

Málstofa ársfundar ASÍ 2006:  
Hvernig treystum við forsendur stöðugleikans?

## **Hagsveiflan og krónan – Eggið og hænna**

Jón Þór Sturluson  
Dósent við Viðskiptadeild Háskólans í Reykjavík

Í umræðu um gengis- og peningamál á Íslandi hefur það sjónarmið verið áberandi, að eigin mynt og sjálfstæð peningastefna sé til þess fallin að auka stöðugleika í efnahagslífinu. Rökin eru einkum þau að skellir á íslenska efnahagslífið séu um margt ólíkir skellum sem okkar helstu viðskiptalönd verða fyrir og að virk peningastefna sé heppileg til að vinna gegn sértækum skellum. Þetta viðhorf er þó alls ekki óumdeild og samræmt til að mynda engan veginn hugmyndum peningastefnumanna (e. Monetarists), um að virk peningastefna sé líklegri til að auka sveiflur fremur en að draga úr þeim.

Hér verður ekki deild um það að virk peningastefna hefur burði til þess að bregðast hraðar og betur við tilteknum skellum sem hagkerfið verður fyrir en hlutleysisstefna líkt og sú sem peningastefnumenn aðhyllast. Ef við á hinn bóginn viðurkennum að íhlutunarvald stjórnvalda í peningamálum getur einnig verið uppspretta óstöðugleika er heildarniðurstaða skipulags peningamála á stöðugleika ekki augljós. Þó svo hlutleysisstefna hindri snörp viðbrögð við hagskellum er líklegt að slík stefna dragi úr líkum á að alvarlegir skellir komu upp yfir höfuð.

Við þessar hugleiðingar rifjast upp gamla gátan um eggíð og hænuna, sem má umrita á þetta viðfangsefni: Hvort skýrir hvað, hagstjórnaraðgerðir sem viðbrögð við efnahagsskellum eða efnahagsskellir sem stafa af hagstjórnaraðgerðum? Hvert er orsakasamhengið?

### **Viðteknar skoðanir um áhrif evru á hagstjórn**

Peningamál og gengismál verða ekki slitin úr samhengi, því að nú á tímum frjálsra fjármagnsflutninga eru sterk efnahagleg öfl ávalt reiðubúin til að færa sér í nyt ójafnvægi á mörkuðum og á milli markaða. Af þeim sökum eiga stjórnvöld þess ekki kost að stýra

Þróun verðs á lánsfjármarkaði og gjaldeyrismarkaði á sama tíma. Við stjórn peningamála þarf að ákveða hvorum markaðinum skal stjórnað og hvorum leyft að aðlagast að hinum með frjálsum hætti. Grunnvalkostirnir eru tveir. Annars vegar að stjórnvöld beiti áhrifum sínum á gjaldeyrismarkaði, t.d. með markaðsaðgerðum seðlabanka til að halda gengismarkamiði. Hins vegar að stjórnvöld beiti sér á lánsfjármarkaði, t.d. með ákvörðun skammtíma vaxta í viðskiptum seðlabanka við innlánsstofnanir – svokallaðra stýrivaxta.

Alls kyns útfærslur á þessum tveimur grunnaðferðum eru mögulegar, en flest bendir til þess að einungis tvær (ein of hvorri gerðinni) séu raunhæfir kostir fyrir Ísland.<sup>1</sup> Annars vegar núverandi fyrirkomulag þar sem helsta stjórn tækið eru stýrivextir seðlabanka og markmiðið er lág og stöðug verðbólga. Vegna fyrrnefndra tengsla lánsfjár- og gjaldeyrismarkaða er sjálfgefið að um leið er gengi krónunnar látið fljóta. Hins vegar að tekin verði upp róttækasta útgáfa af fastgengisstefnu sem vöð er á, upptöku annars gjaldmiðils sem lögeyris. Þá er að sjálfsögðu helst lítið til þess gjaldmiðils sem er mest notaður í utanríkisviðskiptum hér á landi: evruna.

Ýmsir kostir og ýmsir gallar hafa verið taldir fylgja aðild að evrópska myntsambandinu (EMU), bæði hér á landi sem annars staðar í Evrópu. Einn veigamesti ókosturinn sem oft hefur verið nefndur er sá að með upptöku evru glatast sjálfstæði í peningamálum og þar með mikilvægt stjórn tæki við hagstjórn. Hér eru veigamikil rök á ferðinni sem studd hafa verið fjölda rannsókna. Grundvallarspurningin er sú hvort að Evrusvæðið sé of stórt til að samrýmast kenningum um hagkvæm myntsvæði.<sup>2</sup> Að minnsta kosti er það alvarlegt umhugsunarefni fyrir þjóðir, sem hafa hagsveiflur þvert á það sem gengur og gerist á því myntsvæði sem íhugað er að sameinast, hvort skynsamlegt sé að láta peningamála-stjórnun í hendur á sameiginlegum seðlabanka sem miðar sínar ákvarðanir út frá

---

<sup>1</sup> Þetta er samdóma álit tveggja nýlegra og ítarlegra skýrslna um málefnið: a) Gylfi Zoega og Tryggvi Þór Herbertsson (2005). *Fyrirkomulag gengismála á Íslandi – Horft til framtíðar*. Hagfræðistofnun Háskóla Íslands, b) Viðskiptaráð Íslands (2006). *Krónan og atvinnulífið*. Skýrsla krónunefndar Viðskiptaráðs.

<sup>2</sup> Robert Mundell (1961). “A Theory of Optimum Currency Areas.” *American Economic Review* 51:657-65

meðalhorfum á öllu svæðinu. De Grauwe<sup>3</sup>, meðal annarra, telur að eðli máls samkvæmt bregðist ECB of vægt við ósamhverfum skellum einstakra landa. Að teknu tilliti til þess að aðlögun að skellum verður þá með öðrum hætti en í aðlögun gengis heldur Salvatore<sup>4</sup> því fram að aðlögun taki yfirleitt lengri tíma eftir evruaðild. Það skýrist meðal annars af því að aukinn þungi verður á fjármálastefnu – ríkisútgjöld og skatta – í hagstjórninni sem reynslan sýnir að er oft og tíðum mjög svifasein.

Segja má að þetta þessi viðhorf hafi verið viðtekin á meðal þorra hagfræðinga sem tjáðu sig um þessi mál fyrir og strax í kjölfar upptöku evrunnar. Spáðu því margir að í kjölfar myntsamrunans myndu hagsveiflur aukast, sérstaklega í þeim löndum sem bjuggu við tiltölulega sértæka skelli fyrir, eins og Ítalía og Spánn. En hver varð raunin? Er það svo að hagsveiflur á evrusvæðinu í kjölfar upptöku sameiginlegrar myntar hafi aukist?

### **Evrar dró úr hagsveiflum**

Í nýlegri rannsókn reyna Mafi-Kreft og Sobel<sup>5</sup> að meta áhrif evrunnar á sveiflur í efnahagslífi þeirra landa sem þegar hafa gerst aðilar að myndbandalaginu. Niðurstöðurnar eru vægast sagt athyglisverðar, því þær stangast verulega á við þær viðteknu kenningar sem voru mest áberandi í aðdraganda myntsamrunans.

Í rannsókninni er athyglinni fyrst og fremst beint að breytileika í framleiðsluspennu, sem er mæld sem dreifni (e. Variace) hlutfallslegs fráviks mánaðarlegrar iðnaðarframleiðslu frá langtímaleitni. Í ljós kemur að í öllum athugunarlöndunum sem gengu í myntbandalagið nema Þýskalandi hefur flökt framleiðsluspennu minnkað umtalsvert. Sérstaklega á það við um lönd sem höfðu búið við tiltölulega virka peningamálastefnu fyrir inngöngu í myntbandalagið, þ.e. Frakkland, Spánn og Ítalía. Í þessum þremur

---

<sup>3</sup> De Gauve, P. (2000). *Economics of Monetary Union*. Oxford University Press.

<sup>4</sup> Salvatore, D. (2002). "The Euro, the European Central Bank, and the International Monetary System." *Annals of the American Academy of Political and Social Science* 579:153-167.

<sup>5</sup> Elham Mafi-Kreft og Russell S. Sobel (2006). "Does a Less Active Central Bank Lead to Greater Economic Stability? Evidence from the European Monetary Union", *Cato Journal* 26(1):49-70.

löndum minnkaði flökt framleiðsluspennu um 66 til 86%. Breytingin var minni í Austurríki og Belgíu, sem ekki ráku eins sjálfstæða peningastefnu og hin löndin, og flökt framleiðsluspennu jókst nokkuð í Þýskalandi.

Rétt að geta allra nauðsynlegra fyrirvara á samanburði sem þessum. Samanburður á þróun tiltekinn hagstærða fyrir og eftir inngöngu í EMU getur verið varasamur. Margt fleira getur haft áhrif á hagsveiflur en gengis- og peningamál og því óvarlegt að fullyrða um að evruaðild hafa beinlínis haft þau áhrif að hagsveiflan í viðkomandi löndum minnkaði.

Umrædd rannsókn tekur á þessari gagnrýni á þrjá vegu. Í fyrsta lagi er bent á að sambærileg lækkun umfangs hagsveiflunnar átti sér ekki stað í þeim löndum ESB sem kusu að standa utan við EMU, svo sem Bretlandi og Svíþjóð. Nokkur lækkun átti sér stað í Danmörku en engan veginn af sömu stærðargráðu og í Evrulöndunum. Það bendir því fátt til þess að minnkandi hagsveiflur eigi sér sameiginlegar orsakir í öllum löndum Evrópusambandsins. Í öðru lagi renna höfundarnir stoðum undir niðurstöður sínar með því að endurtaka samanburðinn miðað við mismunandi forsendur um viðmiðunartímabil og reynast niðurstöðurnar ekki viðkvæmar fyrir slíku. Í þriðja lagi eru aðrar breytur skoðaðar, svo sem flökt á hlutabréfamörkuðum, sem ætti að nokkru leyti að fylgja flökki í efnahagslífínu almennt, án þess að niðurstöðurnar breytist í grundvallaratriðum.

### **Aðrar skýringar**

Auðvitað er ekki hægt að sanna eitt eða neitt með tölfræðilegum æfingum sem þessum. En sú staðreynd að þróunin hefur verið þvert á spár flestra hagfræðinga setur viðteknar kenningar um áhrif evruaðildar í talsvert uppnám. Sérstaklega er eftirtektarvert, og beinlínis vandræðalegt fyrir marga hagfræðinga, að hagsveiflan hefur helst minnkað í þeim löndum sem hafa búið við hvað mest sértæka skelli og af þeim sökum beitt peningalegum stjórnækjum með virkari hætti en aðrar Evrópuþjóðir. Þetta er sterk vísbinding um að of mikil áhersla hafi verið lögð á kenninguna um hagkvæm myntsvæði eða öllu heldur að kenningin hafi verið alvarlega oftúlkuð. Sú niðurstaða rímar vel við

skoðanir Buiters<sup>6</sup> sem heldur því fram að jafnvel Stóra Bretland sé of lítið og of opið hagkerfi til að geta talist hagkvæmt myntsvæði eitt og sér. Hvað má þá segja um Ísland?

Ein hugsanleg skýring á því hvers vegna dregið hefur úr hagsveiflum á evrusvæðinu er sú að áður nefndir hagfræðingar hafi einfaldlega haft rangt fyrir sér í greiningu á hagkvæmum myntsvæðum. Frankel og Rose<sup>7</sup> hafa sett fram þá kenningu að myntsamruninn sem slíkur hafi mikil og jákvæð áhrif á viðskipti á milli landa sem um leið minnki misræmi í hagsveiflum á þeirra. Það gæti því verið, að lönd sem fyrir inngönguna virtust ekki eiga heima í hópi Evruríkja, vegna sértækra skella séu það eftir á að hyggja, þegar áhrif af auknum viðskiptum hafa komið fram. Áhrif myntsamrunans á viðskipta milli landa koma þó væntanlega ekki fram að fullu fyrr en eftir talsverðan tíma. Það er því ólíklegt að þessi skýring afgangi að fullu að það mikla misræmi sem er á þróunar hagsveiflunnar í Evrulöndunum og viðtekinn kenninga.

Mafi-Kreft og Sobel draga sjálfir þá ályktun af niðurstöðum sínum að helsta skýringin á þessari þróun sé að hlutlaus peningastefna, í anda peningastefnunnar, sé í raun betur til þess fallin að draga úr hagsveiflum en virk peningastefna.

Aðild að myntbandalaginu fól því í sér meira afgerandi breytinga á peningastefnu þeirra landa sem áður höfðu stundað mjög virka peningastefnu, s.s. með örum stýrivaxtabreytingum. Þess vegna er það eðlileg niðurstaða að hagsveiflur minnki mest í þeim löndum, ef hlutlaus peningastefna er í raun betur til þess fallin en virk stefna að draga úr sveiflum. Peningastefnumenn leggja sérstaka áherslu á hversu miklar tafir séu á milli framkvæmdar peningastefnuaðgerða og raunverulegra áhrifa þeirra á hagkerfið. Ennfremur að áhrifin séu öllu jafna háð mikilli óvissu. Í því ljósi er nær ómögulegt að

---

<sup>6</sup> Willem H. Buiters (2000). "Optimum Currency Areas – Schottish Economic Society / Royal Bank of Scotland Annual Lecture, 1999", *Scottish Journal of Political Economy* 47(3):213-250

<sup>7</sup> Jeffrey A. Frankel og Andrew K. Rose (1999). "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *The Economic Journal* 108:1009-1025.

fínstillla vaxtaákvarðanir í því skyni að draga úr þenslu eða afstýra samdrætti. Virk peningamálastefna er því fremur til þess fallin að magna en að draga úr hagsveiflum.

Evrópski seðlabankinn (ECB) starfar ekki eftir skýrt skilgreindu verðbólguþolmiði, þó svo að lág og stöðug verðbólga sé hans höfuðmarkmið. Það er óumdeilt að ECB er hlutlausari í sinni stefnu en til dæmis Bandaríski seðlabankinn eða Seðlabanki Bretlands. Það kemur meðal annars fram í því að stýrivaxtabreytingar eru fátíðari og gjarnan hófsamari en á öðrum myntsvæðum. Evrópski seðlabankinn hefur í raun fylgt sjónarmiðum peningastefnunnar og haft að markmiði verðlagsstöðugleika til langs tíma lítið en ekki skamms tíma og öðrum fremur horft á peningsmagnsstærðir (s.s. M3) við stefnumótun sína.

## **Lærdómur fyrir Ísland**

Hvernig sem á það er lítið hlýtur Ísland að flokkast sem þjóð með tiltölulega sjálfstæða peningamálastefnu. Efnahagslegir skellir hér á landi eru yfirleitt sértækir sökum þess hve háð við erum náttúruauðlindum um framleiðslu. Hagsstjórnarvandi síðustu ára hefur þó ekki stafað af slíkum framboðsskellum heldur af eftirspurnarþenslu. Annars vegar vegna erlendrar fjárfestingar í stóriðju og hins vegar auðsáhrifa í kjölfar kerfisbreytinga á fjármálamarkaði. Stjórnvöldum hefur tekist óhönduglega að beisla þensluna sem birtist hvoru tveggja í hárrí verðbólgu og háum vöxtum. Síðan verðbólguþolmið var tekið upp fyrir 5 árum hefur verðbólgan í raun lengst af verið fyrir ofan efri vikið. Þetta eru nokkuð sérstakar aðstæður og væntanlega tímabundnar og því ekki rétt að afgreiða núgildandi kerfi á grundvelli nýfenginnar reynslu eingöngu. Sterkar vísbendingar um að dregið geti úr hagsveiflu lands eins og Íslands sem býr til tiltölulega sértæka skelli við upptöku evru eru þó athugunar virði. Að minnsta kosti eru ókostir þess að taka upp evruna, frá sjónahóli hagstjórnar, engan veginn eins skýrir og áður hefur verið haldið fram. Hið öndverða er jafnvel hugsanlegt, að upptaka evrunnar á Íslandi yrði til þess að draga úr hagsveiflum hér á landi.