

Gagnsæ og kerfisbundin framkvæmd peningastefnu

Ákvörðun peningastefnunar Seðlabanka Íslands (SÍ) um að halda vöxtum bankans óbreyttum hinn 4. febrúar sl. virðist hafa komið ýmsum á óvart. Í kjölfarið hafa jafnvel fallið hörð orð um að gagnsæi og fyrirsjáanleiki peningastefnunnar hafi með þessari ákvörðun verið fyrir borð borin og óvissa skapast um að hvaða markmiðum nefndin stefni. Hér verða færð rök fyrir því að slíkar fullyrðingar standist ekki skoðun. Leiðsögn peningastefnunar ætti að hafa gefið tilefni til að efast um að framhald yrði á lækkun vaxta. Það er ennfremur í fullu samræmi við ítrekaðar yfirlýsingar nefndarinnar og skýran ásetning hennar um að varðveita verðstöðugleika að peningastefnan sé tiltölulega aðhaldssöm við þær aðstæður sem nú eru uppi á vinnumarkaði. Lærdómurinn frá kjarasamningunum á árinu 2011 er enn í fersku minni. Heilt á litið hefur framkvæmd peningastefnunnar á undanförunum misserum verið gagnsæ, framsýn og kerfisbundin, sem á örugglega sinn þátt í þeim árangri sem náðst hefur.

Mikilvægt skref í átt til aukins gagnsæis

Upplýsingagjöf seðlabanka hefur stóraukist á undanförunum áratugum. Áþekk þróun hefur átt sér stað hér á landi en það er þó ekki fyrr en að lögum um SÍ var breytt árið 2009 að markaðsaðilar byrjuðu að fá upplýsingar um hvaða vaxtabreytingar eru ræddar hverju sinni, hvernig skoðanir skiptast meðal ákvörðunaraðila og hvaða röksemdir liggja að baki sjónarmiðum hvers og eins. Með tilkomu peningastefnunar var því stigið mikilvægt skref í átt til aukins gagnsæis og skilvirkari miðlunar upplýsinga um aðgerðir í peningamálum.

Leiðsögn peningastefnunar Seðlabankans

Upplýsingagjöf peningastefnunar felur gjarnan í sér leiðsögn til markaðsaðila um í hvaða átt vextir seðlabanka séu líklegir til að þróast. Fjöldi sérfræðinga um allan heim starfar við að lesa út úr slíkum skilaboðum. Leiðsögn peningastefnunar SÍ birtist einkum í yfirlýsingum hennar um ákvörðun vaxta og í ítarlegum fundargerðum sem eru birtar opinberlega tveimur vikum síðar. Undir lok yfirlýsinga er iðulega fjallað um framtíðarþróun vaxta og í sérkafla um vaxtaákvörðunina í fundargerðum er greint frá því á hvaða bili nefndarmenn töldu rétt að halda vöxtum, tillögu seðlabankastjóra, viðbrögðum annarra nefndarmanna við henni og endanlegri ákvörðun nefndarinnar.

Samræmi á milli leiðsagnar nefndarinnar og vaxtaákvæðana

Sé rýnt í yfirlýsingar og fundargerðir peningastefnunar SÍ virðist gott samræmi vera á milli þeirrar leiðsagnar sem nefndin hefur veitt og vaxtaákvæðana hennar. Í nær hvert skipti sem nefndin hefur breytt vöxtum hefur hún leiðbeint markaðsaðilum um að vænta mætti breytinga í þá átt sem raunin varð. Þessi leiðsögn kemur fram í fundargerðum þar sem fjallað er um þá valkosti sem helst voru ræddir, niðurstöðu atkvæðagreiðslna og að lokum í orðalagi. Í viðauka með þessari grein er að finna einfaldan mælikvarða á leiðsögn nefndarinnar um væntanlega vaxtaþróun út frá ofangreindum upplýsingum sem nær yfir liðlega fimm ára tímabil. Leiðsögninni er skipt í fimm flokka: skýra leiðsögn um væntanlega lækkun vaxta, leiðsögn um að lækkun vaxta geti komið til greina, leiðsögn um að vænta megi óbreyttra vaxta, leiðsögn um að hækkun vaxta geti komið til greina, og skýra leiðsögn um væntanlega hækkun vaxta. Á myndinni að neðan er þessi leiðsögn borin saman við þróun meginvaxta SÍ og aðhalds peningastefnunnar eins og það birtist í raunvöxtum SÍ (miðað við mismun meginvaxta SÍ og eins árs verðbólguvæntinga á markaði að teknu tilliti til óvissuálags).

Gagnsætt lækkunar- og hækkunarferli vaxta á árunum 2010-2012

Á meðan á vaxtalækkunarferlinu stóð sem lauk í febrúar 2011 var leiðsögn nefndarinnar ætíð á þá leið að vænta mætti lækkunar. Það birtist m.a. í því að samfara lækkun vaxta var því lýst yfir að forsendur væru taldar fyrir frekari slökun, þeir valkostir sem helst voru ræddir á fundum nefndarinnar fólu oftast

að meðaltali í sér meiri lækkun en ákvörðun var tekin um á hverjum tíma og mikill einhugur ríkti um vaxtaákvarðanir innan nefndarinnar. Í febrúar 2011 er gefið skýrt merki um að óvíst sé í hvaða átt næstu vaxtabreytingar verði og um miðjan júní gaf nefndin til kynna að hækkun vaxta væri líkleg vegna mikilla launahækkana þá um vorið. Sú hækkun kom til framkvæmda í ágúst það ár. Í aðdraganda hvernar vaxtahækkunar á árunum 2011-2012 veitti nefndin leiðsögn um að vænta mætti hækkunar. Sú leiðsögn birtist t.d. í þeim valkostum sem nefndin ræddi helst á hverjum tíma og niðurstöðum atkvæðagreiðslna. Á vormánuðum 2012 varð orðræða nefndarinnar enn beittari í kjölfar þess að verðbólga náði hámarki og vextir hækkuðu um eina prósentu á þremur mánuðum. Enn meiri hækkanir voru til skoðunar samkvæmt fundargerðum. Með þessum aðgerðum var nærri samfelldri lækkun raunvaxta í kjölfar verðbólguáhrifa kjarasamninga ársins 2011 loks snúið við (eins og sjá má á myndinni) og grunnur lagður að hjöðnun verðbólgu á ný.

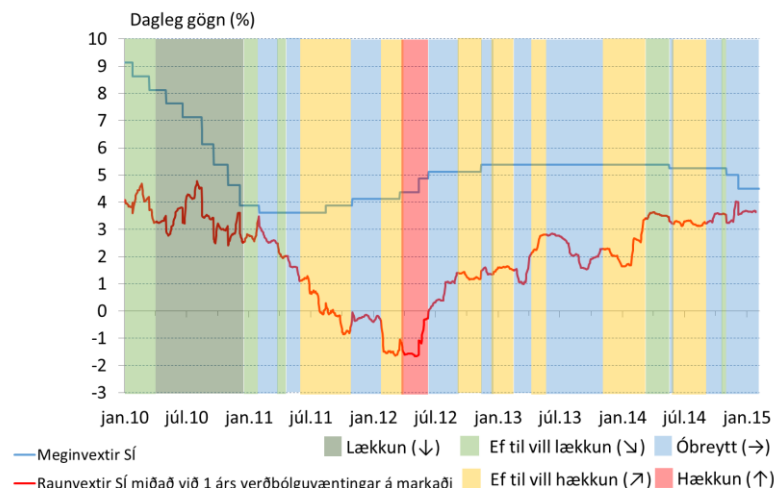
Skýr skilaboð til aðila vinnumarkaðarins og óbreyttir vextir í tvö ár

Vaxtahækkunarferlinu lauk í nóvember 2012 en þá var vísað til þess í yfirlýsingu nefndarinnar að grunnspá bankans benti til þess að þáverandi vaxtastig nægði til að verðbólguþróun yrði nán á spátímanum. Peningastefnunefndin hélt í kjölfarið vöxtum óbreyttum í tvö ár og verðbólga hjaðnaði að markmiði. Á þessu tveggja ára tímabili gaf nefndin stundum til kynna að til hækkunar vaxta gæti komið, einkum ef niðurstöður kjarasamninga gæfu tilefni til og undirstrikaði nefndin með því ásetning sinn um að láta söguna frá árinu 2011 ekki endurtaka sig.

Fyrirsjáanleg vaxtalækkun í nóvember sl.

Á vormánuðum í fyrra var lækkun vaxta meðal helstu valkosta sem nefndin velti fyrir sér en vegna kröftugs vaxtar innlendrar eftirspurnar og vaxandi spennu á vinnumarkaði var hækkun vaxta aftur til skoðunar um sumarið. Á haustmánuðum var lækkun vaxta á ný meðal meginvalkosta nefndarinnar í kjölfar áframhaldandi hjöðunar verðbólgu. Lækkunin kom til framkvæmda þegar vextir voru lækkaðir í byrjun nóvember sl. og var því upphaf vaxtalækkunarferlisins fyrirsjáanlegt. Það er helst að lækkun vaxta í desember sl. hafi komið á óvart sé tekið mið af þessum einfalda mælikvarða á leiðsögn nefndarinnar þar sem stærri skref til lækkunar virtust ekki hafa verið til skoðunar í nóvember og ágreinings gætti um lækkunina þá. Í því sambandi verður þó að hafa í huga verulega hjöðnun verðbólgunnar í nóvember og áframhaldandi lækkun verðbólguvæntinga sem urðu þess valdandi að aðhald peningastefnunnar jókst meira en vænst var (eins og sjá má á myndinni).

Meginvextir Seðlabanka Íslands og einfaldur mælikvarði á leiðsögn peningastefnunefndar¹



1. Mælikvarðinn er smíði höfundar og þarf á engan hátt að lýsa skoðunum peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands eða starfsmanna bankans. Lækkun vaxta í maí 2014 er eingöngu vegna breytingar á skilgreiningu á meginvöxtum og er því ekki raunveruleg breyting á aðhaldsstigi. Heimildir: Seðlabanki Íslands, mat höfundar (sjá viðauka).

Var síðasta ákvörðun nefndarinnar í samræmi við leiðsögn hennar?

Samkvæmt einfalda mælikvarðanum var ákvörðunin um óbreytta vexti í byrjun þessa mánaðar í samræmi við veitta leiðsögn nefndarinnar. Þar skiptir einkum máli að þeir valkostir sem helst voru til skoðunar í desember fólu ekki í sér meiri lækkun og að vaxandi ágreinings gætti innan nefndarinnar. Sé litið til fleiri þátta en þessi einfaldi mælikvarði tekur til má finna fleiri rök fyrir því að markaðsaðilar hefðu átt að efast um að framhald yrði á vaxtalækkunarferlinu. Skýrustu skilaboðin eru í greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir frávíksmörkum frá 29. desember sl. þar sem er fjallað um viðbrögð peningastefnunnar við lítilli verðbólgu, útskýrt hvers vegna litlar líkur séu á langvarandi verðhjöðnarskeiði við núverandi aðstæður, greint frá þætti olíuverðslækkunar í verðbólguhjöðnuninni og færð rök fyrir varfærnnum viðbrögðum peningastefnunnar. Greinargerðinni lýkur með þessum orðum: „[S]íðast en ekki síst, þarf að horfa til þess óróleika sem gætir á vinnumarkaði og sem gæti leitt til þess að verðbólga ykist hratt á ný óháð þróun erlendrar verðbólgu. Því er óvíst hvort að færi gefst á frekari lækkun vaxta bankans fyrr en dregið hefur úr þeirri óvissu sem nú ríkir á vinnumarkaði.“ Öllu skýrari gerast skilaboðin ekki en greinargerðin var það síðasta sem birtist fyrir vaxtaákvörðunina í febrúar.

Fyrirsjáanlegur ófyrirsjáanleiki og eðlilegur ágreiningur

Hér að framan eru færð rök fyrir því að ákvörðunin um óbreytta vexti hinn 4. febrúar sl. hafi verið í samræmi við þá leiðsögn sem peningastefnunefndin veitti markaðsaðilum. Ákvörðunin fól á engan hátt í sér fráhrarf frá hinni gagnsæju framkvæmd peningastefnu sem einkennt hefur störf peningastefnunefndar. Það breytir því ekki að ýmis rök hafi verið fyrir áframhaldandi lækkun vaxta og því viðbúið að sumir hafi verið þeirrar skoðunar að lækka ætti vexti og jafnvel búist við lækkun. Gagnsæi við framkvæmd peningastefnu er ekki ætlað að koma með öllu í veg fyrir að einstaka ákvarðanir komi á óvart enda gerist slíkt í löndum með ríkari hefð fyrir samskiptum peningastefnunefnda og markaðsaðila. Það er þvert á móti fyrirsjáanlegt að slíkur ófyrirsjáanleiki eigi sér stundum stað enda eðlilegt að skoðanir séu skiptar um æskilegt aðhaldsstig hverju sinni, bæði meðal nefndarmanna og markaðsaðila. Ágreiningur af því tagi getur t.d. byggst á misjöfnu mati á efnahagshorfum og helstu áhættuþáttum, þeim lærdómum sem draga meggi af framkvæmd peningastefnunnar og æskilegu jafnvægi á milli þess að varðveita verðstöðugleika og minnka sveiflur í raunhagkerfinu. Um slíkan ágreining er hægt að eiga fróðleg og skemmtileg skoðanaskipti sem gætu orðið tilefni frekari greinaskrifa.

Þorvarður Tjörvi Ólafsson, hagfræðingur hjá Seðlabanka Íslands.

Skoðanir, sem koma fram í greininni, eru höfundar og þurfa ekki að endurspeglar skoðanir Seðlabanka Íslands.