

9

Virgni sjálfstæðrar peningastefnu

9.1 Inngangur

Peningastefna felst í því að beita stjórnækjum sem seðlabankar ráða yfir, einkum vöxtum í viðskiptum við fjármálastofnanir, í því skyni að ná tilteknum markmiðum. Til að peningastefnan geti skilað viðunandi árangri til lengdar þarf það að vera raunhæft að stjórnækkin dugi til að ná settum markmiðum, einkum þeim sem varða langtímavirði peninga, t.d. markmiðum um verðbólgu, vöxt peningamagns eða gengi. Til skamms tíma má einnig beita peningastefnunni til þess að draga úr hagsveiflum, að því tilskyldu að stjórnvöld peningamála missi ekki sjónar á langtímamarkmiðinu. Væntingar leika mikið hlutverk í þessu sambandi. Eftir því sem væntingar markaðsaðila um að seðlabankar geti og muni ná markmiðum sínum um t.d. stöðugt verðlag eru sterkari og almennari, því auðveldara verður að ná þeim. Einnig er auðveldara að jafna hagsveiflur ef þess er almennt vænst að ekki verði hvikað frá langtímamarkmiðum peningastefnunnar. Peningastefna telst trúverðug ef væntingar um verðbólgu (eða önnur markmið) eru í samræmi við hið setta markmið. Þar sem peningastefnan hefur áunnið sér traust að þessu leyti eru meiri líkur á að stjórnvöld peningamála ná viðunandi árangri en þar sem það hefur ekki tekist.

Samkvæmt kenningunni um hagkvæm myntsvæði (sjá umfjöllun í köflum 5 og 7) eru efnahagslegu rökin fyrir sjálfstæði í peningamálum þau að hún auðveldi ríkjum að bregðast við sérstökum skellum sem kunna að dynja á þjóðarbúskapnum og draga þannig úr hagsveiflum. Til þess að ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu ná fram að ganga þurfa nokkur skilyrði að vera uppfyllt. Í þessum kafla verður farið yfir þessi skilyrði og samspil þeirra.

Kaflinn er byggður upp þannig að fyrst er fjallað um hlutverk peningastefnunnar, hverju hún fær áorkað og hverju ekki. Einnig er farið yfir kosti þess að reka sjálfstæða peningastefnu og þær takmarkanir sem skilvirkni sjálfstæðrar peningastefnu eru sett við tilteknar kringumstæður. Því næst er rætt um þýðingu trúverðugleika fyrir

framkvæmd peningastefnu. Eftir það er fjallað um sérstök vandamál mjög lítilla, opinna hagkerfa og áhrif þeirra á trúverðugleika og árangur stefnunnar. Að lokum er samantekt þar sem helstu atriði eru dregin fram og sett í samhengi við umhverfi peningastefnunnar á Íslandi.

9.2 Hlutverk peningastefnunnar

9.2.1 Tilgangur og takmörk peningastefnunnar

Skaðsemi verðbólgu

Almennt má segja að hagstjórn snúist um að auka efnahagslega velferð almennings. Miklar hagsveiflur eru til þess fallnar að auka óvissu í efnahagslífinu sem dregur úr skilvirkri nýtingu framleiðslupátta. Mikil og óstöðug verðbólga er ein birtingarmynd slíks óstöðugleika og er kostnaður vegna hennar fólgin í ýmsum þáttum. Auk beins kostnaðar verðbólgu, m.a. vegna örra breytinga á verðskrá, hefur verðbólga áhrif á aðra hluti sem draga úr hagsæld. Mikilli verðbólgu fylgja jafnan sveiflur í verðbólgu sem gera almenningi og fyrirtækjum erfitt að greina á milli breytinga á hlutfallslegu verði einstakra afurða og framleiðslupátta og almennrar verðbólgu en það eykur líkur á að rangar ákvarðanir séu teknar og hættu á að framleiðslupáttum sé ráðstafað á óskilvirkan máta. Aukin verðbólga og verðbólguveiflur valda því einnig að erfiðara er að spá fyrir um framtíðarþróun verðlags sem torveldar áætlanagerð og eykur hættu á óhagkvæmri ráðstöfun verðmæta. Verðskyn neytenda deyfist einnig, sem dregur úr virkri samkeppni. Mikilli og sveiflukenndri verðbólgu fylgja einnig sveiflur í raunvöxtum og raungengi sem stuðla að auknum hagsveiflum. Allir þessir þættir draga úr upplýsingagildi verðbreytinga og takmarka getu markaðsbúskaparins til þess að ráðstafa takmörkuðum gæðum á skilvirkan hátt. Samspil verðbólgu og skattakerfis eykur enn frekar á þessa óskilvirkni, t.d. með því að hygla neyslu dagsins í dag á kostnað neyslu í framtíðinni (þ.e. sparnaðar). Verðbólga hefur einnig tilhneigingu til að færa tekjur frá almennum sparifjáreigendum til fagfjárfesta og frá lágtekjuhópum til hátekjuhópa. Mikil verðbólga getur því aukið á félagslegan ójöfnuð og dregið úr þjóðfélagslegri samstöðu (sjá nánar í grein Þórarins G. Péturssonar, 2007).¹

Verkefni peningastefnunnar

Peningastefna er mikilvægur þáttur hagstjórnar. Fram á miðjan áttunda áratug síðustu aldar var algengt viðhorf að með beitingu peningastefnu mætti velja á milli langtímamarkmiða um verðbólgu og efnahagsumsvif, þannig að hægt væri að tryggja viðvarandi hátt atvinnustig með aðhaldslítilli peningastefnu, þótt það yrði á kostnað meiri verðbólgu. Eins og fjallað er betur um hér á eftir hefur fjöldi rannsókna og bitur reynsla

¹ Ekki eru allir á einu máli um hve verðbólga má vera mikil áður en hún fer að skaða langtímahagvöxt. Flestir seðlabankar þróaðra ríkja reyna að halda verðbólgu á bilinu 1-3%, sem þeir telja í ágætu samræmi við undirliggjandi verðstöðugleika (sjá t.d. Þórarin G. Pétursson, 2005). Niðurstöður Khan og Senhadji (2001) gefa t.d. til kynna að viðvarandi verðbólga yfir 1-3% fyrir þróuð ríki og 7-11% fyrir þróunarríki hafi slæm áhrif á langtímahagvöxt.

frá þessum tíma orðið til þess að þetta sjónarmið hefur nú lítinn hljómgrunn innan hagfræðinnar. Þessar rannsóknir og reynsla undanfarinna áratuga benda þvert á móti til þess að þjóðarbúskapurinn hafi með tímanum tilhneigingu til að leita í undirliggjandi náttúrulegt stig atvinnu og framleiðslu óháð því að hvaða verðbólgu peningastefnan stefnir. Þar sem verð- og kauplag eru að nokkru marki tregbreytanleg til skemmri tíma er þó unnt að örva eftirspurnarhlið þjóðarbúskaparins og þannig framleiðslu tímabundið sem dregur úr atvinnuleysi. Hærra framleiðslustigi fylgir þó á endanum hærra verðlag, en það ásamt meiri þrýstingi af vinnumarkaði vegna minna atvinnuleysis veldur því að verðlag hækkar enn frekar og smám saman leitar þjóðarbúskapurinn aftur í það stig sem samsvarar langtímaframleiðslugetu. Tilraunir til þess að beita peningastefnunni til að halda framleiðslu kerfisbundið yfir jafnvægisstigi myndu því að endingu einungis leiða til stigvaxandi verðbólgu án þess að raungildi framleiðslunnar ykist til lengri tíma eða atvinnuleysi minnkaði (sjá nánar í grein Þórarins G. Péturssonar, 2007, og Svansson, 2001).² Eins og rakið er síðar í þessum kafla hafa rannsóknir einnig sýnt að því oftast sem reynt er að nota peningastefnuna til að halda atvinnu og hagvexti yfir langtímagildum sínum, því minni verður skammtímaávinningurinn og að endingu hverfur hann alveg. Ástæðan er sú að almenningur og fyrirtæki læra smám saman á hegðun seðlabankans og verðbólguvæntingar aðlagast æ fyrr hærra verðbólguþingi.

Hlutverk peningastefnunnar verður því fyrst og fremst að halda verðbólgu lítili og stöðugri ásamt því að reyna að draga úr tímabundnum frávikum atvinnu og hagvaxtar frá langtíma jafnvægi að því gefnu að seðlabankanum hafi tekist að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu.³ Þar sem áhrifa peningastefnunnar gætir jafnan með nokkrum tögum, þarf hún að vera framsýn og ákvarðanir að vera byggðar á mati á framtíðarefnahagshorfum. Ekki er heldur talið heppilegt að nota peningastefnuna til að fínstilla hagsveifluna um of eða í því skyni að knýja fram verðstöðugleika til skamms tíma, því að slíkt gæti kostað meiri sveiflur í raunhagkerfinu (sjá t.d. Svansson, 2001). Ótrúverðug peningastefna setur framsýni hennar og sveigjanleika nokkrar skorður, eins og fjallað er um hér á eftir.

9.2.2 Kostir sjálfstæðrar peningastefnu

Eins og fjallað er um í köflum 5 og 7 leiðir fast gengi gagnvart öðrum gjaldmiðli eða myntbandalagi til þess að ekki er hægt að beita sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi gjaldmiðils sem aðlögunartæki þegar þjóðarbúskapurinn verður fyrir skellum. Kostir þess að reka sjálfstæða peningastefnu ættu að felast í því að peningamálayfirvöld geti brugðist við aðstæðum sem upp koma með viðeigandi hætti. Hagsveiflur

² Í ljósi þess sem áður sagði um skaðsemi verðbólgu er líklegra að afleiðingarnar yrðu á endanum bæði minni atvinna og hagvöxtur.

³ Þótt undanfarna áratugi hafi aukin áhersla verið lögð á að nota peningastefnuna fyrst og fremst til þess að stuðla að stöðugleika verðlags, hefur hin alþjóðlega fjármálakreppa einnig sýnt fram á mikilvægi þess að beita peningastefnunni til að stuðla að fjármálalegum stöðugleika, eftir því sem hægt er (sjá nánar í kafla 3 og í Seðlabanki Íslands, 2010).

einstakra landa geta verið ólíkar og því misjafnt hvaða aðhaldsstig er viðeigandi. Sjálfstæð peningastefna veitir ríkjum því sveigjanleika til að laga aðhald peningastefnunnar að innlendum aðstæðum.

Eins og segir nánar frá í kafla 5 færði Milton Friedman (1953) rök fyrir því að fljótandi gengi hefði fjölmarga kosti umfram fastgengisfyrirkomulag. Hann taldi gengisbreytingar leiða af ójafnvægi í hagkerfum og að þær væru þess vegna hagkvæm leið til að draga úr þessu ójafnvægi og til þess fallnar að jafna hagsveiflur. Þegar efnahagsáfall ríður yfir stuðlar slök peningastefna t.d. að því að gjaldmiðillinn veikist sem bætir samkeppnisstöðu viðkomandi ríkis til skamms tíma og beinir eftirspurn inn í þjóðarbúskapinn. Án þessa aðlögunartækis þarf að breyta launum og/eða verði vöru og þjónustu í innlendum gjaldmiðli í því skyni að hafa áhrif á samkeppnisstöðuna, en laun og verð eru yfirleitt tregbreytanleg og sérstaklega ósveigjanleg niður á við (sjá kafla 14) og því hættara við því að aðlögunin verði í meira mæli í gegnum samdrátt atvinnu og framleiðslu.

Í þeim efnahagsþrengingum sem nú ríkja í ýmsum ríkjum evrusvæðisins hefur verið bent á að skortur á sveigjanleika í gengi gjaldmiðilsins komi niður á þeim ríkjum sem að öðru óbreyttu nytu góðs af lægra gengi eigin gjaldmiðils til þess að bæta samkeppnisstöðu landsins, örva útflutning og hækka framleiðslustig þjóðarbúsins. Ætla má að gengislækkun krónunnar í kjölfar bankahrunsins haustið 2008 hafi að sama skapi stuðlað að hraðari umskiptum ytri jafnaðar hér á landi en ella hefði verið.

Sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi getur því gegnt mikilvægu hlutverki í að jafna hagsveiflur og mynda peningalega kjölfestu. Það virðist þó ekki öruggt, eins og reynsla Íslands, sem rakin er í kafla 3, hefur glögglega leitt í ljós. Sé þetta hagstjórnartæki illa nýtt og séu gengissveiflur jafnvel uppspretta óstöðugleika fremur en tæki til sveiflujöfnunar (sjá nánar í kafla 13), er ekki víst að miklu eða nokkru sé fórnað við að gefa eftir þetta hagstjórnartæki með t.d. inngöngu í stærra myntbandalag. Eins og rakið er hér á eftir ræðst gagnsemi þessa hagstjórnartækis af trúverðugleika stefnunnar og hversu traust hin stofnanalega umgjörð hennar er.

9.3 Samspil trúverðugleika og árangurs peningastefnu

9.3.1 Hvers vegna skiptir trúverðugleiki máli?

Áður en fjallað er um mikilvægi þess að peningastefna sé útfærð og framkvæmd á trúverðugan hátt er rétt að gera grein fyrir þeim vanda sem peningastefnan stendur jafnan frammi fyrir. Í því sambandi markar grein Kydlands og Prescotts (1977) ákveðin tímamót. Þar sýndu þeir fram á að ef væntingar einstaklinga til hagstjórnar byggjast á því hvað þeir telji framtíðina bera í skauti sér, geti hagstjórnarákvarðanir á hverjum tíma verið ósamkvæmar yfir tíma (e. time inconsistent). Í samhengi við peningastefnuna þýðir þetta að geti seðlabankinn ekki með trúverðugum hætti bundið hendur sínar til að fylgja fyrri yfirlýsingum, verður á hverjum tíma hvati fyrir hann að breyta út af þeim og reyna að búa til

skammtímaávinning í efnahagssumsvifum á kostnað aukinnar verðbólgu með aðgerðum sem koma almenningi að óvörum. Kydland og Prescott sýndu fram á að einföld loforð um að fylgja upphaflegum áætlunum væru aldrei fullkomlega trúverðug vegna þess að þegar kæmi að því að efna loforðin væri það í hag peningamálayfirvalda að víkja frá loforðunum. Skynsamlegt fólk myndi því haga sínum áætlunum með þetta í huga. Niðurstaðan yrði enn meiri verðbólga en lofað var en án nokkurs ábata í efnahagssumsvifum. Vangetan til að fylgja eftir upphaflegum loforðum af festu leiddi því ávallt til efnahagslegs skaða. Kydland og Prescott töldu að eina leiðin til að komast fram hjá þessum vanda væri að leiða í lög einfaldar stefnureglur sem ekki væri hægt að víkja frá, t.d. reglur er kveða á um fastan vöxt peningamagns í umferð. Í einfaldleika slíkra reglna felst hins vegar einnig vandi þeirra, því að ekki er víst að þær dugi alltaf í síbreytilegum raunveruleika.⁴

Í kjölfar greinar Kydland og Prescott hefur fjöldi rannsókna birst þar sem lagðar eru til stefnureglur sem eru hentugri við raunverulegar aðstæður, en eru þó byggðar á grundvallarvandinum sem Kydland og Prescott benda á. Grundvöll þessara rannsókna má rekja til Barro og Gordon (1983), sem útvíkkuðu rannsókn Kydland og Prescott þannig að seðlabankinn stæði síendurtekið frammi fyrir þeim aðstæðum sem Kydland og Prescott lýsa.⁵ Við slíkar aðstæður sýna þeir Barro og Gordon fram á að hægt er að komast fram hjá áðurlýstum freistnivanda seðlabankans ef honum tekst að vinna sér inn orðspor yfir tíma með því að skila árangri í viðureigninni við verðbólgu. Slíkt orðspor getur því komið í stað einfaldra niðurnjörvaðra peningastefnureglna. Til þess að svo megi verða er hins vegar lykilatriði að stofnanaumgjörð seðlabankans sé með þeim hætti að hún styðji með trúverðugum hætti við stefnu bankans. Í kjölfarið hefur birst fjöldi rannsókna sem tekur einmitt á því hvernig styrkja megi þetta stofnanaumhverfi svo að draga megi úr þeim trúverðugleikavanda sem Kydland og Prescott lýstu. Rogoff (1985) sýnir t.d. fram á að leysa megi vandamálið með því að gera seðlabankann sjálfstæðan frá pólitískum stjórnvöldum og fela stjórn peningastefnunnar í hendur aðila sem hafa minna þol fyrir verðbólgu en almenningur hefur að jafnaði. Walsh (1995) sýnir jafnframt fram á að hægt sé að ná sambærilegri niðurstöðu með því að skapa hvata fyrir stjórnendur peningamála (t.d. fjárhagslega) og Svensson (1997) sýnir hvernig sama niðurstaða fæst með því að setja seðlabankanum formlegt verðbólguþakmið. Giavazzi og Pagano (1988) sýna hvernig sama niðurstaða fæst með því að ganga í myntbandalag með ríki sem hefur seðlabanka sem hefur unnið sér þennan trúverðugleika.

Rannsókn Kydland og Prescott (1977) og rannsóknir sem fylgt hafa í kjölfarið hafa haft mikil áhrif á fræðilegar rannsóknir á stjórn peningamála. Hún hefur einnig haft mikil áhrif á mótun peningastefnunnar, framkvæmd hennar og þann stofnanalega ramma sem henni er settur (sjá m.a. Chari og Kehoe, 2006). Í raun má segja að

⁴ T.d. getur samband grunnfjár seðlabanka og peningamagns annars vegar og samband peningamagns og verðlags hins vegar tekið breytingum sem gerir slíka stefnureglu óáreiðanlega.

⁵ Á fræðimáli er talað um „hagstjórnarleik“ sem er síendurtekið (e. repeated policy game).

Þessar rannsóknir hafi orðið kveikja að algerrri byltingu í öllu er varðar stjórn peningamála. Hennar sjást glögglega merki í breytingum sem gerðar voru á seðlabönkum, lögum þeirra og uppbyggingu, á tíunda áratug síðustu aldar (sjá nánar umfjöllun hér á eftir). Rannsóknir af þessu tagi gegna einnig lykilhlutverki við að skýra af hverju tekist hefur betur við stjórn peningamála í sumum ríkjum en síður í öðrum (sjá nánar umfjöllun í kafla 3).

9.3.2 Mikilvægi trúverðugleika fyrir árangur peningastefnunnar

Áhrif trúverðugleika á framkvæmd peningastefnunnar koma víða í ljós. Umfangsmikill hluti efnahagsstarfseminnar er háður samningum um nafnstærðir eins og t.a.m. laun, þar sem oft er samið nokkur ár fram í tímann. Óhjákvæmilega er mikil óvissa við gerð slíkra samninga og því leika væntingar um framtíðarþróun ýmissa hagstærða mikilvægt hlutverk. Fyrir peningastefnuna er þetta mikilvægt þar sem árangur hennar er að umtalsverðu leyti háður því að væntingar um verðbólgu sem rata inn í samningana hafa bein áhrif á verðbólguþrýsting sem af samningunum skapast. Án trausts til peningastefnunnar er líklegt að verðbólguvæntingar sem slíkir samningar byggjast á séu ekki í samræmi við markmið hennar. Skortur á trausti til peningastefnunnar kemur einnig fram í því að verðbólguþrýstingur vegna gengislækkunar, hækkunar á hrávöruverði eða öðrum þáttum sem kunna að vera utan áhrifsviðs innlendra peningamálayfirvalda leiða til væntinga um aukna verðbólgu til mun lengri tíma en ætla má að þau áhrif muni vara (sjá t.d. Perrier og Amano, 2000). Það eitt og sér torveldar viðleitni seðlabanka til að halda verðbólgu í skefjum, t.a.m. sakir verðbólguhvetjandi áhrifa launahækkana umfram framleiðnivöxt, og getur leitt til þess að verðbólga verður þrálátari en ef traust væri á því að verðbólga framtíðarinnar verði að jafnaði í samræmi við sett verðbólguþrýsting. Undir slíkum kringumstæðum þarf harðskeyttari peningastefnu til þess að koma böndum á verðbólgu, þ.e. meiri nafnvaxtabreytingu þarf jafnan til að knýja fram sambærilega raunvaxtabreytingu (sjá einnig kafla 3).

Hafi verðbólguvæntingar kjölfestu, þ.e.a.s. ef markaðsaðilar treysta því að stjórnvöld peningamála geti tryggt að verðbólga verði að jafnaði nálægt verðbólguþrýstingnum, þarf að öðru óbreyttu minni vaxtabreytingar en ella til þess að ná tökum á verðbólguþróuninni á ný verði tímabundin frávik frá markmiðinu. Svigrúm seðlabanka til þess að beita peningastefnunni til að bregðast við efnahagslegum áföllum verður því meira eftir því sem kjölfesta verðbólguvæntinga er traustari. Þetta svigrúm kemur hvað skýrast í ljós þegar peningamálayfirvöld standa frammi fyrir neikvæðum framboðsskelli, t.d. sakir hækkunar hrávöru- og olíuverðs. Við slíkar aðstæður dragast efnahagssumsvif saman á sama tíma og verðbólga eykst. Aukið aðhald peningastefnunnar til að vinna á móti aukinni verðbólgu myndi því auka enn frekar á samdráttinn. Í því tilviki getur verið réttmætt að leyfa verðbólgu að rísa tímabundið í trausti þess að það hafi ekki áhrif á langtíma verðbólguvæntingar og hafi því lítil áhrif á verðbólguþróun til lengri tíma litið. Ríki hins vegar ekki nægileg trú á því að seðlabankinn geti og vilji ná verðbólguþrýstingnum er hætta á því að tímabundin aukning verðbólgu hafi áhrif á langtíma

verðbólguvæntingar, eins og áður hefur verið rakið. Í því tilviki verður því síður hægt að halda vöxtum lágum til að styðja við þjóðarbúskapinn.⁶

Önnur birtingarmynd þess hvernig trúverðugleiki peningastefnunnar skiptir máli lýtur að áhrifum gengis gjaldmiðils á verðbólgu, einkum áhrifum lækkunar gengis á verðbólguvæntingar. Í umhverfi þar sem verðbólga hefur verið stöðug og traust er á því að peningastefnan muni að jafnaði halda verðbólgu við markmið skila gengissveiflur sér síður í aukinni verðbólgu þar sem verðbólguvæntingar til meðallangs og langs tíma aukast ekki í kjölfar gengislækkunarinnar. Þetta gerist fyrst og fremst í krafti þess að almenningur og markaðsaðilar búast við því að seðlabankinn bregðist við aukinni verðbólguhættu með viðeigandi hætti (sjá t.d. Taylor, 2000, og Mishkin, 2007). Í rannsókn Gagnon og Ihrig (2004) komast þeir t.d. að þeirri niðurstöðu að á meðal helstu iðnríkja hafi dregið úr áhrifum gengisbreytinga á verðlag (e. exchange rate pass-through) frá níunda áratug síðustu aldar. Líklegt er að það megi að einhverju leyti rekja til þess að peningastefnunni hefur verið settur trúverðugur rammi sem hefur þau áhrif að verðbólguvæntingar endurspeglar væntingar um að peningamálayfirvöld bregðist hart við auknum verðbólguþrýstingi og hafi þau tól og tæki sem duga. Það dregur síðan úr hvata fyrirtækja til að hækka verð í kjölfar gengislækkunar (sjá einnig kafla 3). Raunar má benda á að trúverðug peningastefna sem miðar að því að halda aftur af verðbólgu geti jafnvel dregið úr gengissveiflum sem síðan kunna að valda verðbólgu.⁷

Vandamál seðlabanka sem ekki hefur tekist að veita verðbólguvæntingum trausta kjölfestu er að baráttan við verðbólgu verður erfiðari og kostnaðarsamari en ella. Eins og áður hefur komið fram, verða raunvextir og raungengi sveiflukenndari skorti verðbólguvæntingar trausta kjölfestu, sem aftur leiðir til aukinna hagsveiflna. Eftir því sem peningastefnunni hefur tekist betur upp í fortíðinni að ná markmiði um verðbólgu og eftir því sem meira traust ríkir á að seðlabankinn hafi stofnanabyggingu og stuðning til að gera það í framtíðinni því meiri árangri er því hægt að ná í að jafna sveiflur í atvinnustigi og hagvexti. Reynsla fjölda ríkja sýnir að hægt er að byggja upp þess konar trúverðugleika, þótt það geti verið sársaukafullt til skamms tíma, sérstaklega í opnum hagkerfum þar sem gengisbreytingar hafa mikil og skjót áhrif á innlent verðlag (sjá kafla 3 og rammagrein 9.1). Þótt aukið traust á peningastefnuna gæti dregið úr þessum verðlagsáhrifum getur það tekið langan tíma og verið sérstaklega kostnaðarsamt. Af þessum sökum hafa mörg smærri ríki valið þá leið að fela seðlabanka annars ríkis stjórn peningamála í gegnum fastgengi eða aðild að stærra myntbandalagi (sjá t.d. Giavazzi og Pagano, 1988).⁸

⁶ Það breytir því ekki að peningastefnan getur ekki komið í veg fyrir breytingar á hlutfallslegu verði vöru og þjónustu og áhrif þess á heimili og fyrirtæki.

⁷ Fjöldi rannsókna hefur birst á undanförunum árum sem bendir til mikilvægis bættis ramma og framkvæmdar peningastefnu fyrir hjöðnun verðbólgu víða um heim (sjá t.d. Cecchetti o.fl., 2007, og Calderón og Schmidt-Hebbel, 2009). Bætt peningastefna hefur einnig dregið úr sveiflum í verðbólgu og verðbólguvæntingum (sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson, 2010, og Walsh, 2009) og dregið úr tregbreytanleika (e. persistence) hennar (sjá t.d. Mishkin, 2007). Sjá einnig umfjöllun í kafla 3.

⁸ Ravenna (2012) gengur enn lengra og færir fyrir því rök að innganga í myntbandalag geti verið hagkvæmasta fyrirkomulag peningamálastjórnar jafnvel þótt

Rammagrein 9.1 Leiðin að nútíma peningastefnu: Lærdómar frá Bandaríkjunum

Áhersla peningamálayfirvalda í flestum iðnríkjum á að verðbólga sé lág og stöðug verður að líkindum best skilin með því að skoða aðdraganda þess að áherslurnar þróuðust í þá átt sem þær gerðu. Fjöldi greina, eins og t.d. Blinder (1998), Svensson (2001), Mishkin (2006) og Goodfriend (2007), lýsa þessari þróun. Í þeim er lýst hvernig seðlabankar og fræðasamfélagið náði ákveðinni sátt um nokkur grunnatriði í peningamálastjórnun eins og hún er ástunduð í flestum ríkjum í dag, þótt áherslumunur geti verið milli landa og hin formlega umgjörð peningastefnunnar breytileg. Eftir að Bretton Woods-samstarfið liðaðist í sundur á fyrri hluta áttunda áratugar síðustu aldar og síðasta tenging myntkerfa ríkja heims við gullfót var rofin með aðgerðum Bandaríkjastjórnar í nóvember 1973 voru bæði grundvöllur og framkvæmd peningastefnu á reiki. Seðlabankar sveifluðust á milli þess að örva þjóðarbúskapinn þegar atvinnuleysi var mikið og hægja á efnahagslífinu þegar verðbólga var orðin óásættanlega mikil. Framsýni við stefnumörkun var ekki mikil og framkvæmd stefnunnar tilviljanakennd og til þess fallin að ýkja hagsveifluna frekar en að jafna hana út. Í háskólasamfélaginu var einnig deilt um getu seðlabanka til þess að hafa hemil á verðbólgu og hversu miklu trúverðugleiki skipti fyrir verðbólguvæntingar. Einnig var deilt um hvernig samspil þessara þátta hefði áhrif á kostnað við að hemja verðbólgu.

Sú skoðun að barátta seðlabanka við verðbólgu væri vonlítill þar sem verðbólga réðist að svo miklu leyti af þáttum utan áhrifasviðs peningastefnu, t.d. hrávöruverði, fjárlagahalla, fákeppnisverðlagningu og launamyndun, var ríkjandi á áttunda áratug síðustu aldar. Þetta voru t.d. sjónarmið þáverandi seðlabankastjóra Bandaríkjanna, Arthur F. Burns. Á hinn bóginn álitu Milton Friedman og fleiri að þótt þessir þættir kynnu að valda skammtímasveiflum í verðbólgu væri viðvarandi mikil og viðvarandi verðbólga ávallt tengd óhóflegum slaka í peningastefnunni. Einnig voru sumir hagfræðingar á því að hægt væri að ná böndum á verðbólgu án mikils kostnaðar ef peningastefnan nyti nægjanlegs trúverðugleika. Í því sambandi var framlag þeirra Kydlands og Prescotts sem fjallað er um í megintextanum afar mikilvægt: að skuldbinding við markmið peningastefnunnar þyrfti að vera trúverðug.

Í þessu samhengi er áhugavert að skoða reynsluna frá Bandaríkjunum, en þar hafði verðbólga aukist töluvert er leið á áttunda áratug síðustu aldar og var orðin rúmlega 10% árið 1980 og í dag er slakri peningastefnu almennt kennt um. Á þessu verður hins vegar mikil breyting þegar Paul A. Volcker tók við af G. William Miller sem seðlabankastjóri í ágúst 1979. Volcker leit á það sem meginverkefni sitt að ná tókum á verðbólgunni sem hætta var á að ykist enn frekar. Til þess að ná þessu markmiði gerði Volcker verulegar breytingar á framkvæmd peningastefnunnar og var t.d. upplýsingagjöf til markaða og gagnsæi aukin. Aðalatriðið var þó að aðhaldsstig peningastefnunnar var aukið verulega og miðaðist framkvæmd hennar í auknum mæli að því að ná tókum á verðbólguvæntingum. Vextir bankans voru því hækkaðir mikið og voru komnir yfir 17% um vorið 1980 (þar af hækkuðu vextir um 3 prósentur í einum mánuði) í kjölfar tímabils mikillar og vaxandi verðbólgu. Í kjölfarið tók verðbólga að hjaðna á ný og slaki að myndast í þjóðarbúskapnum og dróst landsframleiðslan t.a.m. saman um 10% um mitt ár 1980 frá sama tíma árið áður. Þrátt fyrir að verðbólga hafi tekið að minnka tóku verðbólguvæntingar að hækka nokkuð þegar leið á árið

peningamálayfirvöld fylgi bestu mögulegu stefnu. Ástæðan er sú að almenningur hefur takmarkaðar upplýsingar um skuldbindingu yfirvalda og því er rými til að draga trúverðugleika þeirra í efa.

1980. Seðlabankinn hækkaði því vexti á ný, þrátt fyrir að verðbólga væri að hjaðna og slaki væri í þjóðarþúskapnum, enda taldi Volcker að vaxandi verðbólguvæntingar væru ótvíræð ávísun á aukinn verðbólguþrýsting í framtíðinni. Vextir voru því hækkaðir í 19% snemma árs 1981 og í kjölfarið fylgdi meiri efnahagssamdráttur. Vöxtum var áfram haldið háum þrátt fyrir að samdrátturinn dýpkaði og í kjölfarið hjaðnaði verðbólga hratt. Það var ekki fyrr en skýrar vísbendingar voru um að langtíma verðbólguvæntingar væru teknar að hjaðna frá miðju ári 1982, að bandaríski seðlabankinn tók að slaka hratt á aðhaldi peningastefnunnar. Hins vegar virtist baráttan við verðbólguna ekki fullunnin og tóku verðbólguvæntingar aftur að aukast frá miðju ári 1983 og brást bankinn aftur harkalega við með hækkuð vaxta en í þetta skiptið tókst að ráða niðurlögum verðbólguóttans án þess að þyrfti að knýja fram samdrátt í efnahagslífinu. Virtist fullnaðarsigur loks unninn um miðjan níunda áratuginn. Eftir því sem leið á áratuginn höfðu aðgerðir seðlabankans því þau áhrif að mun minni kostnaður hlaust af vaxtahækkunum, enda dugðu mun minni hækkanir en áður til þess að hafa áhrif á verðbólguvæntingar (Goodfriend, 2007).

Lærdóminn af þessu tímabili dregur Goodfriend saman í þrjú meginatriði sem síðan hafa orðið að grundvelli nútímastjórnunar peningamála um allan heim. Í fyrsta lagi að seðlabankar geta beitt peningastefnunni, óháð fyrirkomulagi og framkvæmd ríkisfjármála, kjarasamningum eða hömlum á lánastarfsemi, til að ná stjórn á verðbólgu til langs tíma. Að ná niður verðbólgu fylgir efnahagslegur kostnaður, sem birtist m.a. í samdrætti framleiðslu og auknu atvinnuleysi, þótt sá kostnaður sé mun minni en margir óttuðust áður og minnki eftir því sem trúverðugleiki seðlabankans í baráttunni við verðbólgu eykst. Í öðru lagi að seðlabanki getur áunnið sér trúverðugleika í baráttu sinni við verðbólgu þrátt fyrir að hafa ekki endilega til þess formlega stofnanalega umgjörð. Án hennar er sá trúverðugleiki hins vegar brothættari en ef hennar nýtur við. Í þriðja lagi að vel tímasettar og ákveðnar aðhaldsaðgerðir geta lækkað verðbólguvæntingar og dregið þar með úr líkum á aukinni verðbólgu til lengri tíma.

Reynsla Bandaríkjana sýnir einnig ábatann af því að ná tókum á verðbólgunni, því að í kjölfar þess að bandaríski seðlabankinn náði tókum á verðbólgunni og hafði áunnið sér trúverðugleika sem varðhundur verðstöðugleika gat bandarískur þjóðarþúskapur vaxið kröftuglega um langa hríð án þess að ótti við aukna verðbólgu skapaðist (sjá t.d. Bernanke, 2004).

9.4 Stofnanaumhverfi peningastefnunnar

Eins og áður segir getur á hverjum tíma verið togstreita á milli markmiða um að auka efnahagsumsvif og að tryggja verðstöðugleika. Umfjöllunin hér á undan sýnir glögglega að stofnanalegur rammi peningastefnunnar er lykilþáttur í að skapa henni þannig grundvöll að líklegt sé að teknar séu ákvarðanir sem byggist á langtímahagsmunum. Þessir þættir snúa annars vegar að því hvers konar markmið peningastefnunni eru sett og hvernig þau eru skilgreind og hins vegar að því að seðlabankanum sé gefið sjálfstæði til að taka þær ákvarðanir sem hann telur þurfa til að ná þessum markmiðum utan áhrifavalds pólitískt kjörinna stjórnvalda.

9.4.1 Markmið peningastefnunnar og útfærsla hennar

Þær rannsóknir sem fjallað er um fyrr í þessum kafla benda ótvírætt til þess að trúverðugleiki peningastefnunnar, þ.e. að verðbólguvæntingar til lengri tíma haldist nálægt markmiði, sé best tryggður með því að

seðlabanki fylgi kerfisbundinni og fyrirsjáanlegri stefnu. Skýr og ótvíræð löggjöf um að meginhlutverk peningastefnunnar sé að tryggja verðstöðugleika styrkir skuldbindingu seðlabankans og eykur trúverðugleika stefnunnar. Slík löggjöf er líka til þess fallin að auka gagnsæi peningastefnunnar og gera almenningi auðveldara með að fylgjast með hvort seðlabankinn sé að framfylgja því markmiði sem honum er sett. Það er því engin tilviljun að æ fleiri ríki hafa farið þá leið að skilgreina löggjöf seðlabanka sinna með þessum hætti. Í alþjóðlegri rannsókn Fry o.fl. (2000) á 94 seðlabönkum kemur t.d. fram að meginmarkmið peningastefnunnar hjá 78 þeirra er verðstöðugleiki. Síðan þessi rannsókn var gerð hefur þeim fjölgað enn frekar sem hafa verðstöðugleika sem meginmarkmið.

Eins og fjallað er um í kafla 3 hafa æ fleiri þjóðir gengið skrefinu lengra og skilgreint hvað átt er við með verðstöðugleika með formlegu og tölulegu markmiði, svokölluðu verðbólgu markmiði. Eins og áður hefur verið fjallað um getur skilgreining formlegs verðbólgu markmiðs verið leið til að draga úr tímaósamræmisvanda peningastefnunnar (sjá t.d. Walsh, 1995, og Svensson, 1997). Formlegt verðbólgu markmið auðveldar jafnframt almenningi að fylgjast með árangri seðlabanka við að ná markmiðum sínum. Með verðbólgu markmiðinu er því búinn til formlegur rammi utan um mótun peningastefnunnar sem veitir verðbólguvæntingum kjölfestu og hefur áhrif á verðlagningu fjármálaafurða og samninga um t.a.m. laun. Stefnan er hins vegar nægilega sveigjanleg til að hægt sé að taka tillit til skammtímasveiflna í þjóðarbúskapnum. Peningastefna með verðbólgu markmiði sameinar því kosti ósveigjanlegra peningastefnureglna (e. monetary policy rule) og matskenndrar peningastefnu (e. discretionary monetary policy) þar sem verðbólgu markmiðið veitir stefnunni aðhald peningastefnureglunnar en túlkun og útfærsla markmiðsins gefur sveigjanleikann (sjá t.d. Bernanke o.fl., 1999).

9.4.2 Sjálfstæði seðlabanka

Vel skilgreint og afmarkað markmið fyrir peningastefnuna er líklegt til að auka gagnsæi og auðvelda mat á árangri peningastefnunnar og þar með styrkja trúverðugleika hennar. Það sama á við um sjálfstæði seðlabanka til að framkvæma peningastefnuna utan áhrifavalds pólitískra stjórnvalda. Eins og rakið er hér að framan er ákvörðun peningastefnunnar undir stjórn sjálfstæðs seðlabanka talin ein leið til að draga úr tímaósamræmisvanda Kydlands og Prescotts. Með því er dregið úr líkum á því að pólitísk stjórnvöld geti beitt seðlabankanum til að ná pólitískum skammtíamarkmiðum, sem til lengri tíma geta haft skaðleg verðbólguáhrif (sjá umfjöllun í grein Þórarins G. Péturssonar, 2000). Dæmi um slíkt væri t.d. að reyna að auka efnahagssumvif með eftirlátssamri peningastefnu stuttu fyrir kosningar. Þar sem stjórnendur seðlabankans þurfa ekki að sækja sér pólitískt umboð í kosningum er minni hættu á slíkum pólitískum hagsveiflum. Önnur rök fyrir sjálfstæði seðlabanka eru að stjórn peningastefnunnar þarf í eðli sínu að vera framsýn, eins og áður hefur komið fram. Í því felst að oft þarf að taka ákvarðanir í peningamálum sem hafa í för með sér sýnilegan

skammtímakostnað (t.d. minni atvinnu) en eru taldar nauðsynlegar með langtímahagsmuni í huga (t.d. minni verðbólgu).

Sjálfstæði til ákvarðana felur ekki í sér að seðlabankinn eigi að velja sér markmið. Færa má rök fyrir því að ákvörðun um endanlegt markmið peningastefnunnar eigi að vera í höndum lýðræðislega kjörinna stjórnvalda. Þótt allir seðlabankar þróaðra ríkja hafi meira eða minna óskorað vald til að taka ákvarðanir um mótun peningastefnunnar eru það oftast en ekki stjórnvöld (gjarnan í samvinnu við seðlabankann) sem setja seðlabönkum sínum markmið (sjá nánar í Walsh, 2005).⁹

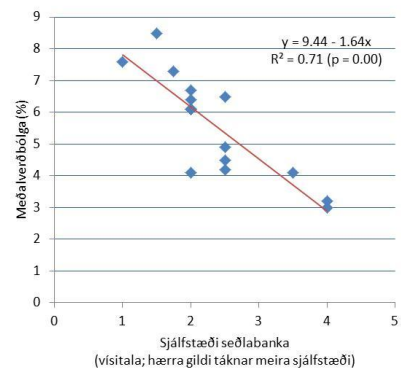
Fjöldi rannsókna hefur verið birtur á undanförunum árum sem staðfesta náð samband sjálfstæðis seðlabanka og árangurs í viðureigninni við verðbólgu. Sem dæmi má nefna rannsókn Alesina og Summers (1993), en niðurstöður þeirra eru sýndar á myndum 9.1-9.2. Eins og sjá má fer jafnan saman aukið sjálfstæði seðlabanka og minni og stöðugri verðbólga. Það er því engin tilviljun að þróun síðustu áratuga hefur öll verið í átt til aukins sjálfstæðis seðlabanka. Í alþjóðlegri rannsókn Fry o.fl. (2000) á 94 seðlabönkum kemur t.d. fram að 66 þeirra höfðu fullt sjálfstæði til að taka ákvarðanir í peningamálum (sjá nánar í grein Þórarins G. Péturssonar, 2000). Síðan þessi rannsókn var gerð hefur þeim þjóðum fjölgað enn frekar sem gefið hafa seðlabönkum sínum fullt sjálfstæði til ákvarðana í peningamálum.

9.5 Vandamál við framkvæmd peningastefnu í mjög litlum, opnum hagkerfum

Ýmsar ástæður geta verið fyrir því að framkvæmd sjálfstæðrar peningastefnu sé sérstaklega vandasöm í mjög litlum og fámennum hagkerfum (sjá nánar umfjöllun í kafla 13). Í fyrsta lagi fylgir því töluverð stærðarhagkvæmni að gefa út og nota eigin gjaldmiðil og hlutfallslega kostnaðarsamara er fyrir fámennar þjóðir að reka sjálfstætt myntkerfi (sjá einnig kafla 5). Þessi kostnaður getur t.d. falist í því að byggja upp skilvirkar stofnanir til að stjórna peningamálum, bæði varðandi nauðsynlega gagnaöflun, þekkingu er lýtur að líkanasmíði, rekstri greiðslukerfa, markaðsaðgerðum, lausafjárstyringu, fjármálaeftirlits og mótun peningastefnunnar.

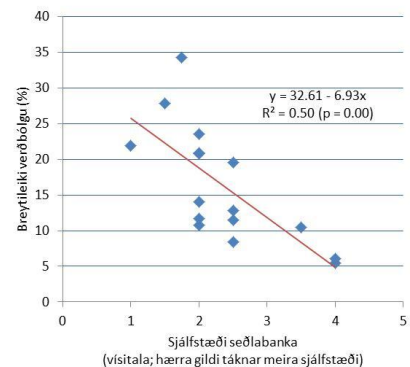
Í öðru lagi er atvinnulíf smárikja tiltölulega einhæft. Náttúrulegar aðstæður og stærðarhagkvæmni gera sérhæfingu hagkvæma, en eðli máls samkvæmt getur smárikki aldrei náð fram stærðarhagkvæmni í mörgum greinum. Þetta leiðir til þess að hagkvæmt er að byggja atvinnulífið á tiltölulega fáum atvinnugreinum og flytja inn vörur sem ekki er hagkvæmt að framleiða innanlands. Smæðin gerir smárikjum einnig erfiðara að takast á við hlutfallslega stór fjárfestingarverkefni, auk þess sem meiri hætta er á að einstaka atvinnugrein og áföll innan hennar hafi hlutfallslega mikil áhrif á þróun þjóðarþúskaþarins í heild (sjá einnig umfjöllun í kafla 3). Smæðin og

Mynd 9.1
Sjálfstæði seðlabanka og meðalverðbólga
1955-1988



Heimild: Alesina og Summers (1993).

Mynd 9.2
Sjálfstæði seðlabanka og breytileiki verðbólgu
1955-1988



Heimild: Alesina og Summers (1993).

⁹ Aðrir þættir sjálfstæðis seðlabankans lúta að takmörkunum á fjármögnun ríkissjóðs í seðlabankanum, en slík fjármögnun er jafnan óheimil með lögum, og getu stjórnvalda til að skipa og víkja seðlabankastjóra frá (sjá nánar umfjöllun í grein Þórarins G. Péturssonar, 2000).

einþæfnin leiðir einnig til þess að smáríki þurfa að reiða sig meira á utanríkisviðskipti en stærri ríki þar sem framleiðsluuppbyggingin er fjölbreyttari. Þetta samspil mikilvægis utanríkisviðskipta og sérþæfni gerir það að verkum að smáríki verða jafnan berskjaldaðri fyrir viðskiptakjaraskellum sem gera efnahagslífið óhjákvæmilega óstöðugra en í stærri ríkjum og framkvæmd peningastefnunnar því erfiðari.

Í þriðja lagi veldur smæðin og fábreytni framleiðsluuppbyggingar smárra ríkja því að innfluttar vörur eru jafnan stór hluti innlendar neyslukörfu. Skortur á innlendum staðkvæmdarvörum við innfluttar vörur getur þannig aukið áhrif gengisbreytinga á verðlag. Auk þess eru innflutt aðföng fyrirferðarmikil í innlendra framleiðslu. Þetta dregur úr skilvirkni sveiflujöfnunar sjálfstæðrar peningastefnu og fljóttandi gjaldmiðils þar sem utanríkisviðskipti verða ekki eins næm fyrir gengisbreytingum. Smæðin gerir það einnig að verkum að líklegra er að innfluttar vörur séu verðlagðar í gjaldmiðli framleiðanda (e. producer-currency pricing). Þetta ásamt háu vægi innfluttrar neyslervöru og innfluttra aðfanga í innlenda framleiðslu valda því að áhrif gengissveiflna á innlent verðbólugustig verða jafnan meiri en í stærri efnahagskerfum. Gagnsemi sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis til að mýkja áhrif efnahagsáfalla verður því minni fyrir smáríki þar sem raungengið hefur tilhneigingu til að hækka fljóttlega á ný í kjölfar nafngengislækkunar með aukinni verðbólgu (sjá t.d. Mundell, 1961, og McKinnon, 1963).

Í fjórða lagi er líklegt að fjármálamarkaðir séu vanþróaðri, grynri og jafnvel ekki til staðar í smærri ríkjum. Meiri hætta er einnig á að fákeppnisaðstæður myndist í innlendu fjármálakerfi sem geta dregið úr skilvirkni innlendra fjármálamarkaða. Það gerir miðlun peningastefnunnar ófyrirsjáanlegri og framkvæmd hennar erfiðari. Vanþróaðri fjármála- og gjaldeyrismarkaður gera einstaklingum og fyrirtækjum einnig erfiðara um vik að verja sig fyrir gengissveiflum þar sem fjármálaafurðir eru fábreyttari og dýrari en í stærri ríkjum sem geta dreift áhættu á stærri hóp einstaklinga (sjá nánar í köflum 5 og 12). Þessu til viðbótar er einnig líklegt að innlendir aðilar sækist hlutfallslega meira eftir lánum í erlendum gjaldmiðlum en það gerir efnahag þeirra viðkvæmari fyrir miklum gengissveiflum (sjá t.d. Stiglitz, 2001). Þetta getur dregið úr svigrúmi seðlabanka smárra ríkja til að leyfa gengi innlends gjaldmiðils að sveiflast eins og nauðsynlegt er ef beita á sjálfstæðri peningastefnu af fullum þunga (sjá t.d. Calvo og Reinhart, 2002). Allt er þetta líklegt til að gera stjórn peningamála sem byggist á því að miðla áhrifum vaxtaákvæðana seðlabanka í gegnum fjármálakerfið og út í raunhagkerfið, erfiðari í smárikjum en í stærri ríkjum. Óskilvirkni innlendra fjármálamarkaða í smárikjum gerir þau jafnframt sérstaklega viðkvæm fyrir breytingum í viðhorfi alþjóðafjármálamarkaða. Mikilli bjartsýni getur því fylgt styrking gjaldmiðils með vaxandi viðskiptahalla og erlendra skuldsetningu. Viðhorfsbreytingu markaðarins til hins verra geta svo fylgt miklir fjármagnsflutningar sem leiða til snarprar gengislækkunar. Þrátt fyrir að lægra gengi kunni að bæta utanríkisviðskipti, getur mikil gengislækkun haft neikvæðar afleiðingar fyrir þjóðarbúskapinn, sérstaklega í gegnum neikvæð efnahagsreikningsáhrif sem fylgja áðurnefndri skuldsetningu í erlendum gjaldmiðli (sjá t.d. Stiglitz, 2001).

Í fimmta lagi hefur alþjóðleg fjármálaleg samþætting tilhneigingu til að draga úr biti þjóðbundinnar peningastefnu hjá minni ríkjum. Eftir því sem fjármálaleg samþætting lítills ríkis verður meiri við umheiminn verður staðkvæmd á milli innlendra og erlendra fjáreigna meiri. Þó svo að skammtímavextir ráðist að mestu af innlendra peningastefnu munu langtímavextir þá hafa meiri fylgni við langtímavexti í stærri ríkjum. Það hefur í för með sér að miðlun peningastefnunnar fer fram í mun meira mæli en ella í gegnum gengi gjaldmiðilsins (sjá nánar kafla 3 og Mát Guðmundsson, 2007 og 2008). Í sjálfu sér þyrfti það ekki að vera mikið vandamál ef gengið þróaðist á hverjum tíma í samræmi við undirliggjandi efnahagsaðstæður. Reynslan sýnir hins vegar að gengi gjaldmiðla hafa tilhneigingu til að víkja frá þeim yfir lengri tímabil með snöggum leiðréttingum inn á milli (sjá kafla 13 og Plantin og Shin, 2010). Það verða því umframsveiflur í gengi sem valda óvissu og geta verið óheppilegar fyrir peningastefnu og útflutnings- og samkeppnisgreinar. Nýsjálendingar hafa á undanförunum áratugum glímt við þetta vandamál en eins og reynsla þeirra sýnir þarf það ekki að koma í veg fyrir að hægt sé að reka árangursríka eigin peningastefnu en það verður erfiðara en ella. Þá geta miklar sveiflur í gengi gjaldmiðla sem tengjast sveiflukenndum fjármagnshreyfingum grafið undan fjármálastöðugleika, eins og dæmi Íslands sýnir. Reynsla Nýsjálendinga sýnir hins vegar að það þarf ekki að leiða til fjármálakreppu ef regluverk og eftirlit er traust.

Eins og nánar er fjallað um í kafla 13 eru vísbendingar um að sjálfstæð peningastefna og fljóttandi gengi gjaldmiðla gegni ekki því sveiflujöfnunarhlutverki í mjög litlum hagkerfum sem ætlað er og sé jafnvel frekar uppspretta hagsveiflna. Flest fámenn ríki hafa því farið þá leið að velja sér eitthvert form fastgengistengingar eða beinnar aðildar að stærra myntsæði til að draga úr ofangreindum vandkvæðum. Einnig hefur umræða um þjóðhagsvarúðarstefnu (e. macro-prudential policy) orðið fyrirferðarmeiri eftir alþjóðlegu fjármálakreppuna, bæði í stórum og smáum ríkjum. Slík stefna gengur út á að seðlabönkum (og/eða fjármálaeftirlitsaðilum) er ætlað að takmarka áhættu í fjármálakerfinu í heild með ýmiss konar takmörkunum á starfsemi fjármálafyrirtækja og er ætlað að minnka hugsanlegt framleiðslutap komi til fjármálaáfalls (sjá nánar Seðlabanki Íslands, 2011).

9.6 Lokaorð

Eins og peningastefnan í flestum ríkjum heims er hugsuð og framkvæmd nú á dögum eru áherslur lagðar á gagnsæi, trúverðugleika og samspil væntinga og árangurs, enda hafa rannsóknir og reynsla undanfarinna áratuga sýnt hversu mikilvæg þróun verðbólguvæntinga er fyrir verðbólguhorfur. Til þess að seðlabankar geti haft áhrif á væntingar um verðlagsþróun þurfa þeir með trúverðugum hætti að geta sent skilaboð til markaða og annarra aðila sem hafa hlutverkum að gegna í verðákvörðunum. Til þess hefur áhersla verið lögð á að treysta umgjörð peningastefnunnar svo að tryggt sé að henni sé beitt með langtímahagsmuni þjóðarbúsins í huga.

Þrátt fyrir að mikill árangur hafi náðst í baráttu við verðbólgu víða um heim eru skilyrði ýmissa þjóða með þeim hætti að erfiðara er að

fá þetta samspil gagnsæis og væntinga til að skila tilætluðum árangri. Þetta á sérstaklega við um smáríki sem eiga erfiðara með að njóta ýmissa kosta sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis. Glögg dæmi um þetta er Ísland. Stjórn peningamála á Íslandi hefur um margt verið áfátt um langa hríð og sýnir reynsla Íslendinga að sjálfstæðri peningastjórn með fljóttandi gengi geta fylgt ýmsar hættur og erfiðleikar fyrir smáríki (sjá kafla 3). Fjármagnsflutningar til og frá landi með tilheyrandi sveiflum í gengi, í samspili við einhæfa framleiðslugerð og mikil áhrif gengis á verðlag, hafa gert Seðlabankanum afar erfitt fyrir að hafa áhrif á verðbólguvæntingar og um leið hafa hemil á verðbólgu. Þetta ber þó ekki að túlka á þann hátt að gott fyrirkomulag peningamála verji eitt og sér hagkerfi fyrir því að fjármagnsflutningar skapi þjóðhagslegt ójafnvægi, eins og fjallað er um í köflum 17 og 21. Reynsla Eyrstrasaltsríkjanna og Írlands af alþjóðlegu fjármálakreppunni sýnir að mikil útlánaaukning, eignabólur og þjóðhagslegt ójafnvægi skiptu meira máli fyrir afdrif ríkja í kjölfar kreppunnar en hvaða fyrirkomulag var á gengis- og peningamálum og niðurstöður kafla 11 og 17 benda til þess að uppbygging ójafnvægisins hafði lítið með fyrirkomulagið að gera.

Sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi geta gegnt mikilvægu hlutverki við aðlögun þjóðarbúsins að efnahagsskellum. Í tilviki efnahagsáfalls er hægt að slaka á aðhaldi peningastefnunnar og láta gengi gjaldmiðilsins lækka, svo að aðlögun í framleiðslu og atvinnu verði auðveldari. Því mætti ætla að það gæti verið dýrkeypt að fórna slíku hagstjórnartæki t.d. með inngöngu í myntbandalag. Hins vegar er ljóst að kostir þessa hagstjórnartækis nýtast ekki fyllilega nema því sé trúað að peningastefnan hafi þau tæki sem þarf, stuðning til að beita þeim og vilja og getu til að beita þeim rétt. Þessu til viðbótar benda niðurstöður kafla 13 til þess að sveigjanlegt gengi sé ekki síður uppspretta sveiflna en tæki til að jafna sveiflur. Spurningunni hvort sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi séu nægilega skilvirk sveiflujöfnunartæki í eins smávöxnum þjóðarbúskap og þeim íslenska er því ekki auðsvarað. Ljóst er að slakur árangur í stjórn peningamála og hagstjórn almennt á undanförunum áratugum hefur grafið undan trausti almennings á getu Seðlabankans til að tryggja verðstöðugleika. Spurningin sem leiðir af umfjöllun þessa kafla hlýtur því að vera á þá leið, hvort hægt sé að skapa það traust til peningastefnunnar þrátt fyrir þær áskoranir sem fylgja því að vera afar lítið, opið hagkerfi með sveigjanlegt gengi að búast megi við bættum árangri. Þessari spurningu er erfitt að svara með afgerandi hætti, þrátt fyrir að sá árangur sem stefnan hefur skilað hér á landi gefi ákveðnar vísbendingar. Bætt framkvæmd peningastefnunnar, viðbótarstjórnartæki í formi þjóðhagsvarúðarreglna og fjármálastefna ríkis og sveitarfélaga sem leitast við að jafna hagsveiflur gefa nokkur fyrirheit um að hægt sé að bæta árangur innlendrar peningastefnu. Hvort þær umbætur sem rætt er um hér að ofan muni nægja til að hægt verði að fullyrða að ábatinn af sjálfstæðri peningastefnu sé meiri en kostnaðurinn mun reynslan og frekari rannsóknir leiða í ljós.

Heimildaskrá

- Alesina, A., og L. H. Summers (1993). Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, 151-162.
- Barro, R. J., og D. B. Gordon (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12, 101-121.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin og A. S. Posen (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B. S., (2004). Remarks to the Conference on Reflections on Monetary Policy 25 Years after October 1979. Panel Discussion: *What Have We Learned Since October 1979?* <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041008/default.htm>.
- Blinder, A., (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Calderón, C., og K. Schmidt-Hebbel (2009). What drives world inflation? Í bókinni *Inflation in an Era of Relative Price Shocks*. Ritstjórar R. Fry, C. Jones, C. Kent. Sidney: Reserve Bank of Australia.
- Calvo, G., og C. Reinhart (2002). Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117, 379-408.
- Cecchetti, S. G., P. Hooper, B. C. Kasman, K. L. Schoenholtz og M. W. Watson (2007). Understanding the evolving inflation process. *U.S. Monetary Policy Forum 2007*. Graduate School of Business, University of Chicago.
- Chari, V. V., og P. J. Kehoe (2006). Modern macroeconomics in practice: How theory is shaping policy. *Journal of Economic Perspectives*, 20, 3-28.
- Friedman, M., (1953). The case for flexible exchange rates. Í bókinni *Essays in Positive Economics*. Ritstjórar R. E. Caves og H. G. Johnson. Chicago: Chicago University Press.
- Fry, M., D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger og G. Sterne (2000). Key issues in the choice of monetary policy framework. Í bókinni *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*. Ritstjórar L. Mahadeva og G. Sterne. London: Routledge, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Gagnon, J., og J. Ihrig (2004). Monetary policy and exchange rate pass-through. *International Journal of Finance and Economics*, 9, 315-338.
- Giavazzi, F., og M. Pagano (1988). The advantage of tying one's hands. *European Economic Review*, 32, 1055-1075.
- Goodfriend, M., (2007). How the world achieved consensus on monetary policy. *Journal of Economic Perspectives*, 21, 47-68.
- Khan, M. S., og A. Senhadji (2001). Threshold effects in the relationship between inflation and growth. *IMF Staff Papers*, 48, 1-21.

- Kydland, F. E., og E. C. Prescott (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85, 473-491.
- McKinnon, R. I., (1963). Optimum currency areas. *American Economic Review*, 53, 717-725.
- Már Guðmundsson (2007). Financial globalisation and challenges for prudential policies and macroeconomic management. Ræða á fundi Institut International d'Etudes Bancaires. Reykjavik, 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.
- Mishkin, F. S., (2006). Monetary policy strategy: How did we get there? *NBER Working Paper*, nr. 12515.
- Mishkin, F. S., (2007). Inflation dynamics. *NBER Working Paper*, nr. 13147.
- Mundell, R. A., (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51, 657-665.
- Perrier, P., og R. Amano (2000). Credibility and monetary policy. *Bank of Canada Review*, vorhefti, 11-17.
- Plantin, G., og H. S. Shin (2010). Carry trades and speculative dynamics. Grein í vinnslu. Toulouse School of Economics og Princeton University, maí 2010.
- Ravenna, F., (2012). Why join a currency union? A note on the impact on the choice of monetary policy. *Macroeconomic Dynamics*, 16, 320-334.
- Rogoff, K., (1985). The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Journal of Quarterly Economics*, 100, 1169-1189.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérrit* nr. 4.
- Seðlabanki Íslands (2011). Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti. *Sérrit* nr. 5.
- Stiglitz, J. E., (2001). Monetary and exchange rate policy in small open economies: The case of Iceland. Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, nr. 15.
- Svensson, L. E. O., (1997). Optimal inflation targets, conservative central banking and linear inflation contracts. *American Economic Review*, 87, 98-114.
- Svensson, L. E. O., (2001). *Independent Review of the Operations of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance*. Febrúar 2001.
- Taylor, J. B., (2000). Low inflation, pass-through and the pricing power of firms. *European Economic Review*, 44, 1389-1408.
- Walsh, C. E., (1995). Optimal contracts for central bankers. *American Economic Review*, 85, 150-167.
- Walsh, C. E., (2005). *Central Bank Independence*. Santa Cruz: Palgrave.
- Walsh, C. E., (2009). Inflation targeting: What have we learned? *International Finance*, 12, 195-233.

- Þórarinn G. Pétursson (2000). Nýjar áherslur í starfsemi seðlabanka: Aukið sjálfstæði, gagnsæi og reikningsskil gerða. *Peningamál*, 2000/4, 45-57.
- Þórarinn G. Pétursson (2005). Inflation targeting and its effects on macroeconomic performance. *SUERF Studies* 2005/5.
- Þórarinn G. Pétursson (2007). Hlutverk peningastefnunnar. *Peningamál*, 2007/3, 71-75.
- 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.

