

Hugleiðingar um peningamálastefnu

Gylfi Zoega¹

Ágrip

Í ritgerð þessari er umgerð stjórnar peningamála árin 2001-2008 lýst, farið yfir þá veikleika sem komu í ljós á þessum árum og lagðar til breytingar sem ætlað er að koma í veg fyrir að stjórnvöld missi stjórn á efnahagslífinu aftur. Lagt er til að bæði stjórnþækjum og markmiðum Seðlabankans verði fjölgað. Þannig muni hann leitast við að hemja aukningu útlána bankakerfisins og skuldsetningu einkaaðila í framtíðinni auk þess sem hann reyni að ná verðbólguþröngmiðinu sínu. Gerðar verði breytingar á húsnæðislánakerfinu þannig að vextir á húsnæðislánum verði háðir vöxtum Seðlabankans og útlán í erlendri mynt til aðila sem hafa tekjur í krónum verði bönnuð. Jafnframt hækki yfirvöld peningamála lágmark eiginfjárhlutfalls viðskiptabanka ef þeir eru orðnir svo stórir að fjármálastöðugleika er ógnað eða hafa stækkað of ört; unnt sé að skattleggja stutt lán viðskiptabanka og einnig leggja skatt á lántökur einstaklinga og fyrirtækja og/eða umbuna þeim sem greiða niður skuldir sínar; lækka hámarkshlutföll lána af kaupverði fasteigna í uppsveiflu og Seðlabankinn grípi inn í gjaldeyrismarkaði til þess að jafna gengissveiflur. Jafnframt er lagt til að viðskiptabönkum verði bannað að reka fjárfestingastarfsemi.

Abstract

This paper describes the monetary policy framework in the years 2001-2008, discusses the weaknesses that were revealed during these years and proposes changes that should increase the effectiveness of monetary policy in the future. The central bank should be given both more instruments as well as objectives. Its mandate should include reigning in the expansion of credit in good times, as well as private sector leverage in addition to aiming at an inflation target. The system of housing finance should be changed so that central bank interest rates affect mortgage rates and foreign currency loans to firms and individuals who do not have revenues in foreign currency should be banned. In addition, the monetary authorities should raise capital requirements when banks are deemed to be too big or expanding too rapidly; the authorities should be able to tax banks that are borrowing short term in the wholesale market; they should be able to tax borrowing by individuals and firms and/or reward them for paying down their debt; lower the maximum loan to price ratio in the housing market in a housing boom; and the central bank should actively engage in the currency markets to reduce volatility. Finally, the activities of commercial banks and investment banks should be separated.

JEL flokkun: E5

Lykilhugtök: Peningamálastefna, fjármálastöðugleiki, vaxtamunarviðskipti, evruháskerfi

¹ Höfundur er prófessor í hagfræði við Háskóla Íslands og nefndarmaður í peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands.

1 Inngangur

Peningamálastefna Seðlabanka Íslands árin fyrir 2008 var sniðin að erlendri fyrirmynd. Þótt stefnan hafi beðið skipbrot, bæði hérlendis sem erlendis, hefur umgerð hennar ekki verið breytt enn sem komið er. Nú þegar fyrir dyrum stendur að aflétta höftum á fjármagnshreyfingar er nauðsynlegt að draga lærdóma af reynslu síðustu ára og gera breytingar á umgjörð peningamálastefnunnar svo betur megi fara í framtíðinni.

Þau tvö kerfi sem líklegust eru til þess að standa af sér áföll eru, annars vegar, króna í skjóli gjaldeyrishafta og, hins vegar, evra með aðild að Evrópusambandinu. Langvarandi höft hafa hins vegar margvíslegar neikvæðar afleiðingar fyrir hagvöxt og líf skjör og ákvörðun um aðild að Evrópusambandinu er stjórnmalalegs eðlis þótt hún taki vonandi tillit til efnahagslegra þátta. Alls er óvíst að kerfi fljótandi gengis í örsmáu hagkerfi þar sem fjármagnshreyfingar eru frjálsar, þ.e.a.s. það kerfi sem Ísland bjó við árin fyrir bankahrunið, geti þolað þau áföll sem búast má við í framtíðinni innanlands og einkum á alþjóðamörkuðum. Einnig fylgir slíku kerfi gengissveifla og verulegur kostnaður í formi vaxta sem eru hærri en í helstu viðskiptalöndum.

Nú liggur fyrir áætlun um afnám gjaldeyrishafta. Hér verður fyrst lýst þeirri hugmyndafræði sem lá að baki peningamálastefnu Seðlabanka Íslands árin fyrir hrun. Síðan verður fjallað um þá annmarka stefnunnar sem komu í ljós á þessum árum og áttu þátt í hruni bankanna. Að lokum verða lagðar til úrbætur og því lýst hvernig margar þeirra munu einnig koma að gagni eftir að evra hefur verið tekin upp sem lögeyrir hér á landi ef Ísland gengur í Evrópusambandið.

2 Hugmyndafræði

Umgjörð peningamálastefnunnar árin fyrir hrun mótaðist af hugmyndum hagfræðinnar um hagstjórn og efnahagslíf um síðustu aldamót.² Meginstef hennar voru þessi:

- Seðlabankar hafa eitt markmið sem lýtur að verðbólgu. Vegna þess að verðbólga skapast við framleiðsluspennu er unnt að sjá til þess að framleiðsla sé í samræmi við framleiðslugetu með því að ná verðból gumarkmiði. Á bak við þetta liggur sú hugmynd að stöðug verðbólga verði við eitthvert ákveðið stig atvinnuleysis, eða náttúrulegs atvinnuleysis, en ekki að hófleg verðbólga geti samræmst atvinnuleysi sem liggur á einhverju bili, sbr. t.d. Akerlof, Dickens og Perry (1996) sem sýna fram á hvernig hófleg verðbólga getur orðið þegar atvinnuleysi er á einhverju bili.
- Einu stjórn tæki er beitt til þess að ná verðból gumarkmiði en það eru stýrivextir seðlabankans. Með því að ákveða stýrivexti, sem eru vextir í endurhverfum viðskiptum viðskiptabanka og seðlabanka, er unnt að hafa áhrif á vexti á millibankamarkaði og þar með útlána- og innlánavexti og vaxtarófið allt. Eignaverð breytast síðan og aðlagast vaxtastiginu.
- Seðlabanki hefur fyrst og fremst áhrif á raunhagkerfið í gegnum áhrif vaxta á fjárfestingu, eignaverð og gengi gjaldmiðils. Peningamagn í umferð skiptir ekki máli.
- Unnt er að fela seðlabanka að sjá til þess að verðból gumarkmið náist, þ.e.a.s. að ekki sé umframeftirspurn í hagkerfinu, og fjármálstefna ríkisins getur þá haft önnur markmið, svo sem að örva langtímahagvöxt með lágum skattaprósentum; að efla velferðarríkið

² Sjá t.d. umfjöllun Blanchards, Ariccia og Mauros (2010).

- með háum sköttum eða jafna tekjur á milli hópa. Fjármálastefnan er of þunglamaleg til þess að unnt sé að beita henni við sveiflujöfnun.
- Regluverk og eftirlit með viðskiptabönkum og öðrum stofnunum fjármálamarkaðar er óháð hagstjórn og best falið sjálfstæðri stofnun, fjármálaeftirliti, þótt seðlabanki beri enn ábyrgð á stöðugleika alls kerfisins.
 - Best að láta eignaverðbólur óáreittar. Hækkun vaxta til þess að sprengja bólur getur orðið til þess að skapa slaka í hagkerfinu og aukið atvinnuleysi, auk þess sem hækkun á hlutabréfaverði þarf ekki að vera bólukennend ef hún táknað bjartar framtíðarhorfur. Hækkun húsnæðisverðs getur sömuleiðis endurspeglað fólksflutninga og endurbætur á húsnæði.
 - Markaðir virka og stjórnendum banka sem annarra fyrirtækja er best treystandi til þess að taka viðskiptalegar ákvarðanir. Þess vegna þarf ekki að hafa áhyggjur af stærð banka, skuldsetningu þeirra eða annarra fyrirtækja og heimila.

Á Íslandi bættust við þennan lista tveir þættir sem áttu eftir að valda erfiðleikum í hagstjórn:

- Húsnæðislánakerfið er ótengt hagstjórn og þjónar einungis félagslegum markmiðum sem eru að tryggja sem flestum eigið húsnæði á viðráðanlegum kjörum. Íbúðalánasjóður er fjármagnaður með útgáfu langra verðtryggðra skuldabréfa og lánar í formi langra verðtryggðra skuldabréfa sem eru oft á föstum vöxtum og fer vaxtastigið aðeins að litlu leyti eftir stýrivöxtum Seðlabankans.
- Lántakendur mega taka gengistryggð lán að vild og er áhættan þeirra. Skuldir og hugsanleg vanskil einstaklinga og fyrirtækja eru aðeins vandamál viðkomandi aðila og ekki á ábyrgð samfélagsins.

Hugum nú að atburðum síðustu ára, hér á landi sem erlendis.

3 Hvað gerðist svo?

Árin 1990-2007 virtust staðfesta að þær hugmyndir sem hér hefur verið lýst væru skynsamlegar. Verðbólga var lág í heiminum, hagvöxtur stöðugur og hagsveifla lítil. Rætt var um hið mikla stöðugleikatímabil (e. the great moderation) og ritgerðir skrifaðar sem áttu að útskýra af hverju ástand mála væri jafn gott og raun bar vitni. Það að unnt var að milda afleiðingar verðfalls á hlutabréfamarkaði í Bandaríkjunum í október 1987 og annarra hremminga sem urðu á fjármálamörkuðum á þessu tímabili varð enn til þess að efla þá trú að unnt væri að hafa stjórn á hagsveiflunni.

Árin eftir 2001 voru vextir almennt lágir og mikið framboð af fjármagni á alþjóðlegum mörkuðum. Kína hafði bæst við hóp þeirra landa sem framleiða umfram þjóðarútgjöld og fjárfesta mismuninn í skuldabréfum. Einnig höfðu Japan og Miðausturlönd mikinn afgang á viðskiptum við önnur lönd en Bandaríkin aftur á móti gríðarlegan halla sem fjármagnaður var með sparnaði fyrrnefndu landanna. Bandaríkin lifðu þannig um efni fram og umframkeyrslan var fjármögnuð með sölu skuldabréfa. Í Evrópu var Þýskaland með mikinn afgang og notaði hann til þess að kaupa grísk, spænsk og íslensk skuldabréf, svo nokkur dæmi séu nefnd. Þannig jukust skuldir margra ríkja mikið og kom þetta fram í skuldsetningu heimila, fyrirtækja og fjármálastofnana. Eignaverð hækkðu mikið, einkum verð húsnæðis í Bandaríkjunum en einnig í öðrum löndum eins og Spáni þar sem mikil

fasteignabóla varð. Bankar stækkuðu og högnuðust á fjármagnsflutningunum og helsta gróðavonin á þessu tímabili fólst í lántökum og fjárfestingum í peningalegum eignum. Þannig varð smám saman til ástand þar sem skuldir voru of miklar, eignaverðin of há og bankarnir viðkvæmir fyrir falli eignaverða. Þeir höfðu verðbréfavafninga á efnahagsreikningi sínum og höfðu þar að auki lánað fé til aðila sem gátu farið í þrot við fall eignaverða.

Verðbólga var lítil. Á meðan Kína hélt áfram að kaupa skuldabréf urðu þeir að selja ódýrar vörur til Vesturlanda og héldu þannig niðri verðlagi sem hafði í för með sér að seðlabankar héldu vaxtastigi lágu sem stuðlaði að enn frekari lántökum og hækkun eignaverðs. En þótt vextir væru lágir voru þeir nægilega háir til þess að þær þjóðir sem höfðu afgang í viðskiptum við útlönd héldu áfram að kaupa skuldabréf, einkum bandarísk, sem olli því að gengi Bandaríkjadals hélst hátt, samkeppnisstaða þarlandra fyrirtækja var léleg á meðan framleiðsla annars staðar eflidist.

Þegar fasteignabólan í Bandaríkjunum sprakk um vorið 2007 komu afleiðingarnar fram í verði á skuldabréfavafningum; verðbréfasjóðir urðu gjaldþrota og grunur lék á að margir viðskiptabankar í Bandaríkjunum og í Evrópu væru ekki lengur með jákvætt eigið fé. Mikil hræðsla greip um sig á mörkuðum, bankar vildu nú ekki lána hver öðrum og útlán drógust saman. Raunhagkerfið tók nú einnig að skreppa saman sem magnaði bankakreppuna.

Viðbrögð stjórnvalda voru að lækka vexti niður að núlli og búa til mikinn halla á fjárlögum ríkisins til þess að viðhalda eftirspurn. En þótt þessar aðgerðir hafi nægt til skamms tíma þá hafa þær ekki dugað til þess að koma hagkerfum í uppsveiflu. Mikil skuldsetning og veikt bankakerfi hamla hagvexti og munu gera það næstu árin.

4 Áhrif á Íslandi

Á Íslandi voru vextir hækkaðir til þess að stemma stigu við vaxandi innlendri eftirspurn sem orsakaðist af innflæði fjármagns. Mikill vaxtamunur við útlönd leiddi til vaxtamunarviðskipta og útgáfu jöklabréfa sem fól í sér innflæði enn meira fjármagns og hækkandi gengi krónunnar. Miklar sveiflur gengis og vaxta komu illa við atvinnulífið. Of hátt gengi krónunnar árin 2004-2008 – sem gerði samkeppnisstöðu erfiða – og mikil lækkun árið 2008 – sem hækkaði höfuðstól gengistryggðra og verðtryggðra lána – lék fyrirtækin grátt.^{3,4}

Á bóluárunum sogaði fjármálagæirinn til sín vel menntað ungt fólk og frumkvöðla sem annars hefðu komið öðrum atvinnugreinum að gagni. Hagfræðingurinn William Baumol⁵ hefur lýst því sem svo að allar þjóðir hafi yfir hugmyndaríkum og metnaðarfullum einstaklingum að ráða en það sé stofnanaumhverfið sem ráði því hvort þessir einstaklingar verja tíma sínum í að búa til ný verðmæti í stað þess að ástunda rentusókn. Þegar bólan sprakk myndaðist hola í hagkerfinu þar sem hún hafði rutt á brott þeim fyrirtækjum og atvinnugreinum sem annars hefðu náð að dafna.

³ Joseph Stiglitz hafði árið 2001 skrifað ritgerð þar sem hann varar við hættunni af óheftum fjármagnshreyfingum og leggur til að Íslendingar skipuleggi viðbrögð til þess að hefta flæðið og draga úr þeim hættum sem af því stafa.

⁴ Á hættuna á fjármálakreppu var bent af meðal annarra Lars Christensen og fleirum (2006) og skýrslu Fitch frá sama ári.

⁵ Sjá William Baumol (1996).

Fjármagnsflutningar sem stafa af vaxtamun á milli landa eru varasamir. Á Íslandi hafði fjármagnsinnflæðið í för með sér gjaldeyriskreppu, fjármálakreppu og hefðbundna eftirspurnarkreppu og eru þær tvær fyrstu erfiðastar viðureignar. Gjalddeyriskreppan varð til þegar innflæði fjármagns stöðvaðist skyndilega.⁶ Þá lækkaði gengi krónunnar um helming sem síðan skemmdi efnahagsreikninga fyrirtækja og heimila vegna gengistryggðra og verðtryggðra lána. Þannig gerði gjaldeyriskreppan fjármálakreppuna illvígari. Fjármálakreppa varð þegar bankar urðu gjaldþrota og einnig stór hluti fyrirtækja sem hafði tekið erlend lán á góðæristímanum. Eftirspurnarkreppa varð þegar einkaneysla lækkaði um 20% og fjárfesting um 50%.

5 Veikleikar hagstjórnar

Seðlabankanum mistókst að viðhalda stöðugleika fjármálakerfisins. En hvað fór úrskeiðis? Í stuttu máli má segja að það sem fór úrskeiðis var að fyrirtæki, bankar og einstaklingar notfærðu sér vaxtamuninn á milli Íslands og helstu viðskiptalanda til þess að hagnast án þess að taka nægilegt tillit til væntanlegrar gengislækkunar krónunnar. Með því að taka lán í lágvaxtamýnt og endurlána í hávaxtamýnt er unnt að búa til bókhaldslegan hagnað í fyrirtækjum og einstaklingar geta bætt stöðu sína til skamms tíma með gengistryggðum lágvaxtalánum. Þannig myndast ágóði til skamms tíma en gengisfall krónunnar verður síðar til þess að þessir aðilar verða gjaldþrota.⁷ Segja má að stór hluti fyrirtækja, banka og heimila hafi á einn eða annan hátt tekið þátt í vaxtamunarviðskiptum.⁸ Afleiðingarnar urðu margvíslegar:

- Hærri vextir Seðlabanka Íslands höfðu lítil sem engin bein áhrif á einkaneyslu og fjárfestingu vegna þess að þorri lána heimila er verðtryggður á föstum vöxtum til mjög langs tíma og fyrirtækin viku sér undan lánunum með því að taka gengistryggð lán.
- Verðbólguþröskur varð til þess að Seðlabankinn tók að nota vaxtastefnuna til þess að koma í veg fyrir gengisfall krónunnar vegna verðbólguþröskursins og áhrifa á efnahagsreikninga fyrirtækja og heimila. Þetta olli því að fleiri tóku að nýta sér vaxtamun með gengistryggðum lánunum eða öðrum vaxtamunarviðskiptum.
- Útlánunum bankanna var leyft að vaxa um yfir 50% á ári. Útlán til fyrirtækja jukust mest en einnig útlán til heimila. Samtímis jókst peningamagn (M3) mikið.
- Bönkunum var leyft að stækka efnahagsreikning sinn þannig að hann fimmfaldaðist á aðeins fjórum árum.
- Ríkisútgjöld jukust og skattar lækkuðu sem dró úr áhrifum sjálfvirkrar sveiflujöfnunar ríkissjóðs. Þannig varð fjármálastjórn ríkisins ekki til þess að styðja við peningamálastjórnina. Segja má að ríkið hafi tekið til sín hluta af hagnaði vaxtamunarviðskiptanna og eytt honum án þess að leggja til hliðar til þess tíma þegar þau gengju aftur.

⁶ Sjá Calvo, Guillermo A. (1998). Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis (2010) er því lýst hvernig áhætta við gegnistryggð útlán var vanmetin bæði í viðskiptabönkum og meðal lántakenda.

⁷ Arnór Sighvatsson (2007) lýsir erfiðleikum peningamálastjórnunar þegar fjármagn er hreyfanlegt á milli landa og seðlabanki er á verðbólguþröskurmiði.

⁸ Akerlof og Romer (1994) lýsa því hvernig vaxtamunur á milli landa gerir eigendum fyrirtækja kleift að búa til bókhaldshagnað sem síðan er unnt að nota til þess að réttlæta arðgreiðslur til eigenda sem tæma fyrirtækin og bankana innan frá.

- Miklir brestir urðu á regluverki og eftirliti með fjármálastofnunum, eins og lýst er í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, einkum er varðar lán til eigenda og aðgerðir banka til þess að auka eigið fé bankanna með lánnum til hlutabréfakaupa.

Við þennan lista verður síðan að bæta að miklir eftirspurnarskellir dundu á íslenska hagkerfinu á árunum 2003-2007, svo sem stóriðju fjárfestingar á Austurlandi og kerfisbreytingar á húsnæðismarkaði eins og lýst er í nýlegri ritgerð Ásgeirs Daníelssonar (2010).

6 Peningamálastefnan

Um þessar mundir á sér stað endurskoðun á stjórnækjum og markmiði peningamálastefnunnar. Ljóst er að gefa verður seðlabönkum bæði fleiri tæki og einnig fleiri markmið en stýrivexti og verðbólgu markmið í ljósi þess lærdóms sem draga má af reynslu undanfarinna ára.

- Miklar breytingar geta orðið á hagkerfum þótt verðbólga sé jöfn verðbólgu markmiði. Gengishækkun hefur í för með sér að útflutningsgreinar skreppa saman á meðan innflutningur eykst og starfsemi fjármálafyrirtækja verður umfangsmeiri. Gengissveiflur hafa einnig margvísleg önnur óæskileg áhrif. Þær brengla ákvarðanatöku fyrirtækja og geta skemmt efnahagsreikninga þegar þau eru skuldsett í erlendri mynt. Seðlabankar reyna oft að nota vexti til þess að jafna gengissveiflur í því skyni að ná settu verðbólgu markmiði en í ljósi reynslunnar væri betra að setja jöfnun gengissveifla fram sem sérstakt markmið og nota kaup og sölu á gjaldeyri til þess að ná því.
- Í því skyni að hamla útlánvexti, skuldsetningu og verðbólgu er nauðsynlegt að nota markvissari aðferðir en stýrivexti. Unnt er að hækka eiginfjárvæðing banka til þess að hamla útlánvexti; lausafjárvæðing geta einnig dregið úr útlánnum; hægt er að minnka hámark fasteignalána sem hlutfall af kaupverði og unnt er að setja hömlur við því að hægt sé að kaupa hlutabréf með veði í sjálfum bréfunum.⁹
- Mikilvægt er að reka ríkissjóð og sveitarfélög með góðum afgangi í góðæri til þess að eiga borð fyrir báru á krepputímum. Reynslan af fjármálakreppunni segir okkur að þau lönd sem voru með fjármál ríkissjóðs í lagi hafa átt mun auðveldara með að bregðast við kreppunni.

Þessu til viðbótar má bæta við nokkrum veikleikum sem komu í ljós í okkar stofnanaumhverfi. Einn helsti veikleiki peningamálastefnunnar voru lítil áhrif vaxtabreytinga á bæði einkaneyslu og fjárfestingu.

⁹ Í upphafi tíunda áratugarins var reynt að hemja sveiflur á fasteignamarkaði í Hong Kong með því að banna bönkum að lána fyrir meira en 70% af fasteignaverði. Yfirvöld í Singapore ákváðu að gera hið sama í febrúar á þessu ári þegar þau bönnuðu bönkum að lána fyrir meira en 80% af kaupverði fasteigna. Í Kína hefur þetta hlutfall verið lækkað fyrir kaup á fleiri en einni fasteign þannig að ef einstaklingur vill eiga tvær íbúðir eða fleiri fær hann minna lánsfé til kaupa annarra íbúða en þeirrar sem hann býr í. Sjá *The Economist* 8-14 maí 2010.

- Til þess að styrkja bein áhrif vaxta á eftirspurn þarf að endurskipuleggja húsnæðislánakerfið þannig að vextir Seðlabankans hafi áhrif á vaxtastig húsnæðislána í því skyni að hækking seðlabankavaxta nái að slá á einkaneyslu.
- Nauðsynlegt er að koma í veg fyrir að heimili og fyrirtæki sem hafa tekjur í krónum geti tekið gengistengd lán. Með slíku lánafyrirkomulagi geta þessir aðilar vikið sér undan vaxtastigi Seðlabankans og verða þá tengsl þeirra og fjárfestingaeftirspurnar veik.

Með þessum tveimur breytingum er unnt að stuðla að því að ekki þurfi að hækka vexti mikið til þess að slá á eftirspurn, vaxtamunur á milli landa verði þá óverulegur og minni hætta á því að innflæði fjármagns verði mikið. En í ljósi þeirra vandamála sem skapast hafa af fjármagnshreyfingum í tveimur síðustu hagsveiflum hér á landi og í fjölda annarra ríkja er ástæða til þess að ganga lengra.

- Æskilegt er að sporna gegn örum vexti bankastofnana með því að láta CAD hlutfall vera því hærra sem vöxtur útlána viðkomandi bankastofna er örari.¹⁰ Einnig væri hægt að láta CAD hlutfall vera því hærra sem einstakir bankar eru stærri vegna þeirra ytri áhrifa sem fall stórra banka – eða björgun – hefur á aðra í samfélaginu.
- Æskilegt er að lagður verði skattur á stuttar lántökur fjármálastofnana, bæði til þess að draga úr örum vexti en einnig að koma í veg fyrir að löng útlán séu fjármögnuð með stuttum lánnum frá öðrum fjármálastofnunum.¹¹
- Einnig væri æskilegt að skattkerfi umbuni þeim einstaklingum og fyrirtækjum sem minnka skuldsetningu sína og skattleggi þá aðila sem auka skuldir.

Með því að skattleggja lántökur fjármálastofnana og einstaklinga er unnt að koma í veg fyrir víxlverkun lántöku og hækkingar á verði fasteigna og hlutabréfa. Þegar einn einstaklingur tekur lán og kaupir fasteign verður það til þess að fasteignaverð hækkar sem auðveldar öðrum að taka lán með veði í sínum fasteignum. Þannig getur orðið til fasteignabóla sem síðan springur þegar eftirspurn eftir húsnæði minnkar. Sprungin fasteignabóla skilur eftir sig fjölda einstaklinga með neikvætt eigið fé.

Ör vöxtur íslenskra banka árin 2004-2008 stafaði meðal annars af því að eigið fé þeirra jókst hratt vegna beins eignarhalds á hlutabréfum í öðrum fyrirtækjum sem hækkuðu ört í verði vegna útlánabóllunnar.¹² Mikilvægt er að slíkt gerist ekki aftur.

- Aðskilja þarf viðskiptabanka og fjárfestingabanka þannig að bankar megi hvorki kaupa og selja eignarhluta í öðrum fyrirtækjum né eiga og reka fjárfestingasjóði. Þetta er hin svokallaða Volcker regla í Bandaríkjunum.¹³
- Einnig ætti að banna fjármálastofnunum að taka stöðu gegn viðskiptavinum sínum (eins og gert er í svokallaðri Levin-Merkley tillögu í bandaríska þinginu).

Nauðsynlegt er að bregðast við eignaverðbólum í framtíðinni en sú spurning vaknar hversu mikið eignaverð þurfi að hækka til þess að stjórnvöld geti réttlætt inngrip.

¹⁰ Sjá Sibert (2010).

¹¹ Sjá Phelps (2009).

¹² Sjá Aliber (2010).

¹³ Sjá Phelps (2009).

- Eignaverðum – fasteignaverði og hlutabréfavísitölum – verði leyft að sveiflast innan ákveðinna marka sem byggð eru á sögulegri reynslu en síðan sé gripið til aðgerða ef þau fara út fyrir þessi mörk.¹⁴ Þá er ekki reynt að hafa áhrif á eignaverð nema þau sveiflist út fyrir eðlileg mörk í ljósi fyrri reynslu.

Með þeim breytingum sem hér hefur verið lýst má vonast eftir því að betur takist að hafa stjórn á krónuhagkerfinu og líkur á áföllum séu minni.

7 ESB umsókn

Síðastliðið sumar samþykkti Alþingi að sækja um aðild að Evrópusambandinu. Ef samningar takast mun Ísland stefna að því að taka upp evru sem gjaldmiðil. Þær breytingar sem hér hafa verið lagðar til – CAD reglur, skattur á stutt lán fjármálastofnana og skuldir einkaaðila og aðskilnaður viðskipta- og fjárfestingabanka – munu hjálpa Íslandi að uppfylla skilyrði fyrir upptöku evru og auka stöðugleika efnahagslífsins eftir upptöku evrunnar með því að verjast því innflæði sem hefur valdið erfiðleikum í Grikklandi, á Spáni og í Portúgal.

7.1 Maastricht skilyrðin

Í svokölluðum Maastricht-sáttmála eru sett skilyrði fyrir heimild til að taka þátt í myntsamstarfi. Almennt má setja skilyrðin þannig fram: Verðbólga sé ekki meira en 1½% meiri en í þeim þremur Evrópusambandslöndum sem hafa minnsta verðbólgu; að í eitt ár séu meðalnafnvextir á langtímabréfum að hámarki 2% hærrí en í þeim þremur löndum Evrópusambandsins sem hafa lægsta verðbólgu; að viðkomandi land hafi verið í gengissamstarfi Evrópu ERM í að minnsta kosti tvö ár án gengisfellingar og innan vöðmarka; að fjárlagahalli sé ekki meiri en 3% af VLF og að heildarskuldir hins opinbera mega ekki vera meiri en 60% af VLF. Við núverandi kreppuástand er hægt að koma verðbólgu og vöxtum á viðunandi stig en búast má við að erfiðara reynist að fást við ríkisfjármálin og skuldir hins opinbera. Mikilvægt er að hagstjórnartæki virki á meðan krónan er gjaldmiðill landsins. Einungis með virkri peningamálastefnu er unnt að ná Maastricht-skilyrðunum og halda gengi föstu þegar inn á ERM II svæðið er komið.

7.2 ERM II

Við inngöngu í ERM II lýsir viðkomandi land því yfir að það festi gengi gjaldmiðils síns við evru á ákveðnu föstu gengi. Þó er möguleiki á að breyta því gengi ef samkomulag næst um það á milli viðkomandi ríkis og Seðlabanka Evrópu. Þá er ákvarðað fyrirfram hvað gengi gjaldmiðlanna má sveiflast mikið og er yfirleitt miðað við ±15% en skilyrðin má þrengja með samkomulagi beggja aðila. Þetta fyrirfram ákveðna svigrúm setur um leið þá ábyrgð á herðar seðlabanka viðkomandi lands og Seðlabanka Evrópu að grípa inni ef gengi gjaldmiðilsins sveiflast út fyrir þessi mörk. Sé svo er viðkomandi seðlabönkum skylt að grípa inni til að styrkja eða veikja gengi viðkomandi gjaldmiðils gagnvart evru með viðeigandi hætti. Slík inngrip má þó takmarka ef þau vinna gegn verðstöðugleika, sem er helsta markmið Seðlabanka Evrópu.¹⁵

¹⁴ Sjá Roman Frydman og Michael D. Goldberg (2009).

¹⁵ Eftir að Grikkland tók upp evruna þann 1. janúar 2001 er Danmörk eina landið sem eftir er í ERM II. Danska krónan er fest við gengi evrunnar (7.46038 kr = 1 eur) og leyfileg vöðmörk eru ±2,25%. Síðan í maí 2004 hafa tíu ný ríki gengið í ESB, þ.e. Eistland, Kýpur, Tékkland, Ungverjaland, Lettland,

Evrópska gjaldmiðlasamstarfið ERM II er ferli sem er hugsað þannig að það auðveldi nýjum aðildarríkjum ESB að taka upp evruna án þess að það raski evrópska myntsamstarfinu um of, jafnframt því sem viðkomandi land nái að aðlagast fyrirkomulagi fasts gengis.¹⁶ Ef Ísland gengi í ESB er ekkert sem hindrar það að ganga strax í ERM II og það myndi í raun þýða að landið þyrfti að fylgja fastgengisstefnu gagnvart evrunni.

7.3 Evran og hætta á útlánabólu

Við upptöku evru myndu vextir til skamms tíma og til langs tíma lækka snarlega. Stýrivextir eru nú 1% á evrusvæðinu en 8.5% á Íslandi vegna gjaldeyriskreppunnar hér á landi. Langtímavextir á ríkisskuldabréfum (10 ára) eru nú (í maí 2010) 3.03% í Finnlandi, 3.21% í Austurríki og 4.14% á Möltu en mun hærri á Írlandi (4.86%) og í Grikklandi (7.97%) sem hefur skertan aðgang að lánamörkuðum vegna mikilla ríkisskulda.¹⁷ Til samanburðar eru þeir um 6.3% á Íslandi um þessar mundir. Því er við að búast að eftir upptöku evru myndist hér mikil lánaeftirspurn. Þannig lækkuðu nafnvextir í Portúgal úr 16% árið 1992 í 4% árið 2001 og raunvextir úr 6% í 0%.¹⁸ Ef ekki yrði brugðist sérstaklega við eftirspurninni mætti búast við því að uppsveifla yrði í efnahagslífi hér í ein 5-10 ár á meðan skuldir færu vaxandi. Þegar innflæði fjármagns linnu myndi taka við skeið atvinnuleysis – vegna hás raungengis í kjölfar launaskriðs – og fjárhagsvanda hins opinbera – vegna rýrnunar skattstofna.

Mikil útlánaaukning á Írlandi eftir að landið tók upp evru orsakaði húsnaðisverðbólgu og mikil umsvif í byggingageiranum.¹⁹ Þegar dró úr innflæði fjármagns varð afleiðingin verðfall á fasteignum, mikill samdráttur í byggingageiranum og halli á rekstri ríkissjóðs. Lane (2009) bendir á að með því að hemja útlánavöxt bankanna árin fyrir 2008 hefði mátt koma í veg fyrir þessi vandamál, einnig með því að hafa meiri afgang á rekstri ríkisins í góðærinu. Unnt er að milda kreppuna með því að auka halla á ríkissjóði svo fremi sem minni halli er fyrirsjáanlegur í framtíðinni.²⁰ Einstök lönd sem glíma við hátt raungengi innan evrulands þurfa að reiða sig á framleiðnivöxt til lengri tíma og launalækkanir til skemmri tíma sem getur þýtt að þau þurfi að ganga í gegnum langvinna kreppu til þess að ná raungengi sínu niður að lokinni uppsveiflu.²¹

En nú væri unnt að beita þeim tækjum sem hér hefur verið lýst. Með því að skattleggja (stuttar) lántökur banka og annarra fjármálastofnana, hækka eiginfjárhlutföll og skattleggja

Litháen, Malta, Pólland, Slóvakía og Slóvenía. Öllum þessum ríkjum er leyfilegt að taka upp evru sem gjaldmiðil svo lengi sem þau uppfylla sett fyrrnefnd Maastricht-skilyrði, þ.e. um stöðugt verðlag, heilbrigð ríkisfjármál, gjaldeyrisstöðugleika og vaxtastig. Rétt er að benda á að þeim löndum sem nú þegar hafa tekið upp evruna er einnig skylt að uppfylla þessi sömu skilyrði. Eistland, Litháen og Slóvenía gengu inn í ERM II þann 27. júní 2004 en Kýpur, Lettland og Malta þann 29. apríl 2005. Eftir að Slóvenía, Kýpur og Malta tóku upp evruna féllu þau sjálfkrafa út úr ERM II ferlinu. Það þýðir að nú eru það Eistland, Lettland og Litháen sem eru formlega þátttakendur í ERM II ásamt með Dönum. Í júní á þessu ári var Eistlandi loks veitt leyfi til þess að taka upp evru í ársbyrjun 2011.

¹⁶ Í þessu sambandi er þó rétt að benda á tvennt. Í fyrsta lagi er ERM II hugsað fyrir þau ríki sem nú þegar eru orðnir aðilar að ESB en ekki fyrir lönd sem standa utan sambandsins. Í öðru lagi er ekki sjálfgefið að land sem tekur þátt í ERM II muni sjálfkrafa taka upp evruna þegar skilyrðum um slíkt er fullnægt, eins og sjá má af reynslu Dana.

¹⁷ Heimild: ECB og Seðlabanki Íslands.

¹⁸ Sjá Blanchard (2007).

¹⁹ Sjá Lane (2009a).

²⁰ Sjá Lane (2009b).

²¹ Sjá Blanchard (2007).

lántökur fyrirtækja og einstaklinga væri hægt að stemma stigu við vexti útlána og minnka þannig uppsveifluna og einnig niðursveifluna sem annars kæmi í kjölfarið.

8 Lokaorð

Það kerfi sem byggði á frjálsum hreyfingum fjármagns, sjálfstæðum gjaldmiðli, óheftum lántökum viðskiptabanka og innlendra aðila erlendis og gengistryggðum lánum reyndist brothætt þegar lausafjárekreppa varð erlendis. Mikilvægt er að bæta úr veikleikum kerfisins áður en krónan er sett á flot á ný. Hér hefur verið bent á nokkrar leiðir sem felast í að

- tengja vexti á húsnæðislánunum betur við almenna markaðsvexti;
- draga úr tengingu útlána við erlenda gjaldmiðla;
- tengja CAD hlutföll einstakra viðskiptabanka við stærð þeirra og hversu hratt þeir stækka efnahagsreikning sinn;
- skattleggja stutt lán fjármagnsstofnana;
- veita einstaklingum og fyrirtækjum skattalegar ívilnanir ef skuldir eru greiddar og leggja skatt á lántökur þeirra;
- beita inngrípum á gjaldeyrismarkaði til þess að jafna sveiflur gengis krónunnar;
- aðskilja viðskiptabanka og fjárfestingabanka;
- leyfa fasteignaverði og verði hlutabréfa að sveiflast innan ákveðinna marka sem byggð eru á sögulegri reynslu en grípa inn í ef þau fara út fyrir þessi mörk.

Með þessum aðgerðum mun ekki þurfa að hækka vexti jafn mikið og áður ef draga á úr uppsveiflu í hagkerfinu í framtíðinni og því minni líkur á öflugum vaxtamunarviðskiptum og miklum sveiflum í gengi krónunnar. Einnig væri hægt að verjast innflæði fjármagns ef til þess kæmi í framtíðinni.

Ísland hefur sótt um aðild að Evrópusambandinu og stefnir þannig að upptöku evru. Ýmis evruríki hafa á undanförunum árum lent í erfiðleikum vegna innflæðis fjármagns. Ýmsar þær breytingar sem hér hafa verið lagðar til munu hjálpa Íslandi að ráða við slíkt innflæði og auka jafnvægi í efnahagslífinu eftir upptöku evru.

Heimildir

- Akerlof, G. A. og Romer, P. M. (1994). Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit. *NBER Working Paper, R1869*.
- Akerlof, G. A., Dickens, W. T. og Perry, G. L. (1996). The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity, 1*, 1-76.
- Aliber, R. Z. (2010). Monetary Turbulence and the Icelandic Economy. Væntanleg í R. Z. Aliber og Gylfi Zoega (ritstjórar). *Preludes to the Icelandic Financial Crisis*. London: Palgrave.
- Baumol, W. (1996). Entrepreneurship: Productive, and unproductive, destructive. *Journal of Business Venturing, 11*(1), 3-22.
- Blanchard, O. (2007). Adjustment within the Euro: The Difficult Case of Portugal. *Portuguese Economic Journal, 6*(1), 1-22.

- Blanchard, O., Giovanni, D. A. og Paolo, M. (2010). *Rethinking macroeconomic policy*. IMF Staff Position Note, 12. febrúar 2010.
- Calvo, G. A. (1998). Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, 1 (1), 35-54.
- Danske Bank. (2006). Iceland: Geysir crisis. Sótt 6. febrúar 2010 af <http://www.mbl.is/media/98/398.pdf>
- Jón Daníelsson og Gylfi Zoega. (2009). Collapse of a country. *Institute of Economic Studies Discussion Paper*, W09:03.
- Ásgeir Daníelsson. (2010). *Vextir og gengi þegar peningastefnan er á verðbólguþröskulmiði*. Fyrirlestur í Seðlabanka Íslands, 14. september 2010.
- Fitch skýrsla frá sama ári. *Report, Fitch Downgrades Iceland to 'A+'/'AA+'*. Outlook Stable. <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=4983>
- Frydman, R. og Michael, D. G. (2009). Financial Markets and the State: Long Swings, Risk, and the Scope of Regulation. *Capitalism and Society*, 4 (2).
- Lane, P. (2009a). *European Monetary Union and Macroeconomic Stabilisation Policies in Ireland*. Manuscript.
- Lane, P. (2009b). A New Fiscal Strategy for Ireland. *Economic and Social Review*, 1-31.
- Phelps, E. S. (2009). *Letter to the G20*. <http://capitalism.columbia.edu/files/ccs/WEBSITE%20-%20CCSletterG20-2010Feb15.pdf>
- Sibert, A. (2010). Overbanked and Undersized: Lessons from Iceland. Forthcoming in Roberts Z. A. og Gylfi Zoega (ritstjórar). *Preludes to the Icelandic Financial Crisis*. London: Palgrave.
- Arnór Sighvatsson. (2007). Að róa í hafstraumum alþjóðlegs fjármagns – Reynolds Íslands af framkvæmd peningastefnu í litlu opnu hagkerfi í hnattvæddum heimi. *Fjármálatíðindi*, 54. árgangur.
- Páll Hreinsson, Tryggvi Gunnarsson og Sigridur Benediktsdóttir (ritstjórar). (2010). *Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis*. Skýrsla skrifuð af Rannsóknarnefnd Alþingis (SIC). <http://rna.althingi.is/>
- Stiglitz, J.E. (2001). Monetary and Exchange Rate Policy in Small Open Economies: The Case of Iceland. *Central Bank of Iceland. Working Paper No. 15*.

