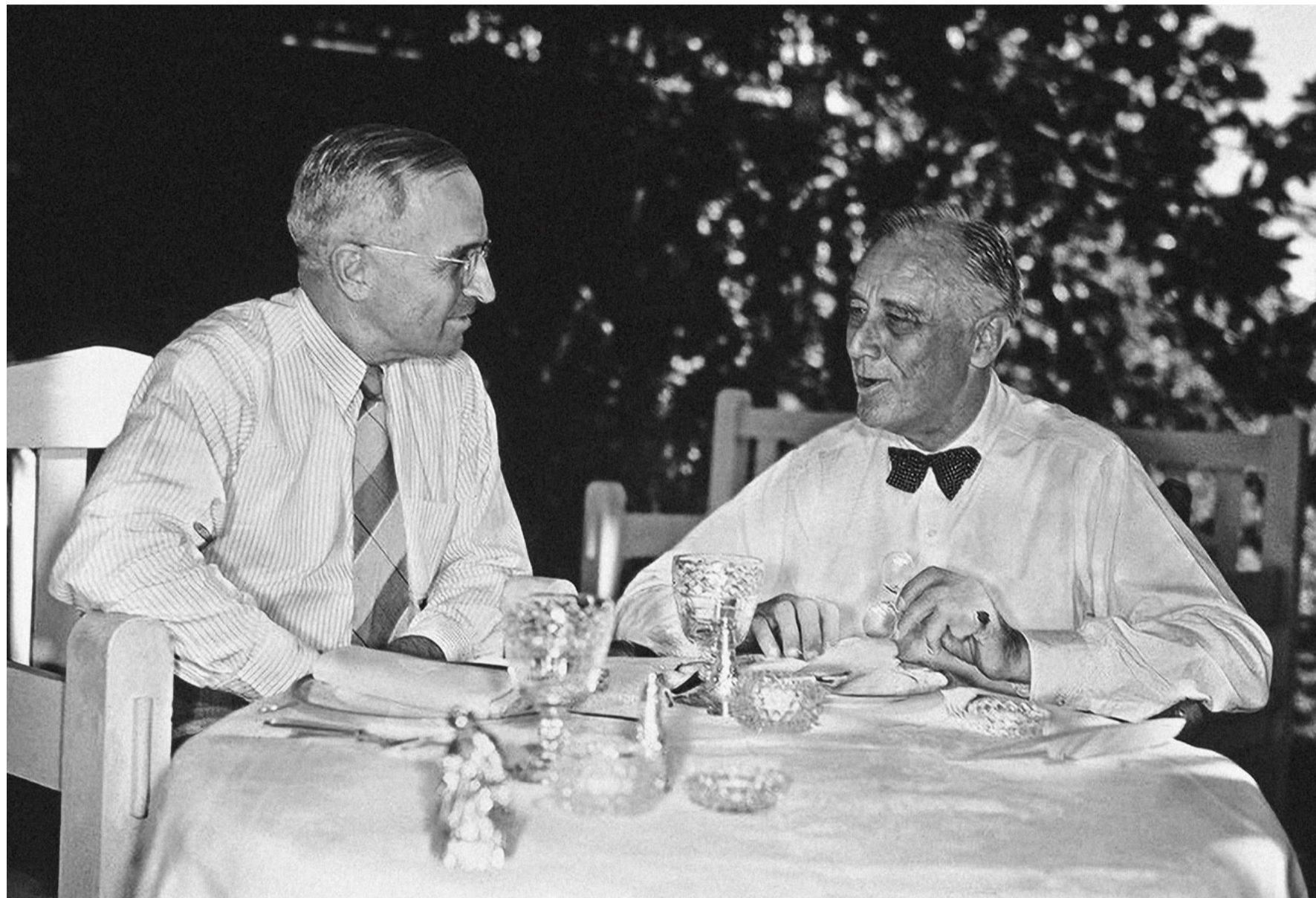




VÍSBENDING

VIÐSKIPTI · EFNAHAGSMÁL · NÝSKÖPUN



MYND: AFP

EFNAHAGSMÁL 41. TBL. 2023

▲ Forsetarnir Harry S. Truman og Franklin D. Roosevelt árið 1945 þegar sá fyrrnefndi var varaforseti.

Gætu verðstýringar hjálpað til við að berja niður verðbólgunu?



Isabella M. Weber
dósent í hagfræði við
Massachusetts háskóla

Verðbólga er nálægt 40 ára hámarki, í árslok 2021 þegar þessi grein er skrifuð. Helstu seðlabankar heims ákváðu þá í desember að grípa til aðgerða gegn verðbólgunni. Hins vegar gleymist oft mikilvægur þáttur sem keyrir upp verð sem er hin mikla aukning hagnaðar. Árið 2021 hefur hagnaðarframlegð í Bandaríkjunum, sem ekki má rekja til fjárhagslegra liða, náð nýjum hæðum sem ekki hafa sést síðan í kjölfar síðari heimsstyrjaldarinnar. Þetta er engin tilviljun. Í lok stríðsins þurfti skyndilega endurskipulagningu á framleiðsluferlum vegna flöskuhálsa í aðfangakeðjum ekki ósvipaða þeim sem heimsfaraldurinn 2020 olli. Þá líkt og nú hafa stórfyrirtæki með mikinn markaðsstyrk notað birgðavandamál sem tækifæri til að hækka verð og auka sinn hagnaðar. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur

snúið stefnu sinni í þessum mánuði til aukins aðhalds peningastefnunnar. En það að stöðva peningalega örvun mun ekki laga aðfangakeðjuvandann. Það sem þarf í staðinn er umræða um stefnumótandi verðlagsstýringu og -eftirlit, rétt eins og þurfi eftir seinna stríð. Hagfræðingar skiptast nú í tvær fylkingar varðandi viðbrögð við verðbólgunni. Annars vegar hópurinn sem telur að um tímabundna (e. transitory) verðbólgu sé að ræða sem við ættum ekki að hafa áhyggjur af þar sem hún muni brátt hverfa. Hinn hópurinn hvetur til mikils samdráttar í ríkisútgjöldum og vill hækka vexti mikið og hratt til að forða okkur frá verulegri verðbólgukeppu (e. stagflation). En svo er þriðji möguleikinn fyrir hendi. Ríkisstjórnir gætu ráðist gegn tilteknum verðhækkunum sem knýja áfram verðbólgunu með stefnumiðaðri verðstýringu (e. strategic price control) í stað þess að fara í niðurskurð útgjalda sem auka hættuna á samdrætti hagkerfisins. Til að nota myndlíkingu, ef það skyldi kvikna eldur á heimilinu, hvort myndir þú

bíða þangað til eldurinn sloknar að lokum, eða eyðileggja húsið með því að sökkva því undir vatn? Þriðji möguleikinn er að hæfur slökkviliðsmaður vinni bug á eldnum þar sem hann logar, til að koma í veg fyrir að hann dreifist og bjarga þannig einnig húsinu til að lágmarka skaðann. Sagan kennir okkur að sú markvissa nálgun er og möguleg gegn verðhækkunum. Efnahagsráðgjafaráð Hvíta hússins (Council of Economic Advisers) bendir á að besta sögulega samlíkingin við verðbólgu nú séu eftirmálar seinni heimsstyrjaldarinnar. Þá líkt og nú var aukin eftirspurn vegna uppsafnaðs sparnaðar heimilanna. Í stríðinu var þetta afleiðing af hækkanði tekjum og skómmtnun en í heimsfaraldri vegna Covid-19 stuðningsaðgerða og lokana í hagkerfinu. Í bæði skiptin urðu miklar truflanir í aðfangakeðjum. Þetta er svo langt sem túlkun ráðgjafa Hvíta hússins nær á samsvörun milli tímabilanna tveggja. Það sem ekki er minnst á er að verðbólgan eftir stríðið var ekki óumflýjanleg.

Í seinni heimsstyrjöldinni setti ríkisstjórn Roosevelt á strangt kerfi fyrir verðstýringu og eftirlit, og stofnaði verðlagsstofnunina (e. Office of Price Administration). Í samanburði við fyrri heimsstyrjöldina voru verðhækkunar ákaflega litlar á meðan framleiðsluaukningin var ótrúlega mikil. Eftir stríðið varð spurningin hvað ætti að gera við verðlagseftirlitið. Ætti að hætta því í einum hveli eins og demókratar, repúblikanar og stórfyrirtæki í Suðurríkjunum hvöttu til? Eða hafði verðlagseftirlit hlutverki að gegna við umskipti hagkerfisins eftir stríðið? Sumir af virtustu bandarísku hagfræðingum 20. aldar kölluðu eftir áframhaldandi verðlagseftirliti í grein í New York Times. Þar á meðal voru menn eins og Paul Samuelson, Irving Fisher, Frank Knight, Simon Kuznets, Paul Sweezy og Wesley Mitchell, auk 11 fyrrverandi forseta samtaka bandarískra hagfræðinga (American Economic Association). Röksemdirnar sem þeir lögðu fram fyrir verðlagseftirliti

Framhald á næstu síðu ▶



Isabella M. Weber Dósent í hagfræði við Massachusetts háskóla.

eiga jafnt við um aðstæður okkar nú, eins og þá.

Þeir héldu því fram að svo framarlega sem flöskuhálsar í aðfangakeðjum gerðu það að verkum að framboð gæti ekki mætt eftirspurn þá ætti að halda áfram verðlagseftirliti með stýringu á verði mikilvægra vara til að koma í veg fyrir óeðlilega hækkun. Aðaltalsmaður verðlagseftirlits á stríðstímum, John Kenneth Galbraith, tók undir þetta ákall. Hann útskýrði að „hlutverk verðlagseftirlits“ væri „stefnumarkandi“. „Það mun ekki stöðva verðbólgu frekar en hagfræðingar nokkurn tíman“ bætti hann við. „En það leggur bæði grunninn að og gefur tíma fyrir þær aðgerðir og ráðstafanir sem munu sjá til þess.“

Truman forseti var meðvitaður um hættuna á að binda enda á verðstýringu og eftirlit stríðsáranna. Þann 30. október 1945 varaði hann við því að eftir fyrri heimsstyrjöldina hefðu Bandaríkin „einfaldlega dregið úr þeim fáu höftum sem komið var á og látið hlutina hafa sinn gang“. Og hann lagði áherslu á að: „Niðurstaðan þá ætti að vera lexía nú fyrir okkur öll. Svimandi vöxtur launa og framfærslukostnaðar endaði með hruninu 1920 - hrun sem olli gjaldþrotahrynu og eignaupptöku og atvinnuleysi hjá stórum hluta þjóðarinnar.“ Engu að síður var verðlagshöftum aflétt árið 1946, sem aftur setti í gang verðbólgu og mikið ris og fall hagsveiflunnar.

Í dag stöndum við aftur frammi fyrir valmöguleikum á milli þess að þola áframhaldandi gróðasprengringu sem knýr verðið upp eða setja upp sérsniðið verðstýringar eftirlit með vandlega völdum þáttum neysluverðlags. Verðlagseftirlitið myndi gefa hagkerfinu tíma til að takast á við lausnir á stíflum í aðfangakeðjum og öðrum þrengingum flöskuhálsa innan hagkerfisins sem munu halda áfram svo lengi sem heimsfaraldurinn stendur. Stefnumiðuð verðlagshöft gætu einnig stuðlað að þeim stöðugleika í peningamálum sem þarf til að koma á opinberum fjárfestingum sem nauðsynlegt er að fara í til aukningar á efnahagslegum viðnámsþrótti, mildunar loftslagsváru og ná kolefnishlutleysi fyrir. Kostnaðurinn við það að bíða eftir að verðbólga hverfi er mikill. Dæmin sýna aukna ógn sem stafi af minnkandi möguleikum til opinberra stefnumótunar á tímum þegar stórfelldar aðgerðir stjórnvalda eru nauðsynlegar. Sveltistefna með niðurskurði útgjalda hins opinbera (e. austerity) væri enn verri kostur því þá eykst hættan á verðbólgukreppu (e. stagflation).

Við þurfum kerfisbundið að kanna hvernig nýta megi stefnumiðaða verðlagsstýringu og eftirlit sem tæki í heilstæðri efnahagsstefnu í viðbragði við gríðarlegum þjóðhagslegum áskorunum í stað þess að láta eins og það sé ekkert annað í stöðunni en að bíða og sjá eða stefna bara í sveltistefnu samdrátt opinberra útgjalda. ☞

Greinin birtist í *The Guardian* 29. desember 2021. Þýðing Ásgeirs Brynjars Torfasonar birtist með leyfi höfundar í *Vísbingingur* 24. nóvember 2023 · 41. tbl. 41. árg.

EFNAHAGSMÁL 41. TBL. 2023

Endalok græðgisverðbólgunnar?



Ásgeir Brynjar Torfason doktor í fjármálum og ritstjóri *Vísbingingar*

Nú þegar að verðbólgan hefur hjaðnað verulega í löndunum í kringum okkur, jafnvel í Bretlandi, þá hefur umræðan um það að hve miklu leyti hún var drifin áfram af aukningu hagnaðar fyrirtækja náð betra jafnvægi á alþjóðavísu.¹

Hagrannsóknadeild Englandsbanka hefur birt greiningu á ársreikningum fyrirtækja í Bretlandi og á Evrusvæðinu, þar sem kemur í ljós að almennt hafi fyrirtæki ekki aukið hagnaðarhlutdeild sína um meira en fimm prósentur í flestum greinum. Þó skera sig úr, í Bretlandi, veitufyrirtæki, olíu-, gas- og námufyrirtæki auk annarrar þjónustu. Í Evrópu skera sig úr sérhæfð þjónustufyrirtæki, byggingarfyrirtæki og olíu-, gas- og námufyrirtæki. Þessar greinar atvinnulífsins hafa þar aukið hagnaðarhlutdeild sína um meira en fimm prósentu.²

Vandinn við orkuverðbólgu var að hún smitaðist yfir í allar aðrar greinar atvinnulífsins. Þannig getur verið að þó flest fyrirtæki í Bretlandi og Evrópu séu mögulega saklaus af því að hafa sjálf ýtt upp verðbólgunni með meiri hagnaði, þá er margt sem bendir til þess að aukin hagnaðarhlutdeild orkufyrirtækjanna ofan á gífurlegar orkuverðhækkunar vegna innrásarinnar í Úkraínu, sé búin að dreifa þeirri auknu hagnaðardrífni verðbólgu út í og út um allt hagkerfið.

Lærdómurinn af þróun verðbólgunnar

Eftir því sem að verðhækkandi stöðugt meira í verðbólgu undanfarinna missera beindust spjótin að þeim sem hagnast á verðbólgunni. Sú deila sem fór af stað hefur aðeins dvínað samhliða því sem hægt hefur á verðbólgunni og hún hjaðnað. Nú þegar að rykið hefur sest og verðhækkunar nánast hætt þá er mikilvægt að gögnin séu rýnd til gagns.³

Sumir segja að heimsfaraldur, innrásarstríð og stuðningur hins opinbera skýri verðhækkunarinnar að baki verðbólgunni. Engin ástæða sé til að ætla að óeðlileg hagnaðarsókn fákeppnisdrifins rekstrar hafi

átt þar nokkurn hlut að máli. Það er hins vegar gagnlegra, segir í *Financial Times* fyrir viku síðan, að reyna að skilja betur hvað liggur að baki hugmyndunum um græðgisverðbólgu, hagnaðarverðbólgu eða seljenda drifnu verðbólgu. Það sem liggur að baki er ekki það að misræmi eftirspurnar og framboðs hafi ekki skipt máli, heldu að sterkir kraftar fyrirtækjanna hafi fest það misræmi í sessi, eða haldið því óeðlilegu og óeðlilega lengi.

Til dæmis hafa Isabella M. Weber og Evan Wasner bent á að aðfangakeðjuvandráði hafi dregið úr afli samkeppinnar með því að sum fyrirtæki voru ófær um að mæta eftirspurn.⁴ Þau fyrirtæki sem gátu fengið aðföng nýttu það til að hækka verðlag. Þegar að fólk býr við verðbólgu ástand þá minnkar aðhaldið sem neytendur veita og gerir það fyrirtækjum auðveldara að halda hækkunum áfram og verði of háu.

Eins og dregið hefur verið fram með rannsóknum Englandsbanka⁵ þá liggur hækkun fjármögnunarkostnaðar (e. unit capital cost) fyrirtækja til grundvallar tveimur þriðju hlutum af heildar verðbólgunnar (ekki neysluverðsvísitölu) í Bretlandi og á Evrusvæðinu árið 2022 en um fjórðungs hluta í Bandaríkjunum. Sá aukni kostnaður fjármagnsins er að sjálfsögðu tilkomin af fleiri þáttum en hagnaðinum einum saman segir í *Financial Times* einnig.



Það að sannanir skorti fyrir óeðlilegri hagnaðar aukningu fyrirtækja þýðir ekki að sannað sé að um hana sé ekki að ræða

Víxlverkun vaxta- og verðhækkana

Fyrirtækin virðast samkvæmt bandarískum rannsóknum hafa hækkað verð vegna væntinga um að framtíðarkostnaður væri á uppleið en það þarf ekki að vera græðgisverðhækkun eða ætlað til að hækka hagnað. Andsvarið við þessum rökum er samt sem áður að tölfræðileg tengsl (e. correlation) greina ekki hvort að markaðsyrirburðir hafi áhrif og skipti máli. Það að sannanir skorti fyrir óeðlilegri hagnaðar aukningu fyrirtækja þýðir ekki að sannað sé að um hana sé ekki að ræða.

Viss faraldur af lélegum rökvillum hefur orsakast af verðbólguþálinu, samkvæmt *Financial Times*,⁶ því áhangendur peningamagnskennningarinnar sáu loks sannanir fyrir kennisningu sinni sem ekki hafði staðist próf raunveruleikans í nokkur ár þar á undan. Niðurstaða blaðsins um græðgisverðbólgu sem nú liggur fyrir er að þegar fyrirtæki leitast við að hámarka hagnað sinn þá eru sum fyrirtæki (sérstaklega þau sem búa við litla samkeppni eða eru á fákeppnismarkaði) sem stuðla að því að kostnaðar aukningar vegna óvæntra atburða dreifast um hagkerfið. Því þarf að fylgjast áfram með hagnaðardrífni verðbólgu í stað þess að vanmeta hana og halla sér bara að gamalgrönum frösom um víxlverkun launa og verðlags.

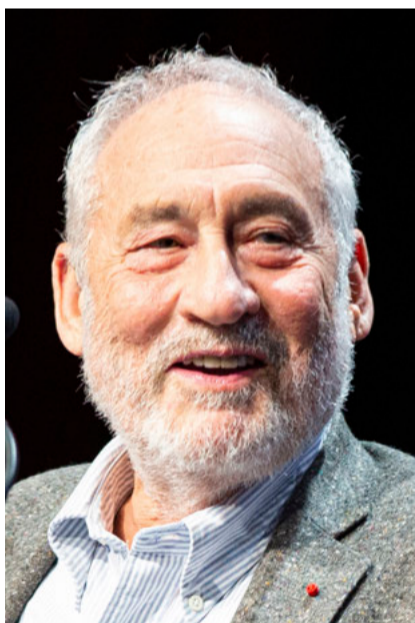
Stóra myndin

Í Bandaríkjunum lækkaði verðbólgan í síðustu mælingu meira en búist var við, niður í 3,2% og vísitala neysluverðs stóð í stað svo að væntingar jukust verulega um að vaxtahækkunum seðlabanka væri nú lokið.⁷ Verðbólgan á Evrusvæðinu er komin niður í 2,9% og virðist fara lækandi.

Nóbelsverðlaunahafinn Joseph E. Stiglitz heldur því fram að hjöðnun verðbólgunar hafi komið til þrátt fyrir aðgerðir seðlabankanna en ekki vegna þeirra. Vaxtahækkunar gerðu ekkert til að vinna gegn verðbólgu sem varð til á framboðshlið eða vegna eftirspurnarbreytinga líkt og verið hefur helsti vandinn í Bandaríkjunum. En byggingaríðnaðurinn hefur stöðvast þar og ný húsnæðislan eru orðin miklu dýrari, þannig

MYND: SHUTTERSTOCK





Joseph E. Stiglitz Nóbelsverðlaunahafi 2001.

að seðlabankinn getur hafa hægt á hjöðnun verðbólgu húsnæðis.⁸

Nú tveimur árum eftir að hagfræðingar heimsins skiptust í tvo hópa, um hvaðan mætti rekja eðli verðbólgunnar eftir heimsfaraldur, þá sjáum við að helmingurinn sem taldi hana vera tímabundna hafði rétt fyrir sér segir Stiglitz. Það þurfti ekkert atvinnuleysi til þess að hægja á hagkerfinu og ná verðbólgunni niður. Haukarnir höfðu haldið því fram en dúfurnar unnu. Verðbólguvæntingar, sem risu hæst í Bandaríkjunum í 2,67% í apríl 2021 voru komnar ári síðar aftur niður í 2,3%. Nánast engin umræða var um vixlverkun launa og verðlags þar.

Mjög lítið atvinnuleysi er enn til staðar og jákvætt talið að raunlaun fari hækkandi. Kenningin um samhengi verðbólgu og atvinnuleysis, oft kennd með Phillips kúrfunni, hefur ekki reynst rétt. Raunar hefur sú kenning - sem að Stiglitz setur innan gæsalappa - reynst ákaflega óáreiðanlegur mælikvarði síðasta aldarfjórðung. Sem betur fer, fyrir hagkerfið, hafði hópurinn sem



Paul Krugman Nóbelsverðlaunahafi 2008.

reiknaði með tímabundinni verðbólgu rétt fyrir sér. Vonandi mun hagfræðingastéttin draga rétta lærdóma af þeirri rauntíma tilraun, segir nóbelsverðlaunahafinn.

Hvers vegna mistókst að spá fyrir um verðbólgu hjöðnun?

Þrátt fyrir að hæðst hafi verið í tvö ár að hagfræðingum sem mátu verðbólgunu tímabundna þá hefur nú komið í ljós að sá hluti stéttarinnar hafði rétt fyrir sér allan tíman, segir líka James K. Galbraith.⁹ Í grein sinni í Project Syndicate fer hann yfir og svarar spurningunni sem að nóbelsverðlaunahafinn Paul Krugman setti fram í pistli í New York Times nýverið.¹⁰

Í stað þess að reyna að skilja hvers vegna meginstraums hagfræðingum tekst svona illa upp, eins og vangetan til að sjá fyrir fjármálahrunið 2007-2009 sýndi og rangleig greining á verðbólgunni 2021-2022 auk fleiri mistaka, þá ætti frekar að spyrja hvað sé að meginstraums hagfræðinni - segir Galbraith. Þar að auki þá hefur komið í ljós að ákall



Sú leið byggist á hinni gömlu hugmynd, að engin ástæða sé til að greiða vexti á innstæður viðskiptabanka í seðlabanka

meginstraums hagfræðinganna um hærrí vexti fól í sér aukinn hagnað fyrir bankana.

Hann bendir á að Krugman og félagar hans úr meginstraumnum vitni aldrei til hagfræðinga eins og Isabellu M. Weber sem hafi réttilega spá fyrir um hjöðnun verðbólgunnar í mars 2022. En í meginstraumnum er aldrei vitnað með nafni til hagfræðinga sem koma fram með nýjar hugmyndir eða betrubættar hagfræðikenningar, samkvæmt Galbraith. Þeir hagfræðingar eigi enga möguleika á störfum í fínustu háskóladeildunum þar sem barist er fyrir því að verja gamlar hugmyndir. Þannig er sköpunarkraftinum með vísindalegri aðferð útrýmt og öll hugmyndaauði í hagfræðijörðun drepinn niður. Þá er og gert grín að þeim sem koma fram með hugmyndirnar.¹¹

Hvað er nú til ráða?

Ein leið, sem þykir róttæk, hefur verið rædd undanfarið - meira að segja í einum íhaldsamasta seðlabanka okkar heimshluta, Bundesbank¹² - seðlabanka Þýskalands, sem er hluti af Evru-kerfinu og þannig innan vébanda Evrópska seðlabankans. Sú leið byggist á hinni gömlu hugmynd, að engin ástæða sé til að greiða vexti á innstæður viðskiptabanka í seðlabanka, og var sett fram af Paul De Grauwe í gestafyrirlestri í seðlabankanum í september.

Stýrivextirnir svokölluðu sem kallast meginvextir hérlendis, á sjö daga innlán, eru bein greiðsla hins opinbera í gegnum

seðlabanka sem að rennur beint til viðskiptabankanna og sá stuðningur leiðir til aukins hagnaðar. Það voru aldrei greiddir vextir á skyldubundin innlán banka hjá seðlabanka hér áður fyrr - þegar að viðurkennt var að bankar jafnt sem seðlabankar byggju til peninga. Það þekktist víða að greiða ekki vexti, jafnvel að hafa neikvæða vexti á innlán bankanna, hið minnsta þær innstæður sem voru umfram bindiskyldu.

Þarna þarf að huga að framboði og eftirspurn peninga sem og áhrifum opinberra aðgerða á fjármálafyrirtæki í rekstri og samkeppni. Það að skyldubundin innlán banka hjá seðlabanka beri vexti - sem jafnvel eru jákvæðir umfram verðbólgu - er í raun algerlega óþarfur opinber stuðningur heldur Paul De Grauwe fram í sínu áhuga-verða erindi. ☞

Greining birtist fyrst í Vísbendingu 24. nóvember 2023 · 41. töl. 41. árg.

TILVÍSANIR

1. Financial Times, Robin Wigglesworth, 16. nóv. 2023: 'Greedflation' revisited.
2. Bank of England, Gabija Zemaityte & Danny Walker, Bank Underground. 16. nóv. 2023: Profits in a time of inflation: what do company accounts say in the UK and euro area?
3. Financial Times, Soumaya Keynes, 17. nóv. 2023: The 'greedflation' question: what have we learnt?
4. Weber & Wasner, Review of Keynesian Economics, Vol. 11 No. 2, Summer 2023, pp. 183-213.
5. Bank of England, Jonathan Haskel, 25. maí 2023: What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?
6. Financial Times, Chris Giles, 24. okt. 2023: The top 10 inflation crimes and misdemeanours.
7. Project Syndicate, Big Picture, 17. nóv. 2023: The Revenge of the Inflation Doves
8. Project Syndicate, Joseph E. Stiglitz, 13. nóv. 2023: A Victory Lap for the Transitory Inflation Team
9. Project Syndicate, James K. Galbraith 15. nóv. 2023: Why Mainstream Economics Got Inflation Wrong
10. New York Times, Paul Krugman, 7. nóv. 2023: Why Did So Many Economists Get Disinflation Wrong?
11. Fox News 30. des. 2021: Economists mock The Guardian for publishing an opinion piece suggesting price controls to combat inflation New York Times columnist Paul Krugman called the advice 'truly stupid'
12. Bundesbank Invited Speakers Series, 4. sept. 2023, Paul De Grauwe: The role of central bank reserves in monetary policy.

Hin leiðin gegn verðbólgu



Stefán Ólafsson
prófessor emeritus við HÍ

Verðbólga getur orsakast af mörgum ástæðum. Ein er hækkun verðlags á innflutningi (innflutt verðbólga úr heimshagkerfinu, sem og áhrif af gengislækkunum). Önnur er vegna of mikils peningamagns í umferð og hallareksturs hins opinbera. Þriðja er vegna mikillar hækkunar launa umfram framleiðni og afurðaverð. Fjórdi er mikil hækkun annarra innlendra kostnaðarliða í framleiðslu.

Á síðustu misserum hefur sjónum í auknum mæli verið beint að því sem er kallað „seljenda-verðbólga“ eða „hagnaðardrifin verðbólga“, en það hefur hingað til verið sjaldgæft sjónarhorn á verðbólgu í nútímanum.¹ Þá er átt við verðbólgu sem orsakast af of miklum verðhækkunum fyrirtækja, umfram kostnaðarhækkunum, sem miða að því að auka hagnað og arðgreiðslur til eigenda. Stjórnendur fyrirtækja nota t.d. tækifæri sem viðburðir á alþjóðamarkaði skapa (Kóvíð-áhrif og Úkraínustrið) til að stækka hlut fyrirtækja og fjárfesta af þjóðarkökunni heima fyrir.

Ný sýn á verðbólgu kallar á breytt viðbrögð

Samkvæmt nýlegri greiningu Alþjóða gjaldveyrissjóðsins (IMF) á orsökum verðbólgu meðal ESB-ríkja 2022 og 2023 var hlutur aukins hagnaðar fyrirtækja um 45% verðbólgunnar, hlutur innflutningsverðs var um 40% og launaliðurinn því í miklum minnihluta sem orsakavaldur verðbólgunnar (15-20%).² Enda hefur hlutur launafólks af verðmætasköpuninni víðast hvar minnkað með rýrnandi kaupmætti og hagnaður fyrirtækja stórlega aukist í yfirstandandi verðbólguþýgju á Vesturlöndum.

Stjórnendur Alþjóðagjaldveyrissjóðsins hafa nýlega sagt að til að ná verðbólgunni aftur niður á það stig sem var fyrir Kóvíð þurfi fyrirtæki (einkum þau stærri) að lækka arðsemiskröfur sínar, þ.e. draga úr hagnaðardrífni verðbólgu.³

Seðlabankinn, stjórnvöld og atvinnurekendur hér á landi einblína gjarnan á eftirspurnarverðbólgu og vilja beita meðulum sem draga úr eftirspurn innanlands (einkum neyslu). Lækkun kaupmáttar almennings hefur gjarnan verið forgangsverkefni. Áður fyrr var oft beitt gengisfellingum í þessu skyni, sem keyrðu kaupmátt almennings snarlega niður, en nú eru vaxtahækkunir helsta leiðin að þessu markmiði.

Markmiðið með vaxtahækkunum seðlabankans í nútímanum er að gera lántöku dýrari og draga úr kaupmætti heimilanna og fjárfestingum fyrirtækja (stærri hluti ráðstöfunartekna fari í afborganir lána og minna í neyslu; yngra fólki er einnig úthýst af eigendurmarkaði til að draga úr eftirspurn eftir íbúðum).

Ofangreindar aðgerðir hafa hins vegar engin áhrif á innflutningsverð né á hagnaðardrífna verðbólgu sem seljendur grípa til. En þetta eru einmitt tveir stærstu orsakabættir verðbólgu síðustu missera í Evrópu, samkvæmt ofangreindu mati AGS.

Þær aðferðir sem seðlabankinn íslenski hefu beitt af övenju miklum ákafa hafa því misst marks að umtalsverðu leyti. Enda er árangurinn í baráttunni við verðbólgu heldur lítill í samanburði við grannríkin.

Lítill árangur Seðlabanka Íslands

Verðbólga hefur verið lækkandi á Vesturlöndum á síðustu mánuðum, meira en hér. Nýjustu tölur sýna að Ísland er nú með sjöundu hæstu verðbólgu í Evrópu (Týskland vantar á myndina en þar er verðbólgan yfir 60% og stýrivextir um 30%). Þessi staða Íslands er þrátt fyrir að stýrivextir hafi verið hækkaðir mun meira hér en í þeim löndum sem við helst berum okkur saman við. Stýrivextir á Íslandi eru nú þeir þriðju hæstu í þessum hópi evrópskra landa.

Ísland er þarna í hópi með þjóðum Austur-Evrópu sem eru á mun lægra hagsældarstigi

en við. Hinar norrænu þjóðirnar eru með mun lægri verðbólgu og mun lægri stýrivexti. Samt slapp Ísland við áhrif af hærri orkuverði til húshitunar, ólíkt samanburðarlöndunum.

Hins vegar voru olíufyrirtækin hér sek um það að hækka útsöluverð bensíns og olíu hratt með hækkunum á heimsmarkaði en fylgdu hins vegar ekki lækkunum þar frá seinni hluta síðasta árs. Það er augljóst dæmi um hagnaðardrífna verðbólgu.

Síðustu tölur Hagstofunnar um verðbólgu sýna að dregið hefur nýlega úr áhrifum innflutningsverðs og húsnæðisliðar á verðbólgu. Eftir stendur að hækkunir á innlendra framleiðslu og þjónustu eru nú helstu drifkraftar verðbólgunnar sem enn er nálægt 8%. Á þessum verðbólguþema hefur hlutur launa á Íslandi minnkað og hagnaður fyrirtækja aukist, þ.e. hagnaður er að drífa verðbólgu áfram.⁴

Meinsemdir ríkjandi hagstjórnar seðlabankans og stjórnvalda

Það er ekki aðeins að aðferðir seðlabankans hafi skilað litlum árangri heldur hafa þær alvarlegar afleiðingar, bæði fyrir heimili og atvinnulíf (einkum smærri fyrirtæki). Isabella Weber segir í nýlegri grein að við eigum að átta okkur á því hvað felst í hækkun stýrivaxta. „Hún eru einkum til að koma kostnaðinum af verðbólgu yfir á launafólk (með því að rýra kaupmátt launa), yfir á velferðarkerfið (með niðurskurði opinberra útgjalda) og yfir á yngri kynslóðir (með minni fjárfestingum í íbúðarhúsnæði og atvinnutækifærum)“, segir hún.⁵

Að draga úr eftirspurn með kaupmáttarrýrnun heimilanna bitnar með mestum þunga á tekjulægri heimilunum, einmitt þeim sem síst af öllum verða sökuð um að hafa skapað of mikla eftirspurn með neyslu sinni. Tæpur helmingur heimila launafólks á í erfiðleikum með að ná endum saman, skv. nýlegri könnun Vörðu. Stærri fyrirtæki og efnameiri hluti þjóðarinnar finna hins vegar minna en aðrir fyrir áhrifum vaxtahækkana.

Að loka yngra fólk frá íbúðakaupendamarkaði hleður síðan upp vanda til framtíðar, sem felur í sér mikla hættu á endurteknum ofurverðhækkunum á íbúðum sem geta keyrt upp verðbólgu á eftir, eins og gerðist frá 2021 til seinni hluta 2022 hér á landi.

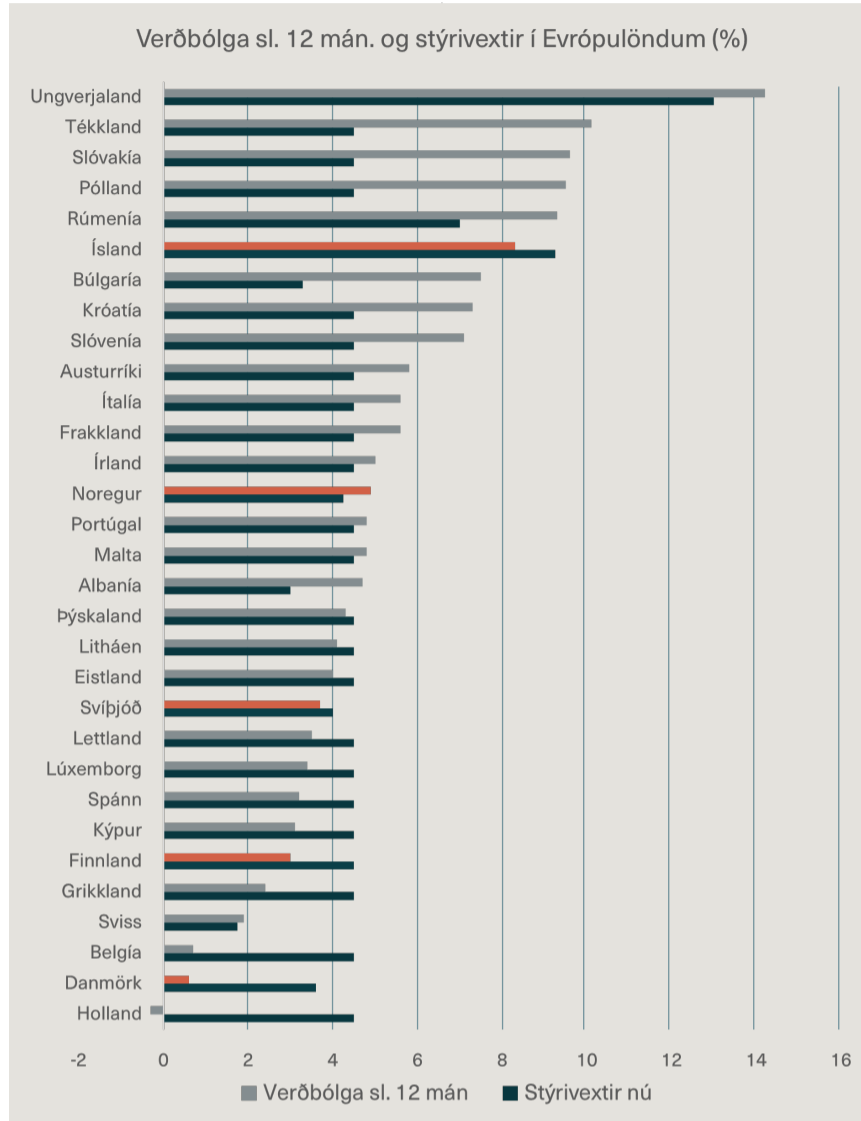
Áberandi er hins vegar hversu mikil neikvæð áhrif vaxtahækkunir seðlabankans hafa haft á byggingariðnaðinn, sem hefur hægt verulega á framleiðslu íbúða, þannig að hvergi nærri mun takast á næstu árum að fullnægja eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði, en það skapar óstöðugleika-áhrif inn í framtíðina. Fleiri meinsemdir mætti tína til, svo sem neikvæð áhrif vaxtahækkana á hagvöxt og bein áhrif vaxtahækkana á verðbólgu sjálfa til hækkunar (vegna kostnaðarauka skuldugra fyrirtækja).

Miklar stýrivaxtahækkunir seðlabankans eru þannig bæði óréttlátar gagnvart láglaunafólki og þær hafa of lítill áhrif á helstu orsakavaldana.

Hin leiðin

Það er því rík ástæða til að leita annarra leiða til að vinna gegn verðbólgu. Eftirfarandi eru nokkur dæmi um úrræði sem byggja á öðrum forsendum en hin hefðbundna leið peningastefunnar, sem stólar einkum á almennar vaxtahækkunir. Aðgerðir sem beinast að helstu orsakavöldum eru mun líklegri til árangurs og hafa minni neikvæðar afleiðingar fyrir samfélagið og stöðugleikann en almennar vaxtahækkunir.

1. Ef umframeftirspurn er í efnahagslífinu ætti að beina aðgerðum að þeim sem standa fyrir umframeftirspurninni, sem oftast eru þeir efnameiri og eignameiri. Það mætti gera með skattahækkunum til að draga úr neyslu og fjárfestingum þeirra, jafnvel tímabundnum. Skattahækkunir gætu beinast að háum tekjum, fjármagnstekjum eða vörugjöldum á sérstaka vöruflokka. Þessar aðgerðir væru bæði skilvirkari og fljótvirkari en vaxtahækkunir. Einnig mætti draga úr neysluhvetjandi heimildum til að nýta skattfrjálsum séreignasparnaði í



Að draga úr eftirspurn með kaupmáttarrýrnun heimilanna bitnar með mestum þunga á tekjulægri heimilunum, einmitt þeim sem síst af öllum verða sökuð um að hafa skapað of mikla eftirspurn með neyslu sinni

niðurgreiðslu íbúðalána og styrkjum til kaupa á nýjum rafbílum, sem einkum nýtast þeim tekjulægri. Þá ætti að hamla verðhækkandi braski fjárfesta með íbúðir og lóðir.

2. Ef verðbólga er vegna of mikillar leitar fyrirtækja eftir hagnaði, með óhóflegum verðhækkunum eins og verið hefur, þá er aukin samkeppni helsta ráðið. Hér á landi eru hins vegar almennt ófullnægjandi aðstæður fyrir samkeppni og því of lítið aðhald á verðlagningu fyrirtækja (enda verðlag á Íslandi það hæsta í Evrópu, ásamt Sviss).

Þess vegna er brýnt að í kjarasamningum séu ströng rauð strik sem tryggja launafólki kauphækkunir þegar verðlag fer yfir tiltekin mörk. Það veitir stjórnendum fyrirtækja hvata til að halda verðhækkunum innan þeirra marka. Þessu þarf að koma á í næstu kjarasamningum. Hvalrekaskattar á ofurhagnað eru einnig gagnleg leið til að hemja ofurálagningu í fyrirtækjum.

3. Ef övenju ör vöxtur ferðabjónustu er að orsaka mikinn eftirspurnarþrýsting, bæði vegna einkaneyslu ferðamanna og vegna mikils

fjöldi innfluttra starfsmanna, þá þarf að hægja á vexti ferðabjónustunnar. Það má gera með því að afnema skattahvata til örs vaxtar sem greinin býr við núna (þ.e. afslátt af virðisaukaskatti) og með stýrandi komu- og gistináttgjöldum. Það myndi einnig létta á álagi á innviði samfélagsins, en slíkt álag er verðbólguhvetjandi.

4. Auknar skatttekjur hins opinbera af liðum 1 og 3 vinna síðan gegn verðbólguáhrifum af núverandi halla í opinberum rekstri (sem er ígildi þensluhvetjandi peningaprentunar).

5. Ef innflutningsverðlag er að orsaka verðbólguþrýsting má beita gengishækkunum meira en gert hefur verið.

6. Loks bendir Isabella Weber á að gagnlegt geti verið að beita beinum verðstýringum á afmörkuðum sviðum. Virk leigubremsa er augljóst dæmi um slíkt úrræði. Takmarkanir á skammtímaleigu íbúða (sbr. Airbnb) er annað úrræði af skyldum toga, sem beitt hefur verið í stærri borgum.

Sú leið sem hér er reifuð er mun líklegri til að ná árangri gegn verðbólgu og dreifa byrðum af úrræðum á réttlátari og skynsamari hátt. ☞

Greining birtist fyrst í Vísbandingu
27. október 2023 · 37. tbl. 41. árg.

TILVÍSANIR

- Sjá Isabella M. Weber og Evan Wasner (2023), „Sellers' Inflation, Profits and Conflict: Why Large Firms Hike Prices in an Emergency“
- Sjá Niels-Jakob Hansen, Frederik Toscani og Jing Zhou, „Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages“. IMF Working Paper (WP/23/131, júní 2023).
- Sjá „Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains“, 26. júní 2023 á vef IMF. BIS bankinn hefur einnig tekið undir þessi sjónarmið.
- Sbr. gögn Greiningardeildar ASÍ (Launahluftfall í hagkerfinu lækkaði á síðasta ári - Alþýðusamband Íslands (asi.is).
- Sjá greinina „Taking aim at sellers' inflation“, í Project Syndicate, 13. júlí 2023.