

BIRGIR ÍSL. GUNNARSSON

formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands

Peningastefnan, hagvöxtur og velmegun

*Opnunarræða á afmælisráðstefnu viðskipta- og hagfræðideildar
Háskóla Íslands 31. október 2001*

Ég óska viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands til hamingju með árin 60 og merka starfsemi og framlag til eflingar íslensku efnahagslífi. Ég árna deildinni allra heilla í framtíðinni. Jafnframt þakka ég þann heiður sem mér er sýndur með því að bjóða mér að flytja opnunarræðu á þessari afmælisráðstefnu.

Ég hef kosið að kalla þetta erindi mitt Peningastefnan, hagvöxtur og velmegun. Ég mun því beina sjónum mínum að hlutverki peningamála í efnahagsstjórninni og framlagi þeirra til hagvaxtar og velmegunar. Það er ekki að ófyrirsynju því að merkustu atburðir þessa árs í skipulagi hagstjórnar á Íslandi hafa einmitt gerst á sviði umgjörðar peningamála og Seðlabanka Íslands.

Stöðugt verðlag

Mjög miklar breytingar hafa orðið á löggjöf seðlabanka víða um heim á undanförunum árum. Þeirri skoðun jókst smám saman fylgi að eðlilegt væri að setja seðlabönkum einföld markmið sem hentuðu tækjum þeirra, efla sjálfstæði þeirra til athafna og fjárhagslegt sjálfstæði og um leið að gera ákveðnari kröfur til þeirra um gagnsæi og reikningsskil gagnvart stjórnvöldum og almenningi. Þá var lokað fyrir aðgang ríkissjóða að fjármögnun í seðlabönkum. Í einföldun markmiðssetningar bankanna fólst einkum að peningastefnunni var falið eitt meginverkefni, þ.e. að stuðla að verðstöðugleika sem þýðir lítil mæld verðbólga. Sums staðar var seðlabönkunum sjálfum falið að skilgreina meginmarkmiðið en annars staðar er það sett af ríkisstjórn eða í samvinnu ríkisstjórnar

og seðlabanka. Þessi sjónarmið endurspeglast í seðlabankalöggjöf fjölmargra landa og í Maastricht-sáttmálanum þar sem kveðið var á um stofnun og starfsemi Seðlabanka Evrópu.

Annað algengt markmið seðlabanka á seinni árum er að stuðla að öryggi fjármálakerfisins, þar með talið öryggi greiðslukerfa. Þetta viðfangsefni hefur orðið æ umfangsmeira í starfsemi margra seðlabanka enda talið nauðsynlegt í kjölfar þess að hömlum var létt af fjármagnshreyfingum á milli landa. Á alþjóðavettvangi hefur verið lögð mjög vaxandi áhersla á virkt eftirlit með fjármálastarfsemi og virka yfirsýn yfir ýmsa áhættuþætti í fjármálakerfinu og í þjóðarbúskapnum í því skyni að leitast við að koma í veg fyrir alvarleg áföll.

Viðvarandi verðbólga afleiðing ófullnægjandi aðhalds

Góðar ástæður liggja að baki því að seðlabönkum hefur verið sett eitt meginmarkmið, þ.e. að stuðla að stöðugu verðlagi. Verðbólga er fyrst og fremst peningalegt fyrirbrigði. Margt getur valdið tímabundinni verðbólgu. Viðvarandi verðbólga er hins vegar afleiðing ófullnægjandi aðhalds í peningamálum. Til langs tíma hefur stefnan í peningamálum því fyrst og fremst áhrif á verðlag. Við venjuleg skilyrði hefur peningastefnan aðeins skammvinn áhrif á hagvöxt og atvinnu. Þar sem seðlabankar hafa í aðalatriðum aðeins eitt stjórnþæki, þ.e. vexti, og geta því aðeins náð einu þjóðhagslegu markmiði til langs tíma er eðlilegt að meginmarkmið peningastefnunnar sé stöðugt verðlag. Þetta þýðir ekki að markmiðið

um stöðugt verðlag sé mikilvægara en til dæmis markmið um fulla atvinnu, heldur einfaldlega að það sé í eðli hinna peningapolítisku stjórnækja að þau henta betur til að hafa áhrif á verðlag. Tilgangslítið er að setja peningastefnunni markmið sem hún getur ekki náð. Með verðstöðugleika geta peningamálin með framsýnni stefnumótun lagt sitt af mörkum til að stuðla að stöðugu efnahagsumhverfi sem er undirstaða vaxtargetu hagkerfisins til langs tíma, þ.e. hagvaxtar og velmegunar.

Ástæða þess að seðlabankar geta með vaxtaákvörðunum sínum haft víðtæk áhrif á vaxtamyndun á markaði er að þeir hafa einkarétt til útgáfu peninga í hagkerfinu, þ.e. útgáfu grunnfjár. Með því að stjórna verðinu á grunnfé, þ.e. kjörnum á skammtímalánum sem lánastofnanir eiga aðgang að í seðlabankanum, hafa bankarnir áhrif á magn og verð laussfjár í fjármálakerfinu. Vaxtaákvörðanir seðlabanka hafa áhrif á skammtíma- og langtímavexti, laust fé í fjármálakerfinu, peningamagn í umferð og bankaútlán, gengi gjaldmiðla, önnur eignaverð og síðast en ekki síst væntingar markaðsaðila um framtíðarþróun allra þessara þátta. Allt þetta hefur síðan áhrif á ákvörðanir um neyslu og fjárfestingu einstaklinga og fyrirtækja og þar með á heildareftirspurn. Áhrifin á einstaka þætti geta verið mjög breytileg frá einum tíma til annars.

Ný lög um Seðlabanka Íslands

Fyrri lög um Seðlabanka Íslands voru frá árinu 1986 og frumvarp til þeirra laga var samið á árunum 1981 til 1984. Það var barn síns tíma og endurspeglaði ekki þau viðhorf sem síðar ruddu sér til rúms. Í upphafi tíunda áratugarins skipaði þáverandi viðskiptaráðherra nefnd sem falið var að endurskoða löggin um Seðlabanka Íslands og laut hún forystu Ágústar Einarssonar núverandi forseta viðskipta- og hagfræðideildar. Í framhaldi af starfi nefndarinnar lagði viðskiptaráðherra fram á Alþingi frumvarp til nýrra laga um Seðlabanka Íslands sem fól í sér umfangsmiklar breytingar á lögnum frá 1986, meðal annars margt af því sem nú er talið nauðsynlegt í löggjöf um seðlabanka. Frumvarpið hlaut hins vegar ekki afgreiðslu á Alþingi.

Í maí síðastliðnum samþykkti Alþingi frumvarp til nýrra laga um Seðlabanka Íslands með stuðningi allra 56 þingmanna sem viðstaddir voru lokaafgreiðslu þess. Í ritum Seðlabankans hefur verið

gerð ítarleg grein fyrir meginbreytingunum sem gerðar voru frá fyrri lögum. Eg rifja aðeins upp að Seðlabankanum var sett einfalt markmið, þ.e. að stuðla að stöðugu verðlagi. Með samþykki forsætisráðherra var bankanum einnig heimilað að lýsa yfir tölulegu markmiði um verðbólgu. Bankanum var veitt fullt sjálfstæði til þess að beita tækjum sínum í því skyni að ná meginmarkmiði sínu. Fjárhagslegt sjálfstæði hans var aukið með því að lokað var fyrir aðgang ríkissjóðs að skammtímafjármögnun í Seðlabankanum en áður hafði verið lokað fyrir þann aðgang með samningi milli fjármálaráðherra og Seðlabankans. Skerpt voru ákvæði um gagnsæi og reikningsskil gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Eins og ég nefndi er það eitt meginhlutverka Seðlabankans að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi eða að stuðla að fjármálastöðugleika eins og það er oft kallað. Á undanföllum árum hafa seðlabankar margra landa gefið sig æ meira að því að fylgjast með stöðuleika fjármálakerfisins. Þessi þróun á sér annars vegar rætur í auknu frelsi á fjármálamarkaði og afnámi hamla á fjármagnsflutningum á milli landa og hins vegar í áföllum sem dunið hafa yfir víða um lönd, bæði gjaldeyrisáfall og áfall í bankakerfi. Nefna má sem dæmi erfiðleika banka í Finnlandi, Noregi og Svíþjóð fyrir u.þ.b. áratug og kreppurnar sem riðu yfir í Asíu og Rómönsku Ameríku þegar leið á áratuginn. Seðlabankinn hefur nú byggt upp nýtt starfssvið í skipulagi sínu, fjármálasvið, sem hefur það meginhlutverk að fylgjast með þáttum sem varða stöðugleika fjármálakerfisins. Tvisvar á ári birtir bankinn grein um þessi efni í ársfjórðungsriti sínu, *Peningamálum*, árlega meginúttekt í maí og aðra styttri í nóvember. Við þetta má bæta því að Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið eiga náið og gott samstarf og báðar stofnanir leitast við að tryggja öryggi íslensks fjármálakerfis, hvor á sinn hátt.

Verðbólgu-markmið

Svo ég hverfi aftur til peningastefnunnar sjálfar er nauðsynlegt að rifja upp að hinn 27. mars síðastliðinn gáfu ríkisstjórnin og Seðlabanki Íslands út sameiginlega yfirlýsingu um verðbólgu-markmið og breytta gengisstefnu. Í henni var umgjörð peningastefnunnar breytt og tekið upp verðbólgu-markmið sem fól í sér að fastgengisstefna með vikmörkum vék fyrir fljótandi gengi. Verðbólgu-markmiðið var

ákveðið 2½%, mælt sem hækkun neysluverðsvísitölunnar á tólf mánuðum. Kveðið var á um það í yfirlýsingunni að viki verðbólga meira en 1½% frá settu marki bæri bankanum að ná henni svo fljótt sem auðið væri inn fyrir þau mörk að nýju. Jafnframt bæri bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnarinnar þar sem fram kæmi hver ástæða frávikanna væri, hvernig bankinn hygðist bregðast við og hve langan tíma hann teldi það taka að ná verðbólgu markmiðinu að nýju. Greinargerðin skyldi birt opinberlega. Þar sem verðbólga var nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu þegar yfirlýsingin var gefin út var ákveðið að efri þolmörk yrðu 6% á árinu 2001 og 4½% á árinu 2002. Með yfirlýsingunni voru vikmörk gengisstefnunnar afnumin eins og fyrr segir en þrátt fyrir það áskildi Seðlabankinn sér rétt til þess að grípa inn í þróun gjaldeyrismarkaðar með kaupum og sölu gjaldeyris teldi hann það nauðsynlegt til að stuðla að verðbólgu markmiðinu eða ef hann teldi að gengissveiflur gætu ógnað fjármálalegum stöðugleika. Segja má að þessi nýja stefna hafi síðan verið staðfest með nýju lögum um Seðlabanka Íslands.

Stefnan um verðbólgu markmið gerir miklar faglegar kröfur til Seðlabanka Íslands. Þótt upptöku hennar hafi borið nokkuð brátt að hafði bankinn undirbúið sig fyrir hugsanlega breytingu á peningamálaumgjörðinni um nokkurt skeið. Mikilvægur þáttur hinnar nýju stefnu er að bankinn skuldbatt sig til þess að gera og birta spár um verðbólgu fjórum sinnum á ári og skulu þær ná a.m.k. tvö ár fram í tímann. Bankinn hafði þegar talsverða reynslu af því að spá verðbólgu og hafa athuganir okkar sýnt að færni bankans á þessu sviði hefur ekki verið minni en annarra seðlabanka sem fylgja hliðstæðri stefnu. Þessi árangur hefur náðst með metnaðarfullri faglegri og fræðilegri vinnu sem bankinn leggur mikla áherslu á. Við urðum þess meðal annars áskynja að í öðrum seðlabönkum sem fylgja hliðstæðri stefnu og Seðlabanki Íslands var eftir því tekið og orð haft á hve vandaður undirbúningurinn virtist fyrir upptöku verðbólgu markmiðsins hér. Stefnt er að því að efla enn frekar rannsóknar- og fræðistörf í Seðlabankanum og nefna má að nýju lögin um bankann kveða beinlínis á um að hann skuli stunda hagrannsóknir sem lúta að viðfangsefnum sínum.

Verðbólgu markmiðsstefnan ryður sér til rúms

Verðbólgu markmiðsstefnan hefur rutt sér mjög til rúms á undaförnum árum og um leið hefur mjög fækkað löndum sem fylgja gengisstefnu sem byggir á föstu en breytanlegu gengi eða gengi innan viki-marka. Ástæðan er ekki síst sú að ærferðir reyndist í heimi fjálsra fjármagnsflutninga að fylgja fastgengisstefnu. Því má segja að sú skoðun hafi orðið ráðandi að aðeins væru tveir kostir í gengismálum, annars vegar fljóttandi gengi og hins vegar algerlega fast gengi, til dæmis með aðild að myntbandalagi, einhliða notkun á annarri mynt eða með svo kölluðu myntráði. Hin nýja stefna hefur gefist vel og meðal ríkja sem henni fylgja má nefna Svíþjóð, Noreg, Bretland, Ástralíu og Nýja Sjáland auk nokkurra ríkja Austur-Evrópu, Rómönsku-Ameríku, Asíu og Afríku. Þá má einnig halda því fram að Seðlabanki Evrópu fylgi að hluta til sams konar stefnu.

Af framansögðu er ljóst að Seðlabanki Íslands hefur axlað þá mikilvægu ábyrgð að tryggja að hér á landi ríki verðstöðuleiki sem í skilningi yfirlýsingar ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans er 2½% hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum. Seðlabankinn hefur ekki það hlutverk að tryggja ákveðinn hagvöxt eða ákveðið atvinnustig, enda hvorugt á áhrifasviði stjórnækja hans til lengri tíma lítið. Viðurkennt er hins vegar að með því að tryggja stöðugleika í verðlagi eru skapaðar mjög mikilvægar forsendur til hagvaxtar og velmegunar.

Verðbólga jókst verulega á þessu ári og fór þegar í júní út fyrir þolmörkin sem skilgreind voru í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans í mars. Samkvæmt verðbólgu spá sem Seðlabankinn birti í byrjun ágúst voru horfur á að verðbólga myndi minnka hratt þegar liði að lokum ársins og í byrjun þess næsta, að hún kæmi inn fyrir þolmörk á miðju næsta ári og að 2½% verðbólgu markmiðinu yrði náð á miðju ári 2003. Spáin var byggð á þeim meginforsendum að gengi krónunnar breyttist ekki frá spádegi, að ofþenslan í þjóðarbúskapnum hjaðnaði og að laun hækkðu ekki umfram þegar gerða kjarasamninga. Seðlabankinn birtir næstu verðbólgu spá sína 8. nóvember n.k.

Aðhaldssöm peningastefna

Seðlabankinn hefur fylgt aðhaldssamri peningastefnu um nokkurt skeið sem endurspeglar í háum stýrivöxtum hans. Stýrivextir eru þeir vextir sem

gilda í endurhverfum verðbréfavíðskiptum Seðlabankans við lánastofnanir, þ.e. vextir á lausafé sem lánastofnanir taka að láni í Seðlabankanum. Líflæg umræða hefur farið fram um peningastefnuna undanfarnar vikur og mánuði og mjög hefur verið þrýst á bankann að lækka vexti. Eins og margsinnis hefur komið fram hefur afstaða Seðlabankans verið sú að meiri áhætta væri í því fólgin að lækka vexti en að bíða um hríð eftir áþreifanlegum merkjum þess að forsendur verðbólguþáringar frá því í byrjun ágúst héldu. Afar mikilvægt er að ná verðbólgunni fljótt niður því ekki þarf að fjölyrða um að verðbólgan er verst í óvinur heimila og fyrirtækja. Óhjákvæmilegt er að öflugt aðhald í peningamálum hafi afleiðingar, stundum sársaukafullar, fyrir heimili og fyrirtæki. Við því er ekkert að gera. Heimili jafnt sem fyrirtæki verða að taka afleiðingum gerða sinna og greinilegt er að mörg heimili og mörg fyrirtæki fóru offari í neyslu, fjárfestingu og skuldsetningu á undanförunum árum. Þau verða því að draga úr eyðslu og kostnaði og hagræða í efnahag sínum. Hjá því verður ekki komist.

Ég minni auk þess á að viðskiptahallinn við útlönd er mjög mikill. Jafnvel þótt hratt hafi dregið úr honum í ár og fyrirsjáanlegt sé að enn dragi verulega úr honum á næsta ári verður hann enn mjög mikill bæði í sögulegu íslensku samhengi og í alþjóðlegu samhengi. Til þess að ná viðunandi jafnvægi í þjóðarbúskapnum er því óhjákvæmilegt að þjóðarútgjöld dragist saman. Minni verðbólga og bætt jafnvægi í þjóðarbúskapnum munu einnig skapa forsendur til að nafngengi krónunnar gæti hækkað á ný.

Ég legg einnig áherslu á að fullyrða má að vextir hafi sömu áhrif hér á landi og annars staðar og að rannsóknir okkar og athuganir benda eindregið til þess að virkni peningastefnunnar hér á landi sé áþekk því sem gerist annars staðar. Hins vegar verður að ríkja skilningur á því hvað peningastefna getur gert og hvað ekki.

Gagnsæi

Að síðustu vík ég að þáttum sem eru engu síður mikilvægir en þeir sem ég hef þegar nefnt. Samhliða efldu sjálfstæði seðlabanka á undanförunum árum hafa verið gerðar mjög auknar kröfur til þeirra um gagnsæi og reikningsskil gagnvart stjórnvöldum og almenningi. Þetta felur í sér að bankarnir starfi sem

mest fyrir opnum tjöldum. Þeir verða að gera ræki-lega grein fyrir stefnu sinni og mati á aðstæðum og horfum í efnahags- og peningamálum og að skýra ítarlega forsendur ákvarðana sinna í peningamálum. Allt þetta þjónar þeim tilgangi að stjórnvöld og almenningur verði eins vel upplýst og kostur er um stefnuna í peningamálum og hafi forsendur til að skilja hana og eftir atvikum að leggja sjálfstætt mat á hana. Seðlabanki Íslands sinnir þessu hlutverki meðal annars með útgáfu ársfjórðungsritsins *Peningamála*. Í nýju Seðlabankalögnum segir einmitt að Seðlabankinn skuli eigi sjaldnar en ársfjórðungslega gera opinberlega grein fyrir stefnu sinni í peningamálum og fyrir þróun peningamála, gengis- og gjaldeyrismála og aðgerðum sínum á þeim sviðum. Þá gerir bankinn í ársskýrslu sinni grein fyrir ýmsum öðrum þáttum í starfsemi sinni og birtir ítarlega sundurliðun á rekstrarkostnaði sínum, ítarlegri að ég hygg en nokkur önnur stofnun á Íslandi. Til vitnis um hve gagnsæi er orðið mikilvægt má nefna að haustið 1999 staðfesti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn viðmiðunarreglur um gagnsæi peningamála sem aðildarlöndin voru eindregið hvött til þess að tileinka sér. Fullyrða má að Seðlabanki Íslands uppfylli nú þessar reglur í einu og öllu.

Með því að veita greinargóðar lýsingar á stefnu sinni og mati á stöðu og horfum í efnahags- og peningamálum stuðlar bankinn einnig að faglegri og upplýstri opinberri umræðu um þessi mál. Um leið vex ábyrgð þeirra sem um þau fjalla því þeir geta síður en áður borið við upplýsingaskorti. Seðlabankinn fagnar eindregið faglegri opinberri umræðu um bankann og stefnu hans og tekur þátt í henni eftir því sem hann telur tilefni til. Líflæg og fagleg umræða eykur enn frekar skilning á eðli og markmiðum peningastefnunnar. Ég vænti þess að nemendur og kennarar viðskipta- og hagfræðideildar láti sig þessi mál varða í framtíðinni. Sitt sýnist hverjum í hinni daglegu umræðu eins og gengur. Umræður undanfarnna vikna endurspeglar að hluta þá staðreynd að þjóðfélagið er enn að átta sig á þeim mikilvægu breytingum sem urðu á peningamála-stjórninni í ár og forsendum þeirra.

Margvíslegt samstarf hefur verið á milli Seðlabankans og Háskólans á undanförunum árum. Seðlabankinn hefur stutt rannsóknarverkefni á sviði sínu og gefið út í ritum sínum. Með viðurkenningu á auknu mikilvægi peningastefnunnar í hagstjórn er

mjög áriðandi að viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands leggi ríka áherslu á peningahagfræði, bæði fræðilega og hagnýta. Miðlun peningastefnunnar fer fram úti á hinum fjölmörgu mörkuðum í þjóðfélaginu og því er mjög mikilvægt að þeir sem þar starfa bæði við greiningu og viðskipti hafi góða undirstöðu í þessum fræðum. Þá er mikilvægt að umræða um peningastefnu byggji í eins ríkum mæli og mögulegt er á traustum faglegum forsendum. Seðlabanki Íslands er fús til nánara samstarfs við deildina og aðra um eflingu kennslu á háskólastigi um peningahagfræði og starfsemi seðlabanka.

Góðir áheyrendur.

Ég hefi í þessu erindi mínu lýst breytingum í stjórn peningamála á Íslandi og breyttum viðhorfum til peningamála víða um heim. Meginviðfangsefni flestra seðlabanka er að stuðla að stöðugu verðlagi vegna þess að viðurkennt er að þannig leggi þeir mest af mörkum til hagvaxtar og velmegunar. Með

breyttri umgjörð peningamála á Íslandi hafa Seðlabanka Íslands verið veittar sömu forsendur og seðlabönkum flestra annarra iðnríkja til þess að skapa þessi skilyrði. Seðlabanki Íslands tekur þetta hlutverk sitt alvarlega og mun leggja sig fram um að uppfylla þau skilyrði sem sett er í lögum og í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans frá 27. mars sl.

Hið efnahagslega umhverfi í heiminum hefur breyst mikið á undanförunum árum og er enn að breytast í kjölfar hryðjuverkanna í Bandaríkjunum 11. september sl. Það er alveg ljóst að við Íslendingar drögum ekki þungt hlass í efnahagsmálum á heimsvísu. Ástandið í okkar nánasta umhverfi, einkum hjá helstu viðskiptaþjóðum Íslands, skiptir okkur hins vegar miklu máli. Við siglum nokkurn ólgusjó um þessar mundir. Hlutverk allra þeirra sem fást við hagstjórn hér á landi í þessu nýja umhverfi verður að sýna aga og ábyrgð. Með því verður helst stuðlað að hagvexti og velmegun á Íslandi.