

Ábyrg og vönduð framkvæmd peningastefnu líklegust til árangurs

Á undanförunum mánuðum hafa komið fram tillögur um breytingar á framkvæmd peningastefnu Seðlabanka Íslands (Sí) sem felast í víðtækri notkun vaxtalausrar bindiskyldu í því skyni að auka arðgreiðslur í ríkissjóð. Hér verða færð rök fyrir því að vaxtalaus bindiskylda sé óskilvirkt stjórnæki í peningamálum, umfangsmikil notkun hennar geti því stefnt árangri peningastefnunnar í voða og hún sé í raun ekkert annað en dulin skattheimta á innlandan sparnað. Tillögurnar virðast ennfremur byggjast á misskilningi á hlutverki bindiskyldu við nútímastjórn peningamála, þröngri sýn á hagkvæmni og vanmati á mikilvægi fyrirsjáanlegrar og kerfisbundinnar framkvæmdar peningastefnunnar.

Vinna við að betrubæta framkvæmd peningastefnunnar er æskileg og hún stendur yfir innan Sí. Eðlilegt er að litið sé til hagkvæmni í því sambandi en mestu skiptir að endurbætur á framkvæmdinni byggist á vönduðu mati og að hvergi sé vikið frá þeirri forsendu að varðveisla verðstöðugleika sé meginhlutverk sjálfstæðs seðlabanka. Óljósar væntingar um skammtímaábata ríkissjóðs af því að horfið sé frá viðurkenndum og árangursríkum starfsaðferðum mega ekki ráða ferðinni.

Skýr og skilvirk stjórnæki skipta sköpum

Áhrifamáttur peningastefnu á rætur sínar í stjórn peningamálaýfirvalda á framboði seðlabankafjár, þ.e. seðla, myntar og innlána fjármálaýfirtækja hjá seðlabanka. Með því að stjórna framboði seðlabankafjár (og hafa áhrif á eftirspurn fjármálaýfirtækja eftir því) geta seðlabankar haft veruleg áhrif á þá skammtímaþætti sem tryggja jafnvægi á peningamarkaði hverju sinni. Veruleg leynd umlukti aðgerðir seðlabanka áður fyrr en á undanförunum áratugum hafa þeir leitast við að gera framkvæmd peningastefnunnar skýrari til að auka enn frekar á áhrifamátt hennar. Gagnsæið hefur dregið úr þörf seðlabanka til að breyta framboði seðlabankafjár til að framkalla tilætlaða breytingu vaxta. Hún gerist nær sjálfkrafa þar sem markaðsaðilar vita að sé þess þörf þá geta seðlabankar í velflestum tilvikum tryggt það skammtímaþætti sem stefnt er að. Nú til dags byggist framkvæmd peningastefnu þróaðra ríkja því einkum á gagnsæjum samskiptum um vexti og lögð er áhersla á að áhrifin miðlist með fyrirsjáanlegum og skilvirkum hætti (sjá Disyatat, 2008, Friedman og Kuttner, 2011, Borio, 1997, 2001).

Hlutverk bindiskyldu

Sú stefna að skylda banka til að eiga lausafjareignir í ákveðnu hlutfalli af skuldbindingum þeirra á sér langa sögu. Í sumum ríkjum Bandaríkjanna var bindiskylda fyrst komið á eftir fjármálaáfallið árið 1837 en eftir að hún hafði reynst ófær um að koma í veg fyrir enn eitt fjármálaáfallið 70 árum síðar var ákveðið að koma á fót seðlabanka (Carlson 2015). Í kjölfar Kreppunnar miklu og aftur upp úr miðri öldinni voru breytingar á bindiskyldu um skeið notaðar til stuðnings vaxtastefnunnar til að hamla gegn útlánþenslu en án mikils árangurs (Feinman, 1993, Gray, 2011). Víðtæk notkun bindiskyldu sem stjórnækis í peningamálum hefur víðast hvar gengið sér til húðar. Reynslan sýnir að markaðsaðgerðir eru mun skilvirkari leið til að stjórna skammtímaþættum en magnbundnar aðgerðir af þessu tagi (Gray, 2011).

Nú til dags er bindiskylda því fyrst og fremst notuð til að tryggja tiltölulega stöðuga eftirspurn fjármálaýfirtækja eftir seðlabankafé og koma þannig í veg fyrir að eftirspurnin sveiflist um of með sviptingum í lausafjárstöðu einstakra stofnana og leiði til þess að vextir á peningamarkaði víki frá því sem stefnt er að hverju sinni (Friedman og Kuttner, 2011). Þar sem engin bindiskylda er fyrir hendi, eins og t.d. í Kanada, Svíþjóð og Ástralíu, þurfa seðlabankar því alla jafna að grípa oftast inn í peningamarkaðinn til að halda vöxtum við æskilegt stig. Bindiskyldan gegnir því fyrst og fremst stuðningshlutverki við nútímastjórn peningamála og hér á landi er fyrirkomulag bindiskyldunnar byggt á fyrirmynd Seðlabanka Evrópu.

Áhrif fjármálakreppunnar á framkvæmd peningastefnunnar

Fjármálakreppan hafði margvísleg áhrif á framkvæmd peningastefnunnar. Þar sem umfangsmiklar aðgerðir seðlabanka í kreppunni voru fjármagnaðar með auknu seðlabankafé varð lausafjárstaða fjármálastofnana rúm, viðskipti á millibankamarkaði að sama skapi lítil og innlánsvextir seðlabanka urðu víða hinir virku stýrivextir í stað veðlánavaxta áður. Áþekk þróun varð hér á landi og innlánsvextir Sí hafa af þessum sökum gegnt lykilhlutverki við framkvæmd peningastefnunnar í kjölfar kreppunnar. Miðlun peningastefnunnar virðist engu að síður hafa verið nokkuð skilvirk hér á landi því vextir á markaði hafa í meginatriðum breyst í takt við breytingar vaxta Sí. Að endingu birtist árangurinn í því að markmið bankans um verðstöðugleika hefur náðst og að verðbólguvæntingar eru við verðbólgu markmiðið. Stjórnþæki peningastefnunnar hafa því skilað tilætluðum árangri, en til stuðnings vaxtastefnunni hefur Sí beitt inngripum á gjaldeyrismarkaði í auknum mæli. Færa má rök fyrir því að Sí eigi auðveldara um vik að sameina vaxtastefnuna og viðleitni til að stækka þann hluta gjaldeyrisforðans sem er fjármagnaður í krónum einmitt vegna þess að hann greiðir vexti af öllum innlánnum fjármálafyrirtækja hjá bankanum, þ.m.t. þeim innstæðum sem eru umfram það sem bindiskyldan gerir kröfu um. Við slíkar aðstæður opnast dyr fyrir fleiri stjórnþæki og því fleiri markmið sem seðlabankar geta náð (sjá Goodfriend, 2002, og Friedman og Kuttner, 2011).

Að vextir á innlánnum fjármálafyrirtækja hjá Sí gegni lykilhlutverki við framkvæmd peningastefnunnar fylgir vissulega nokkur kostnaður en ábati árangursríkrar peningastefnu er sömuleiðis verulegur fyrir heimili og fyrirtæki og hann verður að vega á móti kostnaðinum.

Aukin notkun bindiskyldu dregur úr fyrirsjáanleika peningastefnunnar

Aukin notkun bindiskyldu gæti orðið til þess að flækja framkvæmd peningastefnunnar með því að gera beitingu stjórnþækjanna óskýrari og torskiljanlegri. Auk þess yrði erfiðara um vik að meta miðlun peningastefnunnar um fjármálamarkaði þar sem áhrifum hennar er fyrst og fremst miðlað um vaxtamun inn- og útlánsvaxta fjármálastofnana. Hækkun vaxtalausrar bindiskylda dregur þannig úr ávöxtun þeirra eigna fjármálafyrirtækja sem eru í formi innlána hjá Sí og við því geta þau brugðist með því að auka ávöxtun annarra eigna (þ.e. hækka útlánvexti) og/eða lækkað fjármögnunarkostnað sinn með lækkun innlánsvaxta. Hækkun útlánsvaxta eykur peningalegt aðhald en lækkun innlánsvaxta dregur úr því á móti og því er erfitt að meta að hvaða leyti hækkun bindiskyldu eykur peningalegt aðhald. Tíðar breytingar á bindiskyldu geta þar að auki skapað vandamál við lausafjárstýringu og rekstur fjármálafyrirtækja sem getur grafið undan fjármálastöðuleika. Hvatar myndu auk þess skapast fyrir fjármálafyrirtæki til þess að víkja sér undan bindiskyldunni, sbr. reynslu Bandaríkjanna (sjá Feinman, 1993 og Borio, 2001) og líklegt er að miðlun lánsfjár myndi færast í auknum mæli yfir í skuggabankakerfið (þ.e. til fjármálastofnana sem eru síður háðar eftirliti og reglum) sem gæti einnig grafið undan fjármálastöðugleika. Þennan kostnað verður að vega á móti mögulegum skammtímaábata af auknum tekjum ríkissjóðs sakir aukinnar notkunar vaxtalausrar bindiskyldu.

Vaxtalaus bindiskylda er óhagkvæm skattlagning

Vaxtalaus bindiskylda er ígildi skattlagningar á miðlun lánsfjár þar sem hún knýr fjármálastofnanir til að auka vaxtamun á út- og innlánnum sínum, eins og lýst er hér á undan. Hún eykur þannig kostnað lánsfjármíðlunar og grefur undan forsendum fjármögnunar sumra arðbærra fjárfestingarverkefna. Hún minnkar einnig mikilvæga hvata til sparnaðar en lágt sparnaðarstig hefur margoft verið nefnt sem aðkallandi vandi hér á landi. Þessi óhagkvæmni vaxtalausrar bindiskyldu eykst í hlutfalli við umfang hennar og hækkun nafnvaxta (Hardy, 1993, Gray, 2011). Þennan kostnað verður því einnig að vega á móti mögulegum auknum tekjum ríkissjóðs sakir notkunar vaxtalausrar bindiskyldu. Það eru fyrst og fremst vanþróuð ríki sem beita hárrí og vaxtalausri bindiskyldu í þeim tilgangi að afla ríkissjóði tekna,

enda eiga þau í mörgum tilvikum erfitt með að afla tekna í gegnum skattkerfið og grípa því til þessara ráðstafana (sjá Agénor og Montiel, 1999).

Stöndum vörð um sjálfstæði peningastefnunnar

Sí hefur skýr fyrirmæli í lögum um að meginmarkmið peningastefnunnar sé að tryggja verðstöðugleika. Lögin veita bankanum fullt sjálfstæði til að ná þessu markmiði. Um leið er gerð krafa um að gagnsæi og vönduð vinnubrögð einkenni ákvörðunartöku og bankinn standi opinberlega skil á gjörðum sínum. Umgjörð af þessu tagi er til þess fallin að skipa langtímasjónarmiðum um mikilvægi verðstöðugleika í öndvegi og stuðla að kerfisbundinni, gagnsærri og trúverðugri framkvæmd peningastefnunnar. Í kjölfar fjármálakreppunnar hafa verið stigin mikilvæg skref í átt til aukins sjálfstæðis og gagnsæis við framkvæmd peningastefnunnar sem hafa skilað tilætluðum árangri. Verkefnið nú er að festa verðstöðugleikann í sessi. Þar þurfa allir að leggjast á árarar og standa vörð um lögbundið sjálfstæði peningastefnunnar. Sí til að taka ákvarðanir um aðgerðir í peningamálum og meta að hve miklu leyti önnur markmið samrýmast verðbólgu markmiðinu. Þannig tryggjum við að langtímasjónarmið um verðstöðugleika séu leiðarljós framkvæmdar peningastefnunnar. Vonir um óvissan skammtímaábata vegna aukinna arðgreiðslna til ríkissjóðs mega ekki verða til þess að vikið sé frá viðurkenndum og árangursríkum starfsaðferðum að óathuguðu máli.

Þorvarður Tjörvi Ólafsson, hagfræðingur hjá Seðlabanka Íslands.

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

Heimildir:

- Agénor, P.R. og P. J. Montiel (1999). *Development Macroeconomics*. New Jersey: Princeton University Press.
- Borio, C. E. V. (1997). Monetary policy operating procedures in industrial countries. *BIS Working Paper* nr. 40.
- Borio, C. E. V. (2001). A hundred ways to skin a cat: comparing monetary policy procedures in the United States, Japan and the euro area. *BIS papers* nr. 9.
- Carlson, M. (2015). Lesson from the historical use of reserve requirements in the United States to promote bank liquidity, *International Journal of Central Banking*, 11(1), 191-224.
- Disyatat, P. (2008). Monetary policy implementation: misconceptions and their consequences, *BIS Working Papers*, nr. 269.
- Feinman, S. N. (1993). Reserve requirements: history, current practice, and potential reform, *Federal Reserve Bulletin*, júní 1993, 569-589.
- Friedman, B. og K. N. Kuttner (2011). Implementation of monetary policy: How do central banks set interest rates? í B. Friedman og M. Woodford (ritstj.) *Handbook of monetary economics*, Amsterdam: Elsevier, 1345-1438.
- Goodfriend, M. (2002). Interest on reserves and monetary policy, Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review*, nr. 8 (1).
- Gray, S. (2011). Central bank balances and reserve requirements. *IMF Working Paper* nr. WP/11/36.
- Hardy, D. (1993). Reserve requirements and monetary management: an introduction, *IMF Working Paper* nr. WP/93/35.