

Seðlabankar í hönk

Sú var tíð, og það er ekki ýkja langt síðan, að stjórn peningamála var yfirleitt frekar létt verk og löðurmannalegt. Seðlabönkum bar að sjá til þess að peningamagn í umferð yxi hvorki of hratt né of hægt heldur á hæfilegum hraða. Peningamagn mátti ekki vaxa of hratt því þá myndi verðbólga hljóta af. Peningamagnið mátti ekki heldur vaxa of hægt því þá skylli á skortur á handbæru fé til að standa straum af dagsins önn og hagkerfið myndi þá byrja að hökta eins og vél sem vantar olíu. Peningastjórnin átti að halda sig á gullnum meðalvegi þannig að hlutfall peningamagns og landsframleiðslu héldist nokkurn veginn stöðugt yfir löng tímabil.

Þetta voru þau ár þegar þjóðhagfræði fjallaði aðallega um landsframleiðslu, atvinnuleysi og verðbólgu til skamms tíma lítið. Hagsveiflur þóttu yfirleitt eiga upptök sín á eftirspurnarhlið hagkerfisins. Ef eftirspurn jókst, hækkaði verðlag og þá þótti rétt að seðlabankar hægðu á vexti peningamagns. Ef eftirspurn skrapp saman, dró einnig úr verðbólgu og atvinnuleysi jókst og þá þótti stundum rétt að seðlabankar snerust gegn auknu atvinnuleysi með því að herða á vexti peningamagns. Dæmið gekk upp þar eð verðbólga og atvinnuleysi stóðu í öfugu sambandi: meiri verðbólga hélzt í hendur við minna atvinnuleysi og öfugt. Þetta var Phillips-kúrfan og birtist mörgum eins og matseðill: Menn þóttust geta valið milli þess að halda verðbólgu niðri með því að umbera nokkurt atvinnuleysi og hins að halda atvinnuleysi niðri með því að umbera svolitla verðbólgu. Stjórn peningamála var að heita má eins og dans á rósum þessi ár, allar götur frá stríðslokum 1945 fram til ársins 1973.

Var þjóðhagfræðin dauð? Nei!

Og þá dundu ósköpin yfir. Samtök olíuútflutningsríkja (OPEC), hringur allra hringa, komu sér saman um að þre- til fjórfalda olíuverð á heimsmarkaði, fyrst 1973-1974 og síðan aftur 1979-1981. Þetta lagði aukinn kostnað á olíuinnflutningslönd sem þurftu nú að greiða mun herra verða fyrir innflutta olíu. Þessum búsigjum þurftu fyrirtæki að bregðast við annaðhvort með því að draga saman seglin og segja upp fólki eða varpa kostnaðaraukanum út í verðlagið. Með öðrum orðum: Verðbólga og atvinnuleysi stóðu ekki lengur í öfugu sambandi heldur færðust nú í vöxt báðar stærðirnar hlið við hlið og mældust sums staðar í tveggja stafa tölum báðar tvær. Hvað hafði gerzt? Var Phillips-kúrfan dauð? Var þjóðhagfræðin dauð? Nei, og aftur nei.

Vandinn var einfaldlega sá að kostnaðaraukinn sem olíuinnflutningslönd þurftu að bera vegna herra olíuverðs jafngilti samdrætti á framboðshlið hagkerfisins, en það var eins og menn tækju ekki allir eftir því strax, svo fastir sátu þeir í gömlu kenningunni um öfugt samband atvinnuleysis og verðbólgu. Rekstrarhagfræðin hafði þó allar götur frá dögum Adams Smith 1776 kennt að samdráttur framboðs getur af sér herra vöruverð og minni framleiðslu á einstökum mörkuðum. Þjóðhagfræðin sem Keynes lagði grunninn að 1936 heimfærði þessa lexíu rekstrarhagfræðinnar upp á þjóðarbúskapinn þannig að samdráttur framboðs leiddi af sér herra verðlag og minni framleiðslu, það er meiri verðbólgu og einnig meira atvinnuleysi.

Nú vandaðist málið. Til að vinna gegna aukinni verðbólgu þurftu seðlabankar að hægja á vexti peningamagns og það myndi draga úr atvinnu. Til að vinna gegn auknu atvinnuleysi þurftu þeir að herða á vexti peningamagns og það myndi auka verðbólguvandann. Lífið í seðlabönkum var ekki lengur dans á rósum, og ekki heldur í fjármálaráðuneytum þar sem taka þurfti ákvarðanir um útgjöld ríkisins og skattheimtu.

Tökum dæmi. Bandaríski seðlabankinn undir stjórn Pauls Volcker kýldi verðbólgu þar vestra niður úr 14% 1980 í 2% 1986, sem var dýru verði keypt um hríð því atvinnuleysi jókst úr 6% af mannafla 1979 í 10% 1982. Aldamótaárið 2000 var verðbólgan vestra 3% og atvinnuleysið 4% og þótti gott.

Smám saman rann það upp fyrir mönnum – það tók furðulangan tíma! – að þörf væri fyrir ráð til að örva framboðshlið hagkerfisins og ekki bara stýra eftirspurnarhliðinni. Þetta var kjarninn í stofnun Evrópska efnahagssvæðisins 1994 og upptöku evrunnar 1999. Höfuðtilgangur hvors tveggja var að glæða millilandaviðskipti svo að landamæri innan svæðisins yrðu í reyndinni eins og hreppamörk, án viðskiptahindrana. Meiri viðskiptum var ætlað að auka framleiðslu í álfunni, það er örva framboðshliðina og lækka þannig vöruverð – og uppskera aukin vörugæði í kaupbæti. Þetta gekk eftir og reyndist einhver árangursríkasta örvandi framboðsaðgerð sem sögur fara af.

Að slíta sig lausan

Af þessari sögu má draga einfalda ályktun. Úr því að aukin millilandaviðskipti örva framboð vöru og þjónustu og draga þannig úr verðbólgu, þá eiga seðlabankar fyrir sitt leyti að stuðla að auknum viðskiptum, úr því að seðlabönkum ber lagaleg skylda til að halda verðbólgu í skefjum. En seðlabankar heimsins sitja flestir fastir í gömlum viðjum – líkt og þeir hagfræðingar sem héldu von úr viti að þjóðhagfræðin væri dauð bara af því að olíuverð hækkaði! Seðlabankamenn líta yfirleitt svo á þeir færu út fyrir sinn leyfilega verkahring ef þeir mæltu fyrir auknum viðskiptum og gegn viðskiptahindrunum. Með líku lagi ættu seðlabankar þeirra ESB-landa sem hafa ekki enn tekið upp evruna að mæla fyrir upptöku hennar sem vörn gegn verðbólgu. Það segir sína sögu að það er fyrst eftir að hann hvarf úr sæti sínu sem seðlabankastjóri Svíþjóðar 2022 að Stefan Ingves mælti með upptöku evrunnar í Svíþjóð í nýlegu viðtali við *Svenska Dagbladet*.¹

Kerfisvillan er þessi: Seðlabankastjóranum var haldið ábyrgum fyrir að tryggja Svíum stöðugt verðlag, en hann áráddi samt ekki að mæla fyrir upptöku evrunnar þótt hún sé að hans dómi og margra annarra forsenda fyrir varanlegum árangri í viðureigninni við verðbólguna. Hann sat sem fastur væri í gömlum viðjum og gat ekki slitið sig lausan þótt Seðlabanki Svíþjóðar eigi að heita sjálfstæður gagnvart öðrum stjórnvöldum. Þessa sögu er hægt að rekja land úr landi.²

Kjarni málsins er þessi: Seðlabönkum sem bera lagalega ábyrgð á að halda verðbólgu í skefjum verður að leyfast að beita sér fyrir ráðstöfunum gegn rótum verðbólgunnar hvort heldur á eftirspurnarhlið hagkerfisins eða framboðshliðinni. Þess vegna bar Seðlabanka Íslands að beita sér til dæmis gegn fákeppni og meðfylgjandi óhagkvæmni, ekki sízt á sínum eigin heimavelli í bankakerfinu, og beita sér fyrir fullu veiðigjaldi til að gerbreyta vígstöðu ríkisvaldsins í baráttunni við þráláta verðbólgu. Bankinn hefur hvorugt gert. Ég lýsti þessu sjónarmiði með dæmum víðs vegar að í fyrirlestri á ársfundi Austurríska hagfræðingafélagsins 2003³ og oft síðan.

Vextir og verðbólguþætti

Um og eftir 1990 ventu margir seðlabankar kvæði sínu í kross og tóku að styðjast heldur við vexti en peningamagn sem stýritæki undir yfirskriftinni verðbólguþætti. Hugsunin var þessi: Nú skulum við hemja verðbólguna með því að hafa vexti bara nógu háa og leyfa peningamagninu að sigla sinn sjó. Þegar peningamagn var stjórnstærðin voru vextir

¹ Sjá „Ingves: Svenskarna har valt att gynna sig själva“, *Svenska Dagbladet*, 18. febrúar 2024.

<https://www.svd.se/a/pQ330X/borantan-stefan-ingves-ger-sina-rad-till-eftertradaren>

² Sjá t.d. Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gíslarsson (2018), Framtíð íslenskrar peningastefnunnar, <https://www.stjornarradid.is/library/03-Verkefni/Efnahagsmal-og-opinber-fjarmal/Endurskodun-a-ramma-peningastefnu/framt%C3%B0i%CC%81slenskrar%20peningastefnu%20-%20final%20OK.pdf>

³ Sjá Þorvaldur Gylfason (2005), „Hagstjórn, fjármál og hagvöxt“, *Fjármálatíðindi*, 52. árg. fyrra hefti, bls. 3-18. <https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=3017>

breytilegir og löguðu sig að jafnvægi milli framboðs og eftirspurnar á peningamarkaði. Þetta hafði ekki þótt takast nógu vel. Jafnvel Milton Friedman, prófessor í Chicago, helzti höfundur kenningarinnar um peningamagn sem lykilstjórntærð seðlabanka, gerði svo fellda játningu í *Financial Times* 7. júní 2003: „Peningamagn sem markmið hefur ekki gefizt vel ... Ég er ekki viss um, að ég mundi halda því jafnákveðið fram nú og ég gerði á sínum tíma.“

Þegar vextir voru gerðir að helzta stjórntæki peningastefnunnar snerist dæmið við. Nú voru vextir ákveðnir í seðlabönkum, eða stýrivextir réttar sagt (það eru vextirnir sem seðlabankar greiða viðskiptabönkum af sjóðum þeirra í seðlabönkum). Peningamagn lagaði sig þá að vöxtunum til að jafna metin á peningamarkaði. Með þessu var viðurkennt að peningamagnið hafði alla tíð verið innri stærð, það er stærð sem stjórnvöld ráða ekki yfir til fulls. Þetta stafar meðal annars af því að gjaldeyrisforðinn er samkvæmt skilgreiningu hluti peningamagnsins og forðinn er breytilegur eftir gangi erlendra viðskipta: hann eykst þegar gjaldeyris streymir til lands og minnkar þegar gjaldeyris streymir úr landi. Viðskiptabankar hafa einnig áhrif á peningamagn: þeir geta beinlínis prentað peninga svo sem sýndi sig í Hruninu og skýrir margt, meðal annars ásókn ýmissa fjárglæframanna í að eignast banka.

Margir hagfræðingar og bankamenn innan lands og utan fögnuðu nýskipan peningamállanna með verðbólgu markmið í fyrirrúmi eins og þeir hefðu fundið púðrið. Ég sótti fund í Seðlabanka Síle haustið 2000 þar sem fjallað var um reynsluna af fyrsta áratug hinnar nýju skipanar og allir ræðumenn lýstu tröllatru sinni á nýskipanina; enginn þeirra lýsti minnsta efa. Menn sáu það ekki fyrir að hin nýja skipan hlyti að minnsta kosti sums staðar að reka sig á vegg, eins og raunin varð á Íslandi þar sem verðbólgu markmið var tekið upp 2001. Háir vextir til að hemja innlenda eftirspurn hlutu að leiða til innstreymis erlends gjaldeyris – vaxtamunarviðskipti og allt það, þið munið. Þar eð gjaldeyrisforðinn er hluti peningamagns í reikningum bankakerfisins gat vaxtahækkun beinlínis orkað sem olía á verðbólgueldinn eins og raunin varð hér heima. Þess vegna meðal annars var þörf fyrir gjaldeyris höft eftir Hrun.⁴

Verðbólga sem valdatafl

Ófýsi stjórnvalda til að leiðrétta hina tvíþættu kerfisvillu sem hér hefur verið lýst – villu sem lýsir sér annars vegar í of þröngum skilningi á leyfilegum verkahring seðlabanka og hins vegar í ótryggu verðbólgu markmiði án gjaldeyrishafta – virðist hafa staðið í vegi fyrir nýrri og frjórri hugsun í seðlabönkum. Þar hanga margir til dæmis enn í þeirri gömlu skoðun, sem átti rétt á sér á fyrri tíð þegar meira jafnræði var með samtökum launþega og vinnuveitenda, að kaupkröfur verklýðsfélaga væru jafnan helzta uppspretta kostnaðarverðbólgu.

Nú er öldin önnur. Verklýðsfelög hafa veikzt til muna víða um lönd, vinnuveitendur hafa nú jafnan yfirhöndina í samningum um kaup og kjör, forstjórar skammta sjálfum sér og hver öðrum miklu betri kjör miðað við fólkíð á gólfinu en þeir gerðu á fyrri tíð. Misskipting auðs og tekna er miklu meiri en áður.

Í þessu ljósi er hægt að skoða nýgerða kjarasamninga þar sem ríkisvaldið tekur á sig að greiða fyrir obbann af umsömdum kjarabótum handa launþegum, kjarabótum sem vinnuveitendur hefðu að réttu lagi átt að kosta úr sínum sjóðum, skattgreiðendum að kostnaðarlausu. Hætt virðist við því að samningarnir nái ekki þeim tilgangi sínum að stemma stigu við verðbólgu sem var 8,6% á Íslandi í fyrri, 2023, borið saman við 5,6% á evrusvæðinu og 4,1% í Bandaríkjunum (heimild: AGS). Seðlabankar þurfa að taka mið af breyttum valdahlutföllum á vinnumarkaði sem sjálfstæðum verðbólguvaldi.⁵ Þegar stjórnvöld dansa í kringum fyrirtækin og taka jafnvel að sér að fjármagna kjarabætur handa launþegum til að létta vinnuveitendum lífið, þá er komin upp ný staða í viðureigninni við verðbólgu.

⁴ Þessu er lýst nánar í greinum mínum „Kostnaðarverðbólga“, *Vísbending*, 17. marz 2023, og „Verðbólgu draugurinn gengur aftur“, *Heimildin*, 29. janúar 2023.

⁵ Þessu er lýst nánar í grein minni „Verðbólga í nýju ljósi“, *Vísbending* 5. maí 2023.

Í eina tíð gátu fyrirtækin felld gengið með einu símtali í stjórnarráðið ef þau treystu sér ekki til að standa við gerða kjarasamninga. Í nýgerðum kjarasamningum virðist vinnuveitendum hafa tekizt að varpa mestum hluta kostnaðarins vegna kjarabóta launþega beint yfir á ríkið, það er skattgreiðendur.

Gamalt vín, nýir belgir

Hér sést grilla í gamalt vín á nýjum belgjum. Það myndi skaða launþega og lítil fyrirtæki ef Seðlabankinn brygðist við umsömdum kjarabótum með því að hækka vexti með gamla laginu. Það myndi auka hættuna á verðbólgu áfram ef Seðlabankinn brygðist við með því að lækka vexti. Nær væri að bankinn réðist að rótum vandans og beitti sér fyrir skipulagsumbótum meðal annars til að hemja tilætlunarsemi stórfyrirtækjanna í hópi vinnuveitenda.