

Þjóðhags- og verðbólguþspá Seðlabankans er með breyttu sniði í þessu hefti *Peningamála*. Spá sem byggist á markaðsvæntingum um vexti og gengisferli sem reiknaður er af þjóðhagslíkani bankans miðað við þá vaxtaforsendu kallast nú grunnsþá, en verðbólguferill að gefnum óbreyttum stýrivöxtum sem áður var grunnsþá er nú frávikssþá.¹ Einnig er birt frávikssþá er byggist á peningastefnumiðuðum stýrivaxtaferli. Tafla sem sýnir helstu niðurstöður grunnsþáráttarinnar er birt í töfluviðauka. Þá er fjallað um mismunandi ferla landsframleiðslu og undirþátta hennar með nokkuð öðrum hætti en verið hefur til þessa í kafla um innlenda eftirspurn og framleiðslu. Með breyttri framsetningu á verðbólguþspá bankans er að sumu leyti fylgt fordæmi margra helstu seðlabanka Evrópu, svo sem Englandsbanka og sænska seðlabankans. Með þessari framsetningu er leitast við að auka gagnsæi peningastefnunnar enn frekar.

Spá sem byggist á óbreyttum stýrivöxtum fylgja ýmis vandamál

Í hnotskurn gengur framkvæmd peningastefnu að miklu leyti út á að stjórna væntingum. Þótt stýrivextir seðlabanka snerti í raun afar takmarkaðan hóp á fjármálamarkaði með beinum hætti hafa væntingar um þróun stýrivaxta á næstu misserum áhrif á langtímavexti og þar með á útgjaldaákvæðanir einstaklinga og fyrirtækja. Með því að gefa skilaboð um stýrivaxtaferilinn getur seðlabanki haft mun meiri áhrif á lögun eingreiðsluferilsins og þannig greitt fyrir miðlun peningastefnunnar út í efnahagslífið. Þetta skiptir sérstaklega miklu máli í fjármálakerfi eins og hinu íslenska þar sem mikill hluti fjárskuldbindinga er með föstum vöxtum.

Ef þjóðhags- og verðbólguþspá seðlabanka byggist á óbreyttum stýrivöxtum út spátímabilið gefur slík spá óskýr skilaboð um þróun stýrivaxta á spátímanum og hefur því takmörkuð áhrif á væntingar markaðsaðila um þróun vaxta. Slík spá er raunar ekki samkvæm sjálfri sér því mikilvægur hluti hagkerfisins, þ.e. viðbrögð peningastefnunnar við efnahagsþróuninni og miðlun hennar í gegnum áhrif væntinga um þróun stýrivaxta á langtímavexti, er tekinn úr sambandi, eða a.m.k. dregið mjög úr mikilvægi viðbragðanna. Þessu geta fylgt ýmis vandamál við spágerðina. Spáin getur orðið óstöðug, sérstaklega þegar spáð er langt fram í tímann. Túlkun hennar getur því orðið ákaflega erfið og gagnsemi því takmörkuð.

Seðlabankar geta aukið virkni peningastefnunnar með því að hafa áhrif á væntingar

Í stað þess að gera ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum á spátímanum getur seðlabanki reynt að hafa áhrif á væntingar um þróun stýrivaxta með því að byggja spár á væntingum markaðsaðila um stýrivaxtaferilinn og túlka þá spá í ljósi niðurstöðunnar. Þetta getur hann t.d. gert með því að tjá skoðun sína á því hversu raunhæfar væntingarnar eru út frá því sjónarmiði að verðbólguþspá markmiðinu verði náð innan tiltekins tíma.² Þetta er sú leið sem t.d. Englandsbanki hefur farið frá því í ágúst 2004, sænski seðlabankinn frá því í október 2005 og Noregsbanki þar til að hann hóf að spá eigin stýrivöxtum í nóvember á síðasta ári.

Verðbólguþspá með innbyggðri peningastefnureglu

Annar valkostur er að fara að dæmi Seðlabanka Nýja-Sjálands og Noregsbanka og birta stýrivaxtaferil spárinnar, þ.e.a.s. stýrivaxtaferil sem seðlabankinn sjálfur telur líklegt að nægi til þess að verðbólguþspá náist. Nýsjálandski seðlabankinn reið á vaðið og birti slíka

1. Um þjóðhagslíkan Seðlabankans er fjallað sérstaklega í Viðauka 1, „Nýtt ársfjórðungslegt þjóðhagslíkan Seðlabankans“ í *Peningamálum* 2006/1, bls. 59-61, og um þær aðferðir sem bankinn notar við verðbólguþspár í Rammagrein VIII-1 „Aðferðir Seðlabankans við verðbólguþspár“ í *Peningamálum* 2006/1, bls. 46-47.

Rammagrein VIII-3

Breytt framsetning þjóðhags- og verðbólguþspár

spá fyrst árið 1998, en Noregsbanki fylgdi fordæmi hans í nóvember 2005. Fræðilega séð er þetta eðlilegasta stýrivaxtaforsenda spárinna. Með þessum hætti er innra samræmi í spágerðinni tryggt og túlkun hennar verður auðveldari. Þannig telja t.d. Svensson (2005) og Woodford (2004) að seðlabankinn geti haft veruleg áhrif á markaðsvæntingar, auk þess sem trúverðugleiki hans eykst vegna þess að spáin nálgast alltaf verðbólguþröngun innan spátímans. Með því að hafa meiri áhrif á væntingar eykst skilvirkni peningastefnunnar til muna. Aðrir, eins og Goodhart (2001) og Mishkin (2004), hafa hins vegar haft efasemdir um gagnsemi þess að ganga svo langt og óttast að skilaboð bankans verði of flókin og að stýrivaxtaferillinn verði túlkaður sem skuldbinding um vaxtaþróun næstu misseri fremur en skilyrt spá sem óhjákvæmilega breytist þegar aðstæður í efnahagslífinu breytast. Reynsla Nýsjálandinga og Norðmanna bendir hins vegar ekki til þess að þetta sé vandamál. Því kemur vel til greina að Seðlabankinn taki þennan hátt upp einnig þegar meiri reynsla verður komin á nýja þjóðhagslíkanið og árangur brautryðjenda á þessu sviði. Með því að birta peningastefnumiðaðan vaxtaferil ásamt öðrum ferlum hefur Seðlabankinn raunar tekið mikilvægt skref í þessa átt, þótt grunnspáin sé enn gerð með öðrum hætti.

Grunnspá hefur fram til þessa byggst á föstum vöxtum og gengi

Til þessa hefur Seðlabankinn birt þjóðhags- og verðbólguþröngunarspá sem byggist á því að stýrivextir og gengisvísitala krónunnar haldist óbreytt frá spádegi. Þessi spá hefur verið kölluð grunnspá og fengið nokkru ítarlegri umfjöllun en aðrir ferlar eða fráviksspár sem einnig hafa verið birtar. Megintilgangur grunnspárinna hefur verið að gefa vísbendingu um líklega efnahagsframvindu að því gefnu að vöxtum verði ekki breytt og gengi krónunnar haldist stöðugt. Grunnspáin hefur því fyrst og fremst falið í sér vísbendingu um hvort vaxtastig á hverjum tíma nægi til að tryggja framgang verðbólguþröngunarspá og þannig nýst bankanum við mat á því hvort frekari breytinga á stýrivöxtum sé þörf. Forsenduna um stöðugt gengi má einnig réttlæta með þeim rökum að rannsóknir hafi bent til þess að nýjasta gengi sé jafnan skásta fáanlega spá um framtíðargengi.

Fjarstæðukennt að óbreyttir stýrivextir og gengi haldi við núverandi aðstæður

Þegar þokkalegt jafnvægi er í þjóðarbúskapnum getur spá með óbreyttum vöxtum og gengi gefið nokkuð rétta mynd af efnahagshorfum eitt til tvö ár fram í tímann. Þegar eins mikið ójafnvægi er í þjóðarbúskapnum og um þessar mundir - verðbólga langt yfir verðbólguþröngunarspá Seðlabankans og verðbólguhorfur slæmar - verður verðbólguferill sem byggist á forsendum um óbreytta vexti og gengi afar óraunsær. Því meira sem ójafnvægið er því minna er upplýsingagildi grunnspárinna. Þótt hún gefi vísbendingu um hvort breyta þurfi stýrivöxtum segir hún lítið um það hve mikið kunni að vera nauðsynlegt að breyta þeim, í hve langan tíma eða hver séu líkleg áhrif þess á þróun efnahagslífsins, eins og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum*.

Framsetning þjóðhags- og verðbólguþröngunarspár með breyttum hætti

Til að draga úr þessum vanda hefur verið birt fráviksspá í *Peningamálum* samhliða grunnspánni sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi. Það getur skipt töluverðu máli þegar líklegt þykir að gengi krónunnar sé langt frá langtíma jafnvægi og óbreyttir stýrivextir duga ekki til að tryggja að verðbólga leiti í verðbólguþröngunarspá fyrir lok

2. Þessi leið er jafnframt líklegri til að tryggja innra samræmi í spágerðinni, þótt seðlabankinn þurfi að varast að fylgja markaðsvæntingum í blindni við ákvörðunartökuna þar sem slíkt getur leitt til óstöðugleika þar sem haldreipið skortir þegar ákvarðanir eru farnar að byggjast á væntingum um sömu ákvarðanir (sjá Bernanke og Woodford, 1997).

spátímabilsins. Slík framsetning þjóðhags- og verðbólguþáttar hefur þann kost að forsendur hennar um viðbrögð peningastefnunnar við slæmum verðbólguhorfum eru raunsærri en í grunnspánni.

Í þessu hefti *Peningamála* er spá sem er byggð á svipuðum forsendum og fráviksspáin sem fyrr segir áður orðin að grunnspá, en í því felst að fjallað er nokkru ítarlegar um einstaka þætti hennar. Í því felst hins vegar ekki að niðurstöður hennar séu endilega taldar líklegasta framvinda efnahagsmála, nema að gefnum þeim forsendum sem byggt er á. Þessi grunnspá byggist á væntingum markaðs- og greiningaraðila um stýrivaxtaþróun næstu ára. Gengisferillinn fæst úr þjóðhagslíkaninu miðað við þann vaxtaferil og ræðst af samspili óvarins vaxta- og kaupmáttarjafnvægis. Með breyttri framsetningu grunnspárinnar fæst umtalsvert raunsærri mynd af viðbrögðum peningastefnu Seðlabankans við þeim aðstæðum sem ríkja í þjóðarbúskapnum á spátímanum. Með því að gefa kaupmáttarjafnvægi ákveðið vægi er tekið tillit til áhrifa þess á verðbólguhorfur að gengi krónunnar sé óvenjuhátt eða -lágt.

Tvenns konar fráviksspár til hliðsjónar

Til hliðsjónar eru birtar tvær fráviksspár. Sú fyrri er með óbreyttum vöxtum út spátímabilið og óbreyttu gengi og er sambærileg við grunnspá Seðlabankans áður. Í seinni fráviksspánni er stýrvöxtum Seðlabankans spáð með þjóðhagslíkani bankans út frá einfaldri peningastefnureglu. Peningastefnan í líkaninu ræðst af framleiðsluspennu og frávikum verðbólgu frá verðbólguþáttumarkmiði. Gengi krónunnar er spáð með sama hætti og í grunnspánni, þ.e.a.s. með þjóðhagslíkaninu. Eins og fyrr segir er hugsanlegt að í framtíðinni muni Seðlabankinn gefa þessari fráviksspá aukið vægi.

Heimildir

- Bernanke, B. S., og M. Woodford (1997), „Inflation forecasting and monetary policy”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29, 653-684.
- Goodhart, C. A. E., (2001), „Monetary transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83, 165-181.
- Mishkin, F. S., (2004), „Can central bank transparency go too far?”, í bókinni *The Future of Inflation Targeting*, ritstj. C. Kent og S. Guttman. Seðlabanki Ástralíu.
- Svensson, L. E. O., (2005), „Optimal inflation targeting; Further developments of inflation targeting”, grein kynnt á ráðstefnu Seðlabanka Chile, Monetary Policy under Inflation Targeting, Santiago, 20.-21. október 2005.
- Woodford, M., (2004), „Inflation targeting and optimal monetary policy”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86, 15-41.