

Nýr rammi peningastefnunnar

Í þessari grein er fjallað um breytingar á ramma peningastefnunnar sem tilkynntar voru þann 27. mars síðastliðinn með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabanka Íslands sem birt er hér í ritinu. Skýrðar verða hugmyndirnar sem lágu að baki breytingunum og í hverju þær felast. Einnig verða þær ákvarðanir sem lágu að baki tæknilegrar útfærslu rammans skýrðar.

1. Breytingar á ramma peningastefnunnar

Með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands eru gerðar grundvallarbreytingar á ramma peningastefnunnar og stöðu Seðlabankans innan stjórnkerfisins.¹ Frá því að eldra fyrirkomulagi var komið á hafa orðið miklar breytingar á efnahagsumhverfi landsins og á innlendu og alþjóðlegu fjármálaumhverfi. Því var orðið nauðsynlegt að laga ramma peningastefnunnar og stöðu Seðlabankans að þessum breyttu aðstæðum. Breytingarnar endurspeglar einnig sambærilegar breytingar meðal fjölda annarra seðlabanka á síðasta áratug.

Meginbreytingarnar á ramma peningastefnunnar felast í því að markmið peningastefnunnar eru einfölduð þannig að verðstöðugleiki er gerður að meginmarkmiði hennar og er verðstöðugleiki skilgreindur nákvæmlega í yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar. Seðlabankanum er síðan gefið fullt sjálfstæði til þess að beita stjórnáætlunum sínum til að ná þessu markmiði án íhlutunar stjórnvalda. Til að auka gagnsæi peningastefnunnar og reikningsskil bankans gagnvart stjórnvöldum og almenningi eru skilgreind við-

brögð takist bankanum ekki að ná markmiðinu. Með þessu er reynt að formfesta með trúverðugum hætti langtímamarkmið peningastefnunnar og tryggja opnari og skilvirkari stjórn peningamála sem stuðla á að efnahagslegum langtímastöðugleika og aukinni hagsæld til frambúðar.

1.1. Meginmarkmið peningastefnunnar

Almennt séð er markmið efnahagsstefnunnar að bæta velferð almennings. Í þessu getur t.d. falist að nýta framleiðsluþætti hagkerfisins á sem hagkvæmasta hátt, tryggja öllum vinnufærum mönnum atvinnu, tryggja sem mestan hagvöxt, tryggja verðstöðugleika og sem réttlátasta tekjudreifingu (sjá t.d. Svansson, 1997).

Sem hluti af efnahagsstefnu stjórnvalda mætti ætla við fyrstu sýn að stjórn peningamála ætti að hafa sömu markmið og efnahagsstefnan almennt.² Þetta er hins vegar ekki rétt. Peningastefnan getur eingöngu haft áhrif á peningalegar stærðir til lengri tíma litið. Það þýðir að hún hentar ekki til að reyna að viðhalda meiri hagvexti eða meiri atvinnu en uppbygging hagkerfisins leyfir hverju sinni. Slíkar tilraunir munu ávallt enda með því að hagkerfið leitar aftur í jafnvægisstöðu og skilja eingöngu eftir sig aukna verðbólgu.

1. Nýtt frumvarp til laga um Seðlabanka Íslands biður nú afgreiðslu á Alþingi. Verði frumvarpið að lögum mun það hafa í för með sér grundvallarbreytingar á stöðu Seðlabankans og sjálfstæði hans til að beita stjórnáætlunum sínum. Eins og kom fram í grein Þórarins G. Péturssonar (2000b) mældist Seðlabanki Íslands einn minnst sjálfstæði seðlabanki meðal iðnríkja samkvæmt núgildandi löggjöf. Með nýju lögunum styrkist staða bankans töluvert og verður hún í meginatriðum sambærileg við það sem best gerist í heiminum.

2. Þetta eru án efa þau sjónarmið sem lágu að baki markmiðssetningu núverandi laga um Seðlabanka Íslands sem og laga annarra seðlabanka fram undir síðasta áratug.

Til lengri tíma getur peningastefnan því eingöngu náð einu þjóðhagslegu markmiði og þar sem það er peningalegs eðlis liggur beinast við að meginmarkmið stefnunnar líti að verðlagi enda verðbólga til lengri tíma lítið fyrst og fremst peningalegt fyrirbrigði.³ Verðbólga er skaðleg fyrir efnahagsstarfsemina og velferð almennings og er skaðinn því meiri sem hún er meiri.⁴ Því er rökrétt að setja peningastefnunni það meginmarkmið að halda verðlagi stöðugu. Með þessu er þó ekki átt við að markmiðið eigi að vera alger verðstöðugleiki eins og hann er mældur með hefðbundnum verðvísitölum. Rannsóknir benda til þess að slíkar vísitölur ofmeti með kerfisbundnum hætti raunverulegar verðbreytingar, auk þess sem talið er að mjög lítil verðbólga geti dregið úr sveigjanleika vinnu- og fjármálamarkaða.⁵ Því er yfirleitt miðað við að verðbólga á bilinu 1-3% geti samrýmst skilgreiningunni á verðstöðugleika.

Tilgangslítið er að setja peningastefnunni markmið sem hún getur ekki náð. Reynolds gefur einnig til kynna að slík markmiðssetning geti leitt til verri árangurs í stjórn peningamála en ella. Með verðstöðugleika sem meginmarkmið er hægt með framsýnni stefnuótun í peningamálum að leggja sitt af mörkum til að stuðla að stöðugu efnahagsumhverfi sem er undirstaða vaxtargetu hagkerfisins til langs tíma. Þetta er í raun framlag peningastefnunnar til að ná ofangreindu meginmarkmiði efnahagsstefnunnar og því er rangt að búast við meiru.

Rétt er að ítreka að í þessu felst ekki sú skoðun að verðstöðugleiki sé þjóðfélagslega mikilvægara markmið en önnur markmið efnahagsstefnunnar og því muni peningastefnunni eingöngu beint að því markmiði. Í þessu felst einfaldlega viðurkenning á því að hin peningapólitísku stjórnþæki henta betur til að hafa áhrif á verðlag en á raunstærðir eins og hagvöxt og atvinnu. Vel heppnuð peningastefna getur hins vegar stuðlað að því að draga úr sveiflum í þessum stærðum en illa heppnuð stefna aukið þær.

3. Með þessu er átt við að þrátt fyrir að margar orsakir geta legið að baki tímabundinni verðbólgu getur viðvarandi verðbólga eingöngu orsakast af lausatökum í stjórn peningamála.

4. Sjá m.a. grein Þórarins G. Péturssonar (2000b) og þær heimildir sem þar er getið.

5. Sjá t.d. grein Þórarins G. Péturssonar (2000a).

1.2. Peningastefna með formlegu verðbólgu-markmiði

Peningastefna með formlegu verðbólgu-markmiði felur í sér að verðstöðugleiki er gerður að meginmarkmiði peningastefnunnar og að gefin er út yfirlýsing um formlega skilgreiningu á verðstöðugleika í formi tölulegs verðbólgu-markmiðs. Einnig einkennist stefnan af því að seðlabankanum er gefið fullt frelsi til að nota stjórnþæki sín til að ná verðbólgu-markmiðinu. Á móti er bankanum síðan gert að tryggja sem best gagnsæi peningastefnunnar þannig að hann standi reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almennungi.

Þetta fyrirkomulag hefur notið vaxandi vinsælda meðal iðnríkja og annarra ríkja undanfarin tíu ár. Nýja-Sjáland reid á vaðið árið 1990 en síðan hafa 15 aðrar þjóðir tekið upp þessa stefnu, nú síðast Ísland og Noregur. Fjöldi annarra ríkja íhugar einnig að stíga þetta skref og með góðum rökum má segja að seðlabankar Evrópu og Bandaríkjanna fylgi sams konar stefnu, þótt hún beri einnig önnur einkenni.

1.3. Verðbólgu-markmið Seðlabanka Íslands

Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands er verðbólgu-markmið bankans skilgreint sem 2½% árleg verðbólga. Þetta er nokkuð hærra viðmið en notast er við víðast hvar, eins og í Myntbandalagi Evrópu og Svíþjóð, en í samræmi við markmið seðlabanka Bretlands og Noregs. Sum ríki, eins og Brasilía og Suður-Afrika, hafa jafnvel miðað við enn hærri tölu, eins og sjá má í töflu 1. Meginástæða þess að miða markmiðið við 2½% verðbólgu er að Ísland er lítið opið hagkerfi sem verður fyrir tíðum breytingum í viðskiptakjörum og því gæti verið óraunhæft að miða við lægra verðbólgu-stig. Auk þess er Bretland helsta viðskiptaland okkar og verðbólga í helstu viðskiptalöndum er að meðaltali um 2½%. Því virðist rétt að skilgreina verðstöðugleika hér á landi sem u.þ.b. 2½% verðbólgu.

Viðmiðunarvísitala verðbólgu-markmiðsins

Við útreikning verðbólgu er miðað við 12 mánaða breytingar vísitölu neysliverðs sem mæld er af Hagstofu Íslands. Mörg ríki hafa kosið að miða verðbólgu-markmiðið formlega við einhvers konar mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu, þ.e.a.s. vísitölu neysliverðs að undanskildum ýmsum sveiflukenndum liðum eða þáttum sem ekki er talið heppilegt að

Tafla 1 Lönd með formlegt verðbólguþéttunarmarkmið

Land (upphaf stefnu)	Verðbólguþéttunarmarkmið	Land (upphaf stefnu)	Verðbólguþéttunarmarkmið
Ástralía (1993)	2-3%	Noregur (2001)	2001: 2½% (±1%)
Brasilía (1999)	1999: 8% (±2%) 2000: 6% (±2%) 2001: 4% (±2%) 2002: 3½% (±2%)	Nýja-Sjáland (1990)	1990: 3-5% 1991: 2½-4½% 1992: 1½-3½% 1993-96: 0-2% 1996-: 0-3%
Bretland (1992)	1992-96: 1-4% 1997-: 2½%	Pólland (1999)	1998: <9,5% 1999: 6,6-7,8% 2000: 5,4-6,8% 2001: <4%
Chíle (1999/1990)	1991-99: Úr 18 í 4,3% 2000: 3½% 2001: 2-4%	Suður-Afríka (2000)	2002: 3-6%
Ísland (2001)	2001: 2½% (1-6%) 2002: 2½% (1-4½%) 2003-: 2½% (±1½%)	Sviss (1999)	2000: 0-2%
Ísrael (1997/1991)	1992-97: Úr 15 í 8% 1997-98: 7-10% 1999: <4% 2000-02: 3-4% 2003-: 1-3%	Svíþjóð (1993)	1995: 2% (±1%)
Kanada (1991)	1992-93: 3% (±1%) 1994: 2½% (±1%) 1995-: 1-3%	Tékkland (1997)	1998: 5½-6½% 1999: 4-5% 2000: 3½-5½% 2001: 2-4% 2002: 1-3%
Mexíkó (1999/1994)	1999: 13% 2000: <10% 2003: 3%	Tæland (2000)	2000: 0-3½%

Þegar vísað er í tvö ártöl við upphaf stefnunnar miðast fyrra ártalið við þegar peningastefnunni var sett verðbólguþéttunarmarkmið auk einhvers annars milli-markmiðs. Seinna ártalið vísar í þá dagsetningu þegar hreint verðbólguþéttunarmarkmið var tekið upp.

Heimildir: Heimasiður viðkomandi seðlabanka og Þórarinn G. Pétursson (2000a).

hafi áhrif á móttölu peningastefnunnar. Í þeim löndum þar sem stefnan miðast formlega við vísitölu neysluverðs er einnig höfð hliðsjón af slíkum mælikvörðum við ákvörðun peningastefnunnar með einum eða öðrum hætti. Ástæða þess er að vísitala neysluverðs inniheldur ýmsa undirþætti sem eru sveiflukenndir, utan áhrifasviðs peningastefnunnar eða verða fyrir „öfugum“ áhrifum af peningastefnunni, þ.e. verð þessara þátta hækkar þegar aðhald peningastefnunnar er aukið. Þar að auki inniheldur slík almenn vísitala ýmsa framboðsþætti sem rangt getur verið fyrir peningastefnuna að bregðast við. Almenn vísitala neysluverðs getur því gefið misvísandi upplýsingar um aðhaldsstig peningastefnunnar í nútíð og framtíð og getur þar með orsakað röng peningastefnuviðbrögð.

Sem dæmi um undirþætti sem oft eru undanskildir úr vísitölunni við mat á undirliggjandi verðbólgu má nefna verð háð opinberum ákvörðunum, áhrif breytinga á óbeinum sköttum, verð á ýmsum orkugjöfum, eins og bensíni, sveiflukennt verð á tilteknum matvörum og breytingar á opinberum niðurgreiðslum. Í sumum löndum hefur vaxtakostnaður húsnæðislaða bein áhrif á húsnæðislið vísitölunnar þannig að vaxtahækkunar leiða til hækkunar á vísitölu neysluverðs. Þar sem þessi aðferð er notuð við mat á húsnæðiskostnaði eru þessi vaxtaáhrif því yfirleitt einnig undanskilin við útreikning á undirliggjandi verðbólgu.

Þar sem vísitala neysluverðs nýtur trausts og er vel þekkt meðal almennings þykir hins vegar rétt að miða verðbólguþéttunarmarkmiðið hér á landi við vísitölu

neysluverðs, a.m.k. til að byrja með. Þar skiptir einnig máli að verðtrygging fjárskuldbindinga miðast við þessa vísitölu og því yrði erfitt að færa rök fyrir því að miða peningastefnuna við aðra vísitölu. Þar að auki má nefna að ofangreint vandamál við mat á húsnæðislið vísitölnnar á ekki við hér á landi.

Seðlabankinn mun hins vegar fara þess á leit við Hagstofu Íslands að hún birti reglulega mælingar á undirliggjandi verðbólgu sem hafðar verða til hliðsjónar við framkvæmd peningastefnunnar. Með aukinni reynslu af slíkum mælikvörðum kunna að skapast forsendur síðar meir til að þeir skipi stærri sess við mótun peningastefnunnar.

Þolmörk verðbólgu

Þótt að jafnaði sé stefnt að 2½% árlegri verðbólgu er óraunhæft að gera ráð fyrir að Seðlabankinn hafi svo fullkomna stjórn á verðbólgu að hann geti öllum stundum haldið henni í 2½%. Því er gert ráð fyrir ±1½% þolmörkum fyrir verðbólgu markmiðið. Þolmörkin gefa færi á því að leyfa skammvinn frávik frá verðbólgu markmiðinu sem gæti verið heppilegt við vissar aðstæður. T.d. getur verið réttlætlegt að hleypa áhrifum skammvinnra framboðshnykkja eða -áfalla tímabundið út í verðlag til að koma í veg fyrir óþarflega miklar sveiflur í hagvexti og atvinnu. Þau gefa Seðlabankanum þannig svigrúm til að vinna að því að jafna sveiflur í þessum stærðum að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ógna meginmarkmiði peningastefnunnar um verðstöðugleika.

Í öðrum iðnríkjum eru þessi þolmörk yfirleitt þrengri, að jafnaði ±1%. Rökin fyrir því að leyfa víðari þolmörk hér á landi eru þrenns konar. Í fyrsta lagi er Ísland lítið opið hagkerfi þar sem sveiflur í viðskiptakjörum geta haft töluverð skammtímaáhrif á verðbólgu. Þar sem efnahagsbúskapur Íslands er nokkuð sveiflukenndur gæti verið erfitt og jafnvel óæskilegt fyrir Seðlabankann að reyna að bregðast við öllum sveiflum í verðbólgu sem stafa t.d. af utan- aðkomandi sveiflum í viðskiptakjörum. Slík viðbrögð gætu haft í för með sér óþarflega mikinn kostnað í formi meiri sveiflna í hagvexti og atvinnu. Í öðru lagi miðast verðbólgu markmiðið við vísitölu neysluverðs sem inniheldur sveiflukennda liði sem Seðlabankinn hefur lítil tók á að bregðast við. Í þriðja lagi er mjög mikilvægt að reyna að lágmarka líkur á því að Seðlabankanum mistakist að halda verðbólgu innan þolmarka strax í upphafi fyrirkomu-

lagsins þegar verið er að byggja upp trúverðugleika þess. Gerðist það væri mikil hætta á því að trúverðugleiki tapaðist. Þegar meiri reynsla er komin á stefnuna er síður hætta á því að trúverðugleiki hennar skaðist þótt verðbólga fari tímabundið út fyrir mörkin. Því gætu skapast forsendur síðar meir til að þrengja þau.

Neðri þolmörk verðbólgu markmiðsins eiga að undirstrika að Seðlabankanum er einnig í mun að koma í veg fyrir verðhjöðnun sem getur haft alvarleg áhrif á gangverk hagkerfisins. Út frá fyrrgreindum rökum fyrir mögulegri skaðsemi of lágrar verðbólgu og skekkjum í mælingum hennar með vísitölu neysluverðs eru neðri mörk verðbólgu markmiðsins sett við 1%.

Rétt er að leggja áherslu á að þolmörk verðbólgu markmiðsins eru í grundvallaratriðum ólík vikmörkum eldri gengisstefnu. Vikmörk gengisstefnunnar voru „hörð“, þ.e.a.s. að Seðlabankanum bar að halda gengi krónunnar innan þeirra öllum stundum en hafði í sjálfu sér enga kvöð til að stýra genginu meðan það hélst innan markanna. Þolmörk verðbólgu markmiðsins eru hins vegar „mjúk“ í þeim skilningi að bankinn mun ekki þurfa að halda verðbólgu innan þeirra undir öllum kringumstæðum. Eins og fjallað er um að ofan geta komið upp tilvik þar sem rétt getur verið að verðbólga fari tímabundið út fyrir mörkin. Þolmörkin skilgreina því aðeins viðbragðspunkt þar sem bankanum ber að senda greinargerð til stjórnvalda sem skýrir frávikin og viðbrögð banksins við þeim. Þolmörkin eru einnig í grundvallaratriðum frábrugðin vikmörkum gengisstefnunnar að því leyti að hafa vel skilgreint verðbólgu markmið innan þeirra. Bankanum ber því ávallt, sem fyrr segir, að stefna að því að verðbólga sé að jafnaði sem næst 2½%, þrátt fyrir þolmörkin. Það hefur í för með sér að ef verðbólga er meiri eða minni en verðbólgu markmiðið, jafnvel þótt hún sé innan þolmarkanna, mun bankinn ávallt miða ákvarðanir sínar að því að koma verðbólgu í 2½%.

Hlutverk verðbólguþátt Seðlabankans

Með formlegu verðbólgu markmiði mun mótun peningastefnunnar taka mið af verðbólguhorfum næstu missera fremur en að horfa á núverandi verðbólgu, enda lítið sem peningastefnan getur gert við verðbólguþróun dagsins í dag og jafnvel allra næstu missera. Ástæðan er sú að miðlunartíminn frá

aðgerðum Seðlabankans til áhrifa á verðlag er bæði langur, breytilegur og háður óvissu. Alþjóðlegar rannsóknir benda til þess að fyrstu áhrif aðgerða í peningamálum komi fram í verðlagi eftir u.þ.b. sex til tólf mánuði og séu komin að fullu fram eftir allt að tvö ár. Mótun peningastefnunnar þarf að taka mið af þessari staðreynd.⁶

Peningastefnan virkar þá þannig í raun að Seðlabankinn gerir verðbólguþá miðað við óbreytta stefnu í peningamálum. Sé verðbólga, sem spáð er næstu tvö árin, í ósamræmi við verðbólguþá miðað ber bankanum að bregðast við með aðgerðum í peningamálum. Hversu hratt hann reynir að ná markmiðinu ræðst þó af því hversu mikill áhrif hann telur aðgerðir sínar hafa á raunsteðir. Sé verðbólga, sem spáð er, t.d. fyrir ofan verðbólguþá miðað og bankinn telur hættu á að of hörð viðbrögð hans geti þýtt óþarflega skarpan efnahagsamdrátt getur bankinn ákveðið að taka lengri tíma í að ná markmiðinu. Hann þarf þó að skýra viðbrögð sín skilmerkilega fyrir stjórnvöldum og almenningi þannig að verðbólguþá miðað tapi ekki trúverðugleika. Svigrúm bankans til þess að notfæra sér þennan sveigjanleika stefnunnar er augljóslega háð trúverðugleika hans. Sé hann mikill aukast verðbólguvæntingar lítið þótt verðbólga aukist um hríð og því er minni hættu á að aukin verðbólga festist í sessi. Möguleikinn á að jafna sveiflur á raunsterðum til skemmri tíma er að sama skapi meiri. Það öfuga á við ef trúverðugleiki er lítil.

Aðlögunarferill verðbólguþá miðsins

Þrátt fyrir að langtímaþá mið peningastefnunnar sé sett sem 2½% árleg verðbólga er óraunhæft að gera ráð fyrir því að Seðlabankinn geti náð því þá mið strax í ljósi fyrrgreindra tafa í miðlunarferli peningamálaaðgerða.

Verðbólguþá mið Seðlabankans frá janúar síðastliðnum gerði ráð fyrir u.þ.b. 4½% verðbólgu frá upphafi til loka þessa árs og tæplega 3% verðbólgu frá upphafi til loka árs 2002 sem er nokkru meiri verðbólga en samrýmist langtímaþá miðinu. Út frá þessari spá er því í aðlögunarferli verðbólguþá miðsins gert ráð fyrir að efri þölmörk stefnunnar verði víðari til að byrja með, þ.e. 1½% fyrir ofan spána. Þetta þýðir að efri þölmörk stefnunnar eru 6% verðbólga

yfir árið 2001 og 4½% verðbólga yfir árið 2002. Neðri mörk verðbólguþá miðsins verða hins vegar ávallt 1% verðbólga í samræmi við ofangreind 1½% neðri mörk.

Rétt er að ítreka að verðbólguþá mið er ávallt 2½% og er ætlunin að því þá mið verði náð ekki síðar en í árslok 2003. Það að efri þölmörkin séu höfð hærrí en langtímaþá miðin (4%) til að byrja með endurspeglar annars vegar litla möguleika Seðlabankans til að hafa áhrif á verðbólgu næstu mánaða og mikilvægi þess að hið nýja fyrirkomulag byrji vel á meðan verið er að vinna stefnunni traust meðal almennings. Slíkur aðlögunarferill þekkist víða í þeim löndum sem tekið hafa upp verðbólguþá mið með hærrí verðbólgu en talið var ásættanlegt miðað við langtímaþá mið um verðstöðugleika eins og sést í töflu 1 að framan.

2. Áhrif breytts ramma á gengisstefnuna

Með ofangreindum breytingum á ramma peningastefnunnar hættir Seðlabankinn að nota gengi krónunnar sem millimarkmið og akkeri peningastefnunnar. Vikmörk fastgengisstefnunnar voru afnumin en þau höfðu smám saman verið víkkuð, úr ±2¼% í ±6% í september árið 1995 og síðan í ±9% í febrúar árið 2000.

Bankinn miðar því peningastefnuna ekki lengur við að halda gengi krónunnar innan ákveðinna vikmarka heldur mun gengi krónunnar ráðast í meginatriðum á markaði án sérstakrar íhlutunar Seðlabankans. Þess í stað fær endanlegt markmið stjórnar peningamála meira vægi og verður framkvæmd peningastefnunnar í raun þannig að verðbólguþá miðsins tekur hlutverk millimarkmiðs stefnunnar í stað gengisins eins og skýrt var hér að ofan.

Fyrir lítið opið hagkerfi eins og Ísland skiptir hins vegar gengi gjaldmiðils þess töluverðu máli fyrir innlenda verðlagsþróun og efnahagslífið almennt. Því mun Seðlabankinn eftir sem áður fylgjast náið með þróun gengisins og bregðast við gengisþróun að því leyti sem bankinn telur það nauðsynlegt til að ná markmiðum sínum. Hann mun því áfram hafa svigrúm til að grípa beint inn í þróun gjaldeyrismarkaðarins með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt til að stuðla að framgangi verðbólguþá miðsins eða telji hann að gengissveiflur ógni fjármálalegum stöðugleika. Meginbreytingin á

6. Áhrif peningastefnunnar í gegnum breytingar á gengi krónunnar geta þó stýtt þetta miðlunarferli að einhverju leyti.

ramma gengisstefnunnar felst í því að hann er ekki lengur skuldbundinn til að halda gengi krónunnar innan ákveðinna marka og getur því mótað peningastefnuna mun meira út frá stöðu innlands efnahagslífs og verðlagshorfum.

Þegar horfið er frá fastgengisstefnu að stefnu með sveigjanlegu gengi virðist við fyrstu sýn óhjákvæmlegt að gengissveiflur aukist. Þetta þarf þó ekki að vera, sérstaklega ekki þegar fastgengisstefnan er eins sveigjanleg og stefnan sem fylgt var hér á landi. Daglegar gengissveiflur hafa aukist undanfarin ár en það er merki þess að þroski og dýpt markaðarins hafi aukist og er jákvæð þróun.

Daglegar gengissveiflur hafa hins vegar aukist í kjölfar breytingarinnar á ramma peningastefnunnar en við því var búist á meðan markaðsaðilar eru að læra að fóta sig í nýju umhverfi. Til lengri tími er hins vegar ekki ljóst hvort sveiflur í gengi krónunnar muni aukast. Sé verðbólgu-markmiðið trúverðugt og takist að halda verðbólgu nálægt markmiðinu mun sá verðstöðugleiki stuðla að auknum stöðugleika gengisins. Á móti kemur að gjaldeyrismarkaðir virðist á stundum einkennast af hjarðhegðun sem ykir sveiflur. Þó er líklegt að einkenni og afleiðingar slíkrar hegðunar séu þegar komin fram í gengisstefnu með tiltölulega víðum vikiðum. Að sama skapi mun hagkerfið reglulega verða fyrir ófyrirséðum búhnykkjum eða áföllum á framboðs- og eftirspurnarhlið. Slíkir búhnykkir eða áföll munu að einhverju leyti endurspeglast í gengissveiflum en á móti kemur að gengissveiflur sem endurspeglu aðlögun að þeim geta verið eðlilegar og jafnvel hagkvæmari en aðlögun í raunstærðum þegar genginu er haldið föstu.

Jafnvel þótt gengissveiflur aukist virðist reynsla ríkja sem tekið hafa upp verðbólgu-markmið og sveigjanlega gengisstefnu benda til þess að áhrif slíkra gengissveiflna á verðbólgu hafi minnkað. Fyrir þessu hafa verið nefndar ýmsar ástæður. Ljóst er að almenningur lítur gengisbreytingar í fastgengiskerfi öðrum augum en í flotgengiskerfi. Gengisbreytingar

í fastgengiskerfi eru túlkaðar sem varanlegar breytingar sem eðlilegt er að komi mjög fljótt fram í innlendu verðlagi. Hins vegar er stærri hluti gengisbreytinga í flotgengiskerfi túlkaður sem tímabundinn sem þurfi ekki að koma fram í verðlagi fyrir en ljóst sé að þær séu varanlegar, þar sem tíðar breytingar verðlags eru kostnaðarsamar. Aukin alþjóðleg samkeppni virðist einnig hafa orðið til þess að fyrirtæki taki í meiri mæli á sig aðlögun að gengissveiflum í gegnum álagningarhlutfall í stað þess að láta þær koma fram í verðlagi. Á sama tíma ráða fyrirtæki yfir betri tækni til að verjast skammtímagengissveiflum en áður.

Því er líklegt að áhrif skammtímagengisbreytinga á innlent verðlag minnki með auknum sveigjanleika gengisins og þróun innlendra fjármálamarkaða. Varanlegar gengisbreytingar munu hins vegar á endanum fara út í verðlag. Hins vegar er mikilvægt að gera greinarmun á verðlags- og verðbólguáhrifum gengisbreytinga. Varanleg gengislækkun mun leiða til varanlegrar hækkunar verðlags til lengri tíma lítið. Á meðan verðlag er á leið í nýtt langtíma jafnvægi eykst verðbólga. Þessi aukning verðbólgu er hins vegar aðeins tímabundin meðan á aðlögunarferlinu stendur og til lengri tíma lítið hverfa verðbólguáhrifin. Í þeim tveggja ára ramma sem verðbólgu-markmiðinu er nú settur munu því skammtímagengissveiflur hafa tiltölulega lítil áhrif.

Heimildir

Svensson, L. E. O. (1997), „Exchange rate target or inflation target for Norway?“, í bókinni *Choosing a Monetary Policy Target*, ritstjórar A. B. Christiansen og J. F. Qvigstad. Oslo: Scandinavian University Press.

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

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