

*Már Guðmundsson<sup>1</sup>*

## Verkefni og starfshættir nútíma seðlabanka

*Erindi á málstofu Viðskiptaháskólans á Bifröst, 17. október 2002.*

### *Góðir málstofugestir!*

Ég kalla erindi mitt hér í dag Verkefni og starfshættir nútíma seðlabanka. Ég ætla því ekki að fjalla um gengisstefnuna og framtíð krónunnar, eins og þegar ég talaði síðast á þessum vettvangi, enda fór Seðlabanki Íslands á verðbólguþröngmið 20 dögum síðar. Né heldur mun ég fjalla um ástand og horfur í íslenskum efnahagsmálum eða stefnuna í peningamálum, eins og ég geri gjarnan, nema þá til að útskýra betur meginviðfangsefnið. Það er mér ánægja að geta fjallað um þetta efni hér í dag, því að mér hefur fundist á umræðunni að undanfögnu, m.a. í tengslum við umfjöllun um skipun seðlabankastjóra, að nokkuð skorti á skilning á því hver verkefni Seðlabanka Íslands eru.

Vandinn í þessu sambandi er hins vegar sá að það eru fyrst og fremst sérfræðingar og yfirstjórnendur Seðlabankans sem hafa mikla þekkingu á þessu máli. Þeir hafa lært þau fræði sem seðlabankastarfsemi byggist á og hafa síðan yfirleitt í mörg ár fylgst náið með þróun hins alþjóðlega seðlabankaheims. Það er hins vegar skiljanlegt að þeir vilji síður blanda sér í umræður sem snúast fyrst og fremst um skipun í einstakar seðlabankastjórnastöður, en þá er áhuginn á málefnum Seðlabankans reyndar oft mestur. Í staðinn er þá oft leitað til aðila sem hafa stundum sorglega

lítinn skilning á því hvað verkefni nútíma seðlabanka snúast um.

Ég tel heppilegt að þróunin hér á landi fari í þessu efni í svipaðan farveg og í þeim löndum sem nú eru talin til mestrar fyrirmyndar varðandi starfsemi seðlabanka, eins og t.d. í Bretlandi og Svíþjóð. Þar halda stjórnendur og sérfræðingar seðlabankanna ótal erindi og kynningar, jafnvel nánast í viku hverri, til að útskýra fyrir almenningi, hagsmunaaðilum og stjórnmalamönnum hvað það er sem seðlabankarnir eru að gera og af hverju. Þekking og upplýsing er sjaldnast til hins verra og það er almennt viðurkennt að peningastefna virkar því betur sem skilningur á henni er meiri.

### *Eðli og hlutverk seðlabanka*

Seðlabankar urðu yfirleitt til annaðhvort sem bankar ríkisins (Evrópa) eða sem miðbankar bankakerfisins (t.d. Bandaríkin). Í fyrra tilfellinu var þeim ætlað að styðja við bakið á ríkinu með margvíslegum hætti, t.d. varðandi lánsfjáröflun, en í því síðara var þeim ætlað að koma í veg fyrir fjármálakreppur.<sup>2</sup> Hver sem uppruninn var varð seinna hlutverkið fljótlega mikilvægara, sérstaklega eftir að þeir fengu einkarétt á útgáfu lögeyris. Þar sem seðlabankarnir voru bankar ríkisins, réðu yfirleitt yfir megninu af gjaldeyrisforða landanna og gátu í krafti ofangreindrar einokunar „prentað peninga“ til að fleyta öðrum bönkum yfir lausafjárerfiðleika, urðu þeir bankar bankanna. Það

1. Aðalhafnæðingur Seðlabanka Íslands. Að meginstofni samhljóða erindi sem haldið var á málstofu Viðskiptaháskólans í Bifröst. Höfundur vill þakka Elínu Guðjónsdóttur, Ingimundi Friðrikssyni og Þórunni G. Péturssyni fyrir gagnlegar ábendingar. Skoðanir eru höfundar og þurfa ekki nauðsynlega að endurspeglar skoðanir bankastjórnar Seðlabanka Íslands.

2. Sjá t.d. Goodhart (1988).

var ekki fyrir en enn síðar að þessi staða var nýtt til að reka virka peningastjórnun, sem í dag er meginhlutverk flestra seðlabanka.<sup>3</sup> Möguleikinn á stjórn peningamála í hagstjórnarskyni, eins og við þekkjum hana í dag, var lengi vel takmarkaður vegna gullfótarins sem var við lýði fram að fyrri heimsstyrjöldinni, auk þess sem hagstjórnarfræði voru mun vanþróaðri en í dag. Samandregið getum við því sagt að meginhlutverk seðlabanka séu eftirfarandi:

- Útgáfa seðla og myntar.
- Stöðugleiki fjármálakerfisins í heild, þ.m.t. virkt og öruggt greiðslukerfi.
- Varðveisla gjaldeyrisforða.
- Stjórn peningamála með þjóðhagsleg markmið að leiðarljósi.

Seðlabankar geta auðvitað gegnt margs konar öðrum verkefnum, en það er þá sakir þess að stjórnvöld hafa tekið þar um sérstaka ákvörðun en ekki vegna þess að þau séu órjúfanlegur hluti af eðli seðlabanka. Dæmi um þetta er eftirlit með einstökum fjármálastofnunum, umsjón með lántökum ríkissjóðs og samskipti við alþjóðastofnanir.

#### Fræðilegur grundvöllur peningastjórnunar

Ég ætla hér fyrst og fremst að beina sjónum mínum að peningastjórnunarhlutverki seðlabanka. Það er meginhlutverk flestra seðlabanka í dag. Það hefur einnig átt sér stað gífurlega mikil framþróun á því sviði á undanföllum árum og þaðan kemur titill erindisins, þ.e. *verkefni og starfshættir nútíma seðlabanka*. Þessi framþróun byggist á mun nánara samspili fræðilegrar hagfræði og seðlabankastarfsemi en raunin var fyrir nokkrum áratugum. Hagfræðikenningar um markmið, verklag og skipulag seðlabanka hafa verið í mikilli framþróun og það er meiri eining um þær meðal hagfræðinga og seðlabankamanna en var. Þær hafa haft umtalsverð áhrif á starfsemi og skipulag seðlabanka víða um heim. Fræðilegur grundvöllur peningastjórnunar seðlabanka er því mun traustari en áður. Reyndar er það svo að sams konar þróun er að mínu mati í gangi varðandi hitt meginhlutverkið, þ.e. varðveislu fjármálalegs

stöðugleika, en hún er styttra á veg komin og nær kannski aldrei jafn langt, m.a. þar sem viðfangsefnið eru í sumu töluvert ólík. Seðlabankar eru stöðugt að breyta vöxtum upp og niður og því verður til fjöldi mælinga á áhrifum þeirra á hagkerfið. Fjármálakreppur verða hins vegar sem betur fer mjög sjaldan í hverju landi og eru innbyrðis ólíkar um margt. Það eru hins vegar tengsl á milli þessara tveggja meginsviða, eins og ég kem að síðar.

Sem dæmi um þær spurningar sem leitast er við að svara með vísindalegum hætti á grundvelli fræðikenninga og reynslu má nefna:

- Hvernig virka stjórnþæki seðlabanka, einkum vextir, á hagkerfið?
- Í hvaða mæli er heppilegt að seðlabankar bindi hendur sínar fyrirfram varðandi beitingu stjórnþækja? Dæmi um slíkt eru yfirlýsingar um fastgengisstefnu eða tiltekið verðbólguþröskulmarkmið.
- Hvaða einfaldar reglur varðandi vaxtabreytingar virka vel? Þá er t.d. verið að huga að reglum sem skila árangri í því að verðbólguþröskulmarkmið náist en lýsa um leið vel raunverulegum viðbrögðum seðlabanka við hagsveiflum. Dæmi um slíka reglu er hin vel þekkt Taylor-regla.
- Hvaða tillit á að taka til eignaverðs og eignaverðsbóla við ákvörðun peningastefnunar?
- Hvernig er heppilegast að taka tillit til óvissu við ákvörðun peningastefnunar?
- Hvernig er heppilegast að skipuleggja ákvörðunartöku í peningamálum? Skila peningastefnufndir betri árangri en t.d. ákvarðanir eins seðlabankastjóra sem styðst við ráðgjöf?

Sumar af þessum spurningum hafa fengið betri svör en aðrar sem eru útkljáðar og til mikillar umfjöllunar um þessar mundir hjá fræðimönnum og seðlabankamönnum. Ég mun fjalla um nokkur af þessum atriðum en fyrst vil ég útskýra hvað peningastjórn er og hver áhrifin af henni eru á hagkerfið.

#### Hvað felst í stjórn peningamála?

Stjórn peningamála felur í sér aðgerðir seðlabanka til að hafa áhrif á peningamagn í umferð og/eða vexti á peningamarkaði með tiltekin þjóðhagsleg markmið að leiðarljósi. Þetta getur seðlabanki vegna einokunar sinnar á útgáfu lögeyris, sakir þess að viðskiptabankar eru þvingaðir til að eiga við hann innláns- og

3. Goodhart (áður ívitnaður) bls. 7 segir að „...sögulega er það í raun svo að peningastjórnunarhlutverkinu var bætt við fjármálaeftirlitshlutverkið en ekki öfugt“. (Lausleg þýðing höfundar.)

útlánsviðskipti og vegna þess að hann hefur yfir að ráða eigin sjóðum sem hann getur notað til að hafa áhrif á jafnvægi framboðs og eftirspurnar á peninga- eða gjaldeyrismörkuðum.<sup>4</sup> Flestir seðlabankar í iðnríkjum nota þetta afl til að stýra vöxtum á peningamarkaði, þ.e. skammtímanafnvöxtum. Í flestum tilfellum gerist það með því að seðlabankar taka ákvarðanir um eigin vexti í viðskiptum sínum við banka og aðrar lánastofnanir. Þegar fjármagnshreyfingar eru frjálssar á milli landa, eins og raunin er hér á landi, verður náð samband á milli innlendra vaxta og gengis. Við þessar aðstæður má líta svo á að seðlabanki hafi aðeins eitt tæki til að reyna að ná þeim þjóðhagslegu markmiðum sem honum hafa verið sett (eða hann hefur sett sér).<sup>5</sup> Almennt gildir sú regla að með einu tæki er aðeins hægt að ná einu markmiði. Þar sem fjármagnsmarkaðir eru þróaðir og opnir felst því stjórn peningamála fyrst og fremst í því að taka ákvarðanir um stýrivexti seðlabanka með eitt meginmarkmið í huga. Í æ fleiri tilfellum er það markmið um litla verðbólgu.

#### *Verðbólga er peningalegt fyrirbæri*

Af hverju skyldi lítil verðbólga vera eðlilegasta markmið peningastefnu, en ekki t.d. hátt atvinnustig eða sem mestur hagvöxtur? Ástæðan er sú að verðbólga er þegar öllu er á botninn hvolft peningalegt fyrirbæri. Þegar seðlabankar breyta skammtímanafnvöxtum hafa þeir áhrif á nafnvexti til lengri tíma. Þeir hafa einnig áhrif á raunvexti, þar sem verð og laun eru tregbreytanleg til skemmri tíma. Breyting raunvaxta hefur síðan áhrif á neyslu og fjárfestingu, bæði beint og í gegnum áhrif á eignaverð, t.d. verð fasteigna og hlutabréfa. Heildareftirspurn breytist, sem síðan hefur áhrif á launamyndun og verðbólgu. Peningastefnan virkar einnig í gegnum gengið. Þannig valda t.d. hærri vextir herra gengi um hríð. Það virkar síðan á verðbólgu með þrennum hætti. Í

fyrsta lagi þrengir herra gengi að útflutnings- og samkeppnisgreinum, sem dregur úr umsvifum þeirra og eftirspurn eftir vinnuafl. Í öðru lagi beinir það eftirspurn að innflutningi og dregur þannig úr innlendum verðbólguþrýstingi. Í þriðja lagi hefur það bein áhrif á innlent neysluverð í gegnum lægra verð á innfluttum vörum.

Áhrif peningastefnunnar á raunvexti, raungengi, eftirspurn, atvinnustig og hagvöxt hverfa hins vegar smám saman þegar væntingar markaðsaðila lagast að nýjum aðstæðum og laun og verð yfirvinna tregbreytanleika sinn til skamms tíma. Eftir sitja þá áhrifin á verðbólgu. Samandregið getum við því sagt að peningastefna hafi áhrif á verðbólgu til lengdar en geti til skamms tíma sveiflað framleiðslu og atvinnustigi í kringum jafnvægi sem ræðst af öðrum þáttum sem eru að mestu óháðir peningastefnunni, eins og tækniþróun, sparnaðarhneigð, áhættusækni, virkni markaða og atvinnuþátttöku.<sup>6</sup>

#### *Hvað getur peningastjórnun gert og hvað ekki?*

Þótt seðlabankar geti ekki við venjulegar aðstæður haft áhrif á hagvöxt til lengdar, þá geta þeir það til skamms tíma með áhrifum sínum á heildareftirspurn. Peningastefnan virkar einmitt með þeim hætti að sveifla landsframleiðslu og atvinnustigi í kringum jafnvægisgildi sín sem síðan hefur áhrif á verðbólgu. Þegar landsframleiðsla fer upp fyrir jafnvægisgildi myndast framleiðsluspenna og verðþrýstingur en framleiðslulaki og lægri verðbólga þegar hún fer niður fyrir. Þetta er ástæðan fyrir því að tímabundinn samdráttur hefur oft verið fylgifyrirkomur þess að verðbólga er kæfð í iðnríkjum. Ein algengasta kveikja samdráttartímabila í Bandaríkjunum á eftirstríðsárunum hefur einmitt verið sú að bandaríski seðlabankinn hækkaði vexti til að draga úr verðbólgu sem komist hafði á skrið. Það á þó ekki við um núveandi efnahagslægð. Möguleiki seðlabanka til að hafa áhrif á hagvöxt til skamms tíma gerir þeim jafnframt kleift að vinna gegn samdrætti með vaxtalækkunum þegar verðbólga er ekki vandamál. Þetta er einmitt staðan í Bandaríkjunum um þessar mundir.

Þetta hefur hins vegar ekki verið staðan hér á landi fyrr en síðustu mánuði. Verðbólgan var há og Seðlabankinn þurfti að einbeita sér að henni. Svig-

4. Í þessu sambandi skipta tvö fyrrnefndu atriðin í raun meira máli þar sem eigin sjóðir seðlabanka eru alltaf takmarkaðir. Þannig getur seðlabanki notað t.d. gjaldeyrisforða sinn til að hamla gegn lækkun gengis, en ef lækkunartilhneigingin er viðvarandi kemur að því að forðann þrýtur og bankinn verður þá annaðhvort að hækka vexti eða láta gengið lækka.

5. Þá er horft framhjá kaupum og sölu seðlabankans á gjaldeyri með því að nota eigin gjaldeyrisforða, en slík viðskipti geta aðeins haft tímabundin áhrif á gengið vegna þess að gjaldeyrisforði þjóða hefur í reynd bæði neðri og efri mörk.

6. Nánari lýsingu á miðlunarferli peningastefnunnar er að finna í grein Þórarins G. Péturssonar (2001).

rúm hans til að örva hagvöxt til skamms tíma var nánast ekkert og reyndar ekki tilefni til slíks fyrr en á allra seinustu misserum. Reyndar sýna nýjustu tölur að mat þeirra sem ákafast kölluðu á vaxtalækkun á síðasta ári var hreinlega rangt. Hagvöxtur var 3,6% á sl. ári sem er umfram þann vöxt sem samrýmist óbreyttri framleiðsluspenna. Framleiðsluspenna jókst því og náði reyndar hámarki í þeirri uppsveiflu sem nú er lokið. Atvinnuleysi var ekki nema 1,3% að meðaltali og 1,7% árstíðarleidirétt í lok síðasta árs. Það er í báðum tilfellum nokkuð undir líklegu mati á jafnvægisatvinnuleysi. Verðbólga var á uppleið og náði 9½% hámarki í byrjun 2002 og verðbólguvæntingar fylgdu á eftir. Gengi krónunnar var undir miklum þrýstingi mest allt síðastliðið ár. Síðast en ekki síst lækkuðu raunvextir Seðlabankans um mitt síðasta ár vegna hærri verðbólguvæntinga samfara aukinni mældri verðbólgu og þannig slaknaði í raun á aðhaldsstiginu.

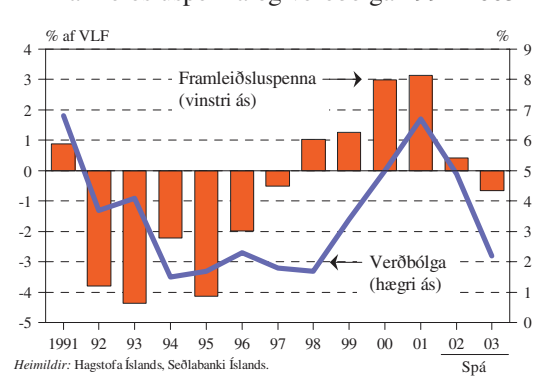
Undir lok síðasta árs höfðu verðbólguvæntingar lækkað á ný og raunvextir Seðlabankans höfðu hækkað úr rúmum 4% í um 6½%. Í því ljósi og með tilliti til horfa um slaka í hagkerfinu á árinu 2002 lækkaði Seðlabankinn síðan vexti sína um 0,8 prósentur í nóvember 2001. Mest allt árið voru hins vegar ekki aðstæður fyrir slökun í peningamálum, og það var reyndar ekki fyrr en leið á þetta ár að forsendur sköpuðust fyrir virkilegu vaxtalækkunarferli samfara því að raunverulegur slaki myndaðist og verðbólga lækkaði ört. Jafnskjótt hóf Seðlabankinn vaxtalækkunarferli og hefur á haustmánuðum tekið vaxandi tillit til hagvaxtarhorfa til skemmri tíma

litið. Meðfylgjandi mynd sýnir samhengi framleiðsluspennu og verðbólgu hér á landi. Hún sýnir glögglega að sterk tengsl eru á milli verðbólgunnar og eftirspurnarstigsins í hagkerfinu.

Ég hef hér farið yfir hvað peningastjórnun getur gert. En það er ekki síður mikilvægt að átta sig á því hvað hún getur ekki gert vegna þess að stundum heyrast raddir sem einmitt krefjast þess af henni. Peningastefnan getur ekki komið í veg fyrir hagsveiflur, hún getur aðeins dempað þær ef hún er vel rekin og trúverðugleiki er til staðar. Peningastefnan getur ekki komið í veg fyrir eignaverðsbólur. Peningastefnan getur ekki skotið stoðum undir hlutabréfaferð. Peningastefnan getur heldur ekki komið algjörlega í veg fyrir fjármálalegan óstöðugleika. Slæm peningastefna getur hins vegar stuðlað að honum og góð peningastefna getur dregið úr líkunum á honum. Síðast en ekki síst getur peningastefna almennt ekki haft áhrif á hagvöxt nema til skemmri tíma. Á þessu eru þó þrjár undantekningar. Ef peningastefnan er allt of slök og stuðlar að mjög mikilli verðbólgu yfir lengri tímabil getur það veikt hagvaxtargetuna. Með sama hætti getur allt of aðhaldssöm peningastefna stuðlað að verðhjóðnun sem dæmi sanna að getur stuðlað að stöðnun eða samdrætti (samanber þróunina í Japan síðastliðinn áratug). Í þriðja lagi getur allt of aðhaldssöm peningastefna sem tengist harðri fastgengisstefnu haldið raunvöxtum langt fyrir ofan það sem hæfir innlendu efnahagslífi nægilega lengi til að veikja það umtalsvert yfir lengra tímabil. Nýlegt dæmi um þetta er Argentína.

Mynd 1

Framleiðsluspenna og verðbólga 1991-2003



#### Tímatafir, væntingar, trúverðugleiki og óvissa

Tvennt blasir við þegar miðlunarferli peningastefnunnar er lýst eins og ég hef gert hér að framan. Það fyrra er að það felur í sér töluverðar tímatafir, þ.e. það tekur tíma frá því að vöxtum seðlabanka er breytt þar til að áhrifin koma fram í verðbólgu. Alþjóðlegar rannsóknir benda til að 6-12 mánuðir líði þar til að áhrif á verðbólgu koma fram af þunga og allt að 2 ár þar til að þau koma fram að fullu. Rannsóknir hér á landi benda til að tafirnar séu svipaðar héraðs.<sup>7</sup> Það síðara er að væntingar aðila hagkerfisins leika töluvert hlutverk í ferlinu.

7. Sjá Þórarinn G. Pétursson (2001).

Þrennt leiðir af þessu. Í fyrsta lagi að trúverðugleiki seðlabankans getur skipt miklu varðandi miðlunarferli peningastefnunnar. Með trúverðugleika er átt við að aðilar hagkerfisins trúir því að seðlabankinn hafi getu og vilja til að ná því verðbólguþæðingumarkmiði sem honum er sett. Ef slík trú er til staðar er auðveldara fyrir seðlabankann að ná markmiði sínu því að væntingarnar á markaðnum hjálpa honum. Það er einnig auðveldara fyrir hann að jafna hagsveifluna eða hjálpa fjármálaþyrirtækjum í erfiðleikum því að grunsemdir vakna síður um að hann hafi eitthvað annað í hyggju. Ef slík trú er til staðar er auðveldara fyrir seðlabankann að ná markmiði sínu því að væntingarnar á markaðnum hjálpa honum. Það er einnig auðveldara fyrir hann að jafna hagsveifluna eða hjálpa fjármálaþyrirtækjum í erfiðleikum því að grunsemdir vakna síður um að hann hafi eitthvað annað í hyggju. Ef slík trú er til staðar er auðveldara fyrir seðlabankann að ná markmiði sínu því að væntingarnar á markaðnum hjálpa honum. Það er einnig auðveldara fyrir hann að jafna hagsveifluna eða hjálpa fjármálaþyrirtækjum í erfiðleikum því að grunsemdir vakna síður um að hann hafi eitthvað annað í hyggju.

Í öðru lagi þarf peningastefnan að vera framsýn. Formlegar spár og mat á horfum í efnahagsmálum gegna því lykilhlutverki við mótun peningastefnunnar. Dæmi um þetta er að verðbólguþæðingumarkmiði Seðlabanka Íslands er mikilvægasta viðmið ákvarðana í peningamálum.<sup>8</sup>

Í þriðja lagi, og það sem skiptir mestu máli í mínum huga, er að ákvarðanir í peningamálum eru alltaf teknar við skilyrði óvissu. Þessi óvissa er „undir, yfir og allt um kring“, ef svo má til orða taka. Það er ekki einungis að framtíðin sé alltaf í eðli sínu óviss. Til viðbótar kemur að óvissa ríkir einnig um ástandið á ríkjandi stund þar sem hagstærðir eru oftast mældar með nokkurri töf. Einnig ríkir óvissa um hvert sé rétta líkanið af hagkerfinu, hvernig miðlunarferli peningastefnunnar sé og hvernig markaðsaðilar þræðist við ákvörðunum í peningamálum hverju sinni. Í mínum huga er það eitt af meginverkefnum seðlabanka að reyna eftir megni að yfirvinna áhrifin af þessari óvissu. Það gerir hann aðallega með þrennum hætti. Í fyrsta lagi með því að búa yfir öflugu kerfi til að vaka yfir ástandi og horfum í efnahagsmálum. Í öðru lagi með því að þreifa sig áfram varðandi breytingar á vöxtum, þ.e. breyta

8. Umfjöllun um þyrirtakulag peningastefnu með formlegu verðbólguþæðingumarkmiði er að finna í grein Þórarins G. Þéturssonar (2000a).

þeim oft og í smærri skrefum en hann myndi væntanlega gera ef hann vissi allt um núíð og framtíðina.<sup>9</sup> Í þriðja lagi með því að hafa innra kerfi til að ræða ástand og horfur og hvað réttast sé að gera í peningamálum og nýta þannig sem best þá þekkingu sem býr í bankanum. Ef ekki væri þessi óvissa gætu seðlabankar verið mun minni. Að lokum er rétt að hafa í huga að óvissan verður aldrei að fullu yfirunnin og þess vegna verður peningastefna í framkvæmd alltaf blanda af vísindum og list.

Þar sem þetta er svo mikilvægt langar mig að nefna tvö dæmi sem tengjast óvissunni. Það fyrra er kerfi Seðlabanka Íslands til að meta ástand og horfur í efnahagsmálum. Það kerfi er viðamikil og hefur verið að eflast á undanföllum misserum, enda varð mikilvægi framsýnnar peningastefnu enn meira en áður eftir að bankanum var sett verðbólguþæðingumarkmið. Í kerfið fara töluverðir starfskraftar. Lýsa má kerfinu með eftirfarandi hætti:

*Mat á hagvísunum:* Í hvert skipti sem nýjar hagþölur eru birtar eru þær teknar til skoðunar. Í hverjum mánuði skoðar og greinir hagfræðisvið bankans síðan vel yfir 100 innlendar hagstærðir sem yfirleitt eru á mánaðarlegri tíðni eða hærri.

*Spár:* Seðlabankinn gerir fjórum sinnum á ári verðbólguþæðingumarkmið til a.m.k. tveggja ára. Í tengslum við þær er lagt ítarlegt mat á þá þætti efnahagsmála sem mestu skipta fyrir verðlagsþróunina. Seðlabankinn kynnir sér einnig spár annarra.

*Markaðsvaka:* Markaðsstofa bankans á peningamálasviði fylgist náíð með þróun á innlendum fjármálamörkuðum og er í nánnum tengslum við aðrar fjármálastofnanir.

*Úrtakskannanir:* Seðlabankinn lætur reglulega gera úrtakskannanir á væntingum og áformum heimila og þyrirtækja.

*Samtöl:* Fulltrúar bankans eiga samtöl við margvíslega aðila í þjóðfélaginu til að fá frá þeim upp-

9. Blinder (1998) fjallar um stjórn peningamála við skilyrði óvissu með fræðilegum og aðgengilegum hætti í senn, en hann nýtur þess að vera akademískur hagfræðingur í hæsta gæðaflokki sem jafnframt hefur reynslu af því að sitja í peningastefnunefnd seðlabanka Bandaríkjanna. Hann minnir á Brainard-regluna, þ.e. við skilyrði óvissu ber að ákveða hvað yrði gert ef stíkar líkana sem notuð eru við ákvörðun peningastefnunnar væru þekktir með vissu, og gera síðan minna. Það styður við kenninguna um að heppilegra sé að breyta vöxtum í mörgum minni skrefum fremur en fáum stórum.

lýsingar og mat. Þannig ræða t.d. bankastjórar Seðlabankans reglulega við yfirstjórnendur annarra fjármálastofnana.

Mig langar hér til að segja örfá orð um spár og hlutverk þeirra í þessu ferli, þar sem mér hefur oft þótt gæta misskilnings í því efni. Þótt ég vinni mikið við spár og telji þær mikilvægar má ekki ofmeta hlutverk þeirra. Spár eru ekki endilega besta ágiskun spámannanna varðandi það sem muni gerast heldur eru þær alltaf skilyrtar ákveðnum forsendum sem sumar eru tæknilegar eða gefnar af hefð. Dæmi um þetta er að verðbólguþáttur byggjast yfirleitt á óbreyttu gengi. Sama má reyndar segja um þjóðhagsspár. Það þýðir ekki endilega að þeir sem spá telji líklegast að gengið verði óbreytt. Þetta skapaði nokkurn vanda við spágerð hér á landi þegar viðskiptahallinn var hvað mestur og líkur voru verulegar á að gengi félli umtalsvert ef ekki kæmi eitthvað annað til, eins og síðar kom rækilega í ljós. Þetta hafði það í för með sér að spár um verðbólgu urðu of lágar en spár um viðskiptahalla of háar miðað við það sem varð reyndin, en ekki endilega miðað við hinar gefnu forsendur.

Það er hefð á Íslandi að spá verðbólgu, hagvexti og því um líku upp á punkt og prik. En það er að mínu mati mjög villandi. Það er oft vítt óvissubíl í kringum spárnar og því verður að halda til haga. Seðlabankinn hefur reynt að afla þessu skilnings með því að birta líkindadreifingu í kringum verðbólguþáttina. Sama skilningi þarf að vinna sess varðandi t.d. þjóðhagsspár. Spár eru þegar öllu er á botninn hvolft „bara spár“. Það er m.a. þess vegna sem Seðlabanki Íslands, eins og aðrir seðlabankar, breyta ekki peningastefnunni einungis á grundvelli spáa, heldur horfa einnig á hvernig hagstærðir líðandi stundar eru að staðfesta eða grafa undan spánni.

Þetta leiðir mig að seinna dæminu, sem fjallar um vaxtabreytingar. Seðlabankar hafa tilhneigingu til að breyta vöxtum í mörgum smáum skrefum fremur en fáum stórum, sbr. meðfylgjandi myndir af nokkrum vaxtalækkunarferlum. Að hluta til liggur ástæðan í því að þeir vilja taka tillit til fjármálastöðugleika og vilja því ekki stuðla að allt of skyndilegum breytingum á vöxtum og eignaverði. Meginástæðan að mínu mati liggur hins vegar í óvissunni. Það sem bankarnir gera er annars vegar að þreifa sig áfram með áhrif vaxtabreytinganna á hagkerfið og hins vegar að endurmeta stöðugt stöðuna í ljósi innkom-

inna upplýsinga. Í ljósi óvissunnar er öruggara að gera það oftar en sjaldnar. Seðlabankar sem hafa formlega auglýsta vaxtaákvörðunarfundir hafa þá yfirleitt oft á ári. Það væri miklu flóknara út frá óvissunni ef seðlabankar gætu t.d. einungis tekið ákvarðanir einu sinni á ári.

Vaxtalækkunarferillinn á Íslandi að undanfögnu er á meðfylgjandi mynd borinn saman við þrjú dæmi, en myndin sýnir stýrivexti viðkomandi seðlabanka á hverjum tíma. Fyrsta dæmið er lækkun vaxta í Svíþjóð á tímabilinu frá desember 1992 til júní 1994, þ.e. eftir að gengi sænsku krónunnar féll í gjaldeyris-kreppu og vextir eru síðan smám saman lækkaðir samfara því að verðbólga lækkar og slaki ágerist. Skrefin eru alls 17 og er meðallækkunin í hverju skrefi 0,33 prósentur. Hin tvö sýna lækkun vaxta í Bretlandi og Bandaríkjunum í upphafi tíunda áratugarins. Myndin sýnir að skrefin hér á landi hafa enn sem komið er yfirleitt verið færri og stærri en í þessum tilfellum. Undantekningin er lækkun vaxta í Bretlandi eftir gjaldeyris-kreppuna í september 1992, enda miklu hærra en eðlilegt var miðað við stöðu innlents efnahagslífs.<sup>10</sup>

#### *Stjórnskipuleg staða eða sjálfstæði seðlabanka*

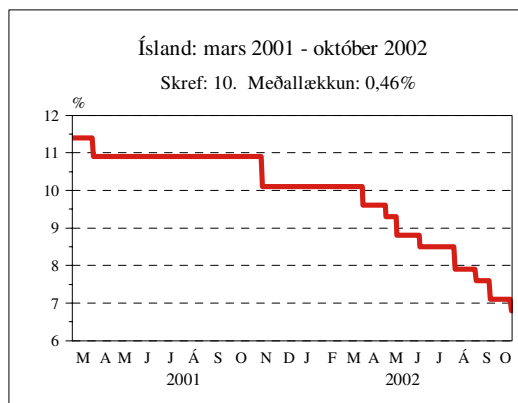
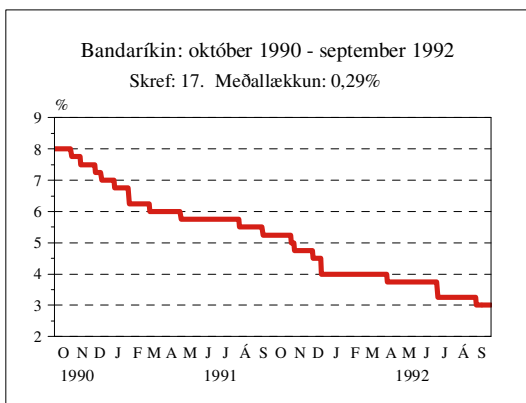
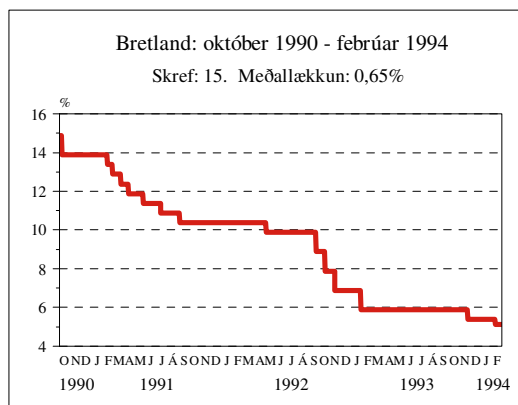
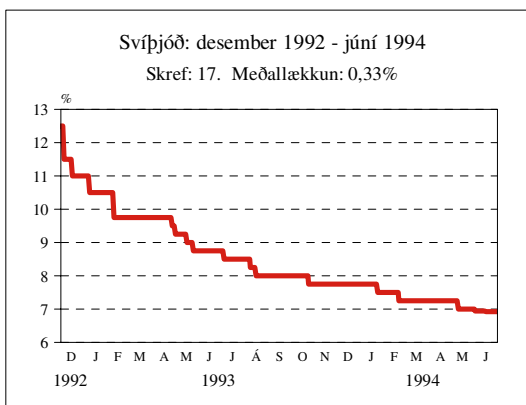
Margvísleg rök hafa verið færð fyrir því að seðlabankar skuli vera sjálfstæðir að því að beita stjórn-tækjum sínum til að ná þeim markmiðum sem stjórn-völd setja þeim. Þetta er auðvitað að því tilskildu að markmiðin séu á valdi þeirra, þ.e. séu markmið eins og stöðugt verðlag, tiltekin lítil verðbólga eða stöðugt gengi. Skilyrði þess að seðlabanki geti talist sjálfstæður í ofangreindri merkingu er að hann ákveði sjálfur beitingu stjórn-tækja sinna, að honum sé óheimilt að taka við fyrirmælum frá stjórnvöldum nema að undangengnu ákveðnu ferli,<sup>11</sup> að bann sé við beinum lánveitingum hans til ríkissjóðs og að hann þurfi ekki að vinna að öðrum markmiðum nema að svo miklu leyti sem þau samræmast meginmarkmiði bankans.

10. Á myndina vantar tilkynnta hækkun vaxta í Bretlandi úr 12% í 15% í september 1992 þegar Bretar reyndu að verja gengi pundsins innan ERM. Sú hækkun kom hins vegar aldrei til framkvæmda þar sem Bretland hrökklaðist áður út úr ERM.

11. Þannig getur t.d. Bandaríkjaþing með lagasetningu breytt ákvörðunum seðlabanka Bandaríkjanna. Ferlið myndi hins vegar eiga sér stað fyrir opnum tjöldum og yrði meirihluta þingsins pólitískt mjög kostnaðarsamt nema hann hefði tiltölulega augljóslega rétt fyrir sér. Þessi öryggisventill hefur því aldrei verið notaður.

Mynd 2

## Vaxtalækkunarferlar í nokkrum löndum



Heimild: EcoWin, Seðlabanki Íslands.

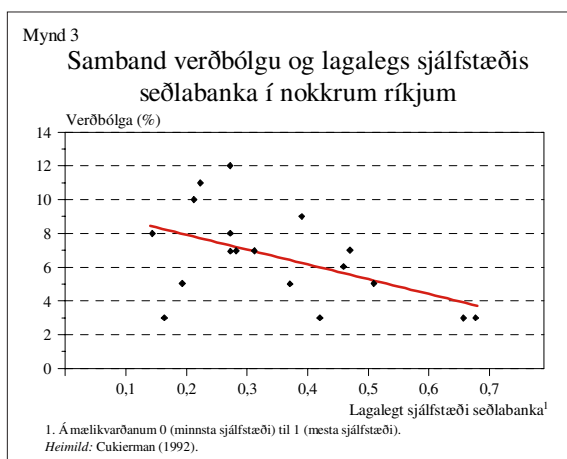
Hin fræðilegu rök fyrir sjálfstæði seðlabanka byggjast á því að stjórnámálmennt hafa tilhneigingu til að nýta sér neikvætt skammtímasamband á milli verðbólgu og atvinnuleysis á kostnað verðbólgu-markmiðs. Það myndi til lengdar skila sér í hærri verðbólgu en engum ávinningi í atvinnustigi. Sjálfstæður seðlabanki getur hins vegar náð betri árangri hvað verðbólgu varðar án þess að það sé til lengdar á kostnað atvinnustigs.

Hin gagnýtu rök fyrir seðlabankasjálftæði felast hins vegar í því sem ég sagði hér að framan um tímatafir og ákvörðunartöku við skilyrði óvissu. Ákvarðanir í peningamálum krefjast mats á ástandi og horfum í efnahagsmálum og að langtímasjónarmið séu höfð að leiðarljósi. Í meginatriðum er um að ræða síendurteknar ákvarðanir á takmörkuðu sviði (vextir

upp, niður eða óbreyttir) sem er því verjanlegt að fela sérfræðingum og láta þá síðan standa reikningsskil á.<sup>12</sup> Þriðju rökin fyrir seðlabankasjálftæði eru einfaldlega að það virðist virka vel í raun. Gerðar hafa verið margvíslegar tilraunir til að mæla seðlabanka-

12. Í þessu sambandi er athyglisverður samanburður Buiters (1999) á ríkisstjórn og þeirri stofnun innan seðlabanka sem tekur ákvörðun um stefnuna í peningamálum. Hann bendir á að ríkisstjórnir taki fjölda ákvarðana þar sem stór hluti meðlimanna, eðli málsins samkvæmt, veit næsta lítið um þau mál sem eru til umfjöllunar: „Þetta á hins vegar ekki við um peningastefnu. Peningastefnuefnd seðlabanka gerir aðeins eitt. Hún ákvarðar skammtímanafnvexti. Meðlimir nefndarinnar eru, eða ættu að vera, sérfræðingar í hvernig þetta eina afmarkaða verkefni skuli best leyst af hendi“ (lausleg þýðing höfundar).
13. Sjá t.d. Cukierman (1992), sem gefur klassískt yfirlit yfir kenningar og gagnýtar rannsóknir á seðlabankasjálftæði, og Þórarinn G. Pétursson (2000b) sem fjallar um sjálfstæði Seðlabanka Íslands í samanburði við stöðu seðlabanka hátt í 100 ríkja árið 1998.

sjálfstæði og kanna síðan hvert sé samband þess við ýmsar mikilvægar hagstærðir.<sup>13</sup> Hvað iðnríki varðar virðast þessar rannsóknir benda til þess að aukið lagalegt seðlabankasjálfstæði fari með tölfræðilega marktækum hætti saman við lægri verðbólgu (sjá t.d. meðfylgjandi mynd sem sýnir þetta fyrir 18 iðnríki á árunum 1980-89) en ekkert samband virðist vera við hagvöxt. Hins vegar er jákvætt samband á milli seðlabankasjálfstæðis og hagvaxtar í þróunarríkjum. Sú niðurstaða gæti verið í samræmi við þá tilgátu að þegar verðbólga fer upp fyrir ákveðið stig (virðist vera í kringum 15%) verður neikvætt samband á milli hennar og hagvaxtar.



Það eykur sem sagt árangur við stjórn peningamála ef seðlabankar hafa fullt sjálfstæði til þess að beita stjórnþekjum sínum til að ná markmiði um verðstöðugleika. Það eiga hins vegar að vera stjórnvöld sem skilgreina markmið seðlabanka en ekki þeir sjálfir. Hin hliðin á sjálfstæði seðlabanka er að þeir standi reikningsskil gerða sinna í tvíþættri merkingu, þ.e. að þeir séu gerðir ábyrgir fyrir að ná þeim markmiðum sem þeim hafa verið sett og að þeir útskýri stefnuna í peningamálum fyrir stjórnvöldum og almennungi. Til að auðvelda reikningsskil peningastefnunnar og til að stuðla að auknum trúverðugleika hennar þarf hún að vera gagnsæ. Þannig þarf seðlabanki að útskýra opinberlega hvernig hann sér fyrir sér áhrif peningastefnunnar á efnahagslífið og lýsa því hvernig hann hyggst ná markmiði sínu. Hann þarf einnig að útskýra vel hvernig þær aðgerðir sem hann grípur til hverju sinni tengjast markmiði hans annars vegar og mati hans á ástandi og horfum í

efnahagsmálum, einkum varðandi verðbólgu, hins vegar.

### Ákvarðanir í peningamálum

Ákvörðun seðlabanka í vaxtamálum er veigamesta þjóðfélagslega ákvörðunin sem hann tekur. Í raun og veru er vald seðlabanka að öðru leyti takmarkað. Sem dæmi má taka Seðlabanka Íslands. Að slepptri ákvörðun í vaxtamálum tekur hann ákvarðanir um inngríp á gjaldeyrismarkaði, stærð og samsetningu gjaldeyrisförða, bindiskyldu, lausafjárkvöð og reglur um gjaldeyrissjöfnuð lánastofnana. Þá getur bankinn veitt lánastofnunum í erfiðleikum lán ef hann telur þess þörf til að varðveita traust á fjármálakerfi landsins. Í öllum öðrum málum sem Seðlabankinn kann að hafa afskipti af er hann ráðgjafi eða verktaki ríkisstjórnar eða einstakra ráðherra og háður ákvörðunarvaldi þeirra. Það er í sjálfu sér mjög eðlilegt, enda ná rökin fyrir sjálfstæði seðlabanka ekki til þessara sviða. Það er því mikill misskilningur að bankastjórar seðlabanka fari með einhvers konar órætt allsherjarvald á sviði hagstjórnar. Vald seðlabanka er miklu takmarkaðra en vald ríkisstjórna, enda eðlilegt þar sem þeir hafa ekki sama lýðræðislega umboð. Ríkisstjórnir ráða yfir miklu fleiri tækjum og ráðstafa miklu meiri fjármunum. Þær hafa því miklu meiri áhrif á framvindu efnahagsmála, einkum að því er varðar langtímaþróun. Það eru því hálfgerðar goðsagnir þegar verið er að halda því fram að seðlabankastjórar séu valdamestu menn í efnahagsmálum einstakra landa.

Hvað sem þessu líður skiptir miklu máli hvernig ákvarðanir í peningamálum eru teknar. Sú skipan sem algengust er orðin í iðnríkjum allavega, er að þessar ákvarðanir eru teknar af fjölskipuðum peningastefnunefndum. Rannsóknir sem gerðar hafa verið benda einnig til þess að ákvarðanir teknar af nefndum séu yfirleitt betri en þegar um sé að ræða einn einstakling.<sup>14</sup> Óvissan sem ég ræddi um hér að framan er einnig í mínum huga viðbótarröksemd fyrir nefndarfyrirkomulaginu.

14. Nýleg rannsókn af þessu tagi var framkvæmd af starfsmönnum Englandsbanka með þátttöku hagfræðistúdenta við London School of Economics. Niðurstöður er að finna í Lombardelli og Talbot (2002). Tilraunir af þessu tagi voru lengi vel ekki tíðkaðar í hagfræði en Nóbelsverðlaunin í hagfræði í ár voru einmitt veitt fyrir þróun tilrauna í hagfræði.



Þýðir þetta dauðadóm hugmyndarinnar um einn seðlabankastjóra? Já, ef við erum að tala um að einn maður taki allar ákvarðanir í peningamálum. Nei, ef við erum að tala um einn aðalbankastjóra sem hefur peningastefnunefnd með sér til að taka þessar ákvarðanir. Þannig er fyrirkomulagið t.d. í Bandaríkjunum, Bretlandi og Svíþjóð, svo að dæmi séu tekin. Þannig eiga t.d. níu meðlimir sæti í peningastefnunefnd Englandsbanka, þ.e. seðlabankastjórinn, tveir varaseðlabankastjórar, aðalhafgfræðingur, yfirmaður peningamálaaðgerða og fjórir utanaðkomandi sérfræðingar. Flestir meðlimir peningastefnunefnda þessara þriggja banka eru hagfræðingar með reynslu af hagstjórn, rannsóknum eða af fjármálamarkaði. Sérfræðingar á sviði þjóðhagfræði, hagstjórnar og seðlabankastarfsemi eru fleiri en eiginlegir viðskiptabankamenn, enda eru þær ákvarðanir sem þessar nefndir taka eðlisólíkar ákvörðunum í viðskiptabönkum.<sup>15</sup> Þessum nefndum er gert að halda fundi með reglulegu millibili og tilkynna í lok þeirra um ákvörðun sína. Þess utan er þeim gert að birta a.m.k. úrdrátt úr fundargerðum sínum að ákveðnum tíma liðnum og gera þingi og þjóð með reglulegu millibili rækilega grein fyrir framkvæmd stefnunnar í peningamálum.

Hvað er það svo sem þessar nefndir eru að ræða og hvað er þar með meginhlutverk seðlabankastjóra? Jú, þær ræða mest um það hvert sé ástand og horfur í efnahagsmálum og hvert vaxtastigið eigi því að vera. En þær ræða líka mismunandi mat á því hvernig vextir hafa áhrif á hagkerfið, þ.e. hvað sé „rétt“ líkanið af hagkerfinu. Þær ræða hvort grípa eigi inn í gjaldeyrismarkað, hvort og hvernig peningastefnan eigi að taka tillit til eignaverðs og fleira af þessu tagi. Í þessu efni njóta þær aðstoðar heils skara af hagfræðingum, en að lokum er það þeirra að taka afstöðu. Meðlimir peningastefnunefndanna eru síðan út um allt þjóðfélagið til að útskýra þá hugsun sem að baki mati og ákvörðunum þeirra liggur.

### *Seðlabanki Íslands*

Hvernig stendur þá Seðlabanki Íslands í þessu samhengi? Allavega miklu betur en fyrir nokkrum árum, enda hafa á örfáum árum verið gerðar miklar

breytingar á þeim ramma sem bankinn starfar eftir og hann hefur þróað starfshætti sína og skipulag. Bankinn hefur haft verðbólguþröskulmarkmið síðan í mars 2001. Ný lög um Seðlabanka Íslands voru samþykkt á Alþingi í maí á sama ári. Í þeim voru bankanum sett markmið í samræmi við þá hugsun að verðbólga sé þegar öllu er á botninn hvolft peningalegt fyrirbæri.<sup>16</sup> Bankinn öðlaðist fullt sjálfstæði til að beita tækjum sínum til að ná þeim markmiðum sem honum hafa verið sett. Formlega er það forsætisráðherra sem setur bankanum verðbólguþröskulmarkmiðið en í framkvæmd hefur það verið ákvarðað í samráði og sátt. Verðbólguþröskulmarkmiðið er 2½%. Vegna ástandsins sem ríkti í þjóðarbúskapnum þegar ákveðið var að bankinn færi á verðbólguþröskulmarkmið var gefinn aðlögunartími og skyldi markmiðið nást eigi síðar en 2003. Nú er útlit fyrir að það geti náðst fyrir.

Á grundvelli laganna hefur Seðlabankinn sett sér starfsreglur um undirbúning, rökstuðning og kynningu ákvarðana í peningamálum, sem byggja á þeim hugmyndum sem ég hef hér reifað um reikningsskil og gagnsæi.<sup>17</sup> Reglurnar byggjast á eftirfarandi meginþingarmáttum:

- „Að tryggt sé eftir föngum að við ákvarðanir í peningamálum nýtist upplýsingar sem máli skipta og þekking starfsmanna Seðlabankans.
- Að við ákvarðanir í peningamálum séu viðhöfð bestu fagleg vinnubrögð og að þær séu vel grundaðar og í samræmi við markmið bankans.
- Að ákvörðunarferlið auki gagnsæi peningastefnunnar og auðveldi kynningu á henni.
- Að fyrir liggja eftir á hvernig einstakar ákvarðanir voru teknar og hvaða ráð og rök lágu að baki.“

Samkvæmt lögnum fer þriggja manna bankastjórn með ákvörðunarvald í peningamálum. Hún ber jafnframt ábyrgð á verðbólguþröskulmarkmiðum bankans og mati hans á ástandi og horfum í efnahagsmálum. Aðrir sem að ferlinu koma eru því ráðgjafar. Ársfjórðungslega er gerð verðbólguþröskulmarkmiðum, og er hún undirbúin á hagfræðisviði bankans. Spáin er birt í ársfjórðungsriti bankans, *Peningamálum*, ásamt mati hans á ástandi og horfum í efnahagsmálum og rökstuðningi fyrir stefnunni í peningamálum hverju sinni. Banka-

15. Reynsla af starfi í fjármálastofnunum getur hins vegar komið sér vel varðandi hitt meginhlutverk seðlabanka, þ.e. að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi.

16. Sjá *Peningamál* 2001/2 og 2001/3.

17. Sjá *Peningamál* 2002/1.

stjórn heldur að minnsta kosti mánaðarlega fundi með nokkrum yfirmönnum bankans til að leggja mat á framvindu efnahagsmála, horfur og það hvort stefnan í peningamálum samrýmist markmiðinu eða ekki. Þá sendir bankinn frá sér fréttatilkynningu í hvert skipti sem vöxtum er breytt, sem inniheldur rökstuðning fyrir ákvörðuninni.

Starf Seðlabankans á þessu sviði er auðvitað enn í þróun. Þannig vinnur bankinn að því að efla starfsemi sína á sviði yfirvöku efnahagsmála, spágerðar og mats á væntingum aðila hagkerfisins. Í nokkrum atriðum víkja þær reglur sem bankinn starfar eftir frá því sem margir hagfræðingar telja vera „besta praxis“. Dæmi um þetta er að Seðlabanki Íslands er eini seðlabankinn sem uppfyllir öll skilyrði til að teljast hafa verðbólguþætti, en hefur ekki opinberlega tilkynnta vaxtaákvörðunarfundi.<sup>18</sup> Bankinn taldi óvarlegt að hafa slíka fundi meðan verið var að stíga fyrstu skrefin í nýju kerfi, en hefur jafnframt lýst því yfir að hann telji það koma til greina í framtíðinni þegar núverandi skipan hefur öðlast traustari sess. Rökin fyrir því að hafa ekki slíka fundi eru meðal annars þau að hugsanlegt er að þeir skapi óróa á mörkuðum um það leyti sem þeir eru haldnir. Rökin fyrir því að hafa slíka fundi eru hins vegar nokkur. Í fyrsta lagi gerir það Seðlabankanum kleift að útskýra betur en ella þegar hann tekur ákvarðanir um að halda vöxtum óbreyttum, en nú eru aðeins sendar út fréttatilkynningar þegar hann breytir vöxtum. Í öðru lagi losar það Seðlabankann undan stöðugri og ótímasettri umræðu um hvort hann ætli nú ekki að fara að breyta vöxtum, því að hann getur einfaldlega vísað til þess hvenær næsti fundur sé. Í þriðja lagi stuðlar það að meira gagnsæi peningastefnunnar þar sem markaðsaðilar vita allir sem einn

hvenær þeir eiga að meta líklegar aðgerðir Seðlabankans.

### Góðir málstofugestir!

Seðlabankastarfsemi hefur tekið mikilli þróun á undanförunum árum og áratugum. Sú þróun mun halda áfram. Seðlabanki Íslands hefur sem betur fer orðið fyrir miklum áhrifum af fræðilegri framþróun og alþjóðlegri þróun. Hann á því örugglega eftir að þróast og breytast áfram.

### Heimildir

Blinder, Alan S., (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press.

Buiter, Willem H., (1999), „Alice in Euroland“, *Journal of Common Market Studies* 37, No. 2, bls. 181-209.

Cukierman, Alex, (1992), *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press.

Goodhart, Charles, (1988), *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.

Lombardelli, Clare, og James Talbot (2002), „Committees versus individuals: an experimental analysis of monetary policy decision-making“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, haust 2002, Bank of England.

Schmidt-Hebbel, Klaus, og Matias Tapia (2002), „Monetary policy implementation and results in twenty inflation-targeting countries“, *Central Bank of Chile Working Papers*, nr. 166.

Seðlabanki Íslands (2002), „Starfsreglur um undirbúning, rökstuðning og kynningu ákvarðana í peningamálum“, *Peningamál* 2002/1, bls. 30-32.

Þórarinn G. Pétursson (2000a), „Gengis- eða verðbólguþætti við stjórn peningamála“, *Peningamál* 2000/1, bls. 32-40.

Þórarinn G. Pétursson (2000b), „Nýjar áherslur í starfsemi seðlabanka: Aukið sjálfstæði, gagnsæi og reikningsskil gerða“, *Peningamál* 2000/4, bls. 45-57.

Þórarinn G. Pétursson (2001), „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál* 2001/4, bls. 59-74.

18. Sjá t.d. Schmidt-Hebbel og Tapia (2002).