

Skipan peningamála í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi

Ástralía og Nýja-Sjáland voru á meðal fyrstu ríkja til þess að taka upp verðbólguþakið í sinni nútímalegu mynd. Í þessari grein er fjallað um þróun peningamálastefnu þessara landa á síðustu áratugum. Fjallað er um óstöðugleikann sem einkenndi efnahagslíf landanna á 8. og 9. áratugnum og hvernig verðbólguþakið var mikilvægur þáttur í því að ráða niðurlögum hans. Löndin fóru mismunandi leiðir og lögðu áherslu á mismunandi atriði. Þannig lögðu Nýsjálendingar höfuðáherslu á trúverðugleika á meðan Ástralíumenn lögðu meira upp úr því að skerða ekki sveigjanleika peningamálastefnunnar. Í ljós hefur komið að báðar þessar leiðir hafa sína kosti og galla.

1. Inngangur

Fyrir skömmu varð grundvallarbreyting á skipan peningamála hér á Íslandi þar sem tekið var upp verðbólguþakið í stað fastgengisstefnu með vikið. Verðbólguþakið hefur á undanförunum árum verið að ryðja sér til rúms sem vinsæl aðferð við stjórn peningamála um allan heim. Á síðastliðnum þremur árum hafa til dæmis níu lönd tekið upp slíka stefnu. En þrátt fyrir þessar miklu vinsældir eru verðbólguþakið tiltölulega ný af nálinni. Ekki eru nema um 11 ár síðan Nýja-Sjáland tók upp verðbólguþakið fyrst ríkja.²

Þar sem upptaka verðbólguþakis felur í sér talsverða breytingu á aðferðafræði við stjórn peningamála er ekki úr vegi að staldra við á þessum tímamótum og skoða reynslu annarra ríkja. Það vill svo heppilega til að í mörgum þeirra landa sem hvað lengst

hafa notað verðbólguþakið eru aðstæður á margan hátt líkar aðstæðum hér á Íslandi. Í flestum tilfellum er um lítil og opin hagkerfi að ræða sem verða fyrir ytri skellum ekki ósvipuðum þeim sem íslenska hagkerfið hefur orðið fyrir í gegnum tíðina. Í mörgum þessara landa eru utanríkisviðskipti talsverð og skipar því gengið sérstakan sess við stjórn peningamála þótt formleg fastgengisstefna sé ekki við lýði.

Í þessari grein verður fjallað um skipan peningamála í tveimur slíkum ríkjum sem hvað lengsta reynslu hafa af verðbólguþakið, þ.e. Nýja-Sjálandi og Ástralíu. Sagt verður frá aðdraganda þess að verðbólguþakið var tekið upp, gerð verður grein fyrir sérstökum einkennum verðbólguþakisins í hvoru landi fyrir sig og loks verður reynslan af þessari skipan peningamála metin.

2. Nýja-Sjáland³

Nýja-Sjáland varð fyrst ríkja til þess að taka upp verðbólguþakið, árið 1990. Þessi breyting var í raun aðeins einn þáttur í umfangsmiklum breytingum á umgjörð efnahagsmála á Nýja-Sjálandi sem hófust árið 1984. Fram að þeim tíma hafði nýsjálenska hag-

1. Höfundur er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Hann vill þakka Arnóri Sighvatssyni, Má Guðmundssyni og Þórnari G. Péturssyni fyrir hjálplegar ábendingar við vinnslu greinarinnar. Þau sjónarmið sem fram koma í greininni eru höfundar og eru ekki endilega þau sömu og sjónarmið Seðlabanka Íslands.

2. Hér er í raun átt við verðbólguþakið í nútímalegri mynd. Fræðilega eiga flestir þættir verðbólguþakisins í nútímalegum skilningi þess orðs mun lengri sögu. Þar að auki eru til söguleg fordæmi um peningamálastefnu sem byggðist á svipuðum hugmyndum, s.s. verðlagsmarkmið Svíþjóðar frá 1931 til 1937.

3. Þessi hluti greinarinnar er byggður á Leiderman og Svensson (1995), Brash (1998), Seðlabanki Nýja-Sjálands (2000a, 2000b, 2000c og 2000d) og Svensson (2001).

kerfið verið bundið í viðjar umfangsmikillar hafta- og verndarstefnu. Þannig byggðist peningamálastefna Nýja-Sjálands til dæmis að miklu leyti á laga- legum höftum og reglugerðum en að minnstum hluta á markaðsaðgerðum. Víðtækar launa- og verðlags- hömlur voru við lýði, gengi og vextir voru að miklu leyti ákvörðuð einhliða af ríkinu og starfsemi banka voru settar þröngar skorður með alls kyns reglu- gerðum. Verndarstefnan var síst minni í öðrum geir- um hagkerfisins. Innflutningur var takmarkaður með innflutningsleyfum og háum tollum, mikilvægum út- flutningsgeirum var haldið uppi með niðurgreiðslum og ríkisfyrirtæki voru alls ráðandi í stórum hluta hag- kerfisins. Fram til ársins 1984 var nýsjálenska hag- kerfið því eitt þeirra hagkerfa OECD þar sem ríkisaf- skipti voru hvað víðtækust.

Þessi víðtæku ríkisafskipti áttu eflaust einhvern þátt í því að Nýsjálendingar höfðu frá stríðslokum hægt og bítandi dregist aftur úr öðrum iðnvæddum þjóðum hvað lífsgæði snerti. Þannig var hagvöxtur á Nýja-Sjálandi frá 1950 til 1985 að meðaltali 1,4% í samanburði við 2,9% meðaltalsvöxt allra OECD- ríkja.⁴ Þróun verðlags á Nýja-Sjálandi hafði á þess- um tíma einnig verið mun óhagstæðari en í öðrum OECD-ríkjum að meðaltali. Milli 1970 og 1985 var verðbólga að meðaltali um 12% á Nýja-Sjálandi en 8% hjá öllum iðnríkjum. Þar að auki var ríkissjóður Nýja-Sjálands rekinn með þrálátum halla á árunum fram til 1984. Það ár lenti Nýja-Sjáland hins vegar í gjaldeyriskreppu sem hratt af stað mikilli uppstokk- un á hlutverki hins opinbera.

Þessi lýsing ætti reyndar að hljóma kunnuglega í eyrum Íslendinga þar sem íslenska hagkerfið var lengst af bundið í viðjar hafta- og verndarstefnu af svipuðum toga þótt hagvöxtur á Íslandi hafi verið talsvert meiri frá stríðslokum en á Nýja-Sjálandi. En nýsjálenska hagkerfið hefur í gegnum tíðina átt fleira sameiginlegt með íslenska hagkerfinu en höft og verndarstefnu stjórnvalda. Uppbygging nýsjálenska hagkerfisins er á margan hátt lík uppbyggingu ís- lenska hagkerfisins þar sem það er lítið og opið rétt eins og það íslenska. Þar að auki hafa matvörur í gegnum tíðina verið langmikilvægustu útflutnings-

vörur Nýja-Sjálands rétt eins og þær eru langmikil- vægasta útflutningsvara okkar Íslendinga. Viðskipta- kjaraskellir hafa því í gegnum tíðina haft mikil áhrif á framvindu efnahagsmála á Nýja-Sjálandi rétt eins og hér á Íslandi.

Skipan peningamála, þróun og staða

Á áttunda og níunda áratugnum var verðbólga á Nýja-Sjálandi talsvert meiri en í öðrum iðnríkjum að meðaltali. Helsta orsök þessa var að stefna stjórn- valda í peningamálum á þessum árum sveiflaðist í sífellu milli þess að stuðla að hjöðnun verðbólgu og þess að stuðla að aukinni atvinnu og hagvexti. Lítið var á peningamálastefnuna sem hluta af heildarefna- hagsstefnu stjórnvalda sem hafði mörg markmið. Markmiðið um verðstöðugleika virðist oftast en ekki hafa orðið undir í samkeppni við önnur markmið. Raunar var Nýja-Sjáland eitt vinsælasta dæmið í hag- fræðibókmenntum þess tíma um pólitískar hagsveifl- ur, þ.e. hagsveiflur sem verða til við það að efnahags- stefna ríkis sveiflast í takt við kjörtímabil stjórnvalda (sjá t.d. Alesina, Cohen og Roubini, 1993).

Þegar leið á níunda áratuginn virðist hins vegar skilningur á mikilvægi verðstöðugleika hafa aukist til muna. Smátt og smátt var hjöðnun verðbólgu fest í sessi sem aðalmarkmið peningamálastjórnar á Nýja-Sjálandi. Strax í fyrstu lotu efnahagsumbótanna sem hófust árið 1984 voru vextir gefnir frjálsir. Gengi nýsjálenska dalsins var síðan látið fljóta í mars 1985 en áður hafði Nýja-Sjáland fylgt fastgengis- stefnu með tíðum gengisfellingum, eins og við Ís- lendingar gerðum reyndar einnig á þessum tíma. Þessar breytingar gerðu seðlabanka Nýja-Sjálands kleift að beita markaðsaðgerðum í ríkari mæli en áður. Eftir að gengið var látið fljóta miðaðist pen- ingamálastefna Nýja-Sjálands fyrst um sinn að því að halda vexti peningamagns innan ákveðinna marka. Þessi stefna átti að tryggja að verðbólga minnkaði en reyndist erfið í framkvæmd þar sem kerfisbreytingar á fjármálakerfinu á þessum árum höfðu veruleg áhrif á langtímasamband peningamagns, verðlags og landsframleiðslu. Á árunum 1988 og 1989 náðist samt sem áður talsverður árangur í þeirri viðleitni að draga úr verðbólgu (sjá mynd 3).

Brátt fyrir þennan árangur náut peningamálastefna seðlabanka Nýja-Sjálands lítils trausts og var það dragbítur á starfsemi hans. Ástæður þess voru í stórum dráttum þrjár. Í fyrsta lagi höfðu tímabil þegar

4. Aðrir þættir áttu einnig stóran hlut að máli. Matvælaframleiðsla hefur lengi verið mikilvægur þáttur í þjóðarþúskap Nýsjálendinga. Þeir hafa því beðið mikið tjón af verndarstefnu ESB og annarra ríkja, sérstaklega eftir að Bretland gekk í ESB.

peningamálastefna miðaði að hjöðnun verðbólgu á áratugunum á undan reynst skammvinn og jókst verðbólga jafnan á nýjan leik þegar þeim lauk. Í öðru lagi voru markmið bankans illa skilgreind.⁵ Í þriðja lagi var sjálfstæði seðlabankans lítið. Fjármálaráðherra Nýja-Sjálands hafði heimild til þess að breyta stefnu hans án þess að gera stefnubreytinguna opinbera. Trúverðugleiki og gagnsæi peningamálastefnunnar var því í molum.

Til þess að varðveita þann árangur sem náðst hafði með minnkun verðbólgu þótti því nauðsynlegt að gera róttækar breytingar á uppbyggingu seðlabankans sem miðuðu að því að auka trúverðugleika og gagnsæi peningamálastefnunnar. Þetta var gert með nýjum lögum um seðlabanka Nýja-Sjálands sem tóku gildi 1. febrúar 1990. Lögin juku til muna sjálfstæði bankans, þau festu stefnu bankans um verðstöðugleika í sessi með því að gera verðstöðugleika að aðalmarkmiði bankans og þau juku einnig til muna gagnsæi peningamálastefnunnar.

Meginatriðin í hinni nýju umgjörð peningamála í Nýja-Sjálandi er að finna í 8.-15. grein laganna. Markmið bankans eru skilgreind í 8. greininni. Þar segir: „Meginhlutverk bankans er að setja fram og framfylgja peningamálastefnu sem leitast við að skapa og viðhalda stöðugleika almenns verðlags.“ Samkvæmt 9. grein laganna skulu fjármálaráðherra og bankastjóri seðlabankans koma sér saman um markmið sem felur í sér slíka peningamálastefnu. Þetta samkomulag gengur almennt undir nafninu „markmiðssamkomulagið“ (e. Policy Target Agreement). Í 10. grein laganna er fjallað um að seðlabankinn skuli beita sér fyrir stöðugleika fjármálakerfisins og hagkvæmni fjármálamarkaða. Samkvæmt 11. grein laganna skal seðlabankastjórinn einn bera ábyrgð á afleiðingum aðgerða bankans og samkvæmt 49. grein laganna má víkja honum úr starfi ef hann nær ekki þeim markmiðum sem sett eru fram í markmiðssamkomulaginu. Þannig má líta á markmiðssamkomulagið sem samning milli bankastjórans og ríkisstjórnarinnar. Samkomulaginu má einungis breyta með samþykki beggja aðila. Samkvæmt

12. grein laganna skulu allar ákvarðanir um aðgerðir seðlabankans endanlega teknar af bankastjóranum einum. Ríkisstjórninni er hins vegar heimilt að fyrirskipa bankanum að víkja frá markmiðinu um verðstöðugleika í allt að 12 mánuði ef sérstakar aðstæður koma upp. Slíka fyrirskipun þarf að leggja fyrir þingið. Þannig er tryggt að öll frávik frá stefnu um verðstöðugleika séu fyrir opnum tjöldum. Í 15. grein er fjallað um gagnsæi peningamálastefnunnar. Samkvæmt henni er bankastjóranum skylt að birta skýrslu um aðgerðir og stefnu bankans með minnst sex mánaða millibili.

Lögin gera ekki ráð fyrir því að markmiðssamkomulagið þurfi að vera í formi verðbólgu markmiðs. Það gæti þess vegna verið í formi markmiðs fyrir vöxt peningamagns eða í formi fastgengisstefnu. Eina skilyrðið er að markmiðið samrýmist verðstöðugleika. Þrátt fyrir þetta hefur markmiðssamkomulagið alltaf verið í formi verðbólgu markmiðs. Þegar fyrsta markmiðssamkomulagið var gert í mars árið 1990 var verðbólga um 5%. Í samkomulaginu var bankanum gert að ná verðbólgu niður í milli 0% og 2% fyrir desember 1992. Í fyrstu peningamálaskýrslu sinni eftir að samkomulagið tók gildi setti bankinn síðan fram aðlögunarferil verðbólgu fram að þeim tíma. Fresturinn til þess að ná verðbólgu niður fyrir 2% var síðan lengdur til desember 1993 nokkru síðar. Frá þeim tíma hafa aðeins tvær mikilvægar breytingar verið gerðar á eiginlegri skilgreiningu bankans á verðstöðugleika. Í desember 1996 var verðbólgebilið breikkað í 0% til 3% í kjölfar þess að í ljós kom að erfitt reyndist að halda verðbólgu á of þröngu bili. Upphaflega hafði verðbólgu markmiðið formlega verið skilgreint með tilliti til vísitölu neysliverðs (VNV) en bankanum gefið svigrúm til þess að birta mat á undirliggjandi verðbólgu og miða aðgerðir sínar við þá vísitölu. Skilgreining undirliggjandi verðbólgu var alltaf nokkuð loðin og tók tíðum breytingum eftir því hvers konar skellir höfðu áhrif á þróun verðlags. Þetta þótti ókostur þar sem óttast var að þetta minnkaði gagnsæi og trúverðugleika peningamálastefnunnar. Í desember 1997 var hætt að miða við undirliggjandi verðbólgu og þess í stað farið að miða við CPIX vísitölu hagstofunnar á Nýja-Sjálandi sem felldi vaxtagreiðslur út úr VNV.⁶

5. Samkvæmt lögum bankans frá 1964 átti hann að leitast við að ná mörgum markmiðum, s.s. vexti framleiðslu, atvinnu og viðskipta, og stöðugu verðlagi. Markmið bankans voru ekki innbyrðis samrýmanleg. En lögin kváðu ekki á um hvernig forgangsroðun þeirra ætti að vera háttað. Þannig var í raun unnt að réttlæta nánast hvaða stefnu sem var með vísan í markmið bankans.

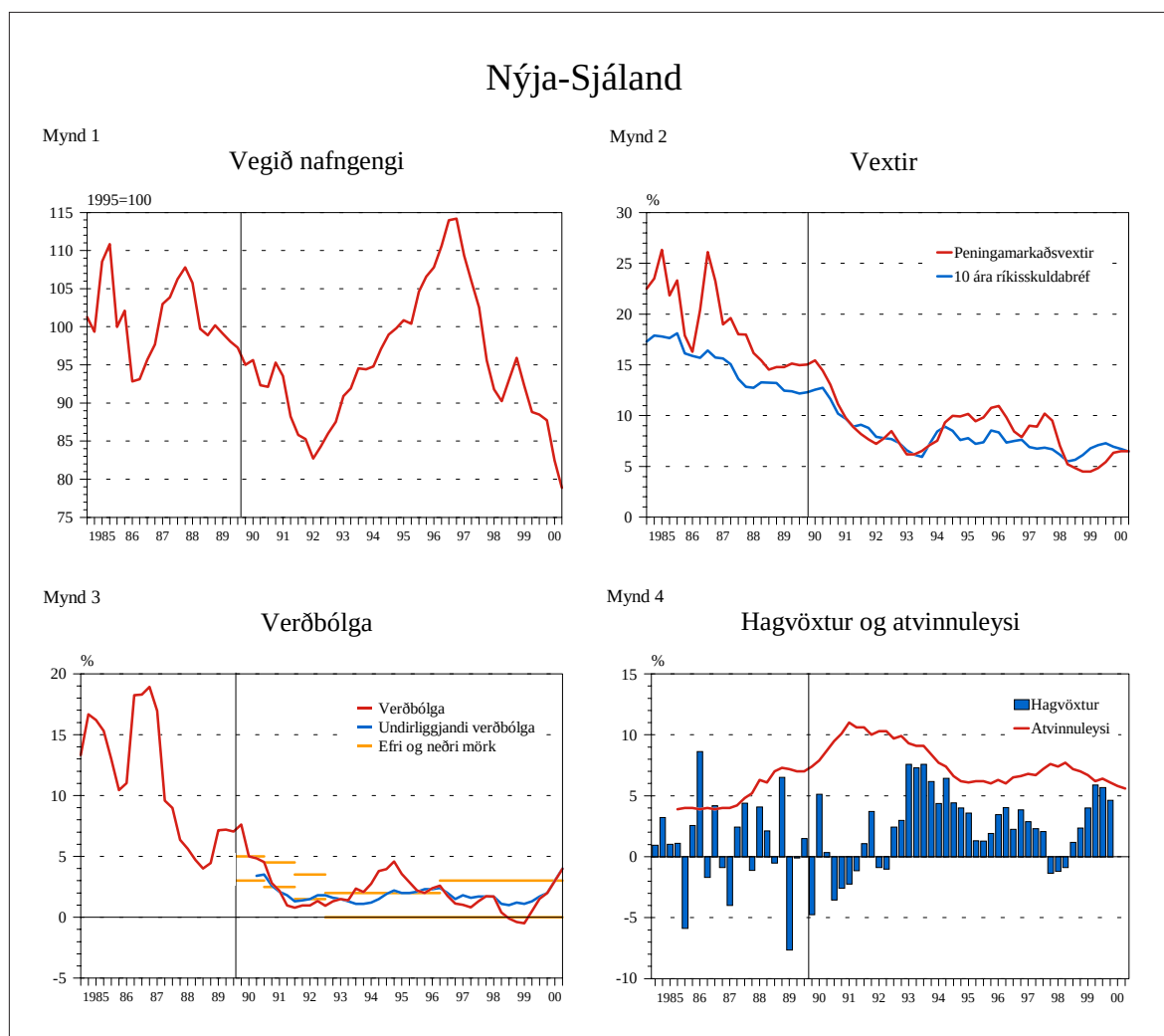
6. Þessi vísitala var síðan gerð að hinni eiginlegu VNV fyrir Nýja-Sjáland frá og með september 1999.

Frá því að verðbólga markmið var fyrst tekið upp á Nýja-Sjálandi hefur ríkt almennur skilningur á því að ytri áföll geta valdið því að verðbólga fari tímabundið út fyrir markmiðsbilið og einnig því að ekki sé æskilegt að peningamálastefna bregðist við ákveðnum gerðum verðlagsbreytinga, svo sem verðlagsbreytingum sem eiga rætur sínar að rekja til breytinga á óbeinum sköttum eða framboðsskellum sem stafa af sveiflum í viðskiptakjörum. Þess vegna hefur markmiðssamkomulagið gert ráð fyrir undanþágum bankans frá markmiðinu við sérstakar aðstæður. Eðli þessara sérstöku aðstæðna er skilgreint nokkuð nákvæmlega í markmiðssamkomulaginu.

Síðasta markverða breytingin sem gerð hefur verið á markmiðssamkomulaginu er að nú kveður það svo á að við framkvæmd á verðbólga markmiði bankans skuli hann leitast við að komast hjá óþarfa óstöðugleika í framleiðslu, vöxtum og gengi. Þessi breyting er í raun aðeins talin hafa verið formlegs eðlis. Eins og aðrir seðlabankar hefur seðlabanki Nýja-Sjálands síðasta áratuginn leitast við að skapa stöðugleika í raunstærðum á borð við landsframleiðslu að svo miklu leyti sem það samrýmist markmiði hans um verðstöðugleika.

Reynsla Nýsjálendinga af verðbólga markmiði

Óhætt er að segja að reynsla Nýsjálendinga af verð-



bólgumarkmiði hafi verið góð á tíunda áratugnum. Þróun helstu hagstærða nýsjálenska hagkerfisins frá árinu 1985 er sýnd á myndum 1-4. Eftir tveggja áratuga tímabil mikillar verðbólgu tókst að ná henni niður á stig sem er með því lægsta sem þekkist í heiminum og halda henni stöðugri á þessu bili allan áratuginn. Þar að auki var meðalvöxtur þjóðarframleiðslu hærri á tíunda áratugnum en áratugina þar á undan og sveiflur í hagvexti minni.

Einn af fáum verulegum ókostum sem verðbólgu-markmið hefur haft er að gengi nýsjálenska dalsins hefur verið mun óstöðugur síðan 1990 en áður. Dalurinn hækkaði til að mynda um ríflega 35% á milli 1993 og 1997 en hefur síðan lækkað enn meira í kjölfar Asíukreppunnar. Athyglisvert er að þessar miklu sveiflur á gengi dalsins hafa hins vegar ekki leitt til óstöðugleika í verðlagi. Margir spyrja sig hins vegar hvort þær hafi neikvæð áhrif á hagvöxt til lengdar.

Ríkisstjórn Nýja-Sjálands fól nýlega Lars Svensson að gera óháða úttekt á skipan peningamála þar á landi.⁷ Niðurstaða Svenssons er að á tíunda áratugnum hafi seðlabanki Nýja-Sjálands náð ótrúlegum árangri í því að halda verðbólgu lítilli og stöðugri. Þar að auki telur hann bankann hafa náð mikilvægum árangri í að festa í sessi verðbólguvæntingar sem eru í samræmi við verðbólgu-markmiðið.

Svensson telur reyndar að eftir á að hyggja hafi bankinn gert mistök endrum og eins á þessu tímabili. En við öðru er ekki að búast. Stærstu mistök bankans að mati Svenssons voru að miða peningamálastefnu sína við peningaástandsvisið (e. Monetary Condition Index) frá því um mitt ár 1997 og fram á vor 1999. Síðan þá hefur bankinn notað skammtímaavexti sem stýritæki sitt. Mikilvægustu aðfinnslur Svenssons snúa hins vegar ekki að stefnu bankans, sem hann telur nú vera í samræmi við það sem best gerist annars staðar, heldur að stofnanauppbyggingu hans. Svensson telur að til lengdar geti reynst óheppilegt að seðlabankastjórnin einn taki endanlegar ákvarðanir í peningamálum. Leggur hann til að lögum bankans verði breytt þannig að fjölskipuð peningamálanefnd taki ákvarðanir í peningamálum eins og tíðkast víðast hvar annars staðar. Svensson telur

mikilvægt að nefndarmenn séu sérfræðingar í þjóðhagfræði, peningamálum og/eða fjármálamörkuðum. Vegna smæðar landsins telur hann óheppilegt að aðilar utan bankans sitji í nefndinni.

3. Ástralía⁸

Ástralska hagkerfið er á margan hátt svipað því nýsjálenska. Á alþjóðlegan mælikvarða er það lítið og opið og því næmt fyrir viðskiptakjaraskellum. Þó er það talsvert stærra en hagkerfi Nýja-Sjálands og alls ekki eins einhæft. Fyrir á öldinni var hagkerfi Ástralíu nátengt því breska eins og hagkerfi margra annarra fyrirverandi nýlendna Bretlands. Frá því um stríðslok hafa hins vegar tengsl Ástralíu og Bretlands minnkað til muna. Í stað þess að hreyfast í takt við breskan þjóðarþúskap hefur þjóðarþúskapur Ástralíu í auknum mæli hreyfst í takt við þann bandaríska. Bretton Woods-kerfið átti án efa stóran hlut að máli en gengi ástralska dalsins var fast gagnvart þeim bandaríska frá 1945 til 1971. Eins og hjá grönnum þeirra, Nýsjálendingum, var verðbólga helsta hagstjórnarvandamál Ástralíu á áttunda áratugnum og fram eftir þeim níunda. Og á sama hátt og hjá Nýsjálendingum leiddi léleg hagstjórn til þess að um miðjan níunda áratuginn hófust viðtækar umbætur í efnahagsmálum. Umbæturnar voru reyndar hvergi nærri jafn röt-tækar í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi þar sem ástralska hagkerfið hafði ekki verið bundið í viðjar jafn viðtækra hafta og það nýsjálenska. Löggjöf um efnahagsmál hefur engu að síður gjörbreyst á síðustu 15 árum í átt til meira frjálsræðis.

Hvað stjórn peningamála varðar eru það breytingar á fjármálamörkuðum sem mestu máli skiptu. Í upphafi níunda áratugarins var reglustýring fjármála-markaða á háu stigi í Ástralíu eins og víða annars staðar. Þetta fyrirkomulag kom í veg fyrir að seðlabankinn gæti beitt markaðsaðgerðum við stjórn peningamála og gerði honum því erfitt um vik að ná niður verðbólgu. Á árabili í upphafi níunda áratugarins gekk hins vegar yfir hrina breytinga á umgjörð fjármálamarkaða sem var mikilvæg forsenda þeirra breytinga sem síðan hafa orðið á stjórn peningamála.

Þrjár breytingar standa upp úr. Í fyrsta lagi voru vextir gefnir frjálsir í áföngum frá 1980 til 1986.

7. Svensson er um þessar mundir einn virtasti peningamálahagfræðingur heims. Hann starfar sem prófessor við Stokkhólmsháskóla. Niðurstöður þessarar úttektar hans er að finna í Svensson (2001).

8. Þessi hluti greinarinnar er byggður á Bernanke, Laubach, Mishkin og Posen (1999), Grenville (1997) og Macfarlane (1998).

Fram að þeim tíma hafði verið þak á leyfilegum bankavöxtum sem gerði seðlabankanum erfitt um vik að auka aðhald í peningamálum, sérstaklega þegar verðbólga var mikil. Í öðru lagi var á árunum 1979 og 1982 gerð breyting á fyrirkomulagi útboða á ríkisvixlum og ríkisskuldabréfum sem kom í veg fyrir lántökur ríkissjóðs Ástralíu í seðlabankanum. Í þriðja lagi var gengi ástralska dalsins sett á flöt. Til samans styrktu þessar breytingar tók seðlabanka Ástralíu á vöxtum og peningamagni. En hvort tveggja var forsenda annarra breytinga á stjórn peningamála.

Skipan peningamála, þróun og staða

Frá 1945 til 1971 var þungamiðjan í peningamálastefnu Ástralíu fast gengi við Bandaríkjadal. Árið 1971 var gengi ástralska dalsins fellt í fyrsta skipti. Eftir það stóð fastgengisstefnan aldrei jafnstærkum fótum og var gengið fellt með skemmra og skemmra millibili þar til að það var loks látið fljóta árið 1983. Sífelld frávik frá fastgengisstefnunni án þess að önnur skýr stefna kæmi í staðinn gerðu það að verkum að á árunum eftir 1971 var rammí peningamálastefnu Ástralíu í raun illa skilgreindur. Afleiðing þessarar lausungar var að á árunum eftir 1970 jókst verðbólga hratt þar til að hún náði hámarki í rúmlega 20%.

Árið 1976 var loks böndum komið á peningamálastefnuna með upptöku peningamagnsviðmiðs. Þessi nýja stefna leiddi til þess að peningamálastjórn batnaði til muna. Fram til 1980 var verðbólga á svipuðu róli í Ástralíu og í öðrum OECD-ríkjum. Í ljósi þess hvað seðlabanki Ástralíu hafði takmarkaða stjórn á vöxtum og peningamagni á þessum tíma er athyglisvert hversu vel bankanum tókst að standa við peningamagnsviðmið sín. Þegar kom fram á níunda áratuginn kom hins vegar smám saman í ljós að langtímasamband peningamagns og verðlags var alls ekki eins stöðugt og það hafði verið á áratugunum þar á undan. Á þessum árum hélst verðbólga nokkuð mikil í Ástralíu og var orðin talsvert meiri en í öðrum OECD-ríkjum þar sem hún hafði minnkað til muna. Í upphafi árs 1985 féll seðlabanki Ástralíu loks formlega frá peningamagnsviðmiði sínu.

Árið 1985 tók við annað tímabil þar sem rammí peningamálastefnunnar í Ástralíu var að mestu óskilgreindur. Árið 1985 var erfitt ár fyrir hagkerfi Ástralíu. Versnandi viðskiptakjör ollu miklum viðskiptahalla sem síðan kom af stað gjaldeyriskreppu. Gengi

ástralska dalsins lækkaði á skömmum tíma um 30% sem aftur leiddi af sér að verðbólga jókst upp í 10% eftir að hafa verið komin niður í um 5% árið 1984. Eftir að þessum hræringum lauk tók verðbólga smám saman að minnka. Hjöðnun verðbólgu gekk reyndar nokkuð hægt og eftir því sem tíminn leið jókst pólitískur þrýstingur á seðlabanka Ástralíu að ná verðbólgu niður á sama stig og í öðrum OECD-ríkjum. Brátt fór stór hluti þeirrar gagnrýni sem seðlabankinn varð fyrir að snúast um það að bankinn væri ekki nægilega sjálfstæður og að stefna hans væri ekki nægilega staðföst.

Á síðari hluta níunda áratugarins var bankinn hins vegar tregur til þess að taka upp nýjan ramma fyrir peningamálastefnu sína þar sem hann taldi sig ekki hafa fundið ramma sem hentaði nægilega vel. Það var í raun ekki fyrr en um og eftir 1985 sem staða seðlabanka Ástralíu var orðin nægilega sterk að því er varðar stjórn á vöxtum og peningamagni til þess að hann gæti beitt sér markvisst fyrir minni verðbólgu. Á árunum frá 1985 til 1990 jók bankinn smátt og smátt þá áherslu sem hann lagði á hjöðnun verðbólgu. Það var hins vegar ekki fyrr en með efnahagssamdrættinum sem reið yfir hagkerfið í upphafi tíunda áratugarins sem kjöraðstæður sköpuðust að mati bankans til þess að ná verðbólgu niður á sama stig og í öðrum OECD-ríkjum. Og árið 1991 hafði það loks tekist.

Á árunum frá 1988 til 1993 fór fram mikil umræða í Ástralíu um æskilegan ramma peningamálastefnunnar. Seðlabankinn var gagnrýndur fyrir að taka verðbólgu ekki nægilega föstum tókum og margir töldu að ekki væri unnt að halda verðbólgu niðri til lengdar nema með nýjum lögum um seðlabanka Ástralíu sem tækju af allan vafa um sjálfstæði bankans og að takmark hans væri stöðugt verðlag. Eftir því sem leið á þetta tímabil urðu raddir þeirra sem vildu að formlegt verðbólgumarkmið yrði tekið upp æ háværi.

Sjálfur var bankinn nokkuð hallur undir verðbólgumarkmið strax í upphafi tíunda áratugarins. Pólitískar aðstæður í Ástralíu leiddu hins vegar til þess að bankinn taldi sig ekki geta lýst yfir þessari skoðun sinni fyrr en árið 1993. Þar að auki taldi bankinn ýmis útfærsluatriði verðbólgumarkmiðsins, eins og það var framkvæmt á Nýja-Sjálandi, óþörf eða beinlínis óheppileg. Mikilvægast var að bankinn taldi að unnt væri að taka upp verðbólgumarkmið í

Ástralíu án þess að lögum bankans væri breytt, þar sem þáverandi lög bankans frá árinu 1959 gerðu ráð fyrir fullnægjandi sjálfstæði hans. Á árunum 1993 og 1994 lýsti bankinn því smám saman yfir að hann hefði tekið upp verðból gumarkmið. Þetta var gert með mjög varkárum hætti í ræðum bankastjórans. Það er því í raun erfitt að tímasetja nákvæmlega hvenær bankinn tók upp verðból gumarkmið. Sjálfur miðar bankinn við árið 1993 en aðrir svo sem Bernanke *et al.* (1999) miða við árið 1994. Ólíkt Nýja-Sjálandi lýsti bankinn yfir upptöku verðból gumarkmiðs algerlega einhliða. Það var ekki fyrr en árið 1996 sem ríkisstjórnin og nýr bankastjóri seðlabankans gáfu út sameiginlega yfirlýsingu um sameiginlega túlkun sína á hlutverki bankans.

Önnur atriði í útfærslu Ástrala á verðból gumarkmiði voru einnig nokkuð á skjön við Nýja-Sjáland og önnur lönd sem tekið höfðu upp verðból gumarkmið á þessum tíma. Þannig var bankinn mótfallinn því að skuldbinda sig til þess að halda verðbólgu á þröngu bili. Bankinn taldi einnig 0-2% bilið, sem varð fyrir valinu á Nýja-Sjálandi, vera of lágt. Þar að auki taldi bankinn óæskilegt að tímabundin frávik verðbólgu frá markmiðinu gætu leitt til harkalegra aðgerða svo sem uppsagnar yfirmanna bankans. Þess í stað taldi bankinn heppilegra að skuldbinda sig til þess að stuðla að 2-3% undirliggjandi verðbólgu að meðaltali yfir hagsveifluna.⁹ Með slíkri skilgreiningu taldi bankinn tryggt að hann hefði nægilegt svigrúm til þess að bregðast við mismunandi aðstæðum sem upp geta komið í litlu opnu hagkerfi.

Ólíkt mörgum öðrum seðlabönkum var seðlabanki Ástralíu ekki feiminn við að viðurkenna að þrátt fyrir verðból gumarkmiðið léti hann sér ekki þróun annarra hagstærða í léttu rúmi liggja. Samkvæmt lögum bankans var markmið hans „stöðugt verðgildi gjaldmiðils Ástralíu, full atvinna í Ástralíu, og hagsæld og almenn velsæld Ástrala“. Bankanum þótti engin ástæða til þess að breyta þessu. Ennfremur taldi bankinn sig ekki geta lýst fyrirfram við hvers konar kringumstæður hann myndi leyfa verðbólgu að víkja frá markmiðinu. Í þessu eins og öðrum þáttum verðból gumarkmiðsins valdi seðlabanki Ástralíu mun meiri sveiganleika en seðlabanki Nýja-Sjálands.

Reynsla Ástrala af verðból gumarkmiði

Þegar litið er á þróun helstu hagstærða fyrir Ástralíu síðan verðból gumarkmið var tekið upp þar í landi verður ekki annað sagt en að reynsla Ástrala af verðból gumarkmiði hafi verið góð. Myndir 5-8 sýna þróun helstu hagstærða í Ástralíu síðan árið 1985. Eftir langt tímabil mikillar og breytilegrar verðbólgu hefur verðbólga haldist lítil og tiltölulega stöðug allt frá árinu 1991. Hagvöxtur í Ástralíu á tíunda áratugnum var ágætur. Hagvöxtur á mann og framleiðniaukning var mun hærri en á áratugunum á undan. Þar að auki hafa sveiflur í hagvexti minnkað til muna. Reyndar er þetta líklega ekki eingöngu peningamálastjórn Ástrala að þakka. Mildari ytri áföll hafa hjálpað eitthvað til og einnig kerfisbreytingar sem gerðar hafa verið á innviðum hagkerfisins. Flestir eru þó sammála um að peningamálastefnan hafi átt mikilvægan hlut að máli.

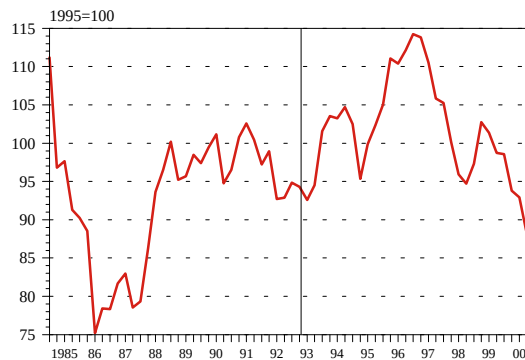
Þrátt fyrir þessa góðu reynslu þegar á heildina er litið má færa rök fyrir því að ekki hafi allt gengið eins greiðlega fyrir sig og mögulegt var, a.m.k. fyrst eftir að verðból gumarkmiðið var tekið upp. Eitt þeirra tímabila þegar mest reyndi á peningamálastjórn í Ástralíu á tíunda áratugnum var tímabil aukins aðhalds árin 1994 og 1995. Eins og greint er rækilega frá í Bernanke *et al.* (1999) komu á þessu tímabili í ljós ókostir þeirrar sveigjanlegu útfærslu sem seðlabanki Ástralíu hafði valið. Á þessum árum var þróun hagsveiflunnar mjög lík í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi. Vöxtum var haldið lágum í báðum þessum löndum á árunum 1992-3 eftir samdráttarskeiðið sem varð í upphafi áratugarins. Þetta leiddi til þess að hagvöxtur jókst. Þegar komið var fram á mitt ár 1994 komu fram teikn um ofpenslu. Fjármálamarkaðir í Ástralíu virðast ekki hafa borið mikið traust til seðlabankans á þessum tíma því að þeir brugðust ókvæða við. Ávöxtunarkrafa 10 ára ríkisskuldabréfa í Ástralíu hækkaði á skömmum tíma um 3,2%. Á sama tíma hækkaði ávöxtunarkrafa sams konar bréfa um aðeins 1,6% í Nýja-Sjálandi og 2,1% í Bandaríkjunum. Trúverðugleiki seðlabanka Ástralíu virðist því ekki hafa verið jafnmikill á þessum tíma og trúverðugleiki seðlabanka Nýja-Sjálands. Óskýr framsetning verðból gumarkmiðsins, svo og skortur á skýrri umfjöllun seðlabankans um þróunina í efnahagsmálum virðast hafa átt stóran hlut að máli. Í kjölfar þessa tók bankinn sig verulega á hvað gagnsæi varðar. Útgáfur bankans voru eflidar til muna og í

9. Þ.e. verðbólga mátti sveiflast í kringum þetta bil en átti að meðaltali yfir nokkurra ára tímabil („a run of years“) að vera „tvö komma eitthvað prósent“.

Ástralía

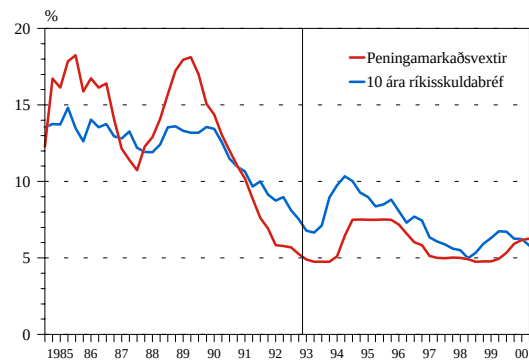
Mynd 5

Vegið nafngengi



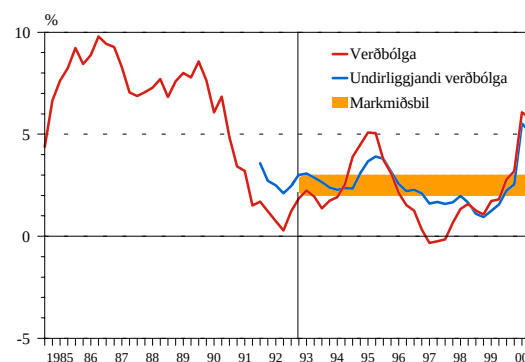
Mynd 6

Vextir



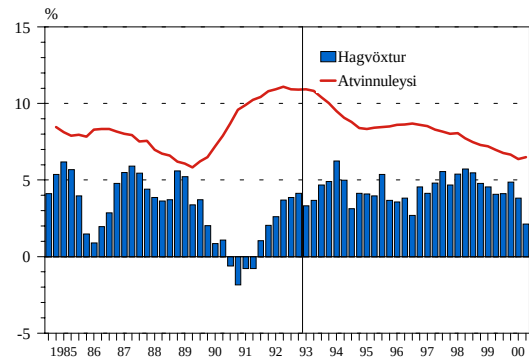
Mynd 7

Verðbólga



Mynd 8

Hagvöxtur og atvinnuleysi



apríl 1995 gaf bankinn í fyrsta skipti út verðbólguþspá og hefur gert síðan. Trúverðugleiki peningamálastefnunnar virðist hafa aukist eftir því sem leið á áratuginn og verðbólguvæntingar fest í sessi á bilinu 2-3%.

Kostir þess sveigjanlega verðbólguþspá sem Ástralir völdu komu hins vegar í ljós á árunum 1997 og 1998 þegar Asíukreppan reið yfir og hafði mikil áhrif á framvindu efnahagsmála bæði í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi. Á þessum tíma tókst seðlabanka Ástralíu að forða hagkerfinu frá kreppu með því að leyfa gengi ástralska dalsins að lækka verulega (sjá mynd 5). Nýsjálenski dalurinn lækkaði einnig talsvert á þessum tíma, en vegna ótta við tímabundið verðbólguþskot dró seðlabanki Nýja-Sjálands ekki

nægilega úr aðhaldi í peningamálum til þess að afstýra tímabundnum samdrætti.

4. Niðurlag

Tvennt stendur upp úr þegar litið er yfir þróun peningamálastefnunnar í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi. Annars vegar hefur reynslan af verðbólguþspámið í þessum löndum verið góð. Verðbólga í báðum löndum hefur verið mun minni og stöðugri eftir að verðbólguþspámið var tekið upp. Þar að auki hefur hagvöxtur verið með besta móti og flestir eru sammála um að góð peningamálastjórn, og þá sérstaklega litlar verðbólguþspáir, hafi átt þar hlut að máli.

Hitt atriðið sem stendur upp úr er hversu ólíka útfærslu verðbólgu markmiðs þessi tvö lönd völdu. Á Nýja-Sjálandi var upptaka verðbólgu markmiðs tilkynnt áður en verðbólgu hafði verið komið niður á það stig sem viðunandi þótti til lengdar. Nýsjálendingar lögðu einnig höfuðáherslu á aukið sjálfstæði seðlabankans, gagnsæi peningamálastefnunnar, skýrar leikreglur og ábyrgð þeirra sem ákvarðanir tóku. Ástralir kusu hins vegar að ná verðbólgu niður áður en formlegt verðbólgu markmið var tilkynnt. Þegar það var síðan loks tilkynnt lögðu þeir höfuðáherslu á að upptaka verðbólgu markmiðs drægi ekki úr nauðsynlegum sveigjanleika peningamálastefnunnar.

Í ljós hefur komið að báðar þessar leiðir hafa kosti og galla. Sveigjanleiki ástralska seðlabankans minnkaði að einhverju marki trúverðugleika stefnu hans í fyrstu og gerði honum því erfiðara fyrir. Hins vegar hefur skortur á sveigjanleika að margra mati leitt til þess að seðlabanka Nýja-Sjálands hefur ekki tekist eins vel og kostur er að beita peningamálastefnu sinni til þess að takmarka áhrif ytri áfalla á hagkerfi Nýja-Sjálands. Vísast er einhvers konar millileið heppilegri en leiðirnar sem þessi tvö lönd völdu á sínum tíma, en í raun má segja að sú leið sem Seðlabanki og ríkisstjórn Íslands hafa valið sé einmitt dæmi um millileið sem sameinar kosti beggja.

Heimildir

Alesina, A.G., Cohen, D., Roubini, N., (1993). Electoral business cycles in industrial democracies, *European Journal of Political Economy*, 9, 1-23.

Bernanke, B.S., Laubach, T., Mishkin, F.S., Posen, A.S., (1999). *Inflation Targeting*. Princeton University Press, New Jersey.

Brash, D.T., (1998). New Zealand's economic reforms: a model for change? Ræða flutt á fundi Waitangi stofnunarinnar og Prudential fyrirtækisins. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.

Grenville, S., (1997). The evolution of monetary policy: From monetary targets to inflation targets. Í Lowe, P., *Monetary Policy and Inflation Targeting*, seðlabanki Ástralíu, Sidney. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rba.gov.au/>.

Leiderman, L., Svensson, L.E.O., eds., (1995). *Inflation Targets*. Center for Economic Policy Research, London.

Macfarlane, S., (1998). Australian monetary policy in the last quarter of the Twentieth Century, september 1998. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rba.gov.au/>.

Seðlabanki Nýja-Sjálands, (2000a). The evolution of Policy Target Agreements, september 2000. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.

Seðlabanki Nýja-Sjálands, (2000b). The evolution of monetary policy implementation, september 2000. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.

Seðlabanki Nýja-Sjálands, (2000c). Inflation targeting in principle and in practice, september 2000. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.

Seðlabanki Nýja-Sjálands, (2000d). Business cycle developments and the role of monetary policy over the 1990s, september 2000. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.

Svensson, L.E.O., (2001). Independent review of the operation of monetary policy in New Zealand: Report to the minister of finance, febrúar 2001. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.