

Verðbólgu­markmið í Svíþjóð

Inngangur

Formlegt verðbólgu­markmið var tekið upp í Svíþjóð sem megin­markmið peningastefnunnar mitt í djúpri efnahagslægd í byrjun ársins 1993. Tveimur mánuðum áður hafði gengi sænsku krónunnar verið látið fljóta eftir nokkurra mánaða viðleitni til að verja fast­gengis­stefnu sem var yfirlýst gengis­stefna frá byrjun sjötta áratugarins.

Áhugavert er að skoða reynslu Svía af verðbólgu­markmiði í tæpan áratug. Svíþjóð var á meðal fyrstu landa sem tóku upp verðbólgu­markmið í nútímalegri útgáfu þeirrar stefnu. Aðeins Nýja-Sjáland, Kanada og Bretland urðu fyrri til. Svíþjóð hafði að vísu áður haft verðstöðugleika að höfuð­markmiði peningamálastjórnar, þ.e.a.s. í heimskreppunni árin 1931-1937. Reynsla Svía er einnig áhugaverð í ljósi þess að Svíþjóð hefur búið við öflugt velferðarkerfi og mikla miðstýringu á vinnumarkaði.

Hér verður fjallað um skipan peningamála í Svíþjóð og aðdraganda þess að verðbólgu­markmið var tekið upp. Fjallað er um umgjörð peningastefnunnar; skipulag, undirbúning og ákvarðanir í peningamálum. Jafnframt er skoðað hvaða áhrif breytingarnar hafa haft á framvindu í þjóðarbúskapnum og hvernig tekist hefur til við að gera peningastefnuna trúverðuga.

Bakgrunnur

Erfitt er að greina hin raunverulegu markmið peningastefnu vestrænna ríkja frá lokum seinni heimsstyrjaldar fram á síðasta áratug aldarinnar.

1. Rannveig er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Hún vill þakka Arnóri Sighvatssyni, Má Guðmundssyni og Þórami G. Péturssyni fyrir hjálplegar ábendingar við vinnslu greinarinnar.

Peningastefnan var samofin öðrum þáttum efnahags­stefnu flestra vestrænna ríkja sem hafði fulla atvinnu að megin­markmiði. Verðlagsstöðugleiki var vissulega nefndur í flestum stefnuskrám en oftast ekki var það markmið látið víkja fyrir markmiðinu um fulla atvinnu.

Svíar héldu í markmiðið um fulla atvinnu lengur en flest önnur ríki og formlega létu þeir það ekki fyllilega fyrir róða fyrir en í byrjun síðasta áratugar þegar alvarleg kreppa reið yfir landið. Breytingin varð ekki að yfirlýstri stefnu stjórnvalda fyrir en með yfirlýsingu í síðustu fjárlögum ríkisstjórnar jafnaðarmanna rétt fyrir fall hennar 1991. Með ríkisstjórn borgaraflokkanna sem tók við völdum haustið 1991 var skrefið hins vegar stigið til fulls.

Ýmsar breytingar voru þó gerðar í efnahagsmálum á níunda áratugnum, í átt að því sem var að gerast í umheiminum. Dregið var úr ríkisafskiptum á mörgum sviðum og höft á fjármála- og gjaldeyrismarkaði voru afnumin á seinni hluta níunda áratugarins. En skortur á viðeigandi aðgerðum á sviði ríkisfjármála og peningamála, samhliða auknu frjálsræði, átti líklega þátt í því að alvarleg banka- og gjaldeyriskreppa reið yfir í byrjun tíunda áratugarins.

1970-1990

Til að leita orsaka efnahagsörðugleikanna í upphafi tíunda áratugarins verður að skoða þróunina undan­gengna áratugi. Flestir hagfræðingar eru sammála um þau vandamál sem voru til staðar í Svíþjóð allt frá 1970 en greinir nokkuð á um vægi þeirra. Ljóst er þó að óstöðugleiki sem tengdist ofþenslu og gengis­fellingum hafði áhrif á árangur í þjóðarbúskapnum. Hagvöxtur var minni í Svíþjóð en meðal núverandi Evrópusambandsríkja á árunum 1970-1990, en var þó svipaður og í Bandaríkjunum. Þjóðartekjur jukust hægar vegna mikilla vaxtagreiðslna til útlanda.

Atvinnuþátttaka var mikil en vinnutími styttri en í öðrum löndum. Þróun viðskiptakjara var óhagstæð. Atvinnuvegafjárfesting var minni en í flestum öðrum OECD-löndum. Framleiðni jókst hægar en í núverandi ríkjum Evrópusambandsins en hraðar en í Bandaríkjunum. Verðbólga var meiri en í flestum öðrum iðnríkjum og viðvarandi halli á ríkissjóði.

Ljóst er að ýmis kerfislæg vandamál voru til staðar. Verðþróun sænskrar útflutningsvöru var ekki hagstæð. Skattkerfið studdi við stórfyrirtækin en torveldaði stofnun og vöxt minni fyrirtækja. Samkeppni var lítil og umsvif hins opinbera mikil. Takmörkuð samkeppni leiddi til þess að vöruverð var mun hærri en í mörgum núverandi Evrópusambandsríkjum. Höft voru á fjármálamerkuðum. Launamyndun tók ekki mið af yfirlýstri fastgengisstefnu, heldur frekar gengisfellingarstefnu sem í raun var við lýði. Við skilyrði fastgengisstefnu er fjármálastefnan það stjórnteki sem helst er hægt að nota til að hafa áhrif á framboð og eftirspurn. Ríkisfjármálum var þó einungis beitt af krafti til að tryggja fulla atvinnu en síður þegar vinna þurfti gegn ofpenslu.

Í stað þess að taka á orsökum vandans voru gengisfellingar notaðar til þess að rétta af samkeppnisstöðu sænsku útflutningsvöru. Fastgengisstefna var yfirlýst markmið peningamálastefnunnar allt frá seinni heimsstyrjöld þar til að sænska krónan var látin fljóta árið 1992. Eftir fall Bretton Woodskerfisins voru ýmsar tilraunir gerðar til að festa gengi krónunnar. Árið 1973 gerðust Svíar aðilar að evrópska gengissnáknnum svokallaða, en yfirgáfu hann árið 1977, eftir að hafa fellt gengið þrisvar. Þá var gengi sænsku krónunnar fest við viðskiptavegna gengiskörfu. Árið 1991 var síðan tekin upp einhliða tenging við evrópsku gjaldmiðilseininguna ECU.

Frá því um miðjan áttunda áratuginn var festa í gengismálum ekki sérlega mikil. Á árunum 1976 til 1982 var gengið fellt 5 sinnum um samtals 45%.² Um miðjan níunda áratuginn var hömlum á fjármálamarkaði aflétt, eins og áður sagði. Þetta var nauðsynlegt skref en ekki var nægilega hugað að heildarumgjörðinni. Þar sem gengið átti að vera fast hefði þurft að beita fjármálastefnunni til að vinna gegn aukinni eftirspurn, sem vita mátti að breytingin myndi hafa í

för með sér.³ Afleiðingin varð mikil útlánaaukning og veruleg skuldaaukning heimila og fyrirtækja. Á tímabilinu frá 1985 til 1990 jukust skuldir í einkageiranum úr 100% í 150% af landsframleiðslu. Á sama tíma hækkaði verð hlutabréfa og húsnæðis verulega. Sparnaður dróst saman og varð að lokum neikvæður.

Samtímis því að eftirspurn fór úr böndum átti sér stað neikvæð þróun á framboðshlið þjóðarbúskaparins, m.a. vegna þess að vöxtur framleiðni var tregur. Niðurstaðan varð eins og við var að búast; ofpensla, verðbólga og veikari samkeppnisstaða útflutningsiðnaðar. Mikill viðskiptahalli ásamt aukinni fjárfestingu erlendis hafði einnig í för með sér verulega aukningu erlendra skammtímaskulda.

Efnahagssamdráttur, banka- og gjaldeyriskreppa

Í lok níunda áratugarins urðu umskipti í þjóðarbúskapnum, þegar saman fóru neikvæðir framboðs- og eftirspurnarskellir. Alþjóðlegur samdráttur leiddi til minni spurnar eftir sænskum útflutningsvörum. Árið 1991 dróst útflutningur saman um 2,5% á einu ári, sem var dæmigert upphaf sænskrar kreppu. Iðnaðarframleiðsla dróst saman á árunum 1990-1993 um 15%. Raunvextir hækkuðu í Evrópu, m.a. vegna sameiningar þýsku ríkjanna. Vantrú á fastgengisstefnunni gerði bönkunum erfitt fyrir að endurfjármagna erlend skammtímalán og innlendir nafnvextir hækkuðu.

En fleira kom til. Verðfall á eignum hafði í för með sér verulegan samdrátt í innlendri eftirspurn. Verðfall varð á hlutabréfum á alþjóðamarkaði með samsvarandi verðfalli á sænskum hlutabréfum. Verð á atvinnuhúsnæði lækkaði um 50% og verð á íbúðarhúsnæði um 30% frá 1989 til 1993. Að lokum má nefna, að skattkerfisbreyting sem tók gildi í upphafi áratugarins, hafði í för með sér að mun dýrara var að taka lán og mun hagstæðara að spara. Afleiðingin var að sparnaður einkaaðila jókst um tæp 20% af landsframleiðslu á árunum 1990-1993, fór úr -8% í +11%. Á sama tíma jókst atvinnuleysi úr tæpum 2% í rúmlega 9%.

En þrátt fyrir minni eftirspurn eftir sænskri útflutningsvöru, aukið atvinnuleysi og greiðsluerfið-

2. 1982 var gengið fellt um 16%, sem var meira en þurfti til, en þetta átti að vera síðasta gengisfellingin. Í kjölfar hennar átti að taka á þeim kerfisvandamálum sem fyrir voru í hagkerfinu.

3. Nýleg reynsla Norðmanna hefði átt að vera víti til varnaðar, en þar jókst einkaneyslan um 8% á einu ári í kjölfar samsvarandi breytinga.

leika varð samdráttur landsframleiðslu ekki eins mikill og hefði mátt ætla. Á árunum 1990-1993 dróst landsframleiðsla saman um samtals rúm 5%. Tekjutengingar í velferðarkerfinu áttu sinn þátt í að halda uppi tekjum heimilanna og hagnaði fyrirtækjanna. Þetta þýddi einnig að halli hins opinbera jókst verulega og fór hæst í 16% af landsframleiðslu árið 1993 (sjá mynd 5).⁴

Andstætt hefðum og venjum í sænskri efnahagsstjórn var ekki gripið til sérstakra ráðstafana til að milda áhrifin umfram það sem leiddi af innbyggðri sveiflufjöfnun. Hvorki var þannig gripið til sérstakra aðgerða til að auka eftirspurn né gengisfellingar.⁵ Niðurstaðan varð gjaldþrot fyrirtækja og heimila með þeim afleiðingum að haustið 1992 riðaði bankakerfið til falls. Ríkisstjórnin greip þó fljótt inn, kom í veg fyrir gjaldþrot banka með því að veita bankakerfinu almenna tryggingu. Ýmsir ofangreindra þátta komu bankakreppunni af stað en enginn einn þeirra átti þó sök á henni. Meginorsök vanda bankakerfisins var að ekki hafði verið gripið til aðgerða til að vinna gegn ofpenslu þegar frelsi var aukið á fjármálamarkaði.

Við samdrátt og bankakreppu bættust erfiðleikar við að verja fastgengisstefnuna sumarið og haustið 1992. Mikill pólitískur þrýstingur hafði verið á sænska seðlabankann, Riksbanken, að tengja gengi sænsku krónunnar við ECU í upphafi áratugarins, þar sem talið var að það myndi auka trúverðuleika gengisstefnunnar og gæti leitt til lægri vaxta í Svíþjóð. Riksbanken var mótfallinn ECU-tengingu í fyrstu og benti á að fleira þyrfti til að skapa tiltrú á fastgengisstefnu en einhliða tengingu. Það var ekki fyrir en samþykkt hafði verið að sækja um Evrópu-sambandsaðild að Riksbanken féllst á að rétt væri að festa gengi sænsku krónunnar við ECU, þar sem það væri liður í undirbúningi aðildar. Krónan virðist hins vegar hafa verið of hátt skráð við tenginguna.

Þrátt fyrir að Riksbanken, allir stjórnsmálaflokkar og aðilar vinnumarkaðarins stæðu sameinaðir að baki

fastgengisstefnunni naut hún greinilega ekki trausts. Eflaust átti reynslan úr fortíðinni sinn þátt í því. Krónan varð fyrir miklum þrýstingi sumarið og haustið 1992.⁶ Öll tæki seðlabankans voru þá notuð til að verja hana og leitast var við að herða að í ríkisfjármálum. Vextirnir voru t.d. orðnir það háir að bankarnir hættu að taka lán hjá seðlabankanum.⁷ Í nóvember 1992 var vörninni hætt og krónan látin fljóta og féll gengi hennar þá strax um rúm 11%, hélt síðan áfram að falla og hafði fallið um rúm 31% þegar gengið varð lægst í kjölfarið rúmu ári seinna. Tilraunin til að verja fastgengisstefnuna reyndist bankanum dýr. Talið er að bankinn hafi þegar upp var staðið eytt um 26 ma. Bandaríkjadala af gjaldeyrisforða eða um 10% af landsframleiðslu við vörnina. Í janúar 1993 lýsti Riksbanken síðan einhliða yfir nýju markmiði peningastefnunnar.

Við fyrstu sýn kann almennt fylgi ráðamanna við fastgengisstefnuna og tregða þeirra við að lækka gengið eða setja það á flot haustið 1992 að virðast undarleg.⁸ Þó verður að hafa í huga að flestir töldu að það sem skipti mestu máli væri að skapa tiltrú á fastgengisstefnunni. Allir voru sammála um að gengisfellingar undangenginna áratuga hefðu komið í veg fyrir að tekið væri á nauðsynlegum kerfislægum vandamálum og ekki væri rétt að lengja í hængingarálinni. Þar sem undirbúningur ESB-aðildar var í fullum gangi og fast gengi talið nauðsynlegur þáttur í aðlögunarferlinu var ekki litið á fljótandi gengi sem valkost við trúverðuga fastgengisstefnu.

Verðbólguþjálfing og sjálfstæði seðlabanka

Fyrsta skrefið í átt að auknu sjálfstæði sænska seðlabankans var stigið árið 1988 þegar skipunartími seðlabankastjóra var lengdur og aftengdur kjörtímabili sænska þjóðþingsins. Jafnframt var formennska í bankaráði ekki lengur sjálfkrafa í höndum undirráðherra úr fjármálaráðuneytinu. Breytingarnar höfðu þó engin merkjanleg áhrif á sjálfstæði Riks-

4. Ljóst er að svo mikil aukning atvinnuleysis hafði í för með sér verulegan halla á ríkissjóði, enda félagslega stoðkerfið hannað fyrir mun minna opið atvinnuleysi eða 2-4% eins og það hafði verið að meðaltali áratuginna fyrir tíunda áratuginn.

5. Það átti eflaust stóran þátt í að ekki var gripið til hefðbundinna aðgerða að ríkisstjórn borgaraflokkanna hafði tekið við völdum 1991. Þó er ljóst af viðbrögðum við gengiskreppunni 1992 að jafnaðarmenn voru ekki síður andvígir gengisfellingum.

6. Rétt er að hafa í huga að miklar sviptingar voru á gjaldeyrisörkuðum í Evrópu og í Bandaríkjunum á sama tíma.

7. Stýrivextir bankans fóru hæst í 500%.

8. Ríkisstjórn borgaralegu flokkanna leitaði eftir samvinnu við flokk sósíaldemókrata við gerð svokallaðs kreppupakka haustið 1992. Markmiðið var að draga úr vandamálum (t.d. lækka útgjöld ríkissjóðs) en einnig að sýna hve mikill stuðningur væri við fastgengisstefnuna.

bankan gagnvart ríkisstjórnunum. Þegar bankinn lýsti einhliða yfir verðbólgu markmiði í janúar 1993 var það ekki fyrst og fremst merki um sjálfstæði bankans heldur þær ógöngur sem efnahagsstjórnin var komin í.⁹

Í yfirlýsingu Ríkisbankan fólst, að frá og með 1995 skyldi að því stefnt að verðbólga yrði 2%, með þolmörkum upp á ±1%. Með því að hafa þolmörkin þau sömu í báðar áttir gaf bankinn til kynna að hann liti það jafnalvarlegum augum að verðbólga væri undir 2%-markmiðinu og hún væri yfir því. Ekki voru gerðar aðrar breytingar á starfsemi bankans 1993. Ástæðan fyrir því að verðbólgu markmiðið tók ekki gildi fyrr en 1995, eða um tveimur árum eftir yfirlýsingu bankans, var sú að bankinn taldi sig ekki geta komið í veg fyrir fyrirsjáanlega tímabundna aukningu verðbólgu vegna gengislækkunar og því var talið rétt að leyfa þessum áhrifum að hjáðna áður en markmiðið tæki formlega gildi.

Í byrjun árs 1999 tóku hins vegar gildi ýmis lög sem styrktu sjálfstæði bankans verulega¹⁰ og lögfestu stöðugt verðlag sem meginmarkmið bankans.¹¹ Bankinn sjálfur ákveður tölulegt gildi verðbólgu markmiðsins og ekki þarf samþykki ráðherra eins og t.d. er kveðið á um í íslensku lögunum, í Bretlandi og víðar. Ríkisstjórnin ákveður gengisstefnuna, en það er seðlabankans að ákveða hvernig hún er framkvæmd.

Samkvæmt seðlabankalögunum er Ríkisbankan stofnun sem heyrir undir sænska þingið, en skýrt er kveðið á um það í stjórnarskránni að engin stofnun megi ákveða hvaða ákvarðanir bankinn taki í peningamálum.¹² Lögbundið er að bankinn tilkynni ráðherra allar ákvarðanir sem varða peningamálastefnuna. Ef verðbólga liggur utan við þolmörkin skal bankinn skýra hvað veldur því.

9. Þáverandi fjármálaráðherra og þáverandi bankastjóri Ríkisbankan hrósa sér báðir af því að hafa tekið af skarið.

10. Hér er um að ræða ýmsar lagabreytingar. Þær sem mestu máli skipta eru breyting á lögum um Ríkisbankan og breyting á stjórnarskránni (Regeringsformen). Frumvörpin komu fyrst fram 1997. Þar sem hluti breytinganna snerti breytingu á stjórnarskránni þurfti að kjósa til þings og samþykkja þau aftur áður en þau yrðu að lögum. Aðild Svía að ESB og ákvæði Maastrichtsaáttmálans um starfsemi Seðlabanka Evrópu áttu einnig sinn þátt í breytingu á fyrirkomulaginu.

11. „Upprættálla ett fast penningværdi,“ 2. gr. 1. kafla seðlabankalaganna.

12. grein 9. kafla í Regeringsformen. „Ingen myndighet får bestämma hur Riksbanken skall besluta i frågor som rör penningpolitik.“

Stofnanauppbygging og gagnsæi

Grundvallarbreyting var gerð á stjórnkerfi bankans og ákvarðanatöku í peningamálum í því skyni að auka sjálfstæði hans. Stjórn bankans, ábyrgð á greiðslukerfi og fjármálalegum stöðugleika og ákvarðanir í peningamálum eru í höndum bankastjórnar. Bankastjórnina skipa 6 menn í fullu starfi. Hér er því um að ræða fjölskipaða peningamálanefnd með stjórnunarhlutverk. Formaður bankastjórnar er jafnframt aðalbankastjóri bankans en hinir eru allir varabankastjórar. Ljóst er af skipan núverandi bankastjórnar að megináhersla er lögð á hagfræðimenntun (eini stjórnarmaðurinn sem ekki er hagfræðingur er viðskiptafræðingur) og fjölþætta reynslu. Algengast er að meðlimir bankastjórnarinnar hafi reynslu úr seðlabanka, af fjármálamarkaði, hagfræðirannsókn-um eða úr ráðuneytum, en einnig af starfi fyrir verk-lyðshreyfingu og í stjórnámálum.

Ellefu manna bankaráð er skipað af þinginu, eins og áður, en hlutverk þess er verulega breytt samkvæmt nýju lögunum. Bankaráðið ræður bankastjórnana og segir þeim upp störfum og tekur ákvörðun um hver bankastjórnarmanna gegni hlutverki formanns bankastjórnar. Að öðru leyti er núverandi hlutverk bankaráðsins eftirlit með starfsemi bankans. Formaður og varaformaður bankaráðsins eiga rétt á að sitja fundi bankastjórnar en taka ekki þátt í ákvörðunum í peningamálum.

Helstu rök fyrir fjölskipaðri peningamálanefnd hafa verið þau að þannig sé betur tryggt að ákvarðanir í peningamálum séu faglegar.¹³ Einnig er talið skipta máli fyrir stöðugleika peningamálastjórnunar að skipunartími nefnda sé langur (t.d. verulega lengri en kjörtímabil til þings). Talið er að langur skipunartími stuðli að stöðugleika í stjórn bankans og dragi úr pólitískum áhrifum.

Í gamni segja Svíar að í raun geti hver og einn bankastjórnarmaður komið með sína eigin verðbólguþspá á fundi bankastjórnar. Þetta er vissulega rétt en reyndin er þó sú að sérfræðingar bankans vinna verðbólguþspá fjórum sinnum á ári, og er hún síðan rædd á fundum bankastjórnar. Bankastjórnarmenn eru ekki alltaf sammála og fram hefur komið ágrein-

13. Í úttekt sinni á Seðlabanka Nýja-Sjálands komst Svenson (2001) að því að einn helsti galli á stjórn peningamála þar sé að seðlabankastjórnin einn taki endanlegar ákvarðanir í peningamálum en ekki fjölskipuð nefnd.

ingur í nefndinni um flest sem máli skiptir við ákvarðanir í peningamálum. Má þar nefna samband hagvaxtar og verðbólgu, stöðu efnahagsmála og framtíðarhorfur einstakra þátta sem hafa áhrif á verðbólgu. Einnig hafa nefndarmenn oft verið ósam- mála um hvort breyta eigi vöxtum og hversu mikið. Ef nefndarmenn komast ekki að sameiginlegri niður- stöðu kemur til atkvæðagreiðslu um tillögur sem aðalbankastjórnin einn getur lagt fram. Ef atkvæði falla jafnt ræður atkvæði aðalbankastjórnar úrslitum. Vegna þess að fundargerðir bankastjórnarinnar eru birtar opinberlega koma mismunandi viðhorf banka- ráðsmanna og ágreiningur alltaf fyrir almenning- sjónir.¹⁴

Mikil áhersla var lögð á það samfara breyting- unni sem gerð var árið 1999 að auka gagnsæi allra ákvarðana bankans og upplýsa almenning og mark- aðsaðila sem best um ákvarðanir í peningamálum til að auka tiltrú á aðgerðum hans. Í lögunum um sænska seðlabankann er kveðið svo á að tvisvar á ári skuli bankinn skila skriflegum skýrslum um peninga- stefnuna og árangur hennar undangengið hálf tveimur ári til þjóðþingsins og skuli þær birtar í tengslum við fundi efnahagsnefndar þingsins með seðlabankastjóra. Bankinn birtir ársfjórðungslega skýrslur um þróun og horfur, svokallaðar verðbólguáskýrslur, og þjóna tvær þeirra hinu lögbundna hlutverki gagnvart þjóðþinginu. Tvisvar á ári gefur bankinn út skýrslu um fjármálalegan stöðugleika.

Formlegir fundir bankastjórnar eru haldnir á fyrirfram ákveðnum og auglýstum dögum. Þeir fundir sem haldnir eru í sambandi við útgáfu nýrrar verðbólguáskýrslu eru jafnframt auglýstir sem fundir þar sem teknar verði ákvarðanir í peningamálum. Ákvarðanir þeirra funda, hvort sem um er að ræða breytingar á stýrivöxtum eða ekki, eru síðan birtar opinberlega fyrir opnun markaða daginn eftir.

Fyrir utan birtingu verðbólguáskýrslu bankans er birting fundargerða bankastjórnar eitt mikilvægasta tækið til að auka á gagnsæi og trúverðugleika pen- ingamálalastefnunnar.¹⁵ Sýnt hefur verið fram á að fundargerðir bankastjórnar geta skipt jafnmiklu máli (eða jafnvel meira máli) fyrir væntingar markaðs-

aðila og útgáfa verðbólguáskýrslunnar, því að þar koma fram ítarlegri upplýsingar um mat banka- stjórnar á stöðu og horfum og bakgrunn peninga- málaákvarðana bæði til skamms tíma og þeirra sem er að vænta.¹⁶

Verðbólguáskýrsluáhrif

Sömu tölulegu gildi verðbólguáhrifa eru í gildi nú og ákveðin voru árið 1993, þ.e.a.s. verðbólguá- hrifa er skilgreint sem 2% verðbólga, horft 1-2 ár fram í tímann, með þolmörkum upp á ±1%. Eftir lagabreytinguna árið 1999 lýsti bankinn hins vegar formlega yfir að verðbólguáhrifa skyldi vera sveigjanlegt.¹⁷ Með tilvísun til reynslunnar frá 1993 lýsti bankinn við hvaða aðstæður hann myndi ekki grípa til breytinga á stýrivöxtum, þrátt fyrir spá um frávik frá 2% verðbólgu. Bankinn telur mikilvægt að þessar reglur liggi fyrir og mun, telji hann slíkar aðstæður fyrir höndum, gera fyrirfram grein fyrir áætlaðri stærð fráviksins.

Samkvæmt reglum bankans geta slíkar aðstæður skapast af tveimur ástæðum. Í fyrsta lagi ef um er að ræða áhrif sem talið er að valdi einungis tímabundnu frávik frá 2%-markmiðinu. Sem dæmi geta vaxta- ákvarðanir bankans haft áhrif á húsnæðiskostnað heimila. Einnig getur verið um að ræða tímabundna framboðsskelli, eins og breytingar á óbeinum skött- um og niðurgreiðslum og breytingar á olíuverði. Í öðru lagi mun bankinn ekki grípa til aðgerða ef verð- bólgan er mikil af einhverjum ástæðum og hann metur fórnarkostnaðinn við að ná verðbólgunni hratt niður innan eins til tveggja ára of mikinn.

Nokkur umræða varð um það í aðdraganda breyt- inganna 1999 hvort hætta ætti að miða verðbólgu- markmið bankans við neysluverðsvísitölu,¹⁸ sem mælir verðbreytingar einkaneyslu. Rætt var um að miða í staðinn við svokallaða UNIDX-vísitölu. Hún mælir undirliggjandi verðbólgu með því að sleppa húsnæðiskostnaði og áhrifum breytinga á beinum sköttum og niðurgreiðslum úr neysluverðsvísitöl- unni. Ákveðið var að hið formlega markmið yrði eftir sem áður hefðbundin neysluverðsvísitala. Voru

14. Birting fundargerða er ekki lögbundin en hluti af þeim reglum sem bankastjórn hefur sett sér.

15. Fundargerðin er birt tveimur vikum eftir fundi bankastjórnar.

16. Berg og Lindberg (2000).

17. Rétt er þó að benda á að Svenson (1998) hefur sýnt fram á að öll lönd, jafnvel Nýja-Sjáland, miða í raun við sveigjanlegt verðbólguáhrifa.

18. Konsumentprisindex (KPI).

rökin fyrir því fyrst og fremst þau að almenningur þekki þá vísitölu. Því væri heppilegt að nota hana meðan verið væri að byggja upp tiltrú á peningastefnunni. Í raun hefur það þó að mestu verið UNDI_X sem horft hefur verið til undanfarin misseri, enda er flestum þeim þáttum sem bankinn hefur tekið formlega ákvörðun um að horfa fram hjá sleppt úr þeirri vísitölu.¹⁹

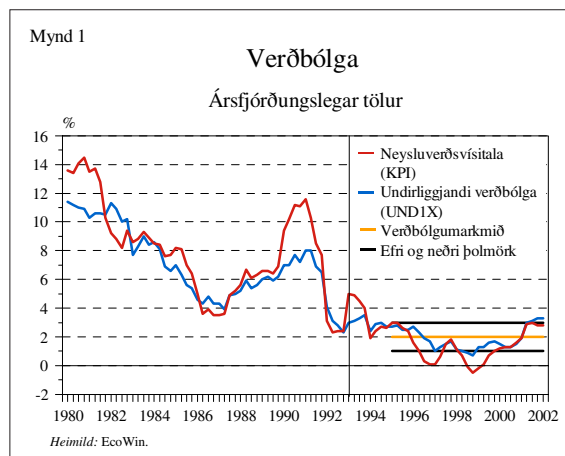
Reynsla Svía af verðbólguþætti

Ljóst er að það er ekki eingöngu breyttri peningamálastjórn að þakka hvernig til hefur tekist í hagstjórn í Svíþjóð, því að einnig hefur verið tekið á mörgum kerfislægum vandamálum. Það skiptir einnig máli að þegar breytingin átti sér stað, mitt í djúpri kreppu, var atvinnuleysi mikið og verðbólgan lítil. Það er því fyrst á síðustu misserum sem reynir að fullu á hina nýju skipan peningamála.

Fyrst eftir upptöku verðbólguþættis varð vaxtalækkun á heimsmarkaði og fylgdu markaðsvextir í Svíþjóð á eftir. Vaxtalækkunin hafði tímabundin jákvæð áhrif á umsvif í efnahagskerfinu, en þegar vextir tóku aftur að hækka árið 1994 kom í ljós að meira þurfti til en fljóttandi gengi og breytta stefnu í peningamálum til að lægja öldurnar. Lítið hafði áunnist við að ná niður halla hins opinbera, gengi krónunnar féll – mun meira en talið var nauðsynlegt til að ná jafnvægi – og verðbólguvæntingar jukust. En nú var viljinn til staðar og tækin til reiðu. Peningamálastefnan var hert og tekist af alvöru á við að ná endum saman í fjármálum hins opinbera. Síðan 1996 hefur þróunin að mestu verið í rétta átt.

Verðbólga í Svíþjóð var að meðaltali 8% á árunum 1970 til 1992 sem var mikið miðað við helstu viðskiptalönd Svíþjóðar. Eftir að verðbólguþætti var tekið upp hefur verðbólga verið að meðaltali 1,8%. Ekki er þó rétt að þakka eingöngu breyttri stefnu í peningamálum þennan árangur því að verð hefur hjaðnað um allan heim á síðasta áratug óháð stefnu í peningamálum.²⁰

Eins og sést á mynd 1 skiptir máli á hvora vísitöluna er horft þegar meta á hvernig tekist hefur til



við að ná verðbólguþættinu. Frá miðju ári 1996 til loka 1999 var verðbólgan, mæld með neysluverðsvísitölu, oftast minni en 1%, en skeið síðan yfir 2%-mörkin frá öðrum ársfjórðungi 2001 og hefur verið við efri þölmörkin að undanförnu.²¹ Vísitalan, sem mælir undirliggjandi verðbólgu og bankinn horfir fyrst og fremst til við ákvarðanir sínar, fór aldrei eins neðarlega og neysluverðsvísitalan á árunum 1996 til 1999, en hefur hins vegar ítrekað verið yfir 3% þölmörkum frá miðju síðasta ári.

Þau umskipti sem urðu þegar verðbólgan sveiflast frá neðri þölmörkum að þeim efri á rúmu ári eiga sér einkum tvær skýringar. Í fyrsta lagi hækkanandi innflutningsverð vegna hækkanandi olíuverðs og lækkandi gengis.²² Í öðru lagi hafa innlendir verðhækkanir verið meiri en áætlað var og bendir flest til að framleiðslulaki sé að breytast í framleiðsluspennu.

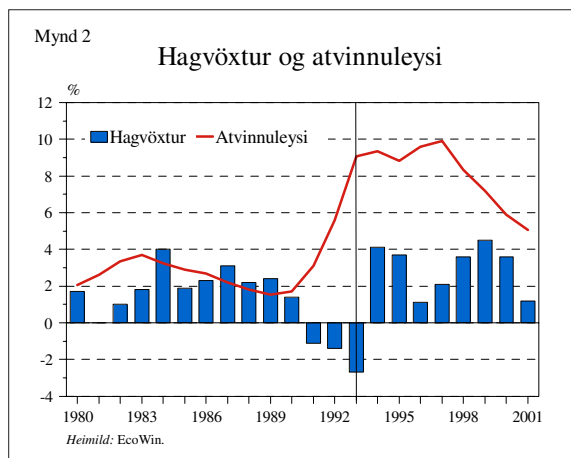
Hagvöxtur jókst eftir breytinguna en dróst aftur saman eftir að hert var á peningamálastefnunni allt fram til ársins 1996. Undanfarin 5 ár hefur hagvöxtur verið að meðaltali um 3% á ári, án þess að ofpenslu yrði vart. Mikill hagvöxtur án verðbólgu stafar eflaust ekki einungis af breyttri stjórn peningamála heldur einnig af því að þjóðarbúskapurinn hefur verið á batavegi eftir verulegan samdrátt í upphafi áratugarins.

19. Það kemur fram í fundargerðum bankastjórnar við hvora vísitöluna er miðað við ákvarðanatöku í peningamálum.

20. Sjá meðal annars Debelle (1997).

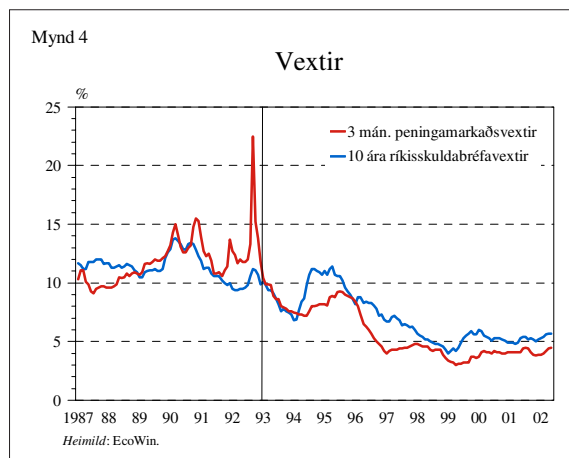
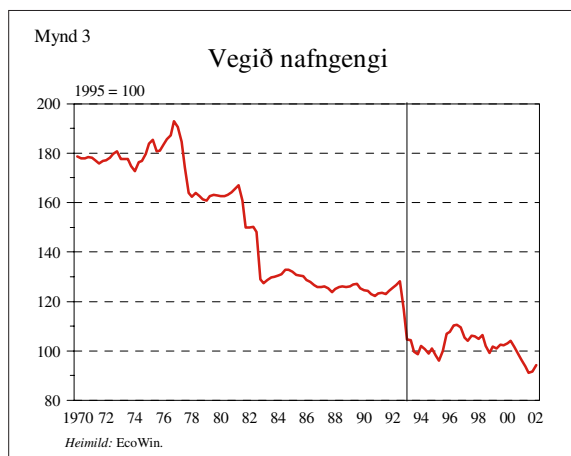
21. Sjá skýringar á lágri verðbólgu á árunum 1996-1997 og 1999 hér að framan.

22. Gengið var orðið nokkru lægra en það var lægst í kjölfar þess að það var látið fljóta.



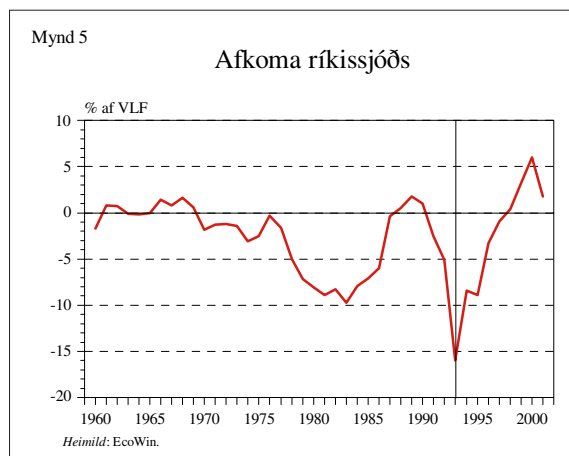
Atvinnuleysi er enn mikið í Svíþjóð á mælikvarða fortíðar, en það hafði aldrei verið meira en 4% frá seinni heimsstyrjöld þar til að efnahagskreppan skall á í upphafi tíunda áratugarins. Atvinnuleysi var u.þ.b. 9% þegar verðbólguþröskurinn var tekið upp árið 1993, en lækkaði tímabundið vegna aukinna umsvifa, jókst síðan aftur eftir að hert var á peningamálastefnunni og náði sögulegu hámarki, tæplega 10%, í byrjun árs 1997. Síðan hefur dregið verulega úr því og er það nú um 5%.

Gengið hefur sveiflast nokkuð síðan verðbólguþröskurinn var tekið upp. Eins og fram kemur á mynd 3 styrktist það nokkuð í kjölfar hertrar peningamálastefnu 1995. Síðan hefur gengið veikt verulega og er nú, þrátt fyrir nokkra styrkingu það sem af er árinu, lægra en það varð lægst í kjölfar breyttrar gengisstefnu.



Vextir hafa lækkað verulega miðað við það sem þeir voru á síðasta áratug eins og fram kemur í mynd 4. Peningamarkaðsvextir hafa fylgt stýrivöxtum sænska seðlabankans. Á níunda áratugnum sveifluðust raunvextir mikið, en þeir hafa verið stöðugri eftir upptöku verðbólguþröskurinn.

Að lokum er rétt að staldra við ríkissjóðmálin. Eins og sést á mynd 5 varð mikill halli á ríkissjóði í efnahagslögðinni í upphafi síðasta áratugar, enda velferðarkerfið ekki hannað fyrir 10% atvinnuleysi, eins og fram hefur komið. Eftir að tekið var á ríkissjóðmálinum samtímis því að dró úr atvinnuleysi tókst að snúa dæminu við.²³ Undanfarnir 4 ár hefur ríkissjóður verið rekinn með afgangi og það hefur auðveldað seðlabankanum stjórn peningamála.



23. Markmiðið er að afgangur ríkissjóðs yfir hagsveifluna sé 2%.

Á tæpum 10 árum virðist sem sænska seðlabankanum hafi tekist að skapa almenna tiltrú á peningastefnu sína. Bæði heimili, fyrirtæki og markaðsaðilar vænta svipaðrar verðbólgu og verðbólguþróunar hljóðar upp á. Sumir telja jafnframt að síðasta vígið hafi fallið þegar sænska Alþýðusambandið, sem mest hafði gagnrýnt stefnu seðlabankans, lýsti því yfir í aðdraganda kjarasamninga 1999 að niðurstaða kjarasamninganna yrði að vera í samræmi við verðbólguþróun bankans.²⁴

Jafnframt hefur aðalhafþingur sænska Alþýðusambandsins nýlega bent á mikilvægi Ríkisbankens eftir að peningastefnunni var breytt.²⁵ Hann telur mikilvægt að Ríkisbankan sýni á trúverðugan hátt að bankinn muni refsa aðilum vinnumarkaðar ef samningar hafi í för með sér meiri launabreytingar en samrýmast verðbólguþróun bankans. Bankinn stuðli einnig að því að halda niðri væntingum almennings um verðbólgu og stuðli að aukinni framleiðni með því að neyða fyrirtækin til þess að hagræða í stað þess að skella auknum kostnaði út í verðlagið. Að lokum bendir hann á að kaupmáttur hafi verið að aukast í Svíþjóð í kjölfar breyttrar peningamálastefnu, en það hafi ekki gerst 20 árin þar á undan.

Niðurlag

Árangur í sænska þjóðarbúskapnum eftir upptöku verðbólguþróunar markast fyrstu árin af því hve djúp efnahagslægdin var við upptöku þess. Þegar

litið er til síðustu ára má sjá að hagvöxtur hefur verið mikill á sama tíma og verðbólga hefur verið við eða undir verðbólguþróuninu. Raunvextir hafa einnig lækkað. Þótt atvinnuleysi sé enn mikið á fyrri tíma mælikvarða hefur dregið verulega úr því á ný og virðist sem umfræftirspurn gæti skapast á næstu misserum.

Margt bendir til að framleiðslulaki sem myndast í upphafi síðasta áratugar gæti vikið fyrir framleiðsluspennu. Því mun á næstu mánuðum reyna á hvort bankanum tekst að viðhalda þeim árangri sem hann hefur náð við að koma böndum á verðbólgunu. Það er einkum tvennt sem veldur óvissu í núverandi stöðu. Í fyrsta lagi ætti að koma í ljós hvort nægilega hefur verið tekið á öllum þeim kerfislægu vandamálum sem fyrir voru. Hins vegar verður ekki síður áhugavert að fylgjast með því hvernig til tekst við að halda aftur af launaskriði í fyrsta skipti sem launaprýstingur skapast á vinnumarkaði eftir að samtök atvinnurekenda drógu sig út úr formlegu samstarfi við verkalyðshreyfinguna 1993 og miðstýrðir kjarasamningar liðu undir lok.

Þeim sem hafa áhuga á að fræðast meira um sænska seðlabankann, lesa rit hans eða fylgjast með framvindu mála næstu misseri er bent á heimasíðu bankans www.riksbank.se.

24. Rétt er að benda á að Alþýðusambandið hefur fyrst og fremst gagnrýnt Ríkisbankan fyrir að hafa stefnt of harkalega á 2%-markið með þeim afleiðingum að verðbólgan hafi oftar verið undir markinu en yfir því.

25. Andersson (2001).

Heimildir

- Andersson, D. (2001). Vilka bör sitta i Riksbankens direktion. Birt á heimasíðu sænska Alþýðusambandsins, www.lo.se.
- Berg, C., og Lindberg, H. (2000). Conducting Monetary Policy with a Collegial Board: The New Swedish Legislation One Year On. *Penning- og valutapolitik*, 2/2000.
- Bäckström, U. (1998). Finansiella kriser – svenska erfarenheter. *Ekonomisk Debatt*, 1/1998.
- Bäckström, U. (2002). Perspektiv på inflationsmålet. Ræða flutt á fundi í félagi hagfræðinga, apríl 2002. Birt á heimasíðu sænska seðlabankans, www.riksbank.se.
- Debelle, G. (1997). Inflation Targeting in Practice. IMF Working Paper, 97/35.
- Heikensten, L., og Vredin, A. (1998). Inflation targeting and Swedish monetary policy – experience and problems. *Quarterly Review*, 4/1998.
- Jonung, L. (2000). Från guldmynntfot till inflationsmål – svensk stabiliseringspolitik under 20:e århundradet. *Ekonomisk Debatt*, 1/2000.
- Långtidsutredningen (2000). Statens offentliga utredningar, SOU 2000:7.
- Svenson, L.E.O. (1998). Inflationsmål í en öppen ekonomi: Strikt eller flexibelt. *Ekonomisk Debatt* 6/1998.
- Svenson, L.E.O. (2001). Independent review of the operation of monetary policy in New Zealand. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Vol. 64, No. 1/2001.
- Fyrirlestrar og umræður um stjórn peningamála á fundum félags hagfræðinga (Nationalekonomiska föreningen), birt í Ekonomisk Debatt:*
- Penningpolitiken och arbetslösheten, *Ekonomisk Debatt* 5/1997.
- Fem år med inflationsmål, *Ekonomisk Debatt* 6/1998.
- Riksbanken och den finansiella stabiliteten, *Ekonomisk Debatt* 6/1999.
- Ett år med den nya direktionen, *Ekonomisk Debatt* 5/2000.