

# Þróun kenninga og framkvæmdar peningastefnu

---

MÁR GUÐMUNDSSON

MÁLÞING TIL HEIÐURS TÓRS EINARSSONAR

HÁSKÓLI ÍSLANDS, 10. MAÍ 2024



# Sjö skólar þjóðhagfræðinnar (Phelps, 1990)

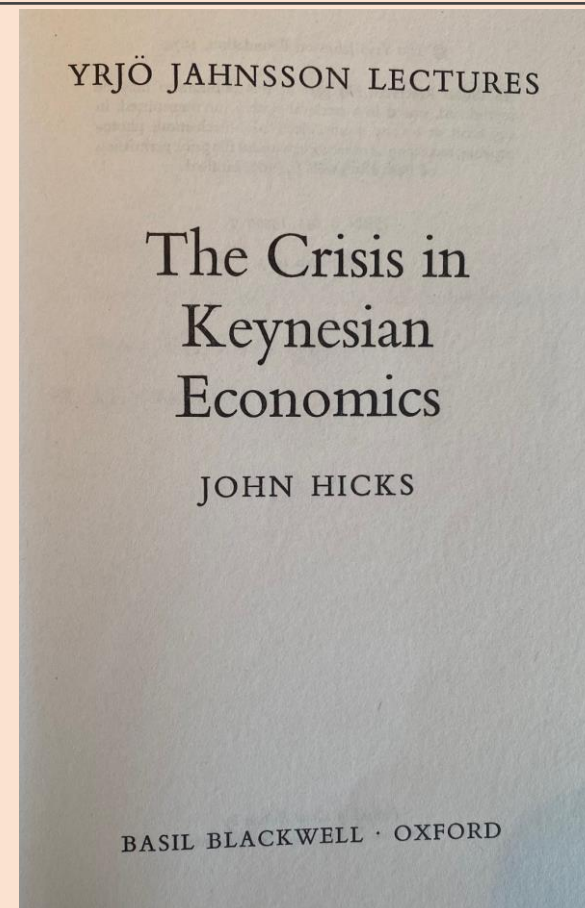
	“Skynsemisvæntingar”	Væntingar móttast (að hluta ) utan líkans
Sveigjanleg laun og verð	Nýklassíski skólinn Framboðshliðarhagfræðin (Mundel o.fl.) Raunhagsveifluskólinn	“Sannir” keynesistar Peningamagnshefðin (Friedman o.fl.)
Tregbreytanleg laun og verð	Nýkeynesisminn	Nýkeynesisminn

Strúktúralíski skólinn virðist ekki flokkast auðveldlega í þessi box.

# 1974: Verðbólga og kreppa “frumkeynesismans”

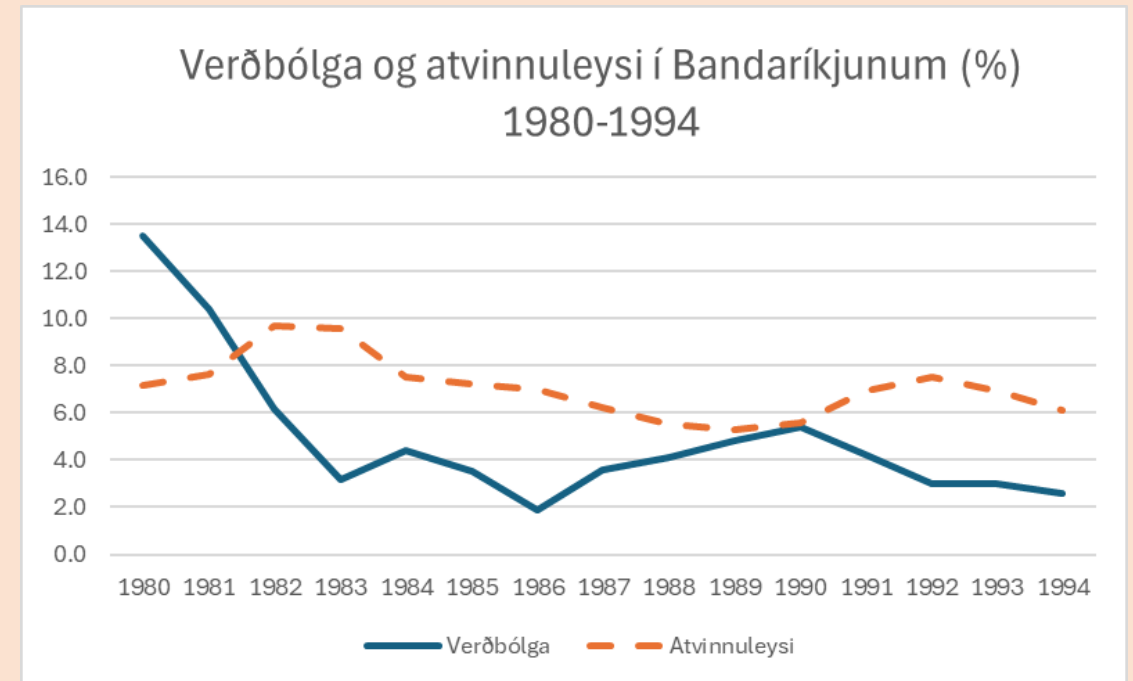
---

- Við Tór útskrifumst frá MT og leggjum eftir mismunandi leiðum inn í lönd hagfræðinnar
- Gullöld frumkeynesismans að ljúka
- Fræjum nýkeynesismans hafði verið sáð
- Bæði peningamagnsskólinn og nýklassíska skólinn komnir á skrið
- Verðbólgan 11% í Bandaríkjunum, 16% í Bretlandi og 42% á Íslandi
- Seðlabankar upp til hópa ósjálfstæðir og með takmarkaðra hlutverk í hagstjórn en síðar varð



# 1984: Peningastefnan hemur verðbólgu

- Peningamagnshyggjan á hátindi
- Raunhagsveifluskólinn á töluverðri ferð innan háskólaumhverfisins
- Volcker hafði sýnt mátt peningastefnu og fyrri fasi verðbólguhjöðnunar á Íslandi var í gangi (1983-1984)
- Tór lýkur doktorsnámi frá Essex og birtir greinar og tekur virkan þátt í umræðu um peningamál á Íslandi



# 1994: Í átt að óheftum fjármagnshreyfingum

- Seinni hluti verðbólguhjöðunar á Íslandi (1990-1994) langt komin, endurbættur peningamarkaður og bætt stjórnæki peningastefnu, og fjármagnshöft á útleið.
- Alþjóðlega hafði peningamagnsstýring steytt á skeri og við tók tími verðbólguþröng og sveigjanlegs gengis
- Nýkeynesisminn sótti í sig veðrið og Phelps birti kenningar um sviptingar og sveiflur í jafnvægisatvinnuleysi sem áttu rætur í raunhagkerfinu (óháðir peningalegum þáttum).

## STRUCTURAL SLUMPS

The Modern Equilibrium Theory of  
Unemployment, Interest, and Assets

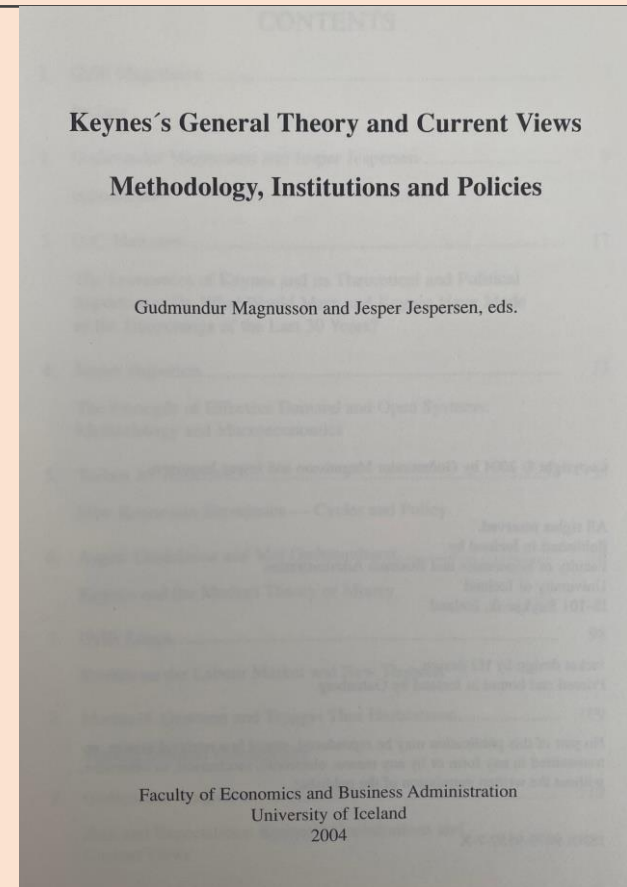
EDMUND S. PHELPS

In collaboration with  
Hian Teck Hoon  
George Kanaginis  
Gylfi Zoega

HARVARD UNIVERSITY PRESS  
Cambridge, Massachusetts, and London, England 1994

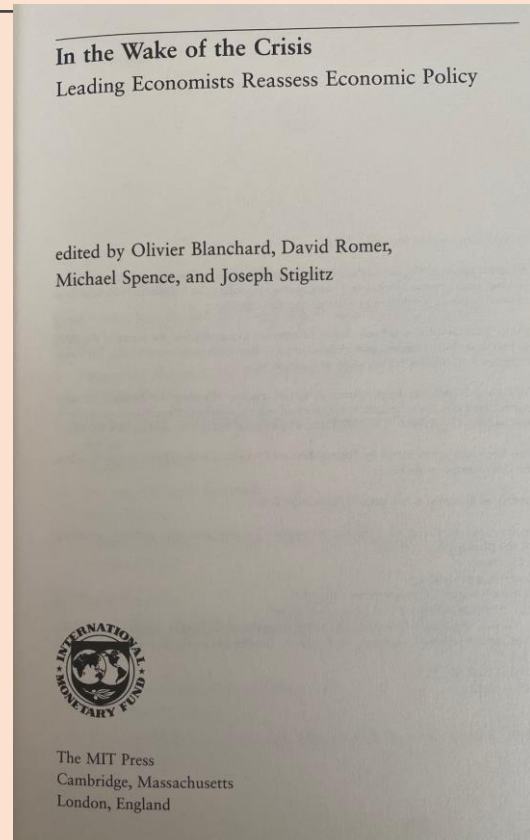
# 2004: Seðlabankinn sjálfstæður og nýr rammi

- Ísland á verðbólguþröngumarkmiði, með sveigjanlegt gengi og Seðlabankinn var orðinn sjálfstæður varðandi ákvarðanir í peningamálum.
- Verðbólga á Íslandi 3,2% og atvinnuleysi 3,5%.
- Hátindur nýkeynesismans
- En flest þjóðhagslíkön höfðu ekkert fjármálakerfi og á sama tíma sigldi fjármálaleg áhætta undir ratarinn hjá mörgum sem máli skiptu
- Stund Minskys nálgast!



# 2014: Breytingar í framhaldi af fjármálakreppunni

- Uppgjör og endurbætur í framhaldi af fjármálakreppunni voru á skriði
- AGS hélt ráðstefnu 2011 og síðan nokkrar á árunum þar á eftir um lærdómana fyrir hagstjórn, varðveislu fjármálastöðugleika, stýringu fjármagnshreyfinga á milli landa og alþjóðlega peningakerfið.
- Bætt regluverk fyrir fjármálakerfið var komið vel á veg og sá skilningur að seðlabankar þyrftu að nota fleiri tæki en eigin skammtíma vexti ef samtímis ætti að ná verðbólgaumarkmiði og stuðla að fjármálastöðugleika.
- Það kallaði á endurmat á bæði stefnurammanum og stofnanauppbyggingu.



# Hlutverk peningamagns varðandi peningastefnu

---

- Heilt yfir hafa seðlabankar í langan tíma notað eigin skammtímavexti sem aðal stýritækið en kennslubækurnar létu það lengi vel vera peningaframboð. Ýmsir seðlabankar notuðu hins vegar breitt peningamagn sem millimarkmið á tímabili.
- Millimarkmið þarf að hafa sterkt og fyrirsjáanlegt samband við meginmarkið, láta til skemmmri tíma betur að stjórn en meginmarkmiðið og vera auðveldlega og tímalega mælalegt. Tvö fyrri atriðin brugðust varðandi peningamagnið (M3) (sambönd grunnfjár og M3 annars vegar og M3 og nafnvirðis VLF hins vegar) því gáfust seðlabankar upp á því.
- John Crow fyrrverandi seðlabankastjóri Kanada er sagður hafa sagt „við yfirgáfum ekki peningamagnið, það yfirgaf okkur“.
- Þettað þýðir ekki að staðhæfingin um að viðvarandi verðbólga sé peningalegt fyrirbæri sé röng. Það er svo í flestum líkönum sem seðlabankar nota nú til dags. Orsakakeðjan liggur hins vegar frá seðlabankavöxtum (og öðrum beinum tækjum). Vaxtaferlinum fylgir einhver ferill fyrir peningamagn en hann er ekki vitaður fyrr en eftir á.
- Afturhvarf til magnstýringar yrði að ofangreindu óbreyttu skref aftur á bak.



# Hlutverk væntinga

---

- Væntingar leika lykilhlutverk í verðbólguferlinu og seðlabankar á verðbólgumarkmiði þurfa að stuðla að því verðbólguvæntingar haldist sem mest stöðugar við markmiðið.
- Vandinn er að við vitum ekki nóg um hvernig væntingar myndast í raun og ýmislegt bendir til þess að það sé breytilegt frá einum tíma til annars (dæmi Ísland á árunum fyrir og í þjóðarsáttinni 1990, og kannski nú) og breytilegt á milli mismunandi hópa.
- Í nútíma fræðilegum líkönum og spálíkönunum seðlabanka er reiknað með framsýnum væntingum sem eru þær sömu og spár líkansins (allir með sama líkanið í hausnum og seðlabankinn!). Af ýmsum ástæðum eðlilegur útgangspunktur en gæti vikið verulega frá veruleikanum.
- Óvissa í skilningi Keynes, Knight og Mervin King => að einhverju leyti baksýnar og aðlagandi væntingar gætu verið „rational“. Vernon Smith á Íslandi!
- Það er frekara verk að vinna á þessu sviði.

# Verðbólga: hagstjórn eða vinnumarkaður?

---

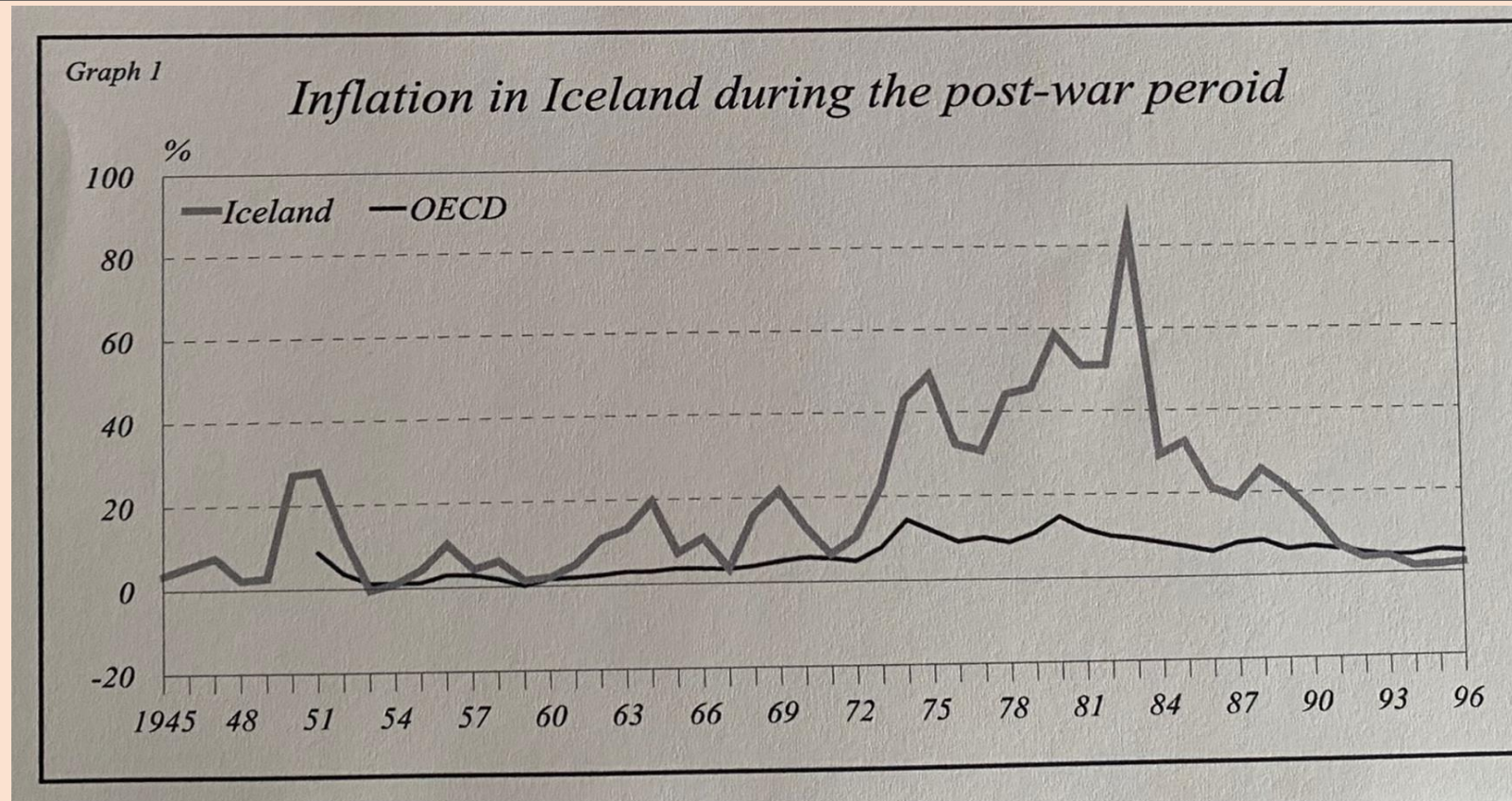
- Til skemmri tíma ræðst verðbólga af fleiru en eftirspurnarstjórnun (peningastefna og opinber fjármál) – ýmis konar hnykkir á eftirspurnar og framboðshlið – ákvarðanir á vinnumarkaði.
- Í gegnum tíðina hafa sumir talið að laun ákvörðuðust að hluta af þáttum utan hins efnahagslega (sumir af gömlu keynesistunum virtust þess utan telja að verðbólga skipti litlu máli). Verkalýðsfélög knýja í gegn launahækkanir sem auka verðbólgu – gömlu peningahyggjumennirnir sögðu að það gæti valdið atvinnuleysi en ekki viðvarandi verðbólgu nema að peningastefnan gæfi svigrúm til þess. Ýmislegt til í því.
- Það er algengast í kenningum og líkönum að láta laun vera innri stærð sem ákvarðaðast af efnahagsaðstæðum. Þannig er það í líkani Seðlabankans, mér sýnist hafa verið í líkönum og skrifum Tórs og þannig hef ég einnig litið á málin.

# Verðbólga: hagstjórn eða vinnumarkaður? 2

---

- En ákvarðanir á vinnumarkaði (og aðrir kostnaðarhnykkir) hafa hins vegar áhrif á verðbólguna til skemmri tíma og geta haft mikil áhrif á fórnarkostnaðinn við að koma verðbólgu í markmið.
- Umræðan er hins vegar oft ekki í samræmi við þetta og má stundum af henni ætla að meginorsök viðvarandi verðbólgu liggi í hugskotum aðila vinnumarkaðarins.
- Um þetta hefur oft verið þráttað, sbr. bók Jóhannesar Nordal, Lifað með öldinni.
- Sjálfur tel ég að saga verðbólgu á Íslandi stangist þegar grannt er skoðað ekki á við kenninguna um að viðvarandi verðbólga sé peningalegt fyrirbæri.

# Saga af raunvöxtum og breytinga á myndun væntinga?



Heimild: Palle S. Andersen and Már Guðmundsson, Inflation and disinflation in Iceland, BIS WPs, No. 52, 1998.

