



Hvítárvatn Hálandið er litríkt og þar er Hvítárvatn við Langjökul ekki undantekning. Litbrigðin eru með ólfkindum og minna helst á málverk eftir Kjarval eða annan ámóta listamann.

Lækkun vaxta gæti skapað heilbrigðari hagvöxt

Eftir Eric Stubbs

Það er ekki óalgennt þegar kemur að innleiðingu stefnumarkandi ákvarðana að menn hafi á þeim mjög mismunandi skoðanir, bæði hvað varðar áhrif þeirra og afleiðingar. Við getum til að mynda öll verið sammála um að vaxtastefnan á Íslandi felur í sér markmið um að hemja verðbólgu, viðhalda stöðugleika fjármálakerfisins og að stuðla að jafnvægi og heilbrigðum hagvexti. Þau tæki, sem menn hafa til að ná ofangreindum markmiðum, er hinsvegar nauðsynlegt að vega og meta af gaumgæfni og með gagnrýnum hætti.

Samkvæmt kenningum hefur vaxtastefna seðlabanka margvísleg áhrif á hagkerfi. Hækkun skammtímavaxta seðlabanka hækkar innlansvexti bankanna og hvetur til sparnaðar. Hækkun skammtímavaxta getur líka haft áhrif á langtímavexti og dregið úr áhuga neytenda og fyrirtækja til lántöku sem að óbreyttu hefði verið varið til neyslu eða fjárfestinga. Áhrifin kæla því hagkerfið og draga úr verðbólguþrýstingi.

Í tilvikum Íslands þá eru hinsvegar aðrir mikilvægir þættir sem einnig hafa áhrif á alþjóðaviðskipti og fjármagnsflæði. Sá augljósasti er að hærri vextir á Íslandi búa til aukinn mun milli innlendra vaxta og vaxta t.d. í öðrum Evrópuríkjum (vextir eru



Eric Stubbs

nú í kringum 0% í mörgum Evrópulöndum). Þessi vaxtamunur getur dregið að erlenda fjárfestingasjóði sem leita hærri ávöxtunar í íslensku bankakerfi, líkt og þeir gerðu fyrir 2008. Erlent fjárfleði inn í íslenskt bankakerfi hefur snaraukist á undanföllum árum og er nú rúmlega 100 milljarðar króna. Þessi fjárhæð er lítil, en ört vaxandi hluti af skuldum bankanna. Slíkt fjárfestingarmagn getur veikt efnahagslegan stöðugleika íslensku bankanna, þar sem hvati þeirra til útlána eykst. Ennfremur leiðir slíkt fjárfestingarmagn til þess að kostnaður Seðlabanka Íslands eykst vegna aukins gjalddeyrissforða til tryggingar gegn innflæðinu.

En það eru líka fleiri alþjóðlegir áhrifaþættir. Innflæði fjármagns hefur tilhneigingu til að auka verðmæti krónunnar (styrkja gengi hennar), líkt og gerðist á árunum fyrir hrún. Slíkt styrking leiðir til þess að innflutt neysluvara verður ódýrari og útfluttar íslenskar vorur (þar með talin ferðaþjónusta) verða hlutfallslega dýrari fyrir útlendinga. Annarsvegar hefur því vaxtahækkun þau tilætluð áhrif að kæla íslenska hagkerfið með því að draga úr innlendri og erlendri eftirspurn eftir íslenskri vöru og þjónustu. Hinsvegar hvetur hún til neyslu á innfluttum vörum. Hvað þessi áhrif eru mikil skiptir miklu

» Hinsvegar bendir margt til þess að núverandi vaxtastig Seðlabanka Íslands hvetji til óæskilegs alþjóðlegs fjárfleðis inn í bankakerfið og hafi auk þess minni áhrif en ætlað var, eða jafnvel öfug.

máli og þess virði að kanna gaumgæflega. Frummat okkar, sem höfundur skoðað þetta, gefur til kynna að 5% hækkun á verðmæti (styrkingu) krónunnar, sem hefur í för með sér samsvarandi lækkun á verði innfluttrar vöru og þjónustu, kunni að leiða til meira en 5% aukningar í eftirspurn eftir innfluttum neysluvörum og þar með leiða til aukningar í útgjöldum til kaupa á innfluttum vörum. Slíkt styrking á neyslu gæti því, þvert á fyrirætlanir, leitt til þess að innlendu sparnaður dregst saman í stað þess að aukast og leitt til hitunar í hagkerfinu í stað kælingar eins og markmiðið þó er með vaxtahækkun Seðlabankans.

Hverjir eru þá jafnvægis-skammtímavextir á Íslandi? Því miður þá veita hagfræðikenningar ekki ákveðin svör, einungis leiðsögn í þessum efnun. Hin sextíu ára gamla kenning um jafnvægisvöxt gefur til kynna að hlutlaust jafnvægisgildi skammtímavaxta sé hægt að áætla með því að leggja saman verðbólguþrýsting, stig

aukningar í vinnuafli og framleiðni. Í tilfalli Íslands þýðir það að vextir Seðlabankans ættu að liggja á bilinu 3,75% til 4%. Í tilfalli meginlands Evrópuríkja ættu seðlabankavextir að vera um það bil 1% til 2% og í tilfalli Bandaríkjanna 2,5% til 3,5%.

Þar sem stjórnmál í Evrópu og Bandaríkjunum hafa áhyggjur af efnahagssamdrætti, þá eru vextir þar umtalsvert lægri en ofangreindir útreikningar á hlutlausum jafnvægisvöxtum gefa til kynna. Íslendingar, sem augljóslega glíma við andstætt vandamál eru hinsvegar með vexti sem eru umtalsvert hærri en ofangreindir útreikningar á hlutlausum jafnvægisvöxtum sýna. Það eru gild rök fyrir lágu vaxtastigi í Evrópu og Bandaríkjunum. Hinsvegar bendir margt til þess að núverandi vaxtastig Seðlabanka Íslands hvetji til óæskilegs alþjóðlegs fjárfleðis inn í bankakerfið og hafi auk þess minni áhrif en ætlað var, eða jafnvel öfug.

Í ljósi þess sem að framan er sagt virðist nauðsynlegt að beitt verði aðferðum þar sem fundið verður jafnvægi milli innlendu efnahagsmarkmiðanna og alþjóðlegu áhrifanna og vextir lækkaðir niður fyrir 5,75%. Slíkt þarf að gerast þannig að innlendu jafnvægi sé viðhaldið, jafnhliða því að ekki er búin til djúp gjá milli innlendra vaxta og vaxtastigs í mun stærri nágrannalöndum Íslands. Í byrjun júní sl. kynnti Seðlabanki Íslands nýja reglu nr. 490 um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjalddeyr. Með hinum nýju reglum leitast bankinn við að takmarka innflæði erlends fjármagns

sem ætlað er til fjárfestinga í verðbréfum, innstæðum hjá bönkum og öðrum fjármálagerningum, með því að breikka bindingarhlutfall vegna slíks innflæðis. Út frá þjóðhagfræðilegri varúðarstefnu virðist hér um skref í rétta átt að ræða, þar sem stjórnun á bindingarhlutfalli er fljótverk og sveigjanleg aðgerð sem hefur víða verið notuð. Hinsvegar eru sterk rök fyrir því að markaðsaðgerð, sem felur í sér lækkun vaxta og þar með lægri ávöxtun til handa erlendu fjármagni sem streymir inn landsins, sé í meira samræmi við innlend efnahagsmarkmið og líklegri til árangurs. Að hve miklu leyti slaka þarf til í vaxtastefnunni er því spurning um að kanna hverjar eru orsakir og afleiðingar. Skynsamlegt er að taka öll skref varlega í þessum efnun, t.d. með því að lækka þarf um 0,5% í hvert skipti og sjá áhrifin á erlent fjárfestingarmagn og innlenda eftirspurn og framkvæmdir. Það hvort jafnvægi finnst með því að vextir lækka í 5% eða 4% þyrfti sífellt að endurmeta. Samhliða ofangreindum aðgerðum þarf að rannsaka með umfangsmiklum og nákvæmum hætti áhrif af breytingu á gengi íslensku krónunnar á innlenda neysluhegðun, tengsl vaxta og gengis gjaldmiðla og næmi fjárfestingarmagns gagnvart vaxtamun.

Höfundur er fjármálaráðgjafi og sjóðs stjóri hjá Royal Bank of Canada í New York. Hann hefur á sl. 10 árum heimsótt Ísland reglulega og fylgst með efnahagsþróun á Íslandi í tímaritum.