

Hlutverk peningastefnunnar

Á undanförunum vikum hefur mikið verið rætt um peningastefnu Seðlabanka Íslands. Fram hafa komið hugmyndir sem virðast algerlega á skjön við sjónarmið sem þróast hafa á síðustu þremur áratugum í alþjóðlegri umræðu meðal hagfræðinga, þ.m.t. seðlabankamanna. Rétt er því að rífa upp þau grundvallaratriði sem „peningayfirvöld og stjórnvöld um nánast allan heim telja einkenna árangursríka peningastefnu“, eins og Frederic Mishkin, einn seðlabankastjóra Bandaríkja-anna, komst að orði í nýlegri grein (Mishkin, 2006, bls. 1).

Slæmar afleiðingar verðbólgu

Hagrænn og samfélagslegur kostnaður mikillar verðbólgu er orðinn flestum ljós. Óðaverðbólga víða um Evrópu á þriðja áratug síðustu aldar, langvarandi verðbólguvandi margra Suður-Ameríkukja á seinni hluta síðustu aldar og nú síðast óðaverðbólga í Zimbabwe sem hleypur á þúsundum prósentu, hefur undirstrikað þá ringulreið sem slíku fylgir. Reyndar þarf ekki að horfa til slíkra öfgatímabila: tiltölulega mikil verðbólga í nánast öllum iðnríkjum á sjöunda og áttunda áratug síðustu aldar, þegar verðbólga var um og yfir 10%, var dýrkeypt.²

Slæmar afleiðingar verðbólgu eru margvíslegar. Tilheyrandi verðbólguveiflur gera almenningi og fyrirtækjum erfitt að greina á milli breytinga á hlutfallslegu verði einstakra afurða og almennrar verðbólgu. Verðskyn slævist en það er einmitt grundvallarforsenda virkrar samkeppni. Erfiðara verður að áætla framtíðarþróun verðlags en það torveldar skynsamlegar ákvarðanir um fjárfestingu og aðra ráðstöfun fjármuna. Slík óvissa dregur úr upplýsingagildi verðbreytinga og takmarkar getu markaðsbúskaparins til að ráðstafa takmörkuðum gæðum á skilvirkan hátt. Samspil verðbólgu og skattkerfisins eykur þessa óskilvirkni enn frekar. Skattkerfið hefur t.d. tilhneigingu til að hygla neyslu dagsins í dag á kostnað neyslu í framtíðinni (þ.e. sparnaðar) og fjárfestingu í íbúðarhúsnæði á kostnað annars konar fjárfestingar. Þessi áhrif skattkerfisins eru því meiri sem verðbólga er meiri. Mikil verðbólga eykur einnig félagslegan ójöfnuð og dregur úr þjóðfélagslegri samstöðu. Tekjur færast frá almennum sparifjáreigendum til fagfjárfesta sem hafa svigrúm til þess að verja sig gegn verðbólgunni, frá lágttekjuhópum til hátekjuhópa og frá leigjendum til húseigenda svo að eitthvað sé nefnt. Því fylgja togstreita og átök á milli tekjuhópa og er sá leikur ójafn sem fyrr segir.

Mikilli verðbólgu og verðbólguveiflum fylgja því óheppilegar efnahagslegar og félagslegar afleiðingar og því alvarlegri sem verðbólgan verður meiri og varanlegri. Söguleg reynsla bendir jafnframt

1. Höfundur er staðgengill aðalhogfræðings og forstöðumaður rannsóknar- og spáeildar hagfræðisviðs Seðlabanka Íslands og dósent við Háskólann í Reykjavík. Höfundur þakkar samstarfsmönnum sínum gagnlegar ábendingar.

2. Niðurstöður Khans og Senhadjis (2000) gefa t.d. til kynna að viðvarandi verðbólga yfir 1-3% fyrir iðnríki og 7-11% fyrir þróunarríki hafi slæm áhrif á langtímahagvöxt.

til þess að kostnaðurinn við að ráða niðurlögum slíkrar verðbólgu geti verið verulegur í glötuðum hagvexti og tekjum. Sá tímabundni kostnaður er hins vegar lítill miðað við hið varanlega tap sem fylgir viðvarandi verðbólgu. Af þessum sökum hefur flestum seðlabönkum verið sett það höfuðmarkmið að halda verðbólgu í skefjum.

Hvað getur peningastefnan gert?

Fram á miðjan áttunda áratug síðustu aldar var talið að með beitingu peningastefnu mætti velja á milli markmiða um verðbólgu og atvinnustig. Með slakri peningastefnu mætti til langs tíma tryggja hátt atvinnustig á kostnað hóflegar verðbólgu eða með aðhaldssamri peningastefnu litla verðbólgu á kostnað atvinnu. Fjöldi rannsókna og bitur reynsla frá þessum tíma hefur orðið til þess að framangreind kenning á nú lítinn hljómgrunn.³ Þvert á móti hafi þjóðarbúskapurinn tilhneigingu til að leita með tímanum í undirliggjandi náttúrulegt stig atvinnu og hagvaxtar óháð því að hvaða verðbólguþingi er stefnt. Peningastefna sem reynir að halda atvinnuleysi kerfisbundið undir náttúrulegu atvinnuleysi eða hagvexti yfir vexti framleiðslugetu leiðir að endingu einungis til stigvaxandi verðbólgu en skilar ekki meiri atvinnu eða hagvexti. Í ljósi þess sem áður sagði um skaðsemi verðbólgu er líklegra að afleiðingarnar yrðu á endanum bæði minni atvinna og hagvöxtur. Rannsóknir hafa einnig sýnt að því meira 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.

Þar sem verð- og kauplag eru að nokkru marki tregbreytanleg verður hlutverk peningastefnunnar fyrst og fremst að halda verðbólgu líttli og stöðugri ásamt því að reyna að draga úr tímabundnum frávikum atvinnu og hagvaxtar frá langtímaþvægi að því gefnu að seðlabankanum hafi tekist að veita verðbólguvæntingum trúverðuga kjölfestu. Þegar þensla er í þjóðarbúskapnum fer allt saman: hagvöxtur er meiri en vöxtur framleiðslugetu, atvinnuleysi undir náttúrulegu atvinnuleysi og verðbólga mikil. Seðlabankinn leitast við að draga tímabundið úr umsvifum í þjóðarbúskapnum með hækkun stýrivaxta og verðbólga hjaðnar og eftirspurn leitar í sjálfbært stig. Þetta ferli getur hins vegar tekið tíma og komið harkalega við fjárhag fyrirtækja og heimila. Því er mikilvægt að missa ekki sjónar á langtímaávinningi þess að ná tókum á verðbólgunni.

Aðlögunin verður því kostnaðarminni sem trúverðugleiki peningastefnunnar er meiri. Meiri trúverðugleiki auðveldar seðlabankanum að hafa áhrif á væntingar og þar með að draga úr sveiflum í verðbólgu og almennri eftirspurn. Vel heppnuð peningastefna sem veitir verðbólguvæntingum trúverðuga kjölfestu er því í raun forsenda þess að hægt sé að ná árangri í að jafna sveiflur í atvinnustigi og hagvexti.

3. Sjá t.d. umfjöllun Nóbelsnefndarinnar um rannsóknir verðlaunahafa síðasta árs, Edmunds S. Phelps (þýðing væntanleg í *Fjármálatíðindum* 2006(2)).

Verðstöðugleiki sem meginmarkmið peningastefnunnar

Trúverðugleiki peningastefnunnar er talinn best tryggður með því að gefa seðlabankanum skýr fyrirmæli um að verðstöðugleiki sé algert forgangsverkefni hennar. Þetta þýðir ekki að önnur markmið almennrar hagstjórnar, t.d. um atvinnu, hagvöxt og jöfnuð, skipti ekki máli. Áhersla á verðstöðugleika sem meginmarkmið peningastefnunnar endurspeglar einfaldlega mikilvægi þess að halda verðbólgu í skefjum og þá staðreynd að peningastefnan hafi eingöngu langtímaáhrif á verðbólgu en ekki á atvinnustig eða hagvöxt.

Rannsóknir síðustu ára benda einnig ótvírætt til þess að trúverðugleiki peningastefnunnar sé best tryggður með því að hann fylgi kerfisbundinni og fyrirsjáanlegri stefnu. Með því er dregið úr líkum á vanhugsuðum tilraunum hans til að auka atvinnu tímabundið sem hefði í för með sér vaxandi verðbólgu síðar meir.⁴ Skýr og ótvíræð löggjöf um hlutverk seðlabankans, sem gerir verðstöðugleika að meginviðfangsefni peningastefnunnar, og lagalegt sjálfstæði hans til að framfylgja þessum lögum án íhlutunar annarra stjórnvalda draga einnig úr líkum á tilviljanakenndri framkvæmd. Löggjöf sem þessi eykur því trúverðugleika stefnunnar og bætir árangur hennar.⁵

Því er engin tilviljun að þróun síðustu áratuga hefur öll verið í þessa átt. Í alþjóðlegri rannsókn Frys o.fl. frá árinu 2000 kemur fram að af 94 seðlabönkum sem hún náði til hafi 78 þeirra haft verðstöðugleika að forgangsverkefni peningastefnunnar. Í þeim tilvikum þar sem önnur markmið eru nefnd er nánast ávallt skýrt tekið fram að verðstöðugleiki hafi forgang. Lögin um Seðlabanka Íslands eru því efnislega sambærileg löggjöf Englandsbanka, evrópska seðlabankans, norska seðlabankans, svissneska seðlabankans og sænska seðlabankans svo að fáein dæmi séu nefnd.⁶ Löggjöf bandaríska seðlabankans er hins vegar eldri og kveður svo á að hann eigi að stuðla að verðstöðugleika og hámarksatvinnu. Á síðustu tveimur áratugum hafa orð og gerðir bankans hins vegar ótvírætt skorið úr um að verðstöðugleikamarkmiðið hafi algeran forgang komi upp tilvik þar sem markmiðin stangast á (sjá t.d. umfjöllun í Mishkin, 2006). Í rannsókn Frys o.fl. kemur einnig fram að af þessum 94 seðlabönkum hafi 66 þeirra 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 skilgreint hafa verðstöðugleika sem meginmarkmið peningastefnunnar og aukið sjálfstæði seðlabanka til að ná þessu markmiði.

Verðstöðugleiki er hins vegar ekki nákvæmlega skilgreint hugtak. Því er mikilvægt að útskýra nánar hvað átt er við. Æ fleiri þjóðir hafa farið þá leið að setja seðlabanka sínum formlegt verðból gumarkmið. Þá er tryggt að allir hafi sama skilning á því hvað átt er við og að

4. Sjá t.d. umfjöllun Nóbelsnefndarinnar um rannsóknir verðlaunahafa ársins 2004, Finns Kydlands og Edwards Prescotts (þýðing í *Fjármálatíðindum* 2005(1), bls. 40-64).

5. Sjá t.d. niðurstöður Alesinas og Summers (1993) sem sýna að sjálfstæðir seðlabankar hafa náð betri árangri í viðureigninni við verðbólgu en þeir sem eru ósjálfstæðir.

6. Hún uppfyllir því svokölluð Maastricht-skilyrði um forgangsroðun markmiða peningastefnunnar og lagalegt sjálfstæði seðlabanka þeirra landa sem sækjast eftir aðild að Evrópusambandinu.

seðlabankinn og stjórnvöld geti ekki komið sér hjá erfiðum ákvörðunum í viðureign við verðbólgu. Formlegt tölulegt markmið gefur verðbólguvæntingum skýra kjölfestu og eykur gagnsæi og trúverðugleika peningastefnunnar. Árangur þessa fyrirkomulags hefur almennt verið góður, þótt herkostnaður þess að ná tókum á verðbólgu hafi verið nokkur þar sem hún hefur verið mikil og oft taki nokkurn tíma að skila sýnilegum árangri.⁷

Eitt stjórnæki – eitt markmið

Seðlabanki Íslands hefur m.a. verið gagnrýndur fyrir að beita ekki stjórnækjum sínum til að jafna sveiflur í gengi krónunnar. Í þessu samhengi verður að hafa í huga að seðlabankar ráða aðeins yfir einu stjórnæki, þ.e. stýrivöxtum sínum. Önnur stjórnæki, eins og inngríp á gjaldeyrismarkaði og bindiskylda, hafa sams konar hagræn áhrif og stýrivextir og eru því í raun ekki sjálfstæð stjórnæki. Þannig myndi hækkun bindiskyldu t.d. draga laust fé úr umferð og ýta upp markaðsvöxtum með svipuðum hætti og bein hækkun stýrivaxta gerir. Ástæða þess að seðlabankar velja stýrivexti sem stjórnæki fremur en inngríp og bindiskylda er að á nútímafjármálamörkuðum eru þeir mun gagnsæri og skilvirkari leið til að hafa áhrif á aðra markaðsvexti þrátt fyrir að alþjóðavæðing heimsbúskaparins hafi einnig dregið úr áhrifamætti stýrivaxta og flækt beitingu þeirra.⁸

Í ljósi þess að seðlabankar hafa eingöngu yfir einu stjórnæki að ráða geta þeir einungis unnið að einu langtímamarkmiði. Umfjöllunin hér að framan ætti að hafa varpað ljósi á hvers vegna markmiðið á að vera verðstöðugleiki. Tilraunir til að ná öðrum markmiðum verða óhjákvæmilega á kostnað meginmarkmiðsins. Raungengissveiflur gegna t.d. mikilvægu hagsveiflujafnandi hlutverki ásamt því að vera mikilvægur farvegur peningastefnunnar. Raungengi hefur tilhneigingu til að hækka á þensluskeiðum sem að öðru óbreyttu veikir samkeppnisstöðu útflutningsatvinnugreina og dregur þannig úr innlendum tekjum og atvinnu og þar með úr framleiðsluspennu og að lokum úr verðbólguþrýstingi. Sé peningastefnunni beint gegn þessu leiðir það að endanum aðeins til aukinna sveiflna í öðrum hagstærðum eins og vöxtum, atvinnu, hagvexti og verðbólgu.⁹

Lokaorð

Mikilvægasta viðfangsefni peningastefnunnar er að stuðla að verðstöðugleika og er það í raun meginframlag hennar til almennrar velferðar á Íslandi. Stefnan verður því árangursríkari sem markmið hennar eru skýrari og hinn lagalegi rammi hennar styður betur við meginmarkmiðið. Með því er trúverðugleiki peningastefnunnar betur tryggður en hann skiptir sköpum í hvernig til tekst og hversu kostnaðarsamt er að

7. Sjá t.d. yfirlit yfir framkvæmd þessarar stefnu og árangur í grein Þórarins G. Péturssonar (2005).
8. Fjallað er nánar um áhrif alþjóðavæðingarinnar á peningastefnuna í rammagrein III-1 í þessu hefti *Peningamála*.
9. West (2003) kemst t.d. að því að við að draga úr sveiflum í raungengi á Nýja-Sjálandi um 25 prósentur, geti hagsveiflur þar í landi aukist um 10-15 prósentur, verðbólguveiflur um 0-15 prósentur og sveiflur í vöxtum um 15-40 prósentur.

ná verðbólgu niður í markmið þegar hún hefur vikið verulega frá því. Trúverðug peningastefna er lykilforsenda þess að skapa verðbólguvæntingum traust akkeri og þess að hægt sé að draga úr hagsveiflum á Íslandi. Hún er einnig til þess fallinn að draga úr óæskilegum áhrifum gengissveiflna á innlent efnahagslíf. Allar hugmyndir um að fjölga markmiðum peningastefnunnar eða takmarka sjálfstæði Seðlabankans eru líklegar til þess að grafa undan trúverðugleika peningastefnunnar sem mun skaða hana og íslenskt efnahagslíf til langframa.

Heimildir

- Alesina, A., og L. Summers (1993), „Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25, 153-162.
- 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. Routledge, Centre for Central Bank Studies, Bank of England.
- Kahn, M. S., og A. S. Senhadji (2000), „Threshold effects in the relationship between inflation and growth”, IMF Working Paper, nr. WP00/110.
- Mishkin, F. S., (2006), „Monetary policy strategy: How did we get here?”, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, nr. 12515.
- West, K., (2003), „Monetary policy and the volatility of real exchange rates in New Zealand”, Reserve Bank of New Zealand, Discussion Papers, nr. 2003/09.
- Þórarinn G. Pétursson (2000), „Nýjar áherslur í starfsemi seðlabanka: Aukið sjálfstæði, gagnsæi og reikningsskil gerða”, *Peningamál* 2000/4, bls. 45-57.
- Þórarinn G. Pétursson (2005), *Inflation Targeting and Its Effects on Macroeconomic Performance*, SUERF Studies, 2005/5.

