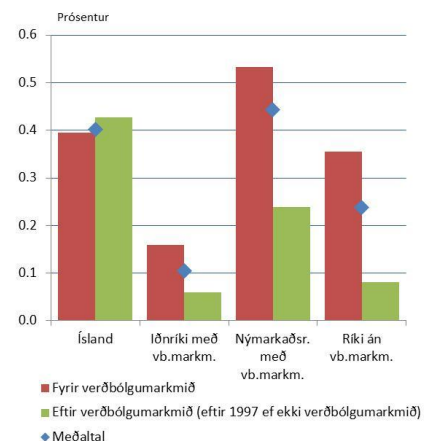
	Verðbólga		Verðbólgu-sveiflur		Hagsveiflur	
	Fyrir	Eftir	Fyrir	Eftir	Fyrir	Eftir
Verðbólguþröðgumarkmið						
Öll ríki	12,6	4,4	3,9	2,6	3,0	2,2
Iðnríki	4,7	2,3	2,2	1,4	2,0	2,2
Nýmarkaðsríki	18,6	6,0	5,2	3,6	3,8	2,3
Án verðbólguþröðgumarkmiðs	4,0	2,1	1,4	0,8	4,0	2,1

Taflan sýnir meðalverðbólgu, staðalfrávik verðbólgu og staðalfrávik hagvaxtar fyrir og eftir upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs í verðbólguþröðgumarkmiðsríkjum og fyrir og eftir 1997 (meðalár upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs) fyrir ríki sem ekki eru með verðbólguþröðgumarkmið. Heimild: Schmidt-Hebbel og Mishkin (2007).

Rannsóknir hafa sýnt að upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs hafi almennt ekki einungis leitt til minni verðbólgu og verðbólguþröðgumarkmiðs, heldur einnig gert hana fyrirsjáanlegri (Corbo o.fl., 2001) og dregið úr „tregðu“ hennar (e. persistence), þ.e. varanlegir verðlagsskellir höfðu minni áhrif á verðbólgu og vöruðu skemur en fyrir upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs (sjá t.d. grein Þórarins G. Péturssonar, 2005, og Siklos, 1999). Rannsóknir benda einnig til þess að upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs hafi styrkt tök peningastefnunnar á verðbólguþröðgumarkmiðs. Johnson (2002) kemst t.d. að því að upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs hafi leitt til lægri verðbólguþröðgumarkmiðs. Gurkaynak o.fl. (2006 og 2007) sýna þar að auki fram á að skammtíma efnahagsfréttir hafa meiri áhrif á langtímaverðbólguþröðgumarkmiðs í ríkjum sem ekki eru með verðbólguþröðgumarkmið en í ríkjum sem eru með verðbólguþröðgumarkmið. Að lokum má sjá í Walsh (2009) og Siklos (2010) hvernig upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs hefur leitt til þess að dregið hefur úr breytileika í spurningakönnunum um verðbólguþröðgumarkmiðs og hafa þessar væntingar smám saman færst í átt að verðbólguþröðgumarkmiðinu og haldist þar stöðugar þrátt fyrir að mæld verðbólga hafi stundum tímabundið hækkað nokkuð umfram markmiðið.

Upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs virðist einnig hafa farið saman við minni áhrif gengissveiflna á verðbólgu (e. exchange rate pass-through). Þetta má sjá á mynd 3.2 sem sýnir að áhrif gengisbreytinga hafa minnkað töluvert eftir upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs, þótt enn séu þau nokkru hærri meðal nýmarkaðsríkja en iðnríkja. Myndin sýnir hins vegar að svipuð þróun hefur átt sér stað meðal ríkja sem ekki hafa tekið upp verðbólguþröðgumarkmið og því ekki ljóst hvort þessa breytingu megi rekja til upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs eða til annarrar almennrar þróunar, eins og t.d. almennt minni verðbólgu í heiminum. Niðurstöður Mishkin og

Mynd 3.2
Áhrif gengislækkunar á verðbólgu
Uppsöfnuð áhrif 1% gengislækkunar á 2 árum



Heimild: Þórarinn G. Pétursson (2010).

⁸ Þessar niðurstöður eru sérstaklega skýrar þegar horft er til nýmarkaðsríkja sem tekið hafa upp verðbólguþröðgumarkmið en síður þegar iðnríki með og án verðbólguþröðgumarkmiðs eru eingöngu borin saman (sjá t.d. Ball og Sheridan, 2005).

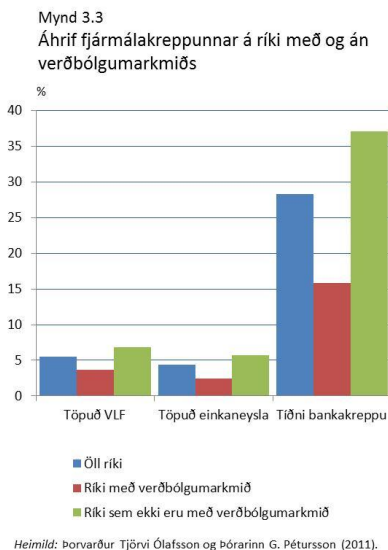
Schmidt-Hebbel (2007) og Edwards (2007) gefa til kynna að þessa þróun megi að einhverju leyti rekja til upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs.

Megingagnrýnin á verðbólguþröðgumarkmiðsfyrirkomulagið meðal hagfræðinga hefur verið sú að of mikil áhersla á viðureignina við verðbólgu sé hugsanlega á kostnað annarra markmiða hagstjórnar, þá helst stöðugleika raunhagkerfisins (t.d. Friedman, 2004). Sé þetta rétt ætti upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs almennt að fara saman við meiri hagsveiflur og jafnvel minni hagsvöxt. Eins og sjá má í töflu 3.1 hefur upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs hins vegar að jafnaði farið saman við minni hagsveiflur. Hagsveiflur hafa reyndar einnig minnkað í ríkjum sem ekki hafa tekið upp verðbólguþröðgumarkmið og benda niðurstöður Corbo o.fl. (2001) og Walsh (2009) til þess að þessa þróun megi rekja til almennt meiri stöðugleika í heimsbúskapnum á þessum tíma frekar en til upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs. Sé hins vegar eingöngu horft til nýmarkaðsríkja, virðist sem upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs hafi ekki eingöngu dregið úr sveiflum í verðbólgu heldur einnig hagsveiflum (Goncalvas og Salles, 2008). Ekki virðist minni og stöðugri verðbólga í kjölfar upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs heldur hafa verið á kostnað hagsvaxtar (sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson, 2005, og Walsh, 2009).

Þessu til viðbótar má nefna að niðurstöður Þórarins G. Péturssonar (2009) gefa einnig til kynna að upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs hafi ekki leitt til þess að „umframsveiflur“ í gengi gjaldmiðla hafi almennt aukist, þ.e. þær gengissveiflur sem ekki er hægt að skýra sem viðbrögð gengis gjaldmiðla við sveiflum í grunnefnahagsþáttum (sjá nánari lýsingu á þessum niðurstöðum í kafla 13).

Að lokum má geta þess að í rannsókn sinni á ástæðum mismunandi afleiðinga alþjóðlegu fjármálakreppunnar á efnahagsaðstæður 46 meðal- og hátekjuríkja komast þeir Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011) að því að verðbólguþröðgumarkmiðsríkin hafi að jafnaði komið betur út úr kreppunni en ríki sem ekki höfðu verðbólguþröðgumarkmið þegar búið er að taka tillit til mismunandi efnahagsþátta í aðdraganda kreppunnar (sjá nánari lýsingu á þessum niðurstöðum í kafla 17), sjá mynd 3.3. Þannig virðist efnahagssamdrátturinn hafa verið minni að meðaltali í verðbólguþröðgumarkmiðsríkjunum og líkurnar á kerfislægri bankakreppu minni (sjá einnig Carvalho Filho, 2010, og Alp, Elekdag og Lall, 2012).

Í ljósi þess hve upptaka verðbólguþröðgumarkmiðs hefur almennt haft jákvæð áhrif er sláandi hve ólík reynsla Íslendinga af upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs hefur verið. Það tókst að vísu að ná tökum á verðbólgunni og halda henni við markmið frá miðju ári 2002 og fram á mitt ár 2004, eftir verðbólguþröðgumarkmiðskot í kjölfar þess að krónan var sett á flot. Eftir það jókst verðbólga hins vegar smám saman og var lengst af umtalsvert yfir markmiðinu. Niðurstöður Þórarins G. Péturssonar (2009) benda jafnframt til þess að Ísland sé eitt fárra ríkja þar sem umframsveiflur í gengi hafi aukist við upptöku verðbólguþröðgumarkmiðs. Eins og mynd 3.2 sýnir virðast áhrif gengissveiflna á verðbólgu jafnframt ekki hafa minnkað, ólíkt reynslunni í öðrum ríkjum. Efnahagssamdrátturinn varð einnig dýpri hér á landi en víða annars staðar, bankakreppan varð mun víðtækari en þekkist í öðrum ríkjum og að auki skall á gjaldeyriskreppu (sjá kafla 17). Auðvitað er ekki hægt að fullyrða að þar



hafi peningastefnan gegnt meginhlutverki enda ljóst að gallar í regluverki um fjármálastarfsemi, ónógt eftirlit og stjórnunarvandi og rangir hvatar innan fjármálastofnana áttu stóran þátt að máli. Eigi að síður er það knýjandi spurning af hverju reynsla Íslendinga er svona slæm í samanburði við aðrar þjóðir. Leitast verður við að svara henni hér á eftir.

3.3 Árangur peningastefnunnar á Íslandi

3.3.1 Verðbólguþróun í sögulegu samhengi

Fram til ársins 1922 var íslenska krónan á pari við dönsku krónuna en á því ári var ákveðið að skrá gengi hennar sérstaklega. Gengi dönsku krónunnar er nú um 20,6 íslenskar krónur. Ef tekið er tillit til myntbreytingarinnar árið 1981 er gengi dönsku krónunnar því u.þ.b. 2.060 gamlar íslenskar krónur. Verðgildi krónunnar gagnvart hinni dönsku er því aðeins um 0,05% af því sem það var árið 1922, sem jafngildir rýrnun um rúmlega 99,95% á þessu níutíu ára tímabili.

Kaupmáttur krónunnar gagnvart neysluvörum og þjónustu hefur rýrnað enn meir. Miðað við vísitölu neysluverðs í heild nam virði hverrar krónu í júní 1944 7.816 gömlum krónum (78,16 nýkrónum) í ágúst 2012. Þetta jafngildir því að verðgildi krónunnar hafi rýrnað um 99,99% frá stofnun lýðveldisins. Saga peningastefnu og gjaldmiðlamála á Íslandi er því þyrnum stráð allt frá upphafi, óháð því hvernig gengis- og peningastefnan hefur nákvæmlega verið útfærð (yfirlit yfir mismunandi fyrirkomulag gengismála á Íslandi er að finna í kafla 12).

Tafla 3.2 Meðalverðbólga á Íslandi á mismunandi tímabilum (%)

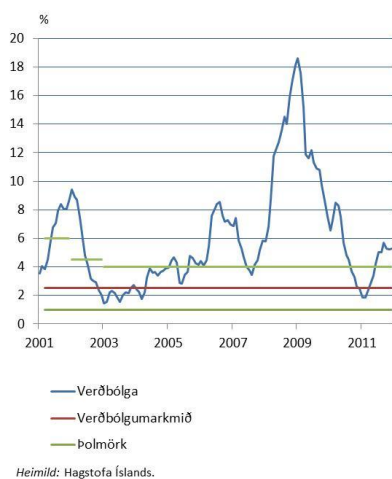
Áratugir	Vísitala neysluverðs	Vísitala neysluverðs án húsnæðis
1941-1950	13,1	14,4
1951-1960	6,8	8,7
1961-1970	12,0	13,4
1971-1980	34,2	35,2
1981-1990	34,9	35,1
1991-2000	3,2	3,1
2001-2010	6,2	5,8

Taflan sýnir meðaltal ársverðbólgu á mismunandi áratugum. Heimild: Hagstofa Íslands.

Verðrýrnun krónunnar hefur þó ekki verið jöfn allan tímann en tímabil þar sem verðbólga er lítil eru mun færri og styttri en hin. Eins og tafla 3.2 sýnir er það einungis á tíunda áratug síðustu aldar sem hægt er að tala um að verðbólgan hafi ekki verið mikil miðað við verðbólgu í öðrum ríkjum.⁹ Á þessum tíma miðaðist stjórn peningamála við að halda gengi krónunnar innan tiltölulega þröngra vikmarka miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu. Gengi krónunnar var lækkað tvisvar á árunum 1992 og 1993 en í framhaldinu hélst nafngengi krónunnar nokkuð stöðugt fram til ársins 2000 enda raungengið orðið lágt í framhaldi af gengislækkunum og uppsveifla tók við á seinni hluta

⁹ Jafnvel á þessu tímabili var verðbólga hér þó heldur meiri en víðast meðal OECD-ríkja. Munurinn var þó minni en oftast áður og einnig síðar.

Mynd 3.4
Verðbólga og verðbólguþéttun



áratugarins. Vikmörk gengisstefnunnar voru víkkuð úr $\pm 2,25\%$ í $\pm 6\%$ í september 2005 og í $\pm 9\%$ í febrúar 2000. Í mars 2001 voru þau að lokum afnumin og horfið frá gengismarkmiði, gengi krónu látið fljóta og tekin upp peningastefna sem miðaðist við verðbólguþéttun. Á þeim tíma var orðin nokkuð breið samstaða um það að ef fjármagnsflutningar til og frá landinu væru frjálssir væri ákaflega erfitt að viðhalda einhliða gengismarkmiði, sérstaklega á litlu gjaldmiðilssvæði eins og því íslenska.

3.3.2 Verðbólguþróun frá upptöku verðbólguþéttunar

Eins og rakið er í kafla 3.2, var með yfirlýsingu stjórnvalda og Seðlabankans frá 27. mars 2001 tekið upp $2\frac{1}{2}\%$ verðbólguþéttun (*Peningamál* 2001/2, bls. 45). Yfirlýsingin skilgreinir einnig $\pm 1\frac{1}{2}\%$ prósentu þörmörk í kringum $2\frac{1}{2}\%$ markmiðið. Hafa þörmörkin þann tilgang fyrst og fremst að gera kröfu til Seðlabankans um greinargerð þegar farið er yfir mörkin. Fyrsta árið voru efri mörk þörmarkanna reyndar hærri eða 6% en lækkuðu í $4\frac{1}{2}\%$ árið 2003 og hafa verið 4% frá árinu 2004. Mynd 3.4 sýnir þróun verðbólgu í samhengi við verðbólguþéttun og vikmörk þess. Eins og sjá má á myndinni tókst að halda verðbólgu nálægt markmiði og vel innan þörmarka frá miðju ári 2002 fram á mitt ár 2004 en þá jókst hún smám saman og fór yfir efri mörkin snemma árs 2005. Hefur verðbólga æ síðan verið yfir þörmörkunum, ef frá eru skilin stutt tímabil um mitt ár 2005, mitt ár 2007 og frá hausti 2010 fram á mitt ár 2011.

Tafla 3.3 Verðbólguþróun og verðbólguþéttun á Íslandi (%)

	Vísitala neysluverðs	Vísitala neysluverðs án húsnæðis	Samræmd vísitala ESB
Meðaltal			
Mars 2001 – des. 2004	4,2	3,6	3,9
Mars 2001 – des. 2007	4,7	3,2	3,6
Mars 2001 – des. 2011	6,1	5,7	6,1
Staðalfrávik			
Mars 2001 – des. 2004	2,5	3,2	2,9
Mars 2001 – des. 2007	2,2	2,8	2,6
Mars 2001 – des. 2011	3,9	5,4	5,2
Tölugildi fráviks frá markmiði			
Mars 2001 – des. 2004	2,0	2,4	2,3
Mars 2001 – des. 2007	2,4	2,2	2,0
Mars 2001 – des. 2011	3,7	4,2	4,1
Fjöldi tilvika ofan efri þörmarka			
Mars 2001 – des. 2004	35	33	37
Mars 2001 – des. 2007	55	32	37
Mars 2001 – des. 2011	65	50	55

Taflan sýnir meðaltal, staðalfrávik og tölugildi fráviks frá $2\frac{1}{2}\%$ verðbólguþéttun fyrir ársverðbólgu á þremur mismunandi tímabilum. Taflan sýnir einnig fjölda tilvika fyrir ofan þörmörk, þ.e. hlutfall mánaða fyrir ofan 4% efri þörmörk af heildartímabilinu. Heimild: Hagstofa Íslands.

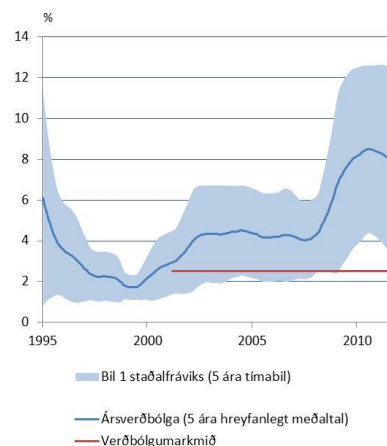
Tafla 3.3 sýnir að verðbólga hefur að meðaltali verið töluvert fyrir ofan markmiðið og sveiflast mikið. Jafnframt má sjá að árangurinn fór smám saman versnandi: verðbólga jókst og sveiflaðist meira, frávik frá markmiði jukust og tilvikum yfir efri vikmörkum fjölgaði. Taflan sýnir einnig svipaða þróun fyrir vísitölu neysluverðs án húsnæðis og hina

samræmdu neysluverðsvisitölu Evrópusambandsins (ESB) en báðar þessar vísitölur undanskilja húsnæðisverð úr mælingum sínum. Þótt staðalfrávik þeirra sé meira en samkvæmt vísitölu neysluverðs hefur verðbólga samkvæmt þeim sjaldnar farið yfir efri vikmörkin.

Þar sem verðbólguþéttmiðið var tekið upp í kjölfar þess að stefna gengisstöðugleika beið skipbrot var ljóst að verðbólga myndi aukast tímabundið í kjölfar gengislækkunar, enda var mikill þrýstingur til gengislækkunar á lokaskeiði gengismarkmiðsins. Því gæti verið eðlilegt að líta fram hjá fyrstu misserum verðbólguþéttmiðsins þar sem verðbólguþróunin á því tímabili endurspeglar fyrst og fremst áhrif þeirrar gengislækkunar, en jafnvel þótt eingöngu sé horft á tímabilið frá ársbyrjun 2003 er árangurinn slakur. Meðalverðbólga frá árinu 2003 til ársloka 2011 var 6,1% en 4,2% sé einungis horft fram til ársins 2007.

Þetta sést einnig á mynd 3.5 sem sýnir mat á leitniferli verðbólgunnar (fimm ára hreyfanlegt meðaltal) og sveiflur leitniferilsins (fimm ára hreyfanlegt staðalfrávik). Eins og sjá má lækkaði leitniferill verðbólgunnar á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar og sveiflur minnkuðu. Þegar líða tók á fyrsta áratug þessarar aldar jókst leitnin hins vegar á ný og sveiflur jukust. Í kjölfar gjaldeyriskreppunnar sem hófst árið 2008 varð aukningin enn meiri.

Mynd 3.5
Verðbólga: 5 ára meðaltal og staðalfrávik



Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

3.4 Hugsanlegar orsakir slaks árangur í viðureigninni við verðbólgu

Hugsanlegar ástæður slaks árangurs í viðureigninni við verðbólgu og slaks árangurs innlendrar efnahagsstjórnunar almennt eru sjálfsagt margar. Hér á eftir verða þær helstu tíundaðar. Fyrir utan peningastefnuna sjálfa og samspil hennar við aðra efnahagsstjórn virðist ástæðanna helst að leita í uppbyggingu íslensks þjóðarbúskapar og óvenjulegum aðstæðum í alþjóðlegum efnahagsmálum á síðustu árum. Jafnframt er líklegt að slakur árangur stafi af samspili allra þessara þátta.¹⁰

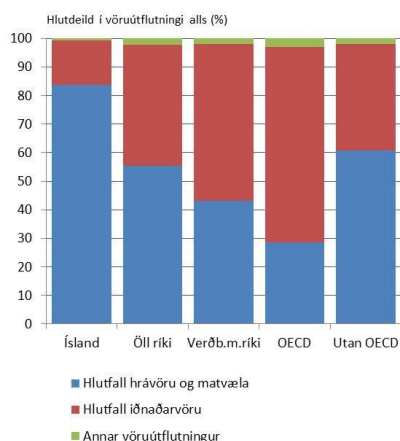
3.4.1 Uppbygging þjóðarbúskaparins

Það atriði sem flestir staldra fyrst við þegar kemur að gerð íslensks efnahagslífs er smæð þess og einhæfni. Þessi atriði valda því líklega að íslenskur þjóðarbúskapur verður fyrir hlutfallslega stærri skellum (e. shocks) en stærri efnahagskerfi sem búa við fjölbreyttara atvinnulíf. Þetta er í sjálfu sér ekki bundið við Ísland heldur öll lítil þjóðfélög sem þurfa að reiða sig töluvert á utanríkisviðskipti en jafnframt að sérhæfa sig í tiltölulega afmörkuðum atvinnugreinum. Samspil þess hve land er opið og sérhæft gerir það berskjaldaðra fyrir viðskiptakjaraskellum og efnahagslífið því óhjákvæmilega óstöðugra (sjá nánar umfjöllun í köflum 4 og 13).¹¹

¹⁰ Líklega eru miklar hagsveiflur á Íslandi ekki einungis utanaðkomandi skellum, eins og viðskiptakjaraskellum, að kenna heldur ekki síður slakri efnahagsstefnu og þar með talið slakri peningastefnu (sjá einnig í kafla 10).

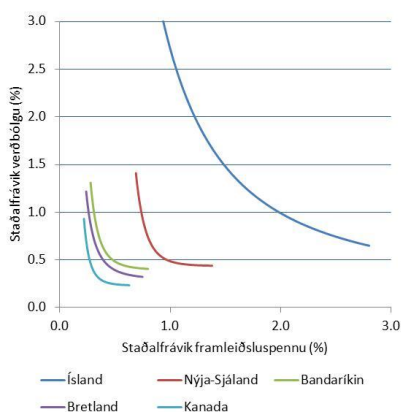
¹¹ Furceri og Karras (2007) finna t.d. greinilegt neikvætt samband milli stærðar efnahagskerfa og hagsveiflna.

Mynd 3.6
Samsetning vöruútflutnings 1995-2010



Heimild: Gagnagrunnur Sameinuðu þjóðanna (UNCTAD).

Mynd 3.7
Hagkvæmir peningastefnuferlar



Heimild: Honjo og Hunt (2006).

Smæð þjóðarbúsins veldur því að einstök fjárfestingaráform (t.d. fjárfesting eins og Kárahnjúkavirkjun og uppbygging Reyðarálsverksmiðjunnar) geta orðið hlutfallslega mjög stór og krefjast því sérstakrar aðgæslu í efnahagsstjórnuninni, auk þess sem einstaka atvinnugrein og áföll innan hennar geta haft hlutfallslega mikil áhrif á þróun þjóðarbúskaparins í heild (eins og gildi t.d. um sjávarútveg á árum áður). Fjármálakerfið er einnig oft vanþróaðra í svo smáum þjóðarbúskap og fjármálaafurðir því fábreyttari og þ.a.l. erfiðara að dreifa áhættu en í stærri ríkjum. Sveiflujöfnun heimila og fyrirtækja verður því erfiðari en ella. Nánari samþætting við alþjóðlega fjármálakerfið er að vissu leyti leið til að yfirstíga þennan vanda, en eins og reynsla Íslendinga ber vott um er ekki augljóst að því fylgi aukin áhættudreifing.

Atvinnuuppbygging Íslands gerir það einnig að verkum að efnahagssveiflur verða að jafnaði meiri hér en í mörgum öðrum efnahagskerfum (sjá kafla 4 og 10). Hátt vægi hrávöru- og matvælaútflutnings gerir íslenskt efnahagslíf berskjaldaðra fyrir sveiflum í alþjóðlegu hrávöruverði. Eins og sést á mynd 3.6 er vægi iðnaðarvöruútflutnings hér á landi innan við fimmtingur heildarvöruútflutnings, á meðan hann vegur meira en helming að meðaltali hjá verðbólgu markmiðsríkjum og hátt í 70% hjá OECD-ríkjum. Eins og fjallað var um í kafla 3.2, geta slíkar sveiflur í útflutningsverði gert framkvæmd peningastefnunnar sérstaklega erfiða. Að auki hafa sveiflur í aflabrogðum einnig mikilvæg áhrif á innlenda hagsveiflu, sem eru í litlum tengslum við hina alþjóðlega hagsveiflu (sjá t.d. niðurstöður í rannsókn Arnórs Sighvatssonar, Más Guðmundssonar og Þórarins G. Péturssonar, 2001), þótt aflamarkskerfið dragi að einhverju leyti úr slíkum sveiflum miðað við það sem áður var. Eins og reynsla undanfarinna ára sýnir glögglega getur verið ákaflega erfið að reka sjálfstæða peningastefnu á litlu gjaldmiðilssvæði þar sem innlend hagsveifla er á skjön við þá erlendu. Að lokum fylgir því líklega hlutfallslega meiri fastur kostnaður að byggja upp faglegar og skilvirkar stofnanir sem unnið geta gegn hagsveiflum í smærri efnahagskerfum en stærri (sjá kafla 13).¹²

Eins og kemur fram í grein Honjo og Hunt (2006) er samspil sveiflna í verðbólgu og framleiðslu töluvert óhagstæðara hér á landi en í öðrum litlum, opnum verðbólgu markmiðsríkjum. Að öðru óbreyttu verður því mun erfiðara fyrir Seðlabanka Íslands að ná sambærilegum árangri og í öðrum verðbólgu markmiðsríkjum í að halda verðbólgu lágri og stöðugri. Þetta sést glögglega á mynd 3.7, sem sýnir hversu hagstæðu samspili sveiflna í verðbólgu og framleiðsluspennu Seðlabanki Íslands stendur frammi fyrir í samanburði við seðlabanka nokkurra annarra ríkja, sem endurspeglar hversu miklar hinar undirliggjandi hagsveiflur virðast vera hér á landi, þ.e. stærð hinna undirliggjandi kerfisskella (sjá einnig kafla 10). Myndin sýnir því að Seðlabanki Íslands þarf að setta sig við töluvert meiri aukningu í hagsveiflum vilji hann draga úr verðbólgu sveiflum: samkvæmt mati Honjo og Hunt (2006) þarf

¹² Þessar miklu hagsveiflur á Íslandi eru sérstaklega áberandi þegar sveiflur í einkaneyslu eru skoðaðar en síður þegar sveiflur í landsframleiðslu eru bornar saman. Að hluta til endurspeglar þetta mikla notkun lítilla þjóða á utanríkisviðskiptum til að jafna hagsveiflur. Miklar sveiflur í einkaneyslu geta líka tengst slakri hagstjórn og sveiflum í gengi krónunnar. Sjá umfjöllun í köflum 4 og 10.

Seðlabankinn að búa við að hagsveiflur aukist um hátt í ½ prósentu við það að draga úr sveiflum í verðbólgu um 1 prósentu. Til samanburðar bendir matið t.d. til þess að nýsjálenski seðlabankinn geti náð sambærilegri lækkun verðbólguveiflna á kostnað sáralítillar aukningar í hagsveiflum. Nánari lýsingu á aðferðafræðinni við þetta mat er að finna í rammagrein 3.1.

Rammagrein 3.1 Útleiðsla hagkvæmnisjaðars peningastefnunnar

Til að meta hagkvæmnisjaðar peningastefnunnar (e. efficient frontier), og þar með hvers konar samspili sveiflna í verðbólgu og framleiðslu peningastefnan stendur frammi fyrir, notast Honjo og Hunt (2006) við einfalt ný-Keynesískt jafnvægislíkan sem samanstendur af jöfnum sem lýsa ákvörðun framleiðslustigs, verðbólgu, gengis og peningastefnu (samsvarandi jöfnukerfi lýsir einnig ákvörðun sömu stærða erlendis).

Framleiðslustigið ákvarðast út frá:

$$(1) \quad y_t = \mu y_{t-1} + \phi y_{t+1}^e - \delta r_{t-1} - \kappa q_{t-1} + \sigma y_t^* + \epsilon_t^y$$

þar sem y_t er framleiðsluspennan (þ.e. mismunur framleiðslustigs og framleiðslugetu), r_t eru skammtímarauðvextir (gefnir sem $r_t = i_t - \pi_{t+1}^e$, þar sem i_t eru skammtímanafnvextir og π_t er verðbólga), q_t er frávík raungengis frá jafnvægisraungengi, y_t^* er alþjóðleg framleiðsluspenna og ϵ_t^y er eftirspurnarskellur. Allar stærðir nema vextir og verðbólga eru í lógarípmum og e táknar vænt gildi viðkomandi stærðar.

Verðbólga er ákvörðuð út frá hefðbundnu Phillips-sambandi:

$$(2) \quad \pi_t = \rho \pi_{t+4}^e + (1 - \rho) \pi_{t-1} + \xi y_{t-1} - \chi \Delta q_t + \epsilon_t^\pi$$

þar sem π_t er ársmeðaltal verðbólgu (meðaltal ársfjórðungsverðbólgu síðustu fjóra ársfjórðunga), Δq_t er ársfjórðungsbreyting raungengis og ϵ_t^π er framboðsskellur.

Raungengið ákvarðast út frá hefðbundnu óvörðu vaxtajafnvægi (e. uncovered interest rate parity):

$$(3) \quad q_t = \eta q_{t+1}^e + (1 - \eta) q_{t-1} + (r_t - r_t^*)/4 + \epsilon_t^q/4$$

þar sem r_t^* eru alþjóðlegir skammtímarauðvextir og ϵ_t^q er raungengisskellur.

Peningastefnan er ákveðin út frá einfaldri peningastefnureglu:

$$(4) \quad i_t = \omega i_{t-1} + (1 - \omega)[(r^{eq} + \pi_t) + \psi(\pi_{t+4}^e - \pi^T) + \theta y_t] + \epsilon_t^i$$

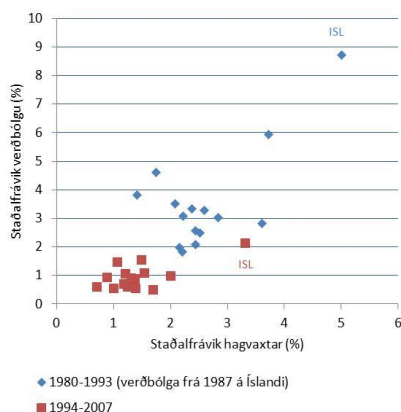
þar sem r^{eq} eru jafnvægisraunvextir (sjá nánar í rammagrein 3.2), π^T er verðbólgu markmið seðlabankans og ϵ_t^i er peningastefnuskellur.

Honjo og Hunt (2006) meta stika líkansins og dreifingu kerfisskellana fyrir Ísland, Kanada, Bretland, Bandaríkin og Nýja-Sjáland með Bayesískum aðferðum fyrir tímabilið 1992-2005, sem gefur mat á dreifingu undirliggjandi stærða við mismunandi viðbrögð peningastefnunnar við ólíkum skellum þar sem gert er ráð fyrir að yfirvöld peningamála reyni að lágmarka eftirfarandi tapfall (e. loss function):

$$(5) \quad L_t = \sum_{t=0}^{\infty} [\lambda_\pi (\pi_t - \pi^T)^2 + \lambda_y (y_t)^2]$$

Þar sem hlutfall stikanna λ_π og λ_y lýsir því hversu mikla áherslu seðlabankinn leggur á að draga úr sveiflum í verðbólgu og framleiðslustigi.

Mynd 3.8
Sveiflur í verðbólgu og hagvexti í 15 iðnríkjum



Heimildir: Hagstofa Íslands og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Með því að velja peningastefnu, þ.e. stuðla í jöfnu (4), sem lágmarkar tapfallið í jöfnu (5) út frá ólíkum gildum (λ_π/λ_v) og reikna svo út staðalfrávik verðbólgu og framleiðsluspennu fyrir hvert þessara gilda, er hægt að teikna hagkvæmnisjaðar peningastefnu hvers lands, eins og sýnt er á mynd 3.7.

Fram að alþjóðlegu fjármálakreppunni höfðu hagsveiflur víðast hvar minnkað töluvert (e. great moderation) og fór Ísland ekki varhluta af þessari þróun. Enn eru sveiflur í verðbólgu og framleiðslu þó meiri hér en í öðrum iðnríkjum, eins og sjá má á mynd 3.8.¹³ Eins og fyrr segir virðast undirliggjandi efnahagsskellir hér á landi vera það stórir að Seðlabankinn þurfi að beita stjórnþækkum sínum þannig að það framkalli meiri tímabundinn samdrátt í framleiðslu og atvinnu en seðlabankar í nágrannalöndunum til að halda verðbólgu líttli og stöðugri (sjá einnig Arnór Sighvatsson, 2007). Tiltölulega hár skammtíma fórnarkostnaður verðbólguhjöðunar hér á landi getur einnig grafið undan trúverðuleika markmiðsins ef almenningur og fyrirtæki draga í efa að Seðlabankinn og stjórnvöld séu í raun tilbúin að gera það sem þarf til þess að verðbólga sé í samræmi við markmið. Það gerir baráttuna við verðbólgu mun erfiðari en ella.

Í þessu samhengi er einnig athyglisvert að atvinnustig hefur löngum verið hátt á Íslandi og atvinnuleysi lítið og reyndar mun minna en þekkist í nálægum löndum. Hins vegar hefur verðbólga einnig verið mun meiri en þar þekkist. Þetta kann að endurspeglar það að almenningur og stjórnvöld telji atvinnuleysi meira bøl en verðbólgu, öfugt við það sem skoðanakannanir benda til að sé raunin erlendis (sjá t.d. Fischer og Huizinga, 1982).¹⁴ Þetta mat á verðbólgu og atvinnuleysi kann að valda því að minni skilningur sé á nauðsyn aðgerða í peningamálum. Þótt seðlabankar þurfi oft að grípa til óvinsælla aðgerða er mikilvægt að nokkur skilningur ríki á aðgerðum þeirra og að þær njóti almenns stuðnings. Ef mat almennings hér á landi á því bøl sem fylgir atvinnuleysi annars vegar og verðbólgu hins vegar er verulega frábrugðið því sem gerist annars staðar og hann er þess vegna mótfallinn fórnunum sem þarf að færa til skamms tíma með auknu atvinnuleysi til að tryggja verðbólguþakmið Seðlabankans og stjórnvalda er hætt við að Seðlabankanum muni reynast mjög erfitt að ná markmiðinu.¹⁵

¹³ Enn er deilt um hvort minni hagsveiflur megi rekja til bættrar hagstjórnar, breyttrar atvinnuuppbyggingar eða einfaldlega heppni (sjá t.d. umfjöllun í Walsh, 2009). Ásgeir Danielsson (2008) bendir á að þótt sveiflur í einkaneyslu hafi minnkað hér á landi hafi þær minnkað minna en sveiflur í landsframleiðslu sem gæti verið vísbinding um að minni sveiflur endurspegli ekki bættu hagstjórn. Hann bendir einnig á að sveiflur í sjávarútvegi hafa minnkað mikið en fyrir árið 1990 voru sveiflur í sjávarútvegi helsta uppspretta hagsveiflna á Íslandi.

¹⁴ Ef sú er raunin að almenningur og stjórnvöld hér á landi líti mildilegar á verðbólgu en aðrar þjóðir gæti verið að mikil notkun verðtryggingar fjárskuldbindinga ætti þar hlut að máli. Almennur teldi þá að verðtryggingur sparnaður hans væri tryggður fyrir eyðileggingarmætti verðbólgunnar öfugt við það sem gildir í mörgum öðrum ríkjum. Á móti kemur að verðtrygging lána gæti stuðlað að andstöðu við verðbólgu en Andersen og Már Guðmundsson (1998) færa að því rök að upptaka verðtryggingar lána hafi átt þátt í þeirri viðhorfsbreytingu til verðbólgu sem var undanfari þjóðarsáttasamninganna í upphafi tíunda áratugarins.

¹⁵ Rétt er að ítreka þá almennu niðurstöðu hagfræðinnar að aðgerðir í peningamálum sem miði að því að minnka verðbólgu með því að hækka vexti til að minnka eftirspurn

Annað atriði sem kann að tengjast smæð hagkerfisins eru mikil áhrif gengisbreytinga á verðlag. Eins og rakið er í kafla 3.2 virðast áhrif gengisbreytinga á verðbólgu meiri hér en meðal annarra verðbólguþrímarka en nær því sem gerist í nýmarkaðsríkjum. Ólíkt þróuninni í öðrum ríkjum virðast áhrifin jafnframt ekki hafa minnkað hér á undanförunum árum (sjá mynd 3.2). Þetta gæti skýrst af því að það er hlutfallslega kostnaðarsamara fyrir erlenda seljendur vöru til Íslands að kanna markaðsaðstæður hér á landi og því sé meiri tilhneiging til að verðleggja vörur í gjaldmiðli framleiðandans (e. producer-currency pricing) en á stærri markaðssvæðum (sjá einnig umfjöllun í kafla 13). Það kann einnig að auka áhrif gengissveiflna á verðbólgu hér á landi að innflytjendur vöru til Íslands eru oft ekki í samkeppni við innlenda framleiðendur svipaðrar vöru heldur einungis við aðra innflytjendur sömu vöru sem verða fyrir sams konar áhrifum af gengisbreytingum. Eins og Þórarinn G. Pétursson (2009 og 2010) hefur bent á geta mikil áhrif gengisbreytinga á verðbólgu á Íslandi einnig tengst skorti á trúverðugleika peningastefnunnar (sjá einnig kafla 9). Mikil áhrif séu því ekki eingöngu afleiðing af smæð íslenska markaðarins og einhæfri framleiðslu heldur tengist einnig slökum árangri við stjórn peningamála (sjá einnig Marías Gestsson, 2010). Niðurstöður Þorvarðar Tjörva Ólafssonar, Ásgerðar Ó. Pétursdóttur og Karenar Á. Vignisdóttur (2011) benda einnig til þess að viðbrögð íslenskra fyrirtækja við gengisbreytingum séu ósamhverf, þ.e. að gengislækkun valdi meiri hækkun innlends verðlags en lækkun verðlags í kjölfar samsvarandi gengisbreytingar.¹⁶ Það gerir stjórn peningamála enn erfiðari en ella og mikil áhrif gengisbreytinga á innlent verðlag geta því að nokkru leyti orðið vítahringur sem erfitt er að brjóta út úr.

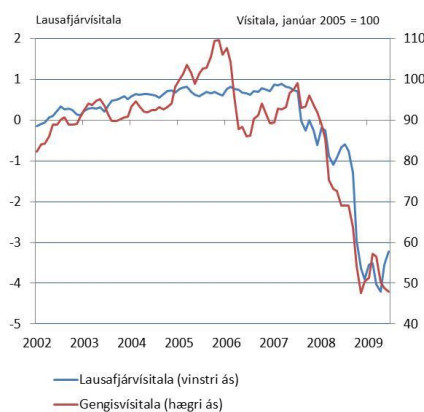
Rannsókn Þorvarðar Tjörva, Ásgerðar og Karenar á verðákvörðunum íslenskra fyrirtækja bregður einnig upp mynd af sérstaklega krefjandi aðstæðum fyrir sjálfstæða peningastefnu með fljóttandi gengi á Íslandi, þar sem sýnt er fram á að íslensk fyrirtæki eru ekki einungis tregari til að lækka verð í kjölfar gengishækkunar en hækka verð í kjölfar gengislækkunar heldur er einnig óvenju algengt að verðlagning einstakrar vöru og þjónustu sé beintengd þróun almenns verðlags, einkum meðal fyrirtækja sem verða ekki fyrir beinum áhrifum af gengisbreytingum. Verðbólga verður því sérlega viðkvæm fyrir gengislækkun hér á landi þar sem fyrirtæki eru snögg að hækka verð í kjölfar hennar, sem hækkar almennt verðlag, sem aftur leiðir til frekari verðhækkana meðal fyrirtækja sem eru óháð gengisbreytingum. Þetta getur gert hækkun verðlags sérstaklega þaulsetna en það gerir sjálfstæðri peningastefnu með fljóttandi gengi enn erfiðara en ella að tryggja verðstöðugleika.

auki atvinnuleysi einungis til skamms tíma. Til lengri tíma eru það aðrir þættir en peningastefnan sem ákvarða efnahagsumsvif, þótt reynslan bendi reyndar til þess að mikil og sveiflukennd verðbólga geti skaðað efnahagslífið til lengri tíma lítið.

¹⁶ Þetta gæti t.d. endurspeglað væntingar innlendra fyrirtækja um að gengislækkunir séu jafnan langvinnar á meðan þeir telja gengishækkunir líklegri til að vera skammvinnari.

Mynd 3.9

Alþjóðlegt lausafé og gengi krónunnar



Lausafjárvisitalan sýnir fjölda staðalfrávika frá meðaltali. Hún er hreyfanlegt meðaltal nú mismunandi lausafjármælikvarða staðlað út frá meðalgildi árunna 1999-2004.

Heimildir: Englandsbanki og Seðlabanki Íslands.

3.4.2 Alþjóðlegar aðstæður lausafjárgnóttar og lágra vaxta

Slakur árangur peningastefnunnar undanfarin ár verður ekki fyllilega skilinn nema í samhengi við þær sérstöku aðstæður sem ríktu á erlendum fjármálamörkuðum á mesta framkvæmdaskeiði íslenskrar hagsögu (sjá nánar í grein Arnórs Sighvatssonar, 2007). Á þessum tíma ríkti sannkölluð lausafjárgnótt á erlendum fjármálamörkuðum: aðgengi að lánsfé var óvenju auðvelt, alþjóðlegir vextir voru í sögulegu lágmarki og áhættusækni alþjóðlegra fjárfesta töluverð. Þessar aðstæður nýttu innlendir aðilar sér ótæpilega, jafnt fjármálafyrirtæki, atvinnufyrirtæki sem og heimili.

Mikil áhættusækni auðveldaði mörgum ríkjum eins og Íslandi að fjármagna mikinn viðskiptahalla á óvenju lágum vöxtum. Þessar sérstöku alþjóðlegu aðstæður fóðruðu einnig mikla hækkun fasteignaverðs, gengis hlutabréfa og gengis krónunnar (sjá mynd 3.9 sem sýnir þróun vísitölu meðalgengis krónunnar og mælikvarða á aðgengi að alþjóðlegu lausafé).

Þessar aðstæður voru þó ekki eingöngu bundnar við Ísland. Svipuð þróun varð í mörgum litlum opnum hagkerfum, t.d. Írlandi (sjá t.d. Lane, 2011, og kafla 17), og var í raun óháð fyrirkomulagi peningamála. Aðrar rannsóknir komast að svipaðri niðurstöðu: lítið samband virðist hafa verið á milli peningalegs aðhalds í einstökum ríkjum og eignarbólumyndunar og áhættutöku og virðist hin alþjóðlega lausafjárgnótt því hafa skipt meira máli. Sem dæmi má nefna að niðurstöður Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2009) benda ekki til neins sambands á milli peningalegs aðhalds í einstökum ríkjum og hækkunar húsnæðisverðs og Merrouche og Nier (2010) og Dokko o.fl. (2011) finna takmarkað samband á milli peningalegs aðhalds í einstökum ríkjum og áhættutöku í innlendum bankarekstri.

3.4.3 Misbrestir í framkvæmd peningastefnunnar

Önnur hugsanleg ástæða slægs árangurs í viðureigninni við verðbólgu undanfarin ár er að framkvæmd peningastefnunnar hafi verið ábótavant. Í almennri umræðu um peningastefnu Seðlabanka Íslands virðast flestir sammála um að á henni hafi verið töluverðir ágallar og að mistök hafi verið gerð. Ágreiningur er hins vegar um í hverju þessir ágallar liggja (sjá t.d. yfirlitsgrein Ásgeirs Daníelssonar, 2010).

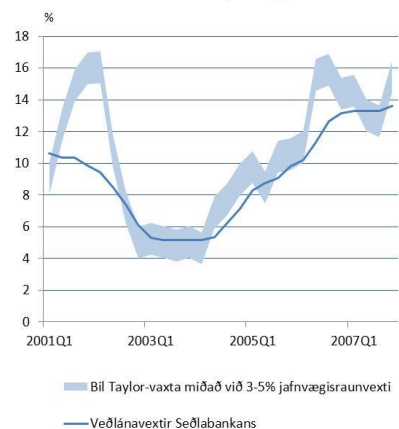
Ásgeir Jónsson (2009), Friðrik Már Baldursson (2009) og Jón Daníelsson og Gylfi Zoëga (2009) hafa t.d. gagnrýnt Seðlabankann fyrir að hafa beitt vaxtataekinu óhóflega og hækkað vexti of mikið. Telja þeir að vaxtafarvegurinn hafi nánast verið óvirkur í aðdraganda fjármálakreppunnar vegna mikillar erlendrar lántöku, almennrar notkunar verðtryggingar og auðvelds aðgengis að lánsfé í gegnum Íbúðalánasjóð. Ofnotkun vaxtataekisins hefði einungis leitt til mikillar hækkunar gengis krónunnar sem hafi skapað fölsk auðsáhrif og þannig ýtt undir innlenda eftirspurn í stað þess að draga úr henni.

Aðrir, eins og t.d. OECD (2006, 2008), Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2007) og Rannsóknarnefnd Alþingis (2009), hafa hins vegar gagnrýnt Seðlabankann fyrir að hafa hækkað vexti of lítið og of seint. Það hafi valdið því að bankinn náði aldrei tökum á verðbólgu og verðbólguvæntingum, sem leiddi til þess að vextir þurftu að fara enn

hærra en ella hefði verið nauðsynlegt. Þessir aðilar benda á að vaxtahækkunir, t.d. árið 2005, hafi verið of litlar miðað við versnandi verðbólguhorfur og það, ásamt skilaboðum bankastjórnar á þeim tíma, hafi leitt til alvarlegra efasemda um raunverulegan ásetning Seðlabankans um að ná tökum á verðbólgunni. Þeir telja einnig að þessar efasemdir hafi dregið úr áhrifum vaxtahækkana bankans á langtíma vexti. Þó var reynt að styrkja væntingafarveg peningastefnunnar með útgáfu skilyrtrar spár um vaxtaferil bankans frá árinu 2007 en verulegar efasemdir voru um að hann endurspeglaði skoðanir bankastjórnar sem þeir telja líklegt að hafi dregið úr gagnsemi slíkra skilaboða.¹⁷

Til að reyna að meta hvort vextir Seðlabankans hafi verið of háir eða of lágir á þessu tímabili er hægt að bera vexti bankans saman við vaxtaferil sem fæst út frá svokallaðri Taylor-reglu (sjá t.d. Taylor, 1993). Slíkur samanburður er gjarnan notaður þegar reynt er að meta hvort aðhald peningastefnunnar sé hæfilegt, enda þykir Taylor-reglan gefa góða mynd af hegðun seðlabanka víða um heim á tímum þar sem vel hefur þótt takast við stjórn peningamála (sjá t.d. Clarida, Galí og Gertler, 1998 og 2000, og Cecchetti o.fl., 2007). Til þessarar reglu er gjarnan vísað í umræðu og greiningu á peningastefnu, hvort sem er í alþjóðlegri fjölmiðlaumræðu eða í fræðilegum rannsóknum og seðlabankar nota iðulega þessa reglu til viðmiðunar við ákvörðunartöku, þótt enginn fylgi henni í blindni (sjá nánari lýsingu í rammagrein 3.2). Samanburður á veðlávextum Seðlabankans og vöxtum samkvæmt einfaldri Taylor-reglu er sýndur í mynd 3.10. Eins og sjá má virðast vextir Seðlabankans hafa verið lækkaðir of hratt við upphaf verðbólgu markmiðsfyrirkomulagsins og hafa verið of lágir þar til á seinni hluta árs 2002 er þeir verða nokkurn veginn í samræmi við Taylor-vextina. Þegar ofþenslan fer hins vegar að gera vart við sig þegar líða tekur á árið 2004 virðast vextir hins vegar hafa hækkað of lítið og of hægt og eru þeir of lágir nánast allt tímabilið. Samanburður vaxta Seðlabankans við Taylor-vexti virðist því fremur styðja skoðun þeirra sem gagnrýndu peningastefnuna fyrir að vera of aðhaldslitla í aðdraganda fjármálakreppunnar en þeirra sem gagnrýndu hana fyrir of mikið aðhald.¹⁸

Mynd 3.10
Veðlávextir Seðlabankans og samanburður við vexti samkvæmt Taylor-reglu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein 3.2 Penningastefnuregla byggð á Taylor-reglu

Samkvæmt reglu Taylors eru vextir seðlabanka ákvarðaðir út frá fráviki verðbólgu frá markmiði og þeirri framleiðsluspennu sem er í þjóðarbúskapnum, að viðbættu því nafnvaxtastigi sem búast mætti við að væri eðlilegt þegar þjóðarbúskapurinn er í jafnvægi. Á sínu upphaflega formi gerði Taylor ráð fyrir helmingsvægi á frávík verðbólgu frá markmiði (hér 2,5%) og á framleiðsluspennu, þ.e. að $\alpha = \beta = 0,5$ í eftirfarandi jöfnu:

¹⁷ Áður höfðu seðlabankar Nýja-Sjálands, Svíþjóðar, Noregs og Tékklands hafið birtingu slíks vaxtaferils með góðum árangri. Sjá t.d. Mishkin (2004) og Walsh (2009).

¹⁸ Vera má að myndin ofmeti frávikið miðað við þær upplýsingar sem Seðlabankinn hafði í höndunum á hverjum tíma. Bæði voru jafnvægisraunvextirnir metnir lægri þá en síðar hefur komið í ljós og svo hefur endurskoðun á framleiðsluspennunni leitt í ljós að hún var töluvert meiri (sjá kafla 3.4.4), sérstaklega frá árinu 2004, en talið var á þessum tíma.

$$(1) \quad i_t = (r^{eq} + \pi_t) + \alpha(\pi_t - 2,5) + \beta y_t$$

þar sem π_t er verðbólga, y_t er framleiðsluspenna (þ.e. mismunur framleiðslustigs og framleiðslugetu) og π^T er verðbólguþáttur markmið seðlabankans. r^{eq} eru svokallaðir „náttúrulegir“ raunvextir (eða jafnvægisraunvextir), þ.e. þeir vextir sem endurspegla innra jafnvægi þjóðarþúsins og ráðast þeir af efnahagsþáttum eins og framleiðni fjármagns, sparnaðarhneigð og langtímavexti framleiðslugetu.

Taylor-regluna í jöfnu (1) má einnig setja fram fyrir raunvaxtastig seðlabankans:

$$(2) \quad i_t - \pi_t = r^{eq} + \alpha(\pi_t - 2,5) + \beta y_t$$

Raunvöxtum seðlabankans er því haldið yfir jafnvægisraunvöxtum þegar verðbólga er umfram markmið eða ef framleiðsluspenna er til staðar. Sé slaki í þjóðarþúsnum eða verðbólga undir markmiði er raunvöxtum hins vegar haldið undir jafnvægisstigi sínu.

Enn önnur framsetning Taylor-reglunnar sem gjarnan er notuð er fengin með einfaldri endurröðun liða í jöfnu (1):

$$(3) \quad i_t = (r^{eq} + 2,5) + (1 + \alpha)(\pi_t - 2,5) + \beta y_t$$

Samkvæmt hefðbundnum hagfræðikenningum eiga lágir raunvextir að örva efnahagsumsvif og auka verðbólgu, á meðan háir raunvextir draga úr efnahagsumsvifum og þannig úr verðbólguþrýstingi. Eins og sést á jöfnu (2), þýðir það að raunvextir þurfa að hækka nógu mikið þegar þensla og verðbólga eykst til þess að raunvextir hækki. Það fylgir því að peningastefnuregla þar sem vægi verðbólgufráviksins í jöfnu (1), α , er > 0 (eða > 1 í jöfnu (3)) er til þess fallin að auka efnahagslegan stöðugleika. Peningastefnureglan með neikvætt vægi á verðbólgufrávikinu (eða vægi < 1 í jöfnu (3)) er hins vegar til þess fallin að grafa undan efnahagslegum stöðugleika. Þetta skilyrði er gjarnan nefnt Taylor-skilyrðið (e. Taylor principle). Peningastefna sem bregst mjög harkalega við sveiflum í verðbólgu ætti því að hafa hátt gildi á α en peningastefnan sem einblínir fremur á sveiflur í raunhagkerfinu ætti að hafa hátt gildi á β en lægra gildi á α . Oft er vísað í að seðlabanki sem kalla mætti „óðan verðbólguþana“ (e. inflation nutter) sem seðlabanka sem lýsa mætti með peningastefnu með mjög hátt gildi á α en $\beta = 0$.

Í síðari tíma endurbótum á Taylor-reglunni er einnig gjarnan bætt við töfðum vöxtum sem endurspegla tilhneigingu seðlabanka til að forðast stórar vaxtabreytingar (e. interest rate smoothing). Jafnframt er oft gert ráð fyrir því að seðlabankar bregðist fremur við væntu frávikinu verðbólgu til næstu 1-2 ára frá markmiði fremur en að horfa til núverandi verðbólguþustigs. Með þessum endurbótum lítur Taylor-reglan í jöfnu (3) þá þannig út:

$$(4) \quad i_t = \gamma i_{t-1} + (1 - \gamma)[(r^{eq} + 2,5) + (1 + \alpha)(\pi_{t+k}^e - 2,5) + \beta y_t]$$

þar sem π_{t+k}^e er vænt verðbólga eftir k ársfjórðunga. Niðurstaða mats á þessari jöfnu er sýnt í töflu 3.4 í megin-texta.

Mynd 3.10 sýnir jafnframt þróun vaxta út frá peningastefnureglu sem samsvarar hinni einföldu Taylor-reglu í jöfnu (1). Miðað er við að jafnvægisraunvextir á þessu tímabili hafi verið á bilinu 3-5%, sem endurspeglar háa framleiðni fjármagns og lágt sparnaðarstig hér á landi. Þetta er í samræmi við niðurstöður Ásgeirs Daníelssonar (2009a) sem kemst að því að þessir vextir hafi líklega verið hærri en 4% á þessum tíma. Þetta eru nokkru hærri jafnvægisraunvextir en metnir hafa verið fyrir önnur og stærri þróuð hagkerfi. T.d. miðar Taylor við 2% jafnvægisraunvexti fyrir Bandaríkin.

Þetta er hins vegar í samræmi við niðurstöður t.d. Archibald og Hunter (2001) og Basdevant, Björkstén og Karagedikli (2004), sem komast að svipaðri niðurstöðu fyrir Nýja-Sjáland, sem einnig er lítið, opið og skuldsett ríki með lágt sparnaðarstig. Þeir meta jafnvægisraunvextina með ýmsum aðferðum og komast að því að þeir séu á bilinu 3-5½% (í þjóðhagslíkani nýsjálenska seðlabankans er miðað við jafnvægisraunvexti upp á 4,5%, líkt og gert var í þjóðhagslíkani Seðlabankans fram að fjármálakreppunni en þá voru þeir lækkaðir). Í öðrum litlum og opnum hagkerfum sem eru minna skuldsett fást jafnan nokkru lægri jafnvægisraunvextir, eins og t.d. í Noregi (2½-3½%; Bernhardsen og Gerdrup, 2007) og í Chile (2-3½%; Fuentes og Gredig, 2007).

Vaxtareglan í mynd 3.10 gerir jafnframt ráð fyrir að $\alpha = \beta = 0,5$ og engri vaxtajöfnun (þ.e. $\gamma = 0$) enda þykir eðlilegt að sleppa þessum lið í sögulegum samanburði vaxta og vaxta út frá Taylor-reglu þar sem vaxtajöfnunarliðurinn hefur þá tilhneigingu að þvinga Taylor-vaxtaferilinn til að vera mjög nálægt raunverulegum vöxtum og skapa þannig þá tálmynd að peningastefnan hafi verið meira í samræmi við Taylor-regluna en raunin varð.

Önnur leið til að meta hvort peningastefnan hafi verið aðhaldssöm á þessu tímabili er að meta hefðbundna peningastefnureglu, áþekka Taylor-reglunni, og skoða hvort niðurstöður slíks mats bendi til þess að peningastefnan hafi einblínt um of á verðbólguhorfur. Niðurstöður slíks mats eru sýndar í töflu 3.4.

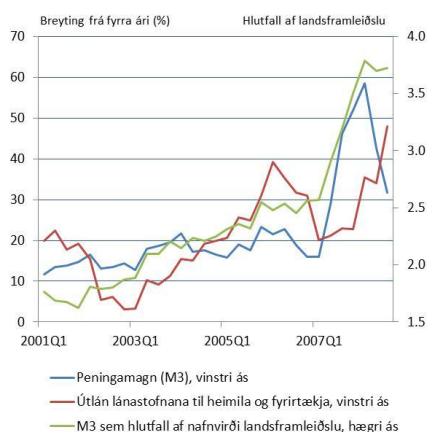
Tafla 3.4 Metin peningastefnuregla fyrir Seðlabanka Íslands

	2001-2007		1995-2007	
Stikar	$k = 4$	$k = 0$	$k = 4$	$k = 0$
Jafnvægisraunvextir (r^{eq}), %	5,239 (0,27)	4,906 (0,33)	5,347 (0,30)	5,533 (0,29)
Stiki við verðbólgu (α)	-0,764 (0,07)	-0,557 (0,17)	-0,603 (0,14)	-0,412 (0,22)
Stiki við framleiðsluspennu (β)	1,586 (0,21)	1,491 (0,17)	1,173 (0,24)	1,140 (0,23)
Stiki við tafða vexti (γ)	0,795 (0,03)	0,767 (0,03)	0,833 (0,04)	0,804 (0,05)
J-próf (p -gildi)	0,932	0,918	0,717	0,825

Taflan sýnir stikamat á metinni peningastefnureglu (sjá nánar í rammagrein 3.2): $i_t = \gamma i_{t-1} + (1 - \gamma)[r^{eq} + \pi^T + (1 + \alpha)(\pi_{t+k}^e - \pi^T) + \beta y_t]$, þar sem i_t eru veðlávextir Seðlabankans, r^{eq} eru skammtíma jafnvægisraunvextir, π^T er verðbólgu markmið seðlabankans (= 2,5%), π_{t+k}^e er vænt ársverðbólga eftir k ársfjórðunga og y_t er framleiðsluspenna. Jafnan er metin með ársfjórðungsgögnum yfir tímabilð frá upptöku verðbólgu markmiðs árið 2001 og fram að fjármálakreppunni árið 2008. Taflan sýnir einnig niðurstöður fyrir jöfnuna metna lengra aftur. Sýndar eru niðurstöður fyrir framsýna peningastefnureglu ($k = 4$) og peningastefnureglu sem byggist á núverandi verðbólgu ($k = 0$). Jafnan er metin með GMM-aðferðinni (e. General Method of Moments) með 4 tafir af verðbólgu, framleiðsluspennu, veðlávöxtum og ársþækkun alþjóðlegs hrávöruverðs sem aðstoðarbreytur. Tölur í svigum eru mis- og sjálffylgnileiðrétt staðalfrávik (með aðferð Newey og West). J -prófið kannar hvort hægt sé að hafna því að aðstoðarbreyturnar ofkenni líkanið og því hversu góð lýsing líkanið er á gögnunum. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eins og sjá má er stikinn við verðbólgu eða verðbólguhorfur neikvæður (og $1 + \alpha$ því undir 1), öfugt við svokallað Taylor-skilyrði fyrir því að peningastefnan stuðli að því að draga úr verðbólgu og hagsveiflum. Samkvæmt þessu virðist því peningastefnan fremur hafa verið til þess fallin að auka óstöðugleika í þjóðarþúinu með því að bregðast ekki nógu harkalega við versnandi verðbólguhorfum, þ.e. að Seðlabankinn hafi ekki hækkað vexti nógu hratt og nógu mikið, í takt við ofangreindan myndrænan samanburð á vöxtum Seðlabankans og einfaldri Taylor-reglu. Stikinn við framleiðsluspennuna er jafnframt hár

Mynd 3.11
Peningamagn og útlán



Heimild: Seðlabanki Íslands.

og tölfræðilega marktæktur.¹⁹ Niðurstöður á mati á hefðbundinni peningastefnureglu benda því til þess að vaxtaáhrif Seðlabankans hafi mjög litast af stöðu hagsveiflunnar hverju sinni en að lítið hafi verið horft til verðbólguhorfa og því hafi peningastefnan verið of aðhaldslítill á þessum árum og þannig stuðlað að því að auka á efnahagslegan óstöðugleika fremur en að draga úr honum.²⁰

Enn önnur leið til að leggja mat á hvort peningastefnan hafi verið of aðhaldssöm er að skoða þróun útlána og peningamagns. Vissulega er túlkun á þeim stærðum í samhengi við aðhaldsstig peningastefnunnar vandasöm þar sem útlán og breitt peningamagn eru innri stærðir sem ákvarðast ekki að nema að hluta af peningastefnunni. Þannig geta þessar stærðir aukist vegna aðgerða bankakerfisins sjálfs eða endurspeglað eðlilega aukningu á peningaeftirspurn eða aukna fjármálalega dýpt. Hins vegar geta þær gefið vísbendingu um aðhaldsstigið á hverjum tíma og vöxtur langt umfram nafnvirði landsframleiðslu yfir lengri tíma án sérstakra skýringa vart samrýmanlegur of aðhaldssamri peningastefnu. En það var einmitt raunin í aðdraganda fjármálakreppunnar. Eins og mynd 3.11 sýnir var ársvöxtur breiðs peningamagns (M3) og útlána til heimila og fyrirtækja um og yfir 20% nánast allan seinni hluta áratugarins og var ársvöxtur peningamagns kominn í 50% á seinni hluta árs 2007 og útlána um ári síðar. Þessi vöxtur var langt umfram vöxt efnahagssumsvífa hér á landi, enda tvöfaldaðist hlutfall peningamagns af landsframleiðslu á þessum tíma. Þróun peningamagns og útlána styðja því á engan hátt fullyrðingar um að peningastefnan hér á landi fram að fjármálakreppunni hafi verið of aðhaldssöm. Þvert á móti virðist sem aðhaldið hafi verið of lítið.

Ekki er víst að ofangreind umfjöllun um aðhaldsstig peningastefnunnar kveði að fullu niður gagnrýnisraddir um að peningastefnan hafi verið of aðhaldssöm í aðdraganda fjármálakreppunnar. Þannig virðist sem sumir gagnrýnendur telji að sú hækkun gengis sem leiði af háum vaxtamun sé svo hættuleg út frá sjónarmiðum fjármálastöðugleika, þar sem hún muni síðar enda í gengishruni (sjá t.d. Stiglitz, 2001, og Plantin og Shin, 2010), að réttlætjanlegt sé að gera hlé á baráttunni gegn verðbólgu til að koma í veg fyrir hana. Vandinn við þá nálgun er hins vegar þrífættur. Í fyrsta lagi er ekki víst að snarpri gengislækkun síðar sé forðað þar sem meiri verðbólga en í umheiminum hefur með einhverjum töfum í för með sér að nafngengi lækkar. Í öðru lagi er hætt við að viðureignin við verðbólgu verði þá erfiðari þegar fram líða stundir þar sem meiri verðbólga gæti fest rætur í verðbólguvæntingum og því krafist enn meira aðhalds síðar. Í

¹⁹ Eins og rakið er í rammagrein 3.2, er líklegt að jafnvægisraunvextir hafi verið nokkru hærri hér á landi en í öðrum þróuðum ríkjum og gerir samanburðurinn á vöxtum Seðlabankans og vöxtum út frá einfaldri Taylor-reglu t.d. ráð fyrir að þeir séu á bilinu 3-5%. Matið á peningastefnureglunni í töflu 3.4 styður þetta en samkvæmt matinu voru þeir um eða yfir 5% á þessum árum. Í kjölfar kreppunnar er hins vegar líklegt að þeir hafi lækkað.

²⁰ Þessar niðurstöður haldast óbreyttar þótt matstímabilinu sé breytt, þótt tímasetningu verðbólgu og framleiðsluspennu sé breytt í peningastefnureglunni, þótt fleiri töfum vaxta sé bætt við og þótt olíuverð eða halla á ávöxtunarferli vaxta (samanber Clarida, Galí og Gertler, 2000) sé bætt við upplýsingamengi Seðlabankans við matið á peningastefnureglunni.

þriðja lagi skapast þá óvissa um með hvaða tækjum skuli yfirleitt unnið að verðstöðugleika sem enn og aftur ýtir undir verðbólguvæntingar. Sumir gætu að vísu haldið fram að peningastefnan þurfi auðvitað að beita sér gegn verðbólgu og óhóflegum útlánavexti en það beri að beita öðrum tækjum sem ekki hafa eins mikil neikvæð hliðaráhrif varðandi gengi gjaldmiðilsins. Upp að vissu marki má taka undir það en að lokum verður ekki undan því skorist að vextir eru beittasta tækið og um leið skuggaverð peninga og skuldsetningar. Því virðist nærtækast, eins og lagt er til í skýrslu Seðlabankans (2010) að önnur tæki verði notuð til að eiga við fjármagnsinnstreymis- og vaxtamunarviðskiptavandann eins og t.d. þjóðhagsvarúðartæki. Eins og síðar er vikið að gegnir stefnan í opinberum fjármálum einnig mikilvægu hlutverki og styðji hún við peningastefnuna verða vextir lægri en ella sem dregur úr fjármagnsinnstreymisvandannum sem áður er lýst.

Aðrir þættir framkvæmdar peningastefnunnar á þessum árum hafa einnig verið gagnrýndir. T.d. benda Portes og Friðrik Már Baldursson (2007) á að Seðlabankinn hafi undir það síðasta látið leiða sig út í að þurfa að verja gengi krónunnar falli sem hafi gefið alþjóðlegum fjárfestum nánast áhættulaus hagnaðartækifæri.²¹ Þannig hafi bankinn óviljandi ýtt enn frekar undir innflæði óstöðugs fjármagns og því magnað ójafnvægið. Þrátt fyrir að erfitt sé að finna nákvæman fót fyrir þessari gagnrýni í yfirlýsingum stjórnenda Seðlabankans á þessum tíma (sjá t.d. Ásgeir Daníelsson, 2010), lýsir þessi gagnrýni vel þeim ógöngum sem peningastefnan getur lent í við aðstæður mikils ójafnvægis í innlendri eftirspurn og gengismálum þar sem innlendir efnahagsreikningar eru berskjaldaðir fyrir snarpri leiðréttingu gengisins.²²

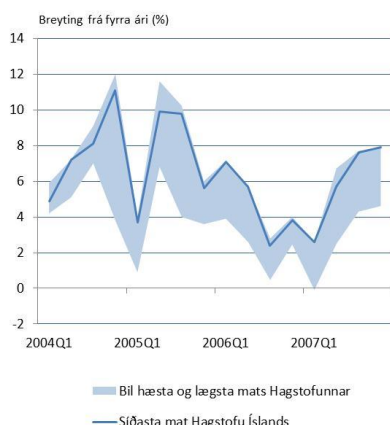
Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (2009) kemur einnig fram gagnrýni á ýmislegt í framkvæmd peningastefnunnar. Má þar nefna gagnrýni á að bankinn skuli ekki hafa beitt öðrum tækjum, eins og inngripum á gjaldeyrismarkaði til að byggja upp gjaldeyrisforða, að bindiskylda skuli hafa verið lækkuð í kjölfar einkavæðingar viðskiptabankanna árið 2003 og aftur á innstæður erlendis árið 2008, að lausafjárkröfur á bankana hafi ekki verið hækkaðar, að lausafjárstýring bankans hafi verið óskilvirk sem gert hafi það að verkum að bankinn missti stjórn á peningamagni í umferð, sbr. hér að ofan, og að lánastarfsemi bankans hafi undir það síðasta verið komin langt út fyrir ramma hefðbundinna markaðsaðgerða og lánin hafi því í reynd verið lán til þrautavara án þess að bankinn hafi gætt nægilega vel að gæðum þeirra veða sem lágu þar að baki.²³

²¹ Þetta er í eðli sínu svipuð gagnrýni og beinst hefur að Alan Greenspan, fyrrverandi seðlabankastjóra Bandaríkjanna, fyrir að hafa í raun búið til gólf undir hlutabréfaverð í Bandaríkjunum (svokallaður „Greenspan-söluréttur“).

²² Um leiðir til að koma í veg fyrir sambærilegar aðstæður í framtíðinni er m.a. fjallað um í Seðlabanki Íslands (2010).

²³ Í skýrslu Rannsóknarnefndarinnar er því einnig velt upp hvort undirbúningur verðbólguþyrskotsfyrirkomulagsins hafi verið nægjanlegur. Því hafi skort skilning meðal almennings og stjórnmálamanna og ekki ljóst hvort breið samstaða væri á bak við það. Þetta er ólíkt t.d. undirbúningi upptöku verðbólguþyrskots í Noregi á sama tíma sem átti sér lengri aðdraganda.

Mynd 3.12
Endurskoðun á hagvexti 2004-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

3.4.4 Kerfisbundið vanmat á efnahagssumsvifum

Eins og rakið er í köflum 4 og 10 leiðir smæð þjóðarbúsins og fábreytt framleiðsluuppbygging til þess að hagsveiflur eru miklar hér á landi í samanburði við önnur þróuð ríki og mun nær því sem þekkist meðal þróunar- og nýmarkaðsríkja. Eins og áður hefur verið rakið í þessum kafla gerir þetta stjórn efnahagsmála sérstaklega erfiða. Ein birtingarmynd þessa vanda er að erfitt verður að meta upplýsingagildi nýbirtra innlendra hagtalna. Annar vandi felst í því að þessar hagtölur eru gjarnan endurskoðaðar og oft verulega.

Þetta kom skýrt fram á þessum árum þegar tölur Hagstofu Íslands um umfang efnahagssumsvifa voru ítrekað endurskoðaðar upp á við, eins og sést vel á mynd 3.12 sem sýnir nýjasta mat á hagvexti áranna 2004-2007 og bil lægsta og hæsta mats endurskoðaðra talna Hagstofunnar fyrir hagvöxt sömu ára. Þar sést t.d. að nú er talið að ársvöxtur landsframleiðslunnar á fjórða ársfjórðungi 2004 hafi verið rúmlega 11% en upphaflega matið var undir 4% eða rúmum 7 prósentum minni hagvöxtur en síðar kom í ljós. Svipaða sögu er að segja af þriðja ársfjórðungi 2005 en upphaflega var talið að hagvöxtur hafi verið 4% en nú er talið að hann hafi verið tæplega 10% eða tæplega 6 prósentum meiri. Þetta vanmat var kerfisbundið og þegar horft er til ársmeðaltala áranna 2004-2007 kemur í ljós að árlegur hagvöxtur hvers árs hefur verið vanmetinn um 1½-2½ prósentur í upphaflegu bráðabirgðamati.

Ein möguleg skýring á of slakri peningastefnu á árunum 2004-2007 er því að efnahagssumsvif og þenslan sem af þeim leiddi hafi verið alvarlega vanmetin sem hafi leitt til þess að peningastefnan brást of seint og of lítið við. Þetta getur þó ekki skýrt of slaka peningastefnu nema að hluta, því að Seðlabankinn brást ekki nægilega harkalega við versnandi verðbólguhorfum í eigin spám, svo sem lesa má út úr matinu á peningastefnureglunni í töflu 3.4.

3.4.5 Hnökrar í miðlunarferli peningastefnunnar

Forsenda þess að peningastefnan beri árangur er að miðlun vaxtabreytinga seðlabankans frá skammtíma markaðsvöxtum til langtíma markaðs- og útlánavaxta og að lokum til raunhagkerfisins sé sæmilega kerfisbundin og fyrirsjáanleg. Töluvert hefur skort á að svo hafi verið hér á landi á undanförunum árum. Væntanlega eru margar ástæður fyrir þessu og líklegt að flestar þeirra séu innbyrðis háðar.

Ljóst er að samspil alþjóðlegrar lausafjárgnóttar, vanmats á áhættu og grunns innlends skuldabréfamarkaðar varð til þess að veikja vaxtafarveg peningastefnunnar og setja æ meiri þunga á gengisfarveginn. Þetta birtist m.a. í vaxandi vaxtamunarviðskiptum (e. carry trade) en ekki síður í gegnum skammtímalántökur innlendra viðskiptabanka á erlendum fjármálamörkuðum og endurlán þeirra til innlendra aðila sem gjarnan voru notuð til fjárfestingar erlendis.²⁴ Þessar skammtímastöður, sem að hluta fjármögnuðu gríðarlegan viðskiptahalla, gerðu miðlun

²⁴ Hagstætt lánsþæfismat bankanna veitti þeim lengi vel nánast ótakmarkaðan aðgang að erlendu lánsfé með útgáfu skuldabréfa sem mörg hver voru vafin inn í flókna fjármálagjörninga sem byggðust á þessu hagstæða lánsþæfismati.

peningastefnunnar viðkvæma fyrir skyndilegum breytingum á áhættumati fjárfesta og framkvæmd peningastefnunnar því erfiðari en ella. Þessar aðstæður leiddu einnig til þess að neikvæð hliðaráhrif hækkunar vaxta urðu meiri en ella. Aukið vægi gengisfarvegarins leiddi til þess að miðlun peningastefnunnar varð óvissari og ófyrirsjáanlegri, en skilvirk peningastefna byggist á því að áhrif hennar séu tiltölulega fyrirsjáanleg. Vandinn við gengisfarveginn er hins vegar að ákaflega erfitt er að spá fyrir um skammtíma gengishorfur, einkum þegar mikið ójafnvægi er í þjóðarbúskapnum og erlent skammtímalánsfé fjármagnar mikinn halla á viðskiptum við útlönd. Þá virðist gengi gjaldmiðla hafa tilhneigingu til að víkja yfir lengri tímabil frá því stigi sem samrýmist undirliggjandi efnahagsaðstæðum með snarpri leiðréttingu í kjölfarið sem er nánast ómögulegt að tímasetja.

Því má einnig halda fram að með aukinni alþjóðavæðingu hafi vaxtafarvegur peningastefnunnar í litlum, opnum hagkerfum að einhverju leyti veikst á kostnað gengisfarvegsins (sjá t.d. ræðu Más Guðmundssonar, 2007, og grein frá 2008).²⁵ Eftir því sem fjármálamarkaðir verða samtengdari segja hagfræðikenningar að innlendir langtímavextir ákvarðist í æ ríkari mæli af alþjóðlegum langtímavöxtum og svigrúm innlendra peningastefnu til að hafa áhrif á þá minnkar. Vísbendingar um þetta mátti t.d. sjá á Íslandi og Nýja-Sjálandi á þensluárunum, þegar hækkun skammtíma vaxta hafði lítil áhrif á innlenda langtímavexti, þótt aðrir þættir, eins og vikið er að hér að neðan, hafi líklega einnig verið þar að verki.

Jafnframt er líklegt að peningastefnunni hafi verið gert erfiðara um vik með takmarkaðri útgáfu ríkisskuldabréfa, en vextir þeirra mynda jafnan grunn fyrir vaxtarófið sem miðlar áhrifum vaxta Seðlabankans út í efnahagslífið. Grunnur markaður með ríkisskuldabréf leiddi til þess að verðmyndun varð óskilvirk og óstöðug. Því varð verðlagning annarra skuldabréfa, sem jafnan er byggð ofan á verðlagningu ríkisskuldabréfa, einnig óskilvirk. Tregða stjórnvalda til að halda úti virkum ríkisskuldabréfamarkaði á tímum þegar ríkissjóður var skuldlítill hamlaði því líklega miðlun peningastefnunnar og var til þess fallin að draga úr áhrifum hennar á lengri enda vaxtarófsins.

Hið gríðarlega stóra innlenda bankakerfi flækti einnig mjög framkvæmd peningastefnunnar á þensluárunum. Viðleitni bankanna til að verja eigið fé hafði t.d. afdrifaríkar afleiðingar fyrir þróun gengis krónunnar og hörð samkeppni bankanna við íbúðalánasjóð um markaðshlutdeild á íbúðamarkaði, sem bankarnir fjármögnuðu að stórum hluta erlendis frá, dró úr áhrifamætti peningastefnunnar á lengri enda vaxtarófsins. Auðvelt aðgengi heimila og fyrirtækja að erlendu lánsfé í gegnum bankana gerði peningastefnunni síðan enn erfiðara fyrir. Stór hlutdeild bankanna á innlendum gjaldeyris-, peninga- og skuldabréfamarkaði skóp einnig fákeppnisaðstæður og gróf undan skilvirkri markaðsverðlagningu (sjá einnig umfjöllun um innlendan gjaldeyrismarkað í kafla 12). Þegar loks kreppti að á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og efasemdir jukust um fjárhagslega stöðu bankanna

²⁵ Um þetta ríkir þó ekki einhugur meðal hagfræðinga. Sjá t.d. umfjöllun í rammagrein III-1 í *Peningamálum* 2007/3, bls. 22-3.

gróf það enn frekar undan krónunni og truflaði verðmyndun á innlendum verðbréfamörkuðum. Gífurleg fjárpörf stóru bankanna og innlendra eignarhaldsfélaga allt frá árinu 2007 olli því að þeir voru tilbúnir til að greiða mjög hátt verð fyrir það fjármagn sem þeim bauðst. Þrátt fyrir hátt innlent vaxtastig á árunum 2007 og 2008 hélst eftirspurnin eftir lánaþyrngreiðslu frá Seðlabankanum gífurleg. Helstu miðlunarleiðir peningastefnunnar voru því orðnar nánast óvirkar undir lokin.

Þótt verðtrygging fjárskuldbindinga sé langt frá því að vera séríslenskt fyrirbæri, er jafn útbreidd notkun verðtryggingar eins og hér á landi sjaldgæf. Þessi mikla notkun verðtryggingar getur haft áhrif á það hvernig áhrif peningastefnunnar miðlast út í efnahagskerfið í gegnum vaxtafarvegin og hugsanlegt er að svo umfangsmikil verðtrygging hafi dregið úr áhrifamætti peningastefnunnar í þeirri viðleitni að nota hærri vexti til að draga úr innlendri eftirspurn og verðbólguþrýstingi.²⁶ Þó er mikilvægt að hafa í huga að í sjálfu sér er það ekki verðtryggingarformið eitt og sér sem getur dregið úr áhrifamætti peningastefnunnar. Peningastefnan virkar í gegnum áhrif sín á vænta raunvexti. Sé innlendir skuldabréfamarkaður sæmilega skilvirkur og einhver staðkvæmd milli óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa ættu áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans að koma fram með svipuðum hætti í verðtryggðum vöxtum og í raunvöxtum óverðtryggðra skuldabréfa. Það sem víðtæk verðtrygging hefur hins vegar gert mögulegt er að veita aðgang að langtímalánum, sem jafnan eru með föstum raunvöxtum, sem ella væru ekki í boði. Með því fá skuldarar að einhverju leyti meira skjól fyrir peningastefnunni sem getur veikt áhrifamátt hennar, a.m.k. til skamms tíma.²⁷ Það sem líklega dregur enn frekar úr áhrifamætti peningastefnunnar er sú staðreynd að stór hluti þessara langtíma verðtryggðu lána er á jafngreiðsluformi en í því tilviki er greiðslubyrði vegna hárra vaxta við lántöku dreift yfir mjög langt lántímabil í stað þess að lántakendur þurfi að taka á sig tiltölulega þunga greiðslubyrði framan af. Þá dró það einnig úr áhrifamætti peningastefnunnar á þensluárunum að lánaþyrngreiðsluformið virtust tiltölulega ónæm fyrir aðhaldsstigi peningastefnunnar (sjá t.d. ítarlega umfjöllun í OECD, 2008).

Að lokum er, eins og rætt var um í kafla 3.2, mikilvægt fyrir árangursríka peningastefnu að hún hafi skýrt lagalegt sjálfstæði gagnvart pólitískum stjórnvöldum. Ákvæði í þessa veru var sett inn í lög um Seðlabanka Íslands árið 2001, nokkru seinna en í löggjöf flestra annarra seðlabanka. Sjálfstæði Seðlabankans var þó e.t.v. ekki eins vel tryggt í

²⁶ Hér verður ekki fjallað ítarlega um kosti og galla verðtryggingar (sjá t.d. grein Ásgeirs Danielssonar, 2009b). Hins vegar er hægt að hafa í huga að þótt verðtrygging geti verið góð fyrir skuldara að því leyti að hún tryggir fyrirþáanlegt raungreiðsluflæði fjárskuldbindinga og auðveldar aðgang að lánum til mjög langs tíma, sem ella væru ekki í boði, getur hún einnig skaðað lántakendur ef hún verður til þess að beita þarf peningastefnunni harkalegar en ella þar sem bitmáttur hennar verður minni. Verðtryggingin getur einnig gert viðureignina við verðbólgu erfiðari að því leyti sem stuðningur við þá viðureign verður minni þar sem hún verðir mögulega lántakendur betur fyrir skaðsemi mikillar verðbólgu.

²⁷ Almenn notkun langtíma húsnæðislána með föstum vöxtum er þó ekki einskorðuð við Ísland, heldur þekkist t.d. í Bandaríkjunum og mörgum Evrópuríkjum (sjá t.d. OECD, 2008). Rannsóknir benda til þess að áhrifamáttur peningastefnunnar sé minni í ríkjum þar sem langtímalán með föstum vöxtum eru algengari en langtímalán með breytilegum vöxtum. Sjá t.d. Miles (2004).

lögum og best verður á kosið. Þá hefur verið gagnrýnt (t.d. af OECD, 2009) að fyrrverandi stjórnmalaleiðtogar hafi verið ráðnir sem bankastjórar Seðlabankans. Það hafi leitt til þess að almenningur hafi álitist sjálfstæði bankans í raun minna en lagabókstafurinn gaf til kynna. Efasemdir um raunverulegt sjálfstæði Seðlabankans hafi aukið efasemdir um vilja bankans til að beita peningastefnunni til að ná tökum á verðbólgunni á þensluárunum og þannig veikt miðlunarhrif hennar.

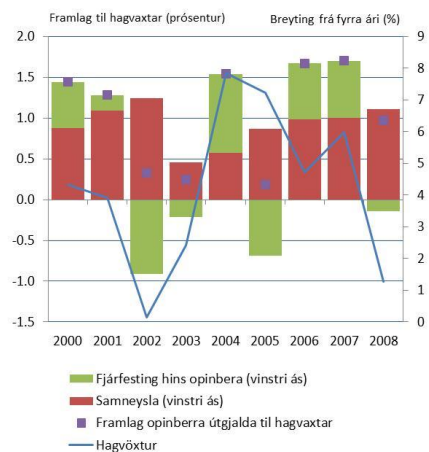
Hugsanlegt er að efasemdir um staðfestu Seðlabankans við að ná verðbólguþröngunni kunni að skýra hvers vegna almenningur og fyrirtæki virðast hafa talið að verðbólguþröng bankans væri í raun ekki hið yfirlýsta 2½% heldur hærra, t.d. hin 4% efri þölmörk. Þessar efasemdir komu einnig fram í viðvarandi væntingum um að skammt væri í að vextir bankans tækju að lækka á ný, en það skýrir að hluta af hverju langtímavextir brugðust takmarkað við hækkunum vaxta Seðlabankans.²⁸ Þessar efasemdir um ásetning bankans kunna að hafa orðið til þess að draga úr áhrifum peningastefnunnar. Alþjóðavæðing innlands fjármálakerfis, útbreidd notkun langtímalána með föstum vöxtum og sérstök staða Íbúðalánasjóðs skýra því líklega veika miðlun vaxta Seðlabankans út í langtímaraunvexti aðeins að nokkru leyti. Væntingar um lækkun skammtíma vaxta héldu langtímavöxtum líklega niðri og skortur á trúverðugri kjölfestu fyrir verðbólguvæntingar fól í sér að væntir langtímaraunvextir voru lægri en ella.

3.4.6 Samspil peninga- og fjármálastefnu hins opinbera

Reynsla undanfarinna ára sýnir einnig að samspil og samræming stefnunnar í peningamálum og fjármálastefnu hins opinbera var verulega áfátt hér á landi. Færa má rök fyrir því að þessir mismunandi armar hagstjórnarinnar hafi í raun togað hvor í sína áttina á þensluárunum fyrir hrun fjármálakerfisins í október 2008.

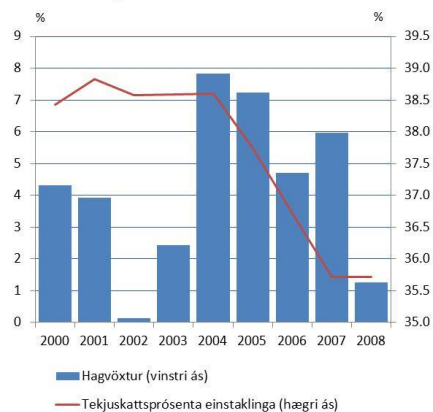
Nokkur afgangur var af rekstri hins opinbera á þessum tíma, aðallega vegna mikilla tímabundinna skatttekna ríkisins af veltu og tekjum á þensluárunum. Lærdómurinn af þensluskeiðinu er hins vegar sá að afgangur í fjármálum hins opinbera er ekki fullnægjandi mælikvarði á aðhaldsstig opinberrar fjármálastefnu og framlag hennar til hagstjórnar (sjá t.d. Kaminsky o.fl., 2004). Betri mælikvarði er breyting á útgjöldum og sköttum, en hann bendir til þess að aðhaldsstig opinberra fjármála hér á landi hafi alls ekki verið fullnægjandi fram að fjármálakreppunni og fóru útgjöld ítrekað fram úr áætlunum. Eins og sjá má á mynd 3.13 lögðu útgjöld hins opinbera verulega til hagvaxtar í aðdraganda fjármálakreppunnar, og náði framlag opinberra útgjalda hámarki árin 2006 og 2007, þegar hagvöxtur náði hámarki, en þau ár bættu opinber útgjöld um 1% prósentu við hagvöxt hvort ár fyrir sig. Eins og sést á mynd 3.14 voru skattar jafnframt lækkaðir verulega á þessum árum. Þannig

Mynd 3.13
Framlag opinberra fjármála til hagstjórnar



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 3.14
Hagvöxtur og tekjuskattsprósenta einstaklinga

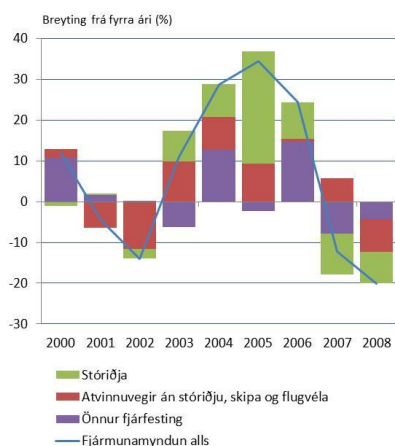


Skattprósenta er vegið meðaltal tekjuskatts og hátekjuskatts.

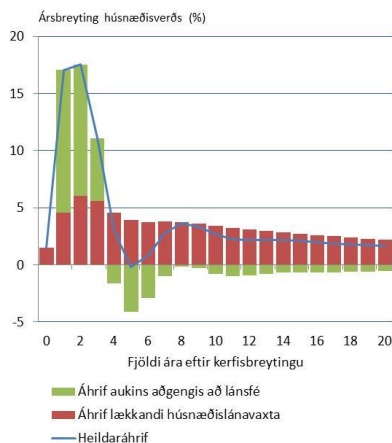
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

²⁸ Langtímavextir ráðast í meginatriðum af skammtíma vöxtum í dag, auk væntinga um skammtíma vexti yfir líftíma lengra skuldabréfsins. Seðlabankar geta því hækkað langtímavexti með hækkun skammtíma vaxta nú og/eða með því að skapa væntingar um háa skammtíma vexti um einhverja framtíð. Rannsóknir benda til þess að það séu þessar væntingar um framtíðarvexti (væntingafarvegur peningastefnunnar) sem ráði meiru en hreyfingar skammtíma vaxta frá degi til dags (sjá t.d. Woodford, 2003).

Mynd 3.15
Fjárfesting og framlag fjárfestingar í stóriðju



Mynd 3.16
Mat á áhrifum kerfisbreytingar á húsnæðismarkaði á húsnæðisverð



lækkaði tekjuskattur einstaklinga t.d. um 3 prósentur á árunum 2004-2008, þegar þenslan náði hámarki.²⁹

Samspil fjármálastefnu hins opinbera og peningastefnunnar verður jafnvel enn óhagstæðara þegar litið er á fjármálastefnu hins opinbera í víðara samhengi. Ljóst er að stórfelldar framkvæmdir fyrir tilstuðlan hins opinbera á fyrri hluta áratugarins reyndu mjög á innviði þjóðarþúsins og efnahagsstjórnina og hefðu að öðru óbreyttu kallað á mun aðhaldssamari fjármálastefnu hins opinbera til mótvægis. Eins og sést á mynd 3.15 fór fjárfestingarstigið gríðarlega hátt hér á landi um miðjan áratuginn þegar framkvæmdir í tengslum við uppbyggingu í virkjunum og orkufrekum iðnaði náðu hámarki (bæði í Kárahnjúkavirkjun og stækkun álversins á Grundartanga). Til að gefa hugmynd um umfang þessara framkvæmda má nefna að fjárfesting í orku- og álverum nam um 10½-12½% af landsframleiðslu á árunum 2005 og 2006 og á tímabilinu sem meginframkvæmdir stóðu yfir, þ.e.a.s. árunum 2003-7, nam þessi fjárfesting um 47% af landsframleiðslu ársins 2003. Þar sem hið opinbera átti töluverða hlutdeild í ákvörðunum um þessa mikla fjárfestingu má í hagstjórnarlegu tilliti líta á þessar framkvæmdir sem opinberar framkvæmdir.³⁰

Einkavæðing stóru viðskiptabankanna og breytingar á umgjörð innlends húsnæðismarkaðar urðu til þess að aðgangur að lánsfé jókst verulega þar sem hinn opinberi íbúðalánasjóður og einkareknar lánastofnanir háðu harða samkeppni um hagstæðustu kjör húsnæðislána. Þessi umbreyting reyndist einnig einstaklega óheppilegt framlag til efnahagsstjórnunarinnar og stuðlaði að enn frekari aukningu eftirspurnar og hækkun húsnæðisverðs. Í rannsókn Lúðvíks Elíassonar og Þórarins G. Péturssonar (2009) er reynt að meta hversu mikil þessi áhrif voru. Líkt og sjá má á mynd 3.16 er talið að húsnæðisverð hafi hækkað um tæplega 18% þegar mest varð um tveimur árum eftir kerfisbreytinguna og samkvæmt mati þeirra Lúðvíks og Þórarins má að stærstum hluta rekja það til áhrifa stórauðsins aðgengis að lánsfé á meðan áhrif lægri húsnæðislánvaxta eru minni en langlífari.

Framlag opinberra fjármála til þess að auka þensluna á þessum árum var því í raun mun meira en mælist beint af því að horfa á útgjöld og skattheimtu þess, annars vegar með því að stuðla að gríðarlegri fjárfestingu í orkufrekum iðnaði þegar takmarkaður slaki var í þjóðarþúskaðum og því lítið svigrúm til að takast á við þessar framkvæmdir án þess að það leiddi til aukinnar þenslu, og hins vegar með því að breyta fyrirkomulagi húsnæðislána þannig að aðgengi að lánsfé stórkjóst, hrein eign heimila jókst og geta og vilji þeirra til að skuldsætja sig og auka einkaneyslu jókst enn frekar.

Lítil stuðningur frá annarri hagstjórn leiddi því til þess að of mikið reyndi á peningastefnuna. Óæskileg hliðaráhrif hennar urðu því

²⁹ Reyndar lofuðu stjórnvöld að lækka skatta um 4 prósentur en drógu síðasta skrefið til baka þegar þenslan var sem mest. Samkvæmt hefðbundinni hagfræði er líklegt að loforðið um meiri skattalækkanir hafi einnig haft áhrif þar til að í ljós kom að ekki yrði við það staðið að fullu.

³⁰ Þótt framkvæmdir sem þessar geti verið jákvæðar fyrir þjóðarþúið þar sem þær eru til þess fallnar að auka framleiðslugetu þjóðarþúsins til lengri tíma litið, breytir það því ekki að haga verður tímasetningu og hagstjórn allri þannig að efnahagslegu jafnvægi þjóðarþúsins sé ekki stefnt í voða.

meiri en þörf var á sem m.a. kom fram í meiri vaxtamun gagnvart útlöndum en ella. Fjármálastefna hins opinbera sem í ríkari mæli hefði tekið mið af verðbólguþróuninni hefði líklega skilað betri árangri. Afdráttarlausari stuðningur stjórnvalda við verðbólguþróun Seðlabankans hefði líklega einnig aukið trúverðugleika þess.³¹

3.5 Lokaorð

Í þessum kafla er reynsla Íslendinga af sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi á síðustu tíu árum rakin. Eins og fjallað er um í kaflanum hefur reynsla annarra ríkja af peningastefnu með formlegu verðbólguþróun almennt verið góð. Það á sérstaklega við um ríki sem áður höfðu átt við að etja viðvarandi vanda óhóflegrar verðbólgu og mikils óstöðugleika.

Í þessu samhengi er slök reynsla Íslendinga sláandi. Verðbólga hefur að jafnaði verið mikil og lengstum vel yfir markmiði. Gengis- og verðbólguþróun hafa verið miklar og ofþenslan og ójafnvægið í þjóðarþróunum mikið fram að snörpum efnahagssamdrætti í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Enn sem komið er virðist kreppan hafa verið verri hér en í öðrum verðbólguþróunsríkjum, þótt of snemmt sé að dæma endanlega þar um þar sem öll kurl eru ekki komin til grafar.

Í kaflanum eru helstu ástæður þessa slæga árangurs raktar. Eins og rakið er í kaflanum er uppbygging innlands þjóðarþróunar nokkuð ólík því sem þekkist meðal flestra annarra verðbólguþróunsríkja: hlutdeild matvæla- og hrávöruútflutnings er mun hærri hér á landi en almennt þekkist og því er líklegt að innlendur þjóðarþróun sé berskjaldari fyrir sveiflum í alþjóðlegu verði matvæla og hrávöru. Smæð hagkerfisins eykur þennan vanda enn frekar en fábreytni innlendrar framleiðslu og útflutnings gerir það að verkum að sérhæfing verður mikil og þjóðarþróunin óstöðugri en í öðrum stærri hagkerfum. Stjórn peningamála verður því líklega ávallt erfiðari hér á landi en í stærri hagkerfum þar sem atvinnuuppbygging er í eðli sínu stöðugri. Þessu til viðbótar virðast gengissveiflur hafa töluverð áhrif á innlenda verðbólguþróun og virðast áhrifin ekki hafa minnkað frá upptöku verðbólguþróunarsins, ólíkt því sem gerst hefur í öðrum verðbólguþróunsríkjum. Að hluta til skýrist þetta af smæð og fábreytni innlendrar framleiðslu, sem birtist m.a. í skorti á innlendum staðkvæmdarvörum, en að hluta til endurspeglar þetta að ekki hefur tekist að veita verðbólguþróunum nægilega trausta kjölfestu.

Slakan árangur í viðureigninni við verðbólgu á síðustu tíu árum má líklega einnig skýra með afar óvenjulegum aðstæðum í alþjóðlegum efnahagsmálum á þessum tíma. Alþjóðlegir vextir voru í sögulegu lágmarki og aðgengi að lánsfé á alþjóðamörkuðum mjög auðvelt. Innlend fjármálafyrirtæki og fyrirtæki almennt áttu því auðvelt með að auka umsvif sín með mikilli skuldsetningu. Eignaverð hækkaði mikið og hækkan hreinna eigna heimila og fyrirtækja og auðvelt aðgengi að lánsfé

³¹ Ítrekuð ummæli leiðtoga ríkisstjórna á þessum árum um að vexti þyrfti að lækka voru einnig til þess fallin að grafa undan trúverðugleika peningastefnunnar (sjá t.d. OECD, 2008).

stuðluðu að gríðarlegri þenslu innanlands sem í raun bar innlenda efnahagsstjórn ofurliði.

Þótt svipuð þróun hafi orðið víða um heim, óháð því hvers konar fyrirkomulag peningastefnu var í viðkomandi ríki, varð uppsveiflan og síðan skellurinn í lokin mun ýktari hér á landi en víðast hvar annars staðar. Það er því eðlilegt að spurt sé hvort peningastefnan, og innlend hagstjórn almennt, hafi verið nægilega góð. Þótt það sé og verði umdeilt benda niðurstöður kaflans til þess að peningastefnan hafi brugðist of seint og of veikt við mögnun ójafnvægis í þjóðarbúskapnum. Að einhverju leyti má rekja það til þess að þenslan í þjóðarbúskapnum virðist hafa verið kerfisbundið vanmetin í hagtölum. Að sama skapi er líklegt að ýmislegt í uppbyggingu innlends fjármálakerfis og í framkvæmd peningastefnunnar hafi leitt til þess að aðgerðir í peningamálum hafi haft veikari áhrif á þjóðarbúskapinn en æskilegt hefði verið. Að lokum virðist ljóst að samspili peningastefnunnar við stefnuna í ríkisfjármálum hafi verið stórlega ábótavant og að stefnan í ríkisfjármálum hafi fremur stuðlað að því að auka á ójafnvægið í þjóðarbúskapnum en að draga úr því þar sem saman fór mikill vöxtur útgjalda, illa tímasettar skattalækkunarir, mikil fjárfesting sem opinberir aðilar ákváðu og grundvallarbreyting á innlendu húsnæðislánakerfi.

Heimildaskrá

- Alp, H., S. Elekdag og S. Lall (2012). Did Korean monetary policy help soften the impact of the global financial crisis of 2008-09? *IMF Working Paper*, nr. 12/5.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2007). *Iceland: 2007 Article IV Consultation – Staff Report*. International Monetary Fund.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009). *World Economic Outlook: Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations*. International Monetary Fund.
- Andersen, P., og Már Guðmundsson (1998). Inflation and disinflation in Iceland. *BIS Working Papers*, nr. 52.
- Archibald, J., og L. Hunter (2001). What is the neutral real interest rate, and how can we use it? Reserve Bank of New Zealand *Bulletin*, 64, 15-28.
- Arnór Sighvatsson (2007). Að róa í hafstraumum alþjóðlegs fjármagns – Reynsla Íslands af framkvæmd peningastefnu í litlu opnu hagkerfi í hnattvæddum heimi. *Fjármálatíðindi*, 54, 56-79.
- Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2001). Val á hagkvæmustu gengisstefnu fyrir Ísland. *Fjármálatíðindi*, 48, 20-49.
- Ásgeir Daníelsson (2008). The great moderation Icelandic style. Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, nr. 38.
- Ásgeir Daníelsson (2009a). QMM: A steady state version. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 44.
- Ásgeir Daníelsson (2009b). Verðtrygging og peningastefna. Seðlabanki Íslands, *Efnahagsmál*, 1.
- Ásgeir Daníelsson (2010). Vextir og gengi þegar peningastefnan er á verðbólguþröng. Seðlabanki Íslands, *Efnahagsmál*, 3.
- Ásgeir Jónsson (2009). *Why Iceland?* New York: McGraw-Hill.
- Ball, L., og N. Sheridan (2005). Does inflation targeting matter? Í bókinni *The Inflation Targeting Debate*. Ritstjórar B. S. Bernanke og M. Woodford. Chicago: University of Chicago Press.
- Basdevant, O., N. Björkstén og Ö. Karagedikli (2004). Estimating a time varying neutral real interest rate for New Zealand. Reserve Bank of New Zealand *Discussion Paper*, nr. 2004/01.
- Bernhardson, T., og K. Gerdrup (2007). The neutral real interest rate. Norges Bank *Economic Bulletin*, 78, 52-64.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia og P. Mauro (2010). Rethinking macroeconomic policy. IMF, *Staff Position Note*, 10/03.
- Blanchard, O., D. Romer, A. M. Spence og J. E. Stiglitz (ritstjórar) (2012). *In The Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*. Cambridge MA.: MIT Press.
- Carvalho Filho, I. de, (2010). Inflation targeting and the crisis: An empirical assessment. *IMF Working Paper*, nr. 10/45.
- Cecchetti, S. G., P. Hooper, B. C. Kasman, K. K. Schoenholtz og M. W. Watson (2007). Understanding the evolving inflation process. *US Monetary Policy Forum 2007*.

- Clarida, R., J. Galí og M. Gertler (1998). Monetary policy rules in practice – Some international evidence. *European Economic Review*, 42, 1033-1067.
- Clarida, R., J. Galí og M. Gertler (2000). Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory. *Quarterly Journal of Economics*, 115, 147-180.
- Corbo, V., C. Landerretche og K. Schmidt-Hebbel (2001). Assessing inflation targeting after a decade of world experience. *International Journal of Finance and Economics*, 6, 343-368.
- Dokko, J., B. M. Doyle, M. T. Kiley, J. Kim, S. Sherlund, J. Sim og S. van den Hewel (2011). Monetary policy and the global housing bubble. *Economic Policy*, 26, 237-287.
- Edwards, S., (2007). The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited. Í bókinni *Monetary Policy Under Inflation Targeting*. Ritstjórar F. S. Mishkin og K. Schmidt-Hebbel. Santiago: Banco de Chile.
- Fischer, S., og J. Huizinga (1982). Inflation, unemployment, and public opinion polls. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 14, 1-19.
- Friedman, B. M., (2004). Why the Federal Reserve should not adopt inflation targeting. *International Finance*, 7, 129-136.
- Friðrik Már Baldursson (2009). Hvaða lærdóm má draga af hagþróun og hagstjórn á Íslandi á 20. öld? – Sérfræðingar á sviði hagsögu svara Sveini Agnarssyni. *Saga*, 47, 17-19.
- Fuentes, R., og F. Gredig (2007). Estimating the Chilean natural real rate of interest. Central Bank of Chile *Working Paper*, nr. 448.
- Furceri, D., og G. Karras (2007). Country size and business cycle volatility. *Journal of the Japanese and International Economies*, 21, 424-434.
- Goncalvas, C. E. S., og J. M. Salles (2008). Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? *Journal of Development Economics*, 85, 312-318.
- Gurkaynak, R. S., A. T. Levin og E. T. Swanson (2006). Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the US, UK and Sweden. Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, 2006-09.
- Gurkaynak, R. S., A. T. Levin, A. N. Marder og E. T. Swanson (2007). Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the Western Hemisphere. Í bókinni *Monetary Policy Under Inflation Targeting*. Ritstjórar F. S. Mishkin og K. Schmidt-Hebbel. Santiago: Banco de Chile.
- Hammond, G., (2010). State of the art of inflation targeting. Centre for Central Banking Studies, *Handbook no. 29*. Bank of England.
- Honjo, K., og B. Hunt (2006). Stabilizing inflation in Iceland. *IMF Working Paper*, nr. 06/262.
- Johnson, D. R., (2002). The effects of inflation targeting on the behavior of expected inflation: Evidence from an 11 country panel. *Journal of Monetary Economics*, 49, 1521-1538.
- Jón Daníelsson og Gylfi Zoëga (2009). Hagkerfi bíður skipbrot. Háskóli Íslands.

- Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart og C. A. Végh (2004). When it rains, it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies. *NBER Working Paper*, nr. 10780.
- Lane, P. R., (2011). The Irish crisis. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lúðvík Elíasson og Þórarinn G. Pétursson (2009). The residential housing market in Iceland: Analysing the effects of mortgage market restructuring. *Housing Studies*, 24, 25-45.
- Márías H. Gestsson (2010). Monetary uncertainty, trade and pricing in general equilibrium. Í bókinni *Essays on Macroeconomics and Economic Policy*. Doktorsritgerð frá háskólanum í Árósum, 2010.
- Már Guðmundsson (2007). Financial globalisation and challenges for prudential policies and macroeconomic management. Ræða á fundi Institut International d'Etudes Bancaires. Reykjavík, 18. maí 2007.
- Már Guðmundsson (2008). Financial globalisation: Key trends and implications for the transmission mechanism of monetary policy. Í Financial market developments and their implications for monetary policy. *BIS Papers*, nr. 39, 7-29.
- Merrouche, O., og E. Nier (2010). What caused the global financial crisis? Evidence on the drivers of financial imbalances 1997-2007. *IMF Working Paper*, nr. 10/265.
- Mihov, I., og A. K. Rose (2008). Is old money better than new? Duration and monetary regimes. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 2, 2008-13.
- Miles, D., (2004). *The UK Mortgage Market: Taking a Longer Term View*. London: HM Treasury.
- Mishkin, F. S., (2004). Can central bank transparency go too far? Í bókinni *The Future of Inflation Targeting*. Ritstjórar C. Kent og S. Guttman. Canberra: Reserve Bank of Australia.
- Mishkin, F. S., og K. Schmidt-Hebbel (2007). Does inflation targeting make a difference? Í bókinni *Monetary Policy Under Inflation Targeting*. Ritstjórar F. S. Mishkin og K. Schmidt-Hebbel. Santiago: Banco de Chile.
- OECD (2006, 2008, 2009). Iceland. *OECD Economic Surveys*. OECD Publishing.
- Plantin, G., og H. S. Shin (2010). Carry trades and speculative dynamics. Grein í vinnslu. Toulouse School of Economics og Princeton University, maí 2010.
- Portes, R., og Friðrik Már Baldursson (2007). The internationalisation of Iceland's financial sector. Viðskiptaráð Íslands, nóvember 2007.
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2009). *Skýrsla Rannsóknarnefndar Alþingis*, 1. bindi. Reykjavík: Alþingi Íslands.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérít* nr. 4.
- Siklos, P. L., (1999). Inflation-targeting design: Changing inflation performance and persistence in industrial countries. Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, 81, 46-58.
- Siklos, P. L., (2010). Relative price shocks, inflation expectations, and the role of monetary policy. Í bókinni *Inflation in an Era of Relative*

- Price Shocks*. Ritstjórar R. Fry, C. Jones og C. Kent. Canberra: Reserve Bank of Australia.
- Stiglitz, J. E., (2001). Monetary and exchange rate policy in small open economies: The case of Iceland. Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, nr. 15.
- Taylor, J. B., (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Vega, M., og D. Winkelried (2005). Inflation targeting and inflation behaviour: A successful story. *International Journal of Central Banking*, 1, 153-175.
- Walsh, C. E., (2009). Inflation targeting: What have we learned? *International Finance*, 12, 195-233.
- Woodford, M., (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Ó. Pétursdóttir og Karen Á Vignisdóttir (2011). Price setting in turbulent times: Survey evidence from Icelandic firms. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 54.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011). Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge University Press.
- Þórarinn G. Pétursson (2005). Inflation targeting and its effects on macroeconomic performance. *SUERF Studies* 2005/5.
- Þórarinn G. Pétursson (2009). Does inflation targeting lead to excessive exchange rate volatility? Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 43.
- Þórarinn G. Pétursson (2010). Inflation control around the world: Why are some countries more successful than others? Í bókinni *Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*. Ritstjórar D. Cobham, Ø. Eitrheim, S. Gerlach og J. F. Qvigstad. Cambridge: Cambridge University Press.