Peningastefnunefnd í sjö ár

Karen Áslaug Vignisdóttir¹

Ágrip

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur starfað í meira en sjö ár. Þegar umgjörð peningamála var breytt með lagabreytingu árið 2009 sem kvað á um skipan peningastefnunefndarinnar var alþjóðleg reynsla af tilhögun ákvörðunartöku í peningamálum höfð til hliðsjónar. Jafnframt voru gerðar breytingar er miðuðu að auknu gagnsæi og trúverðugleika peningastefnunnar. Athugun á atkvæðagreiðslum peningastefnunefndar á tímabilinu 2009-2015 leiðir í ljós að ólík sjónarmið hafi verið til staðar innan nefndarinnar. Ekki náðist full samstaða í hátt í helmingi atkvæðagreiðslna, í þriðjung tilvika kaus einn nefndarmaður gegn meirihlutanum og í tæplega sjöttungi tilvika voru tveir nefndarmenn í minnihluta. Þegar um er að ræða ágreining í nefndinni samanstendur meirihlutinn oftast af bæði innri og ytri nefndarmönnum heldur en eingöngu innri nefndarmönnum. Samsetning minnihlutans á vaxtaákvörðunarfundum hefur jafnframt verið nokkuð breytileg á tímabilinu. Atkvæðaskipting peningastefnunefndar virðist vera svipuð því sem tíðkast í nágrannalöndum okkar sem eru með svipað fyrirkomulag. Breytt tilhögun ákvarðanatöku í peningamálum virðist hafa skilað árangri. Þjóðarbúskapurinn hefur náð sér á strik í kjölfar fjármálakreppunnar og verið í betra jafnvægi. Verðbólga hefur verið undir verðbólguþröngmið bankans um tveggja og hálfs árs skeið og langtímaverðbólguvæntingar hafa þökast niður á við. Ætla má að árangur peningastefnunnar undanfarin ár hafi átt þátt í að skapa þeim traustari kjölfestu en áður. Aðrir ólíkir þættir hafa þó einnig gegnt mikilvægu hlutverki í efnahagsbata undanfarinna ára.

Abstract

The Central Bank of Iceland Monetary Policy Committee (MPC) has been active for more than seven years. When Iceland's monetary framework was revised with a 2009 statutory amendment providing for the appointment of a monetary policy committee, consideration was given to international precedents on best practice for monetary decision-making. Other changes focused on increased transparency and credibility of monetary policy. A study of the MPC's voting patterns during the period 2009-2015 reveals divergent points of view among Committee members. Nearly half of the MPC's decisions were not unanimous: in one-third of instances, one member voted against the majority, and in nearly one-seventh of instances, two members voted against the majority. When there has been a disputed decision, the majority has consisted more often of both internal and external members than of internal members only.

¹ Höfundur er sérfræðingur á hagfræði- og peningastefnusviði Seðlabanka Íslands. Skoðanir sem koma fram í greininni eru höfundar og ber ekki að túlka sem skoðanir Seðlabanka Íslands. Höfundur þakkar Ásgeiri Danielssyni, Rannveigu Sigurðardóttur, Þorvarði Tjörva Ólafssyni og nefndarmönnum peningastefnunefndar fyrir gagnlegar ábendingar.

The composition of the minority has also varied somewhat over the period in question. The voting patterns of the Icelandic MPC appear to be similar to those in neighbouring countries with a similar monetary policy framework. The revision of the framework for monetary decision-making appears to have been a change for the better. The Icelandic economy has recovered from the financial crisis and appears to be better balanced than before. Inflation has been below the Central Bank's inflation target for about two-and-a-half years, and long-term inflation expectations have subsided. It can be assumed that the success of monetary policy in recent years has played a role in anchoring expectations more firmly. Other factors have also played an important part in the recent economic recovery, however.

JEL flokkun: E58, D71, D72, D78

Lykilorð: seðlabankar, peningastefna, peningastefnunefnd, atkvæðagreiðslur

„Peningastefnunefnd í sjö ár“, eftir Karen Áslaugu Vignisdóttur var áður birt í riti Seðlabanka Íslands, Efnahagsmál nr. 8, sjá nánari <http://www.seðlabanki.is/utgefid-efni/rit-og-skyrslur/rit/2016/09/02/Nytt-rit-um-starf-peningastefnunefndar-i-sjo-ar/>.

1 Inngangur

Miklar breytingar hafa orðið á umgjörð peningamála í heiminum undanfarna áratugi og seðlabönkum þar sem ákvarðanir í peningamálum eru teknar af fjölskipuðum peningastefnunefndum fremur en einum einstaklingi eða fámennri bankastjórn hefur fjölgað. Rannsóknir benda til þess að slíkt fyrirkomulag henti betur við ákvörðunartöku í peningamálum. Ákvarðanir hafa tilhneigingu til að vera betur ígrundaðar þegar nefnd skipuð hópi sérfræðinga sameinar krafta sína, þekkingu og ólíka reynslu í því skyni að komast að sem bestri niðurstöðu með gagnrýnum og uppbyggilegum skoðanaskiptum. Sé bakgrunni ákvarðanatökunnar miðlað til almennings með tilkynningum og birtingu fundargerða auðveldar það jafnframt miðlun peningastefnunnar. En hvers konar uppbygging peningastefnunefnda hentar best? Þær eru ólíkar að gerð, t.d. varðandi fyrirkomulag ákvörðunartöku, stærð og samsetningu nefndarinnar og stöðu seðlabankastjóra innan hennar sem formanns.

Breytingarnar sem gerðar voru snemma árs 2009 komu í kjölfar fjármálaáfallsins haustið 2008 og tóku mið af reynslunni í aðdraganda kreppunnar.² Tiltölulega slakur árangur í viðureigninni við verðbólgu hér á landi í samanburði við önnur þróuð lönd og reynslan af fjármálakreppunni, bæði hér á landi og erlendis, benti til þess að styrkja þyrfti framkvæmd peningastefnunnar og efnahagsstefnunnar almennt, auk regluverks á fjármálamarkaði. Lagabreytingarnar fólu einnig í sér kröfu um aukið gagnsæi og bætta starfshætti.

Breytt tilhögun ákvarðanatöku í peningamálum virðist hafa skilað árangri. Þróun efnahagsmála á árunum 2009-2015 hefur verið jákvæð að mörgu leyti. Tekist hefur að endurheimta stöðugleika og renna stöðum undir langvarandi hagvaxtarskeið í kjölfar efnahagssamdráttarins sem fylgdi fjármálakreppunni. Verðbólga hefur almennt haldist lítil, atvinnuleysi verið lítið, þjóðhagslegur sparnaður aukist og viðskiptaafgangur verið töluverður. Aðrir ólíkir þættir hafa þó einnig gegnt mikilvægu hlutverki í efnahagsbata undanfarinna ára. Höft á fjármagnsflutninga sem komið var á í lok ársins 2008 skiptu einnig töluverðu máli í að skapa svigrúm til að nauðsynleg aðlögun þjóðarbúsins gæti átt sér stað.

Núverandi fyrirkomulag hefur verið við lýði í ríflega sjö ár. Fyrir liggja gögn um atkvæðagreiðslur peningastefnunefndar fyrir tímabilið 2009-2015 (sjá Ársskýrslur Seðlabanka Íslands fyrir þetta tímabil). Atkvæðamynstur peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands sýnir að ólík sjónarmið hafa verið til staðar innan nefndarinnar á tímabilinu en í tæplega helmingi tilvika var ekki full samstaða um vaxtaákvörðunina. Jafnframt virðist atkvæðaskipting nefndarinnar frá því að nefndin hóf störf hafa verið svipuð því sem tíðkast í nágrannalöndum sem eru með sambærilegt fyrirkomulag.

Í þessari grein verður fjallað nánar um ólíkar gerðir peningastefnunefnda, samsetningu þeirra og skipulag. Þá verður fjallað nánar um breytingarnar sem gerðar voru á ramma peningastefnunnar á Íslandi árið 2009 og áhrif þeirra á gagnsæi og trúverðugleika hennar. Í lokin verður fjallað nánar um atkvæðagreiðslur peningastefnunefndar um vaxtaákvörðanir og skoðað hvernig atkvæði einstakra nefndarmanna hafa fallið á tímabilinu auk þess að fjalla um hvort atkvæðamynstrið sé áþekkt því sem gerist í öðrum löndum með sambærilegt fyrirkomulag peningastefnu.³

² Sjá frumvarp til laga um breytingar á lögum nr. 36/2001, um Seðlabanka Íslands, ásamt fylgiskjöllum.

³ Efni þessarar umfjöllunar takmarkast við atkvæðagreiðslur peningastefnunefndar um vaxtaákvörðanir en nefndin tekur einnig ákvarðanir um beitingu annarra stjórnþækja bankans í

2 Stjórn peningamála með peningastefnunefnd

Undanfarna áratugi hefur seðlabönkum þar sem ákvarðanir í peningamálum eru teknar af fjölskipaðri nefnd fremur en einum einstaklingi fjölgað. Sú þróun átti sér stað á sama tíma og lögð var aukin áhersla á að seðlabankar væru sjálfstæðir, enda rökrétt krafa að ákvarðanir sjálfstæðrar stofnunar séu teknar af fjölskipuðu valdi þar sem ólík sjónarmið fá að njóta sín og að gagnsæi ríki um þær ákvarðanir. Samkvæmt Maier (2010) voru meira en 80 seðlabankar í heiminum með peningastefnunefnd við stjórn peningamála í upphafi þessa áratugar og hvergi hefur það gerst að seðlabanki hafi breytt umgjörð peningastefnunnar á þann hátt að horfið hafi verið frá fjölskipuðu ákvörðunarvaldi í fyrirkomulag þar sem einn einstaklingur tekur ákvarðanir í peningamálum. Eins og Blinder (2009) rekur benda flestar rannsóknir til þess að fjölskipuð peningastefnunefnd henti betur við að taka ákvarðanir í peningamálum en einstaklingur hvort sem litið er til niðurstaðna fræðilegra rannsókna eða alþjóðlegrar reynslu. Þegar nefnd er skipuð hópi sérfræðinga með ólíkan bakgrunn og sameinar því þekkingu og ólíka reynslu nefndarmanna í þeim tilgangi að komast að sem bestri niðurstöðu virðist grundvöllur ákvarðana vera traustari. Ef ákvarðanir í peningamálum eru eingöngu á valdi einstaklings er meiri hætta á að hagsmunir og hugmyndir hans ráði ríkjum. Með því að fela nefnd það hlutverk að taka mikilvægar ákvarðanir við skilyrði óvissu er hægt að tryggja að aðstæður komi ekki upp þar sem hugsanlegur dómgreindarþrestur eins einstaklings ráði för (sjá Qvigstad o.fl., 2013). Niðurstöður tilrauna Blinder og Morgan (2005, 2008a, b) þar sem einstaklingar voru beðnir um að leysa tiltekin verkefni, m.a. að taka ákvarðanir í peningamálum með því að nota hermílikön, benda til þess að hópar taki betri ákvarðanir en einstaklingar. Jafnframt sýna niðurstöður þeirra að það virtist ekki vera meiri tregða (e. inertia) í ákvörðunartöku hjá hópum en hjá einum einstaklingi. Tilraunir Lombardelli, Proudman og Talbot (2005) leiða til sömu niðurstaðna um að nefndir taki betri ákvarðanir en einstaklingar einkum vegna þess að hópur einstaklinga sameinar ólíkar upplýsingar og skoðanir sínar auk þess að læra hvert af öðru.

Sibert (2006) færir hins vegar ýmis rök fyrir því að nefndir gætu tekið verri ákvarðanir en einstaklingur. Nefndarmenn gætu t.d. hagað sér eins og laumufarþegar (e. free rider) og treyst á að aðrir í nefndinni framkvæmi alla vinnuna án þess að leggja sitt af mörkum. Að sama skapi gæti verið hætta á ákveðinni „hóphugsun“ (e. group-think) þar sem nefndin reynir eftir fremsta megni að ná samstöðu um tiltekin mál en tekur ekki nægjanlegt tillit til annarra valmöguleika. Slík hjarðhegðun gæti leitt til verri ákvarðana en einstaklingur tæki.

2.1 Ólíkar gerðir peningastefnunefnda

Oftast eru peningastefnunefndir aðgreindar eftir tvenns konar fyrirkomulagi. Annars vegar er um að ræða nefndir þar sem nefndarmenn greiða atkvæði byggt á eigin mati og niðurstöður fást með meirihluta atkvæða (e. individualistic committees). Í slíkum nefndum er ekki lögð sérstök áhersla á að ná fram einingu um ákvörðunina og hver nefndarmaður er einfaldlega ábyrgur fyrir sínu atkvæði. Peningastefnunefndir Englandsbanka og Seðlabanka Svíþjóðar, og Seðlabanka Bandaríkjanna frá miðjum síðasta áratug, eru dæmi um slíkar nefndir. Í opinberri umræðu geta nefndarmenn í nefndum af þessu tagi jafnvel lýst ólíkum skoðunum sínum og gert t.d. markaðsaðilum það ljóst að nefndin er ekki ætíð einhuga um ákvarðanir í peningamálum. Í þessu samhengi nefnir Sibert (2006) að peningastefnunefnd Englandsbanka

peningamálum þ.á m. um viðskipti við lánastofnanir önnur en þrautavaralán, bindiskyldu og viðskipti á gjaldeyrismarkaði (sjá nánar í 24. grein laga nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands).

sé dæmi um hvernig hægt sé að komast hjá hugsanlegum vanda tengdum hóphugsun. Þar eru nefndarmenn hvattir til þess að taka einstaklingsbundna afstöðu auk þess sem gagnsæið sem ríkir um ákvarðanatökuna í formi fundargerða og opinberrar birtingar á atkvæðum nefndarmanna skapar utanaðkomandi aðhald.

Hins vegar eru nefndir þar sem lögð er áhersla á að eining ríki um ákvörðunina, a.m.k. opinberlega, og peningastefnunefndin stendur öll að baki ákvörðuninni (e. collegial committees). Formleg atkvæðagreiðsla fer ekki alltaf fram og ekki er skýrt opinberlega frá því hvernig atkvæði féllu þegar það gerist. Seðlabanki Evrópu (ECB) og peningastefnunefnd Seðlabanka Noregs eru dæmi um slíkt fyrirkomulag. Í slíkum nefndum getur staða seðlabankastjóra sem formanns nefndarinnar verið ólík eftir því á hvaða hátt samstaða næst. Hún getur verið afar sterk á þann hátt að bankastjórinn sé nánast einráður um stefnuna og ætlast sé til að aðrir nefndarmenn fylgi honum. Dæmi um slíka nefnd er peningastefnunefnd Seðlabanka Bandaríkjanna þegar Alan Greenspan var seðlabankastjóri. Á hinn bóginn getur verið að nefndarmenn skiptist á skoðunum á bak við luktur dyr og hafi þannig áhrif á ákvörðunina en séu síðan á endanum samhljóma um niðurstöðuna þegar hún er tilkynnt og í opinberri umræðu. ECB er dæmi um slíkt fyrirkomulag (Blinder, 2007).⁴

En hvernig uppbygging peningastefnunefnda hentar best? Blinder (2007) komst að þeirri niðurstöðu að nefnd þar sem nefndarmenn greiða atkvæði byggt á eigin skoðunum sé líklega best til þess fallin að nýta þá eiginleika sem nefndarfyrirkomulag hefur umfram það þegar einstaklingur tekur ákvarðanir. Hann nefndi þó að helsti ókosturinn væru hugsanleg vandkvæði tengd því ef nefndin væri í sumum tilfellum afar ósamstíga og lýsti ólíkum skoðunum opinberlega en það gæti dregið úr skýrleika skilaboða nefndarinnar og flækt umræðuna um peningastefnuna í stað þess að útskýra rökin fyrir tilteknum ákvörðunum. Samkvæmt Maier (2010) er heppilegasta fyrirkomulagið í raun það sem endurspeglar báða kosti ofangreindra aðferða þ.e. peningastefnunefnd þar sem einstaklingar greiða atkvæði byggt á eigin sannfæringu og skoðunum en að hún sé þó nægjanlega samstíga og öguð til að skilaboðin séu bæði skýr og gagnsæ.

Gerlach-Kristen (2005) skoðar hvort hætta sé á að peningastefnunefndir sem leggja áherslu á að ná fram einingu um ákvörðunina bregðist of seint og of lítið við breyttum aðstæðum í efnahagslífinu. Niðurstöður hennar benda til þess að í þeim nefndum þar sem niðurstöður fást með meirihluta atkvæða sé brugðist hraðar við breyttum aðstæðum í þjóðarbúskapnum en í nefndum þar sem samstaða um ákvörðunina þarf að nást. Nefndir þar sem reynt er að ná fram samstöðu eru einnig ólíklegri til að breyta vöxtum en breyta þeim hins vegar í stærri skrefum en nefndir þar sem ákvarðanir eru teknar með einföldum meirihluta.

Könnun sem var gerð á viðhorfum núverandi og fyrrverandi nefndarmanna peningastefnunefnda Seðlabanka Svíþjóðar og Noregs til ýmissa þátta í tengslum við störf og skipan nefndanna bregður frekara ljósi á kosti og galla ólíkra leiða til að taka ákvarðanir í peningamálum (Apel o.fl., 2013). Báðir seðlabankar starfa á grundvelli verðból gumarkmiðs en skipan og starfshættir peningastefnunefndanna eru hins vegar nokkuð ólík.⁵ Ýmsar

⁴ Annars konar fyrirkomulag er tilfelli Seðlabanka Nýja-Sjálands en þar er einn seðlabankastjóri en peningastefnunefnd veitir bankastjóranum ráðgjöf hvað varðar mótun og framkvæmd peningastefnunnar. Nefndin hefur hins vegar ekki lögbindið ákvörðunarvald.

⁵ Peningastefnunefnd Seðlabanka Svíþjóðar samanstendur af sex nefndarmönnum sem eru allir starfsmenn bankans. Nefndin leggur ekki áherslu á að ná fram einingu um vaxtaákvörðunina sem fæst með atkvæðagreiðslu þar sem hver nefndarmaður er ábyrgur fyrir sínu atkvæði. Niðurstöðurnar eru birtar opinberlega í fundargerðum. Peningastefnunefnd Noregsbanka samanstendur af sjö

niðurstöður könnunarinnar staðfestu það sem fyrri rannsóknir höfðu leitt í ljós, t.d. að þátttakendur töldu að ákvarðanir í peningamálum ættu fremur að vera í höndum nefndar heldur en eins einstaklings en að nefndin ætti ekki að vera of fjölmenn. Einnig bentu niðurstöðurnar til þess að bankastjórinn sem formaður nefndarinnar hefði meiri áhrif þegar nefndin væri af þeim toga að áhersla væri lögð á að eining ríkti opinberlega um ákvörðunina. Hins vegar virtust svarendur frekar styðja það fyrirkomulag sem tíðkaðist í þeirri peningastefnunefnd sem viðkomandi starfaði í, en það bendir til þess að í þessum efnum sé ekki til staðar hið eina rétta fyrirkomulag. Svarendur voru t.d. almennt ósammála um mikilvægi þess að hafa utanaðkomandi sérfræðinga í nefndinni, hvort birta ætti ítarlegar fundargerðir eða hvernig best væri að ræða aðgerðir í peningamálum opinberlega. Því er áhugavert að fjalla nánar um nokkra þætti sem geta verið ólíkir þvert á peningastefnunefndir.

2.2 Samsetning peningastefnunefnda

Nokkuð algengt er að peningastefnunefndir séu samsettar af bæði starfsmönnum seðlabankans (innri nefndarmenn) og sérfræðingum utan bankans (ytri nefndarmenn). Þeir síðarnefndu eru þá yfirleitt utanaðkomandi sérfræðingar í peninga- og þjóðhagfræði eða á öðrum sviðum sem tengjast viðfangsefni peningastefnunarinnar. Eins og Blinder (2009) bendir á er ekki augljóst hvaða samsetning hentar best en þó auki fjölbreytni innan nefndarinnar líkur á að ólík sjónarmið séu tekin til skoðunar. Hann telur heppilegasta fyrirkomulagið vera að meirihluti nefndarinnar samanstandi af sérfræðingum í peningahagfræði en að innri nefndarmenn séu ekki endilega í meirihluta.⁶ Í sumum seðlabönkum, t.d. Englandsbanka, hafa einstaklingar með starfsreynslu úr einkageiranum einnig verið nefndarmenn í peningastefnunefndinni.

Maier (2010) fjallar m.a. um samsetningu og skipulag peningastefnunefnda í rannsókn sinni á peningastefnunefndum í ólíkum löndum. Að hans mati getur samsetning nefndarinnar og skipulag peningastefnunarinnar haft áhrif á bæði niðurstöður fundanna og gæði ákvörðunartökunnar. Umbætur á ákvörðunarferlinu gætu haft sams konar áhrif og þegar gagnsæi í störfum seðlabanka er aukið, þ.e. leitt til þess að peningastefnan verði fyrirsjáanlegri. Ef seðlabankar fylgja þeim fordæmum sem hafa gefist best á alþjóðlegum vettvangi varðandi umgjörð peningastefnunnar getur það jafnframt leitt til betri kjölfestu verðbólguvæntinga. Varðandi samsetningu nefndarinnar tiltekur Maier að ein leið til þess að koma í veg fyrir hjarðhegðun nefndarmanna væri að forðast einsleitni í vali á nefndarmönnum. Nefnd sem samanstendur t.d. eingöngu af starfsmönnum seðlabanka væri líklegri til að vera með einsleitari áherslu og skoðanir heldur en nefnd sem væri fjölbreyttari. Þessu tengt er skipulag vaxtaákvörðunarfunda, t.d. í hvaða röð nefndarmenn fjalla um skoðanir sínar eða greiða atkvæði. Hætta er á að ef t.d. seðlabankastjórinn byrjar ávallt á því að lýsa afstöðu sinni hafi það áhrif á aðra nefndarmenn sem forðast hugsanlega að láta í ljós að þeir séu ósammála, samanber peningastefnunefnd Seðlabanka Bandaríkjanna þegar Alan Greenspan var seðlabankastjóri. Maier nefnir því að mikilvægt sé að nefndarmenn séu hvattir til þess að viðhafa sjálfstæð vinnubrögð í þessum efnum. Einnig gæti verið skynsamlegt að skipulag fundarins feli í sér að nefndarmenn greiði ekki alltaf atkvæði í sömu röð.

nefndarmönnum, tveimur innri nefndarmönnum og fimm ytri nefndarmönnum. Áhersla er lögð á að eining ríki um ákvörðunina og stendur nefndin í heild sinni að baki henni.

⁶ Blinder leggur einnig áherslu á að ekki sé heppilegt að stjórnálamenn eða fulltrúar stjórnálaafa séu í peningastefnunefnd þar sem það geti grafið undan sjálfstæði peningastefnunnar og trúverðugleika hennar.

2.3 Stærð peningastefnunefnda

Ýmsar rannsóknir hafa verið gerðar á því hver sé heppilegasta stærð peningastefnunefnda. Sibert (2006) kemst að þeirri niðurstöðu að heppilegasti fjöldi nefndarmanna sé u.þ.b. fimm og að líklegt sé að fjölmennari nefndir séu ekki eins skilvirkar. Rannsóknir hennar benda til þess að um leið og nefndarmönnum fjölgi umfram sjö til níu sé hætt á að dragi úr þátttöku einstakra nefndarmanna og að gagnkvæm samskipti gangi verr í hópum með fleiri en tólf nefndarmönnum.⁷ Í samantekt Maier (2010) kemur fram að algengasti fjöldi nefndarmanna í peningastefnunefndum sé á bilinu fimm til tíu. Niðurstöður hans benda til þess að því fleiri sem sitja í nefndinni því meiri líkur séu á að nefndarmaður víki sér undan ábyrgð þar sem það verður ekki eins augljóst ef tiltekinn einstaklingur tekur ekki þátt í ákvörðuninni eða undirbýr sig ekki fyrir fundi. Að sama skapi benda niðurstöður Erhart o.fl. (2007) til þess að verðbólga sé jafnan sveiflukenndari í löndum þar sem nefndarmenn eru færri en fimm.

3 Nýr rammi peningastefnunnar á Íslandi

3.1 Breytingar á ramma peningastefnunnar í kjölfar fjármálakreppunnar

Snemma árs 2009 voru gerðar grundvallarbreytingar á umgjörð peningastefnunnar hér á landi og núverandi skipan yfirstjórnar peningamála komið á fót. Lögum um Seðlabanka Íslands var breytt á þann veg að mótun peningastefnunnar og ákvarðanir um beitingu stjórnþækja Seðlabankans yrðu framvegis í höndum sérstakrar peningastefnunefndar sem væri skipuð fimm nefndarmönnum í stað þriggja manna bankastjórnar áður. Nefndin skal skipuð þremur fulltrúum frá Seðlabankanum, þ.e. bankastjóra, aðstoðarbankastjóra og einum af yfirmönnum bankans á sviði stefnumótunar í peningamálum, og tveimur utanaðkomandi sérfræðingum á sviði efnahags- og peningamála.⁸ Seðlabankastjóri er formaður nefndarinnar. Við breytinguna á umgjörð peningastefnunnar var alþjóðleg reynsla af fyrirkomulagi ákvörðunartöku í peningamálum höfð til hliðsjónar. Leitast var við að tryggja að skipan og starfshættir peningastefnunefndarinnar væru í takt við niðurstöður rannsókna um hvernig best sé að móta rammann í kringum ákvörðunarvald í peningamálum. Breytingin miðaði einnig að því að styrkja enn frekar faglegan grundvöll ákvarðana Seðlabankans í peningamálum.

Breytingarnar á skipan yfirstjórnar peningamála komu í kjölfar fjármálaáfallsins haustið 2008 þegar ríflega níu tíundu af bankakerfi Íslendinga fóru í þrot á sama tíma og alþjóðleg fjármálakreppa reið yfir (sjá umfjöllun í Bjarni G. Einarsson o.fl., 2015). Reynslan af fjármálakreppunni benti til þess að skjóta þyrfti sterkari stoðum undir ákvarðanir í peningamálum og efnahagsstefnuna almennt. Árangur Seðlabankans í viðureigninni við verðbólgu hafði þar að auki verið tiltölulega slakur stóran hluta tímabilsins frá því að verðbólguþröskulur var tekið upp á árinu 2001 og þangað til að fjármálakreppan skall á árið 2008. Eins og fjallað hefur verið um í ritum Seðlabankans eru margvíslegar ástæður taldar vera

⁷ Peningastefnunefndir Seðlabanka Bandaríkjanna og ECB eru nokkru stærri eða 15 manna í Bandaríkjunum og 25 manna í ECB (6 nefndarmenn í framkvæmdastjórn auk seðlabankastjóra þeirra 19 landa sem hafa tekið upp evruna). Í báðum tilfellum greiða hins vegar ekki allir nefndarmenn atkvæði á öllum vaxtaákvörðunarfundum heldur er notast við kerfi þar sem atkvæðarétturinn færist milli hluta nefndarmanna í tiltekinni röð (e. rotation system).

⁸ Ráðherra (nú fjármála- og efnahagsráðherra) skipar seðlabankastjóra og aðstoðarseðlabankastjóra til fimm ára í senn að undangengnu hæfnismati þriggja manna matsnefndar. Ráðherra skipar einnig utanaðkomandi sérfræðingana tvo til fimm ára í senn. Seðlabankastjóri er síðan sá sem skipar einn af yfirmönnum bankans á sviði stefnumótunar í peningamálum.

fyrir þessu, þ.á m. alþjóðlegar aðstæður lausafjárgnóttar og lágra vaxta, hnökrar í miðlunarferli peningastefnunnar og misbrestir í framkvæmd hennar og óhagstætt samspil stefnunnar í peningamálum og fjármálastefnu hins opinbera. Þetta átti sinn þátt í því að ekki tókst að tryggja peningastefnunni nægilegan trúverðugleika og skapa verðbólguvæntingum kjölfestu í verðbólguþættið (Seðlabanki Íslands, 2010, 2012). Því þótti mikilvægt að breytt skipan peningamála tæki tillit til sjónarmiða um að auka trúverðugleika peningastefnunnar og um leið tryggja enn frekar sjálfstæði Seðlabankans.

3.2 Fyrirkomulag vaxtaákvæðana

Núverandi lög kveða á um að peningastefnunefnd haldi fundi að minnsta kosti átta sinnum á ári og að ákvæðanir nefndarinnar grundvallist á vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahags- og peningamálum og fjármálastöðugleika. Lögin kveða einnig á um að nefndin setji sér starfsreglur um undirbúning, rökstuðning og kynningu ákvæðana sinna í peningamálum. Fyrir hverja vaxtaákvörðun eru haldnir ítarlegir 1-2 daga fundir þar sem sérfræðingar innan Seðlabankans kynna nýlega þróun og horfur í efnahagsmálum og á fjármálamörkuðum fyrir nefndinni ásamt sérstökum viðfangsefnum þegar það á við. Stundum er einnig kallað eftir utanaðkomandi kynningum á ýmsum málum sem eru til skoðunar innan nefndarinnar. Markmiðið er að öll sjónarmið komist að og að tryggt sé að ákvæðanir séu byggðar á faglegum og traustum grunni og eins gagnsæjar og fyrirsjáanlegar og raunhæft er. Starfshættir nefndarinnar að því er varðar vaxtaákvörðunina hafa þróast á tímabilinu frá því að hún hóf störf. Í meginatriðum fela þeir í sér að seðlabankastjóri geri tillögu um vaxtaákvörðun sem hann telur að nái meirihluta eftir að hafa hlýtt á afstöðu hinna nefndarmannanna. Atkvæðagreiðsla um tillöguna fer síðan fram og ræður meirihluti atkvæða niðurstöðunni. Skipulag fundarins felur jafnframt í sér að nefndarmenn lýsi ekki ávallt afstöðu sinni eða greiði atkvæði í sömu röð. Starfsháttum peningastefnunefndarinnar svipar því til þess fyrirkomulags sem er við lýði í t.d. Englandsbanka og Seðlabanka Svíþjóðar.

3.3 Miðlun upplýsinga um ákvæðanir peningastefnunefndar

Núverandi lög kveða á um að fundargerðir peningastefnunefndar séu birtar opinberlega tveimur vikum eftir hverja vaxtaákvörðun og þar gerð grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra. Þar koma m.a. fram þær upplýsingar sem sérfræðingar bankans kynntu fyrir nefndinni um þróun og horfur í efnahagsmálum og þau sjónarmið sem komu fram meðal nefndarmanna á fundinum. Jafnframt er greint frá því hver tillaga seðlabankastjóra var, viðbrögð og rökstuðningur nefndarmanna og endanleg ákvörðun nefndarinnar. Í Ársskýrslu Seðlabankans er síðan greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði á liðnu ári. Nefndarmönnum gefst einnig tækifæri til þess að láta í ljós þá skoðun sína að þótt þeir fallist á að greiða atkvæði með tillögu seðlabankastjóra hefðu þeir kosið aðra ákvörðun en telji muninn vera það lítinn að viðkomandi geti fallist á tillögu bankastjóra. Í fundargerð kemur síðan fram ef einhver nefndarmaður var þessarar skoðunar og hvað hann hefði fremur kosið að gera. Peningastefnunefnd skal einnig gefa Alþingi skýrslu um störf sín tvisvar á ári og ræða efni skýrslunnar í þeirri þingnefnd sem þingforseti ákveður.

Nokkuð misjafnt er eftir löndum hvort atkvæðagreiðslur séu nafngreindar. Fyrirkomulagið hér á landi þekkist ekki í öðrum löndum en markmiðið er að tryggja sem mest gagnsæi í ákvæðanatöku og ábyrgð einstakra nefndarmanna á eigin ákvörðunum en þó á þann hátt að ákveðin fjarlægð væri á milli einstakra vaxtaákvæðana og birtingar upplýsinga um afstöðu einstakra nefndarmanna t.d. í tengslum við fjölmiðlaumfjöllun um viðkomandi fundi. Fyrirkomulagið tekur því tillit til beggja sjónarmiða. Í flestum seðlabönkum sem eru

með peningastefnunefnd af svipuðum toga og Seðlabanki Íslands (þ.e. ákvörðun tekin með meirihluta atkvæða) eru atkvæði einstakra nefndarmanna kunngjörð í fundargerðum t.d. hjá Englandsbanka og seðlabönkum Bandaríkjanna og Svíþjóðar.

3.4 Breytingunum fylgdi aukið gagnsæi

Birting fundargerða sem innihalda upplýsingar um hvað kom fram á fundunum, vægi ólíkra sjónarmiða og atkvæðagreiðslu nefndarmanna var afar mikilvægt skref og jók gagnsæi peningastefnunnar til muna. Sama á við um reglubundna og aukna upplýsingagjöf til Alþingis og aukin samskipti á vettvangi þingnefndarfunda þar sem tækifæri skapast fyrir nefndarmenn peningastefnunefndarinnar til að svara spurningum er varða störf og ákvarðanir nefndarinnar (einnig sett í lög 2009). Dincer og Eichengreen (2014) hafa mælt gagnsæi og sjálfstæði seðlabanka ríflega 100 landa og skoðað hvernig þróunin hefur verið á undanförunum árum. Niðurstöður þeirra sýna að gagnsæi jókst hjá langflestum seðlabönkum á tímabilinu 1998-2010.⁹ Sú niðurstaða nær til þróaðra ríkja, nýmarkaðsríkja og þróunarlanda. Alþjóðlega fjármálakreppan virðist ekki hafa snúið við þeirri þróun. Meginástæðu aukins gagnsæis telja þau vera að það sé árangursrík leið til þess að efla trúverðugleika seðlabanka og skuldbindinga þeirra. Skuldbinding um að tryggja litla og stöðuga verðbólgu verður meira sannfærandi ef seðlabanki útskýrir nákvæmlega hvernig ákvarðanir hans leiða til þess að markmiðum bankans verði náð. Jafnframt gefur trúverðug skuldbinding seðlabankanum meira rými til þess að víkja frá hefðbundinni peningastefnu við skilyrði óhefðbundinna aðstæðna þar sem almenningur, fyrirtæki og markaðsaðilar myndu vita að frávikið væri tímabundið og ekki á skjön við langtíamarkmið bankans. Niðurstöður Dincer og Eichengreen sýna einnig að sjálfstæði seðlabanka í heiminum hefur almennt aukist á tímabilinu. Rannsókn þeirra staðfestir að sjálfstæði og gagnsæi seðlabanka eru nátengdir þættir á þann hátt að sjálfstæði gefur seðlabönkum svigrúm til þess að framkvæma stefnu sína en gagnsæi gerir þeim kleift að útskýra stefnuna fyrir markaðsaðilum sem um leið gerir alla ákvörðunartöku skilvirkari.

Mynd 1. Gagnsæi seðlabanka 2008 og 2010

Visitalan byggist á 15 spurningum er lúta að gagnsæi markmiðs peningastefnunnar, efnahagslegum forsendum ákvörðunartöku, hvernig ákvörðunartakan fer fram, tilkynningum um vaxtaáávarðanir og að hvaða leyti seðlabankar gera grein fyrir árangri peningastefnunnar. Heimild: Dincer og Eichengreen (2014).

⁹ Útreikningarnir byggjast á spurningum er lúta að gagnsæi markmiðs peningastefnunnar, efnahagslegum forsendum ákvörðunartöku, hvernig ákvörðunartakan fer fram, tilkynningum um vaxtaáávarðanir og að hvaða leyti seðlabankar gera grein fyrir árangri peningastefnunnar.

Mynd 2. Sjálfstæði seðlabanka 1998 og 2010

Vísitalan byggist á lagalegri umgjörð seðlabanka, t.d. hvað varðar skipan seðlabankastjóra, framkvæmd peningastefnunnar, markmið seðlabanka, möguleika ríkisstjórna til fjármögnunar hjá seðlabönkum og skipan bankaráða. Heimild: Dincer og Eichengreen (2014).

Samkvæmt mælikvarða Dincer og Eichengreen jókst gagnsæi Seðlabanka Íslands verulega á tímabilinu 1998-2010 og náði meðaltali OECD-ríkjanna á árinu 2009.¹⁰ Gagnsæi seðlabanka hafði jafnframt aukist mest á Íslandi ef lítið er til þróunarinnar í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar og var Seðlabankinn í 11.-13. sæti árið 2010 ásamt seðlabönkum Japan og Sviss (af OECD-ríkjunum). Þeir seðlabankar þar sem peningastefnan er hvað gagnsæjust eru Seðlabankar Nýja-Sjálands og Svíþjóðar þar sem rík hefð hefur myndast um að stefna þeirra og vinnubrögð séu afar gagnsæ. Breytingarnar á ramma og umgjörð peningastefnunnar hér á landi árið 2009 þýddu því að tekin voru stór skref í átt að meira gagnsæi auk þess sem þær færðu peningastefnuna nær þeirri umgjörð sem gengur og gerist í samanburðarlöndum okkar.

Mynd 3: Gagnsæi ýmissa seðlabanka 1998-2010

Vísitalan byggist á 15 spurningum er lúta að gagnsæi markmiðs peningastefnunnar, efnahagslegum forsendum ákvörðunartöku, hvernig ákvörðunartakan fer fram, tilkynningum um vaxtaákvörðanir og að hvaða leyti seðlabankar gera grein fyrir árangri peningastefnunnar. Heimild: Dincer og Eichengreen (2014).

¹⁰ Sjá einnig umfjöllun um alþjóðlega þróun í átt að auknu sjálfstæði og gagnsæi við stjórn peningamála og stöðu mála hér á landi í alþjóðlegum samanburði um síðustu aldamót í grein Þórarins G. Péturssonar (2000).

Crowe og Meade (2008) skoðuðu hvernig sjálfstæði seðlabanka hefði þróast síðan í lok níunda áratugarins og sýndu niðurstöður þeirra að það hefði almennt aukist, mest í þróunar- og nýmarkaðsríkjum. Þau skoðuðu einnig hvernig gagnsæi seðlabanka hefði þróast frá lokum tíunda áratugarins og fundu einungis marktæka aukningu hjá þróuðum ríkjum en ekki öllu úrtakinu. Niðurstöðurnar bentu einnig til þess að marktæk fylgni væri á milli aukningar í sjálfstæði seðlabanka og minni verðbólgu.

4 Atkvæðagreiðslur peningastefnunefndar Seðlabankans

Á tímabilinu 2009-2015 hélt peningastefnunefnd Seðlabankans 57 vaxtaákvörðunarfundi. Í rúmlega helmingi tilvika kaus nefndin að halda vöxtum óbreyttum, í 30% tilvika voru vextir lækkaðir en í 16% tilvika voru þeir hækkaðir. Nefndin hefur því lækkað vexti tvöfalt oftar en hún hefur hækkað þá á þessu sjö ára tímabili sem hún hefur starfað.

4.1 Samhljóða ákvörðun í liðlega helmingi tilvika

Oftast var ágreiningur um ákvörðunina árið 2012 eða í $\frac{3}{4}$ tilvika og litlu færri árið 2009 eða í $\frac{2}{3}$ tilvika. Að jafnaði var meiri ágreiningur um ákvörðunina þegar vextir voru hækkaðir heldur en þegar þeir voru lækkaðir. Það voru 9 vaxtahækkunar á árunum 2009-2015, þar af voru þrjú skipti þar sem einn nefndarmaður vildi heldur halda vöxtum óbreyttum og síðan fjögur skipti þar sem einn nefndarmaður vildi hækka vexti um meira en ákveðið var að gera. Sjaldnast var ósamstaða árið 2013 þegar vöxtum var haldið óbreyttum allt árið. Einungis á einum fundi á því ári var ágreiningur um ákvörðunina. Niðurstöður atkvæðagreiðslna yfir allt tímabilið sýna að ekki náðist full samstaða í hátt í helmingi atkvæðagreiðslna og að í þriðjung tilvika greiddi einn nefndarmaður atkvæði gegn meirihlutanum og í 14% tilvika voru tveir nefndarmenn í minnihluta. Því er ljóst að ólík sjónarmið hafa verið til staðar innan nefndarinnar sl. sjö ár enda er markmiðið með fjölskipaðri peningastefnunefnd einmitt að ólík sjónarmið takist á sem eykur líkurnar á að tekin sé upplýst ákvörðun.

Mynd 4. Vaxtaákvörðanir peningastefnunefndar 2009-2015

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5. Meðalfjöldi minnihlutaatkvæða í peningastefnuneftnd 2009-2015.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

4.2 Samsetning minnihlutans hefur verið breytileg

Ef minnihlutaatkvæðin eru skoðuð nánar kemur í ljós að Anne Sibert, sem var annar af tveimur utanaðkomandi sérfræðingum í nefndinni frá febrúar 2009 til febrúar 2012, og Þórarinn G. Pétursson aðalhogfræðingur Seðlabankans hafa oftast verið í minnihluta eða í 30% tilvika. Í 12% tilvika hefur innri nefndarmaður verið í minnihluta en ytri nefndarmaður í 13% tilvika. Már Guðmundsson seðlabankastjóri hefur einu sinni verið í minnihluta og Arnór Sighvatsson aðstoðarseðlabankastjóri þrisvar. Þá hefur ytri nefndarmaður ekki verið í minnihluta síðan í nóvember 2012 þegar vaxtahækkunartímabilinu sem hófst rúmlega ári áður lauk. Í öllum atkvæðagreiðslum nefndarinnar um vaxtaákvæðanir síðan þá (til loka ársins 2015) hafa því Gylfi Zoëga og Katrín Ólafsdóttir tilheyrt meirihlutunum. Þegar ágreiningur hefur verið í nefndinni samanstendur meirihlutinn oftast af bæði innri og ytri nefndarmönnum heldur en eingöngu innri nefndarmönnum. Í þau skipti þar sem tveir nefndarmenn hafa verið í minnihluta hafa innri nefndarmenn myndað meirihluta í fjórðungi tilvika.

Þegar tveir nefndarmenn hafa greitt atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra hefur samsetning minnihlutans því verið nokkuð breytileg. Þórarinn G. Pétursson og Anne Sibert voru þrisvar saman í minnihluta, á tveimur fundum á vaxtalækkunartímabilinu 2009-2010 og aftur þegar vaxtahækkunarferlið var hafið í byrjun ársins 2012. Það hefur einungis tvisvar gerst á tímabilinu að utanaðkomandi nefndarmenn hafi verið saman í minnihluta og það var á fyrsta starfsári nefndarinnar árið 2009. Innri nefndarmenn hafa þrisvar verið saman í minnihluta, annars vegar þegar Már Guðmundsson og Arnór Sighvatsson voru í minnihluta haustið 2009 og vildu þá lækka vexti fremur en að halda þeim óbreyttum og hins vegar þegar Arnór Sighvatsson og Þórarinn G. Pétursson voru saman í minnihluta haustið 2012 og aftur í lok árs 2014. Í fyrra skiptið vildu þeir fremur halda áfram að hækka vexti heldur en hafa þá óbreytta í kjölfar þess að nefndin hafði hækkað vexti fyrr á árinu. Í seinna skiptið voru vextir

lækkaðir en þeir vildu lækka þá um minna en ákveðið var að gera. Innri nefndarmenn hafa því afar sjaldan myndað þriggja-manna meirihluta á móti ytri nefndarmönnum á tímabilinu auk þess sem staða seðlabankastjóra lítur ekki út fyrir að vera of ráðandi miðað við tíð minnihlutaatkvæði annarra innri nefndarmanna.

Mynd 6. Hlutfall tilvika þar sem nefndarmenn voru í minnihluta 2009-2015

Heimild: Seðlabanki Íslands.

4.3 Innri nefndarmenn virðast oftast kjósa harðara taumhald heldur en lausara

Þegar um var að ræða vaxtaákvörðunarfundi þar sem ekki var eining innan nefndarinnar um ákvörðunina kaus minnihlutinn oftast harðara taumhald peningastefnunnar en veikara. Í $\frac{3}{4}$ þeirra tilvika þar sem ekki náðist samstaða á fundum kaus minnihlutinn harðara taumhald en tillaga seðlabankastjóra hljóðaði upp á. Oftast gerðist þetta á árinu 2012 eða á fimm fundum, þegar meðalverðbólga á árinu nam 5,2% eftir að hafa aukist hratt á árinu 2011. Á árinu 2015 voru jafnframt fjórir fundir þar sem minnihlutinn kaus harðara taumhald en ákveðið var en meðalverðbólga á árinu nam 1,6%. Þá voru hins vegar horfur á vaxandi verðbólguþrýstingi í kjölfar kjarasamninganna vorið 2015. Það var því einungis í fjórðungi þeirra tilvika þar sem ekki náðist samstaða um vaxtaákvörðun eða á sjö fundum, sem minnihlutinn greiddi atkvæði með veikara taumhaldi en ákveðið var. Það gerðist á þremur fundum árið 2009 á fyrsta starfsári nefndarinnar þegar innlend eftirspurn tók að dragast saman í kjölfar fjármálaáfallsins og verðbólga tók að hjaðna. Hins vegar gerðist það einnig á þremur fundum árið 2011 þegar efnahagsbatinn var hafinn og verðbólga var á uppleið og aftur í lok ársins 2012 þegar vaxtahækkunartímabilinu lauk. Það virðist því vera samband á milli frávika verðbólgu frá verðból gumarkmiðinu og óeiningar innan nefndarinnar: eftir því sem verðbólga viku meira frá markmiði eru meiri líkur á að ósamstaða ríki um vaxtaákvörðanir.

Hins vegar virðist vera nokkur munur á kosningahegðun innri og ytri nefndarmanna þegar minnihlutaatkvæðin eru skoðuð nánar. Þegar innri nefndarmenn voru í minnihluta kusu þeir oftast hærri vexti en tillaga seðlabankastjóra hljóðaði upp á heldur en lægri vexti. Það

sama á ekki við um ytri nefndarmennina þar sem fjöldi minnihlutaatkvæða þeirra skiptist jafnt milli þess að vilja hærri eða lægri vexti en meirihlutinn kaus. Innri nefndarmenn virðast því almennt kjósa meira taumhald peningastefnunnar heldur en þeir ytri. Jafnframt eru vísbendingar um að innri nefndarmenn bregðist af meiri krafti við versnandi verðbólguhorfum en ytri nefndarmenn. Í u.þ.b. helmingi tilvika þar sem vaxtaákvörðunarfundur var á sama tíma og verðbólguþá sem sýndi versnandi verðbólguhorfur á spátímabilinu var birt samhliða í *Peningamálum*, var innri nefndarmaður í minnihluta vegna þess að hann kaus harðara taumhald en var ákveðið á fundunum. Í tilfelli ytri nefndarmanna var sama uppi á teningnum í tæplega 30% tilvika.

Mynd 7. Atkvæðagreiðslur peningastefnunefndar og verðbólga 2009-2015
Súlur sýna á hvaða bili atkvæðin voru. Ef það er engin súla þá var peningastefnunefndin einhuga. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8. Atkvæðaskipting minnihlutaatkvæða 2009-2015
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Samstaða var þó á meðal innri nefndarmannanna um vaxtalækkun í rúmlega 70% tilvika þar sem vextir voru lækkaðir en þeir voru sammála um vaxtahækkun í 56% tilvika þar sem vextir voru hækkaðir. Í þeim tilvikum þar sem innri nefndarmenn voru ekki sammála um vaxtahækkunina var ástæðan sú að einn af þeim vildi hækka vexti um meira en ákveðið var að gera.

4.4 Oftar samstaða um óbreytta vexti en þegar ákveðið var að breyta vöxtum

Almennt var meiri samhljómur í nefndinni þegar ákveðið var að halda vöxtum óbreyttum en ef átti að breyta þeim. Samstaða var á meðal nefndarmanna í tæplega $\frac{2}{3}$ tilvika þar sem vöxtum var haldið óbreyttum en í um 38% tilvika þar sem vöxtum var breytt, þar af var einhuga ákvörðun í tæplega helmingi tilvika vaxtalækkana en í rúmlega fimmungi tilvika hækkana. Í þeim tilfellum þar sem ekki náðist samstaða um ákvörðunina um að halda vöxtum óbreyttum var oftast einn nefndarmaður mótfallinn ákvörðuninni eða í átta skipti. Það var einungis á þremur fundum þar sem tveir nefndarmenn greiddu atkvæði gegn því að halda vöxtum óbreyttum, þar af tvisvar árið 2012 þegar minnihlutinn vildi frekar hækka vexti. Athygli vekur einnig að það hefur aldrei gerst að tveir nefndarmenn hafi greitt atkvæði gegn hækkun vaxta. Hins vegar hefur það gerst álíka oft að þriggja manna meirihluti náði saman um vaxtalækkun eins og fjögurra manna meirihluti. Það er því athyglisvert að þrátt fyrir að á heildina litið hafi mun oftast náðst full samstaða innan nefndarinnar um vaxtalækkun heldur en vaxtahækkun, hafi aldrei verið fleiri en einn nefndarmaður í minnihluta þegar um var að ræða vaxtahækkun. Jafnframt hefur sú staða ekki komið upp að minnihlutinn hafi greitt atkvæði með hækkun vaxta þegar ákveðið var að lækka vexti eða öfugt.

Mynd 9. Hlutfall tilvika þar sem nefndarmenn voru einhuga um vaxtaáávarðanir
Heimild: Seðlabanki Íslands.

5 Alþjóðlegur samanburður

Atkvæðaskipting peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands undanfarin sjö ár virðist vera í ágætu samræmi við það sem tíðkast erlendis meðal seðlabanka með svipað ákvarðanaferli. Í ræðu sem þáverandi seðlabankastjóri Englandsbanka, Mervyn King, hélt árið 2007 um tíu ára reynslu peningastefnunefndar bankans fjallaði hann um ólíkar skoðanir nefndarmanna á ákvörðunum um peningastefnuna og taldi þær endurspegla ólík sjónarmið um það hvernig ætti að túlka gögn um þróun efnahagsmála. Stundum hefði staðan í efnahagsmálum verið afar óljós og túlkun haggagna því erfið sem leiddi til eðlilegra skoðanskipta og ólíkra sjónarmiða innan nefndarinnar og þ.a.l. aukins fjölda vaxtaákvörðunarfunda þar sem ekki náðist samhljómur um niðurstöðuna. Á hinn bóginn gat sú staða verið uppi að staða hagsveiflunnar og eðli efnahagsskella voru óumdeild og nauðsynleg viðbrögð við þeim skýr og því komu tímabil þar sem allir í nefndinni voru sammála um aðgerðir í peningamálum. Í ræðu King kemur einnig fram að minnihlutaatkvæði eru töluvert fleiri hjá peningastefnunefnd Englandsbanka heldur en t.d. í peningastefnunefndum seðlabanka Bandaríkjanna, Svíþjóðar og Japans og sama má segja um hlutfall funda þar sem a.m.k. fjórðungur nefndarmanna er í minnihluta. Samanburður á atkvæðamynstrinu hér á landi við upplýsingar sem þarna koma fram bendir til þess að hlutfallsleg tíðni tilvika hér á landi þar sem einn nefndarmaður er í minnihluta sé svipuð og var í Svíþjóð á árunum 1999-2007 en um helmingi lægri en í Bretlandi á sama tímabili. Hins vegar er hlutfall tilvika þar sem a.m.k. fjórðungur nefndarmanna er í minnihluta heldur lægra hér en í Bretlandi en aftur á móti nokkru hærra en í Svíþjóð. Jafnframt er meðalfjöldi nefndarmanna sem er í minnihluta heldur hærri hér en í Bandaríkjunum og Svíþjóð en lægri en í Bretlandi.

Mynd 10. Vísendingar um óeiningu í peningastefnunefndum nokkurra seðlabanka
Byggt á eftirfarandi tímabilum: 1997-2007 hjá Englandsbanka, 1997-2007 hjá peningastefnunefnd seðlabanka Bandaríkjanna og 1999-2007 hjá peningastefnunefnd seðlabanka Svíþjóðar.
Heimildir: Englandsbanki, Seðlabanki Bandaríkjanna, Seðlabanki Svíþjóðar, Seðlabanki Íslands.

Niðurstöður rannsóknar Gerlach-Kristen (2009) á atkvæðamynstri peningastefnunefndar Englandsbanka benda jafnframt til þess að ytri nefndarmenn hafi tilhneigingu til að kjósa lægri vexti en innri nefndarmenn, líkt og er raunin hér á landi eins og áður var rakið, einkum á samdráttartímabilum. Ólíkt því sem virðist vera hér á landi eru ytri nefndarmenn hins vegar oftast í minnihluta í Englandsbanka heldur en þeir innri. Hún telur líklegar ástæður fyrir því vera m.a. að ytri nefndarmenn virðast leggja meiri áherslu á að forðast samdrátt í efnahagslífinu heldur en innri nefndarmenn (e. recession averse). Ólík tapföll (e. loss function) nefndarmanna gætu því skýrt mun á atkvæðamynstri þeirra og hugsanlegt væri að innri nefndarmenn legðu meiri áherslu á verðstöðugleika en þeir ytri.

Þessar niðurstöður ríma vel við niðurstöður rannsóknar Hansen og McMahon (2008) á atkvæðagreiðslum peningastefnunefndar Englandsbanka sem benda til þess að ástæðan fyrir því að ytri nefndarmenn hafi tilhneigingu til að kjósa lægri vexti sé ekki sú að þeir hafi ólíkan bakgrunn eða reynslu heldur einfaldlega staða þeirra sem utanaðkomandi nefndarmenn. Hugsanlega sé því eitthvað innbyggt í stofnanaumgjörðina sem valdi ólíkri kosningahegðun. Niðurstaða þeirra bendir til þess að skipun utanaðkomandi nefndarmanna breyti atkvæðamynstri nefndarinnar ekki ein og sér heldur geti skipt máli hvort viðkomandi nefndarmenn fái um leið stjórnunarstöður innan seðlabankans og eigi möguleika á starfsframa þar. Þeir nefna að t.d. sé grundvallarmunur á stöðu ytri nefndarmanna í Englandsbanka annars vegar og í Seðlabanka Svíþjóðar hins vegar. Þegar ytri nefndarmenn eru skipaðir í peningastefnunefnd Seðlabanka Svíþjóðar verða þeir um leið hluti af starfsliði bankans sem er ólíkt umgjörðinni í Englandsbanka. Niðurstöður þeirra benda einnig til þess að munur á kosningahegðun sé eingöngu bundinn við nefndarmenn sem höfðu verið í nefndinni lengur en eitt ár. Í upphafi virðist ekki marktækur munur á atkvæðamynstri nefndarmanna en þegar líður á tímabilið fara ytri nefndarmenn að kjósa lægri vexti en innri nefndarmenn.

Niðurstöður rannsóknar Jung (2011) á atkvæðamynstri nokkurra peningastefnunefnda benda til þess að innri nefndarmenn peningastefnunefndar Englandsbanka bregðist af meiri krafti við hættu á aukinni verðbólgu í kjölfar efnahagslegra áfalla heldur en ytri nefndarmenn sem er svipað og virðist vera raunin hér á landi. Niðurstöður Berk, Bierut og Meade (2010) eru af svipuðum toga og benda til þess að enginn munur sé á atkvæðamynstri innri og ytri nefndarmanna peningastefnunefndar Englandsbanka á fyrsta ári þeirra í nefndinni. Þegar komið er á þriðja ár í nefndarstörfum virðast innri nefndarmenn frekar kjósa hærri vexti og leggja meiri áherslu á verðstöðugleika og minni áherslu á framleiðsluslaka en ytri nefndarmenn.

6 Lokaorð

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur tekið ákvarðanir um beitingu stjórnækja Seðlabanka Íslands í peningamálum síðan snemma árs 2009. Peningastefnunefndir geta verið af ólíkum toga og var alþjóðleg reynsla af fyrirkomulagi ákvörðunartöku í peningamálum höfð til hliðsjónar þegar nefndinni var komið á fót hér og leitast við að skipan nefndarinnar og starfshættir væru í takt við það hvernig best sé að móta umgjörð í kringum ákvörðunarvald í peningamálum. Breytingin var einnig til þess gerð að auka gagnsæi peningastefnunnar og festa sjálfstæði Seðlabanka Íslands enn frekar í sessi.

Atkvæðagreiðslur peningastefnunefndar á tímabilinu 2009-2015 sýna að engar vísbendingar eru um blokkamyndanir innan nefndarinnar. Niðurstöðurnar sýna að ekki náðist full samstaða í hátt í helmingi atkvæðagreiðslna og að í þriðjungi tilvika greiddi einn

nefndarmaður atkvæði gegn meirihlutanum og í tæplega sjöttungi tilvika voru tveir nefndarmenn í minnihluta. Ólík sjónarmið hafa því verið til staðar innan nefndarinnar sl. sjö ár enda er markmiðið með fjölskipaðri peningastefnunefnd að ólíkar skoðanir takist á sem eykur líkurnar á að tekin sé upplýst ákvörðun. Þegar um er að ræða ágreining í nefndinni samanstendur meirihlutinn oftast af bæði innri og ytri nefndarmönnum en eingöngu innri nefndarmönnum. Í þau skipti þar sem tveir nefndarmenn eru í minnihluta hafa innri nefndarmenn eingöngu myndað meirihluta í fjórðungi tilvika. Samsetning minnihlutans hefur því verið nokkuð breytileg á tímabilinu. Hins vegar virðist vera munur á kosningahegðun innri og ytri nefndarmanna þegar minnihlutaatkvæðin eru skoðuð nánar. Þegar innri nefndarmenn voru í minnihluta kusu þeir oftast hærri vexti en tillaga seðlabankastjóra hljóðaði upp á heldur en lægri vexti. Það sama á ekki við um ytri nefndarmennina þar sem fjöldi minnihlutaatkvæða þeirra skiptist jafnt milli þess að vilja hærri eða lægri vexti en meirihlutinn kaus. Atkvæðaskipting peningastefnunefndar og munur á kosningahegðun innri og ytri nefndarmanna virðist einnig hafa verið svipuð því sem tíðkast í nágrannalöndum okkar sem eru með sams konar fyrirkomulag.

Verðbólga hefur verið undir verðbólgu markmiði bankans um tveggja og hálfs árs skeið sem er lengsta tímabil þar sem verðbólga er við eða undir markmiði frá því að verðbólgu markmiðið var innleitt árið 2001. Hagvöxtur hefur sótt í sig veðrið undanfarin misseri og kröftugur bati átt sér stað á innlendum vinnumarkaði. Langtímaverðbólguvæntingar hafa þokast niður á við og eru vísbendingar um að árangur peningastefnunnar undanfarin ár hafi skapað verðbólguvæntingum traustari kjölfestu en áður. Líklegt er að aukið gagnsæi um ákvarðanir tengdar peningastefnunni í kjölfar þess að peningastefnunefnd hóf störf hafi aukið trúverðugleika Seðlabankans og þannig leitt til væntinga um minni verðbólgu. Þróunin á næstu árum á þó eftir að leiða í ljós hversu traust kjölfesta þeirra reynist.

Heimildir

- Alþingi, 2001. Lög um Seðlabanka Íslands. Slóðin er <http://www.althingi.is/lagas/nuna/2001036.html>
- Alþingi, 2009. Frumvarp til laga um breytingar á lögum nr. 36/2001, um Seðlabanka Íslands. Slóðin er <http://www.althingi.is/altext/136/s/0506.html>
- Apel, M., C. A. Claussen, P. Gerlach-Kristen, P. Lennartsdóttir og Ø. Røisland (2013). Monetary policy decisions – Comparing theory and „inside“ information from MPC members. *Norges Bank Working Paper* 03/2013.
- Berk, J. M., B. Bierut, E. Meade (2010). The dynamic voting patterns of the Bank of England's MPC. *De Nederlandsche Bank Working Paper* 261/2010.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2015). The long history of financial boom-bust cycles in Iceland – Part I: Financial crises. Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, nr. 68.
- Blinder, A. S., (2007). Monetary policy by committee: Why and how? *European Journal of Political Economy*, 23, 106-123.
- Blinder, A. S., (2009). Making monetary policy by committee. *International Finance*, 12, 171-194.
- Blinder, A. S., og J. Morgan (2005). Are two heads better than one? Monetary policy by committee. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37, 789-812.

- Blinder, A. S., og J. Morgan (2008a). Do monetary policy committees need leaders? A report on an experiment. *American Economic Review*, 98, 224-229.
- Blinder, A. S., og J. Morgan (2008b). Leadership in groups: A monetary policy experiment. *International Journal of Central Banking*, 4, 117-150.
- Crowe, C., og E. Meade (2008). Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness. *IMF Working Paper*, 08/119, International Monetary Fund.
- Dincer, N. N., og B. Eichengreen (2014). Central bank transparency and independence: Updates and new measures. *International Journal of Central Banking*, 10, 189-253.
- Erhart, S., H. Lehment og J. Vasquez-Paz (2007). Monetary policy committee size and inflation volatility. *Kiel Working Paper*, no. 1377. Kiel Institute for the World Economy.
- Gerlach-Kristen, P., (2005). Too little, too late: Interest rate setting and the cost of consensus. *Economics Letters*, 88, 376-381.
- Gerlach-Kristen, P., (2009). Outsiders at the Bank of England's MPC. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41, 1099-1115.
- Hansen, S., og M. F. McMahon (2008). Delayed doves: MPC voting behaviour of externals. *CEP Discussion Paper*, no. 862, Centre for Economic Performance.
- Jung, A., (2011). An international comparison of voting by committees. *European Central Bank Working Paper*, no. 1383.
- King, M., (2007). The MPC ten years on. Ræða flutt 2. maí 2007.
- Lombardelli, C., J. Proudman og J. Talbot (2005). Committees versus individuals: An experimental analysis of monetary policy decision making. *International Journal of Central Banking*, 1, 181-205.
- Maier, P., (2010). How central banks take decisions: An analysis of monetary policy meetings. Í P.L. Siklos, M.T. Bohl og M.E. Wohar (ritstj.), *Challenges in Central Banking: The Current Institutional Environment and Forces Affecting Monetary Policy*. Cambridge University Press.
- Qvigstad, J. F., I. Fridriksson og N. Langbraaten (2013). Monetary policy committees and communication. *Staff Memo*, no. 2, Norges Bank.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérarit* nr. 4.
- Seðlabanki Íslands (2012). Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum. *Sérarit* nr. 7.
- Seðlabanki Íslands. Ársskýrslur fyrir árin 2009-2015.
- Sibert, A., (2006). Central banking by committee. *International Finance*, 9, 145-168.
- Pórarinn G. Pétursson (2000). Nýjar áherslur í starfsemi seðlabanka: Aukið sjálfstæði, gagnsæi og reikningsskil gerða. *Peningamál*, 2000/4.