

Birting eigin stýrivaxtaspár eykur áhrifamátt peningastefnu seðlabanka

„Því það er ekki einungis að væntingar til peningastefnu séu mikilvægar, heldur, að minnsta kosti við núverandi aðstæður, þá skiptir fátt annað máli.“

Michael Woodford (2003, bls. 15)

1. Inngangur

Á undanförmum árum hafa orðið miklar breytingar á því hvernig seðlabankar kynna og haga ákvörðunum í peningamálum. Flestir seðlabankar leggja nú ríka áherslu á gagnsæi í kynningu á ákvörðunum sínum og færa ítarleg rök fyrir sjónarmiðum sínum í ræðu og riti. Þetta er mikil breyting frá eldri áherslum. Mikil leynd umlukti starfsemi seðlabanka. Ríkjandi sjónarmið innan peningahagfræðinnar var lengi að aðgerðir seðlabanka væru árangursríkari ef þeim tækist að koma almenningi og markaðnum á óvart. Mikið vatn hefur runnið til sjávar síðan þá. Sjónarmiðið um að seðlabankar þurfi að koma markaðnum á óvart til að hafa áhrif hefur þó reynst lífseigt í opinberri umræðu, sérstaklega hér á landi.

Ríkjandi sjónarmið nútímapeningahagfræði er að peningastefnan sé árangursríkari ef hún er fyrirsjáanleg (sjá Woodford, 2003) og að mikilvægasta verkefni peningastefnu sé að leiðbeina og hafa áhrif á væntingar almennings og markaðsaðila um framvindu vaxta, verðbólgu og umsvifa í hagkerfinu. Tvennt liggur einkum að baki þessum sjónarmiðum: Í fyrsta lagi eru ákvarðanir markaðsaðila taldar byggjast á framsýni. Í öðru lagi er tekið tillit til þess að aðgerðir seðlabanka miðlast um þjóðarbúskapinn með talsverðri töf. Í miðlun peningastefunnar um vaxtarófið skiptir hver stök vaxtaákvörðun minna máli en væntingar um framvindu stýrivaxtanna í framtíðinni. Væntingar um framtíða stýrivexti hafa einnig bein áhrif á neyslu- og fjárfestingarákvarðanir einstaklinga og fyrirtækja. Þorri lána sem heimilin taka til neyslu og fjárfestingar og stór hluti rekstrar- og fjárfestingarlána fyrirtækja eru til margra ára. Til þess að hafa umtalsverð áhrif á neyslu og fjárfestingu þarf peningastefnan helst að hafa áhrif á langtímvexti. Vextir á lengri enda vaxtarófsins, verðlagning á markaði og ákvarðanir markaðsaðila ráðast fyrst og fremst af væntingum þeirra um framvindu stýrivaxta fremur en hæð þeirra á hverjum tíma, þótt hún setji væntingum takmörk til skamms tíma litið. Á því veltur árangur peningastefunnar að töluverðu leyti. Innan peningahagfræðinnar hefur það sjónarmið orðið útbreitt á síðustu árum að til þess að stuðla að greiðri miðlun peningastefunnar þurfi markmið hennar að vera skýr og framkvæmd hennar kerfisbundin, trúverðug og gagnsæ. Slíkt er til

1. Höfundur er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Höfundur þakkar Arnóri Sighvatssyni og Þórunni G. Péturssyni fyrir gagnlegar ábendingar. Höfundur er einn ábyrgur fyrir þeim annmörkum sem eru á þessari grein. Skoðanir, sem koma fram í greininni, eru höfundar og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.

Þess fallið að efla skilning markaðsaðila á ákvörðunum seðlabanka og traust á að þeir standi við skuldbindingar sínar. Ríki slíkt traust getur það jafnvel orðið til þess að markaðir bregðist við nýjum tíðindum áður en seðlabankar gera það sjálfir.

Seðlabankar á verðbólgu-markmiði leggja mikla áherslu á að útskýra hvernig aðgerðir þeirra í peningamállum samrýmast verðbólgu-markmiðinu. Í því skyni gefa þeir út verðbólgu-skýrslur, hafa fasta vaxtaákvörðunardaga og gefa út stefnuyfirlýsingar í hvert sinn sem ákvörðun er tekin um stýrivexti. Seðlabankar ganga þó mislangt í gagnsæinu. Misjafnt er t.d. hvort seðlabankar veita aðgang að spálíkönnum sínum eða birta fundargerðir peningastefnufunda. Verðbólgu-skýrslurnar gegna lykilhlutverki. Þær eru vettvangur seðlabanka til að sýna fram á að framkvæmd peningastefnunnar sé kerfisbundin, trúverðug og gagnsæ og til að staðfesta ásetning um að ná markmiðum sínum. Þannig gera þær peningastefnuna fyrirsjáanlegri. Þjóðhags- og verðbólgu-spár gegna mikilvægu hlutverki í verðbólgu-skýrslum þar sem framkvæmd peningastefnunnar er útskýrð með vísan í niðurstöður þessara spáa (sjá Þórarinn G. Pétursson, 2004).

Með því að gera almenningi og öðrum kleift að meta hvort framkvæmd peningastefnunnar samrýmist yfirlýsingum seðlabanka og líkleg viðbrögð þeirra við framvindu efnahagsmála geta verðbólgu-skýrslur haft áhrif á væntingar um þróun stýrivaxta og þar með verðbólgu. Það er því engin tilviljun að seðlabankar á verðbólgu-markmiði framkvæmi peningastefnuna á gagnsærri hátt en aðrir seðlabankar. Gagnsæinu hafa hins vegar verið takmörk sett. Seðlabankar hafa verið tregir til að veita afdráttarlausar upplýsingar um eigin væntingar um framvindu stýrivaxta þrátt fyrir að þeir geri sér ljóst að þær séu jafnvel mikilvægari en stýrivaxtaákvörðunin á hverjum tíma. Þessi tregða hefur m.a. birst í því að spár seðlabanka byggjast oftast annaðhvort á forsendu um óbreytta stýrivexti eða þeirri forsendu að þeir fylgi fólgn-um framvirkum vöxtum eða niðurstöðum kannana. Þetta hefur verið gagnrýnt með þeim rökum að gagnsæi um væntingar seðlabankans sjálfs sé forsenda árangursríkrar peningastefnu.

Á undanförunum misserum hefur umfangsmikil umræða farið fram um hvort seðlabankar eigi að auka virkni peningastefnunnar með því að gera hana enn gagnsærri, t.d. með því að birta nánari upplýsingar um væntingar bankanna sjálfra um þróun stýrivaxta. Sú skoðun nýtur vaxandi fylgis að það auki áhrif seðlabanka á væntingar markaðsaðila og um leið árangur peningastefnunnar (sjá t.d. Woodford, 2003, Svensson, 2005, og Rudebusch og Williams, 2006). Ýmsir seðlabankar hafa þegar stigið skref í þessa átt.

Skilaboð (e. signalling) um framtíðarþróun stýrivaxta í formi endurtekens orðalags í fréttatilkynningum og fundargerðum hafa t.d. orðið vinsæl beggja vegna Atlantshafsins. Woodford (2005), Poole (2005), Rudebusch og Williams (2006) ræða reynslu bandaríska seðlabankans af slíkum skilaboðum, einkum frá árinu 2003. Á árinu 2003 taldi bandaríski seðlabankinn mikla hættu á verðhjöðnun og gaf hann til kynna að vöxtum yrði haldið lágum töluvert lengi ("In these circumstances, the Committee believes that policy accommodation can be maintained for a considerable period"), undirbjó svo markaðinn fyrir komandi vaxtahækkanir ("the Committee believes that it can be

patient in removing its policy accommodation”), uns hann hóf hækkunarferli sitt og gaf til kynna að vextir yrðu hækkaðir í skrefum (“the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured”).

Á síðustu misserum hefur gætt vaxandi stuðnings við að ganga enn lengra með því að seðlabankar birti opinberlega eigin spá um þróun stýrivaxta. Fordæmi Seðlabanka Nýja-Sjálands, Noregsbanka og nú síðast sænska seðlabankans vega þar þyngst ásamt nýjum greinum og rannsóknarritgerðum sem hafa rökstutt kosti upplýsingagjafar seðlabanka af þessu tagi. Mishkin, einn helsti gagnrýnandi þess sjónarmiðs að slík upplýsingagjöf sé gagnleg, hefur nú sannfærst um gildi þess að seðlabankar birti opinberlega spár um þróun stýrivaxta (sjá Giavazzi og Mishkin, 2006).

2. Valkostir seðlabanka um undirliggjandi stýrivaxtaferil í spám

Seðlabankar hafa í meginatriðum þrjá valkosti þegar kemur að vali á undirliggjandi stýrivaxtaferli fyrir spár ef þeir velja að birta ferlinn. Í fyrsta lagi að gera ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum frá spádegi og út spátímabilið, í öðru lagi að byggja á væntingum markaðsaðila um þróun stýrivaxta og í þriðja lagi geta seðlabankar sjálfir sett fram stýrivaxtaspa. Loks geta seðlabankar valið að greina ekki frá undirliggjandi stýrivaxtaferli. Hverri leið fylgja kostir og gallar.

2.1 Óbreyttir vextir

Fyrst eftir að verðból gumarkmið náði útbreiðslu og aukin áhersla var lögð á gerð verðból guspáa byggðust spár seðlabanka oftast á forsendu um óbreytta vexti út spátímabilið. Spám af þessu tagi var ætlað að meta horfur í efnahagsmálum að því gefnu að stýrivöxtum sé haldið óbreyttum. Verðbólga yfir markmiði (á seinni hluta spátímabilsins) gaf til kynna að vextir þyrftu að hækka og öfugt (sjá t.d. Vickers, 1998). Spá sem byggist á óbreyttum stýrivöxtum getur þannig gefið ákveðna vísbendingu um líklegar aðgerðir í peningamálum. Þessari aðferð fylgja hins vegar ýmsar takmarkanir og vandamál. Um þau var fjallað í *Peningamálu* 2006/2, þegar ákveðið var að hætta að byggja grunnspá Seðlabankans á þessari forsendu: „Ef þjóðhags- og verðból guspá 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 að 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.“ (*Peningamál* 2006/2, bls. 51).

Þessi vandi verður því meiri sem frávik verðbólgu frá markmiði eykst. Með því að birta spá með óbreyttum stýrivöxtum sem sýnir verðbólgu langt yfir verðból gumarkmiði er seðlabanki að missa af gullnu tækifæri til að gefa vísbendingu um hve mikið bankinn telji að

stýrivextir þurfi að hækka til að ná markmiðinu. Séu uppi efasemdir um staðfestu seðlabankans getur slík spá beinlínis fódrað verðbólguvæntingar og dregið úr áhrifamætti peningastefnunnar.

2.2 Væntingar markaðsaðila

Með því að byggja spár seðlabanka á væntingum markaðsaðila um þróun stýrivaxta, sem má lesa út úr fólgnum framvirkum vöxtum eða niðurstöðum kannana, má að einhverju leyti sneiða hjá þeim ókostum sem fylgja fastvaxtaspá. Spár Englandsbanka og Seðlabanka Evrópu byggjast á þessari forsendu. Slíkar spár eru í flestum tilfellum raunsæri og samkvæmari en þær sem byggjast á óbreyttum vöxtum, enda byggjast þær á væntingum um stýrivexti sem viðkomandi seðlabankar hafa mótað að einhverju leyti. Þessi háttur gefur seðlabönkum auk þess færi á að tjá sig um hversu raunhæfar hann telur væntingar markaðsaðila um framtíðarþróun stýrivaxta og hafa þannig meiri áhrif á þessar væntingar. Gallar þessarar aðferðar eru nokkrir.

Í fyrsta lagi getur hún gefið til kynna að greiningar- og markaðsaðilar hafi of mikil áhrif á mat seðlabanka á ástandi efnahagsmála. Hugmyndir um að seðlabanki elti markaðsvæntingar gætu dregið úr trausti á peningastefnuna. Svensson (2006) leggur áherslu á að seðlabankar eigi að leiða markaðsaðila en ekki láta stjórnast af þeim.

Í öðru lagi getur það verið sérlega óheppilegt fyrir seðlabanka með takmarkaðan trúverðugleika að elta væntingar markaðarins í spám sínum. Í slíkum tilvikum er líklegt að spá markaðsaðila sé verulega á skjön við sýn seðlabankans og um leið að útkoma spárinnar verði á skjön við verðbólgu markmið bankans. Seðlabankar sem njóta takmarkaðs trúverðugleika lenda því í sama vanda og ef um fastvaxtaspá er að ræða og þurfa oft að birta spár þar sem verðbólga er fjarri verðbólgu markmiði á spátímabilinu. Þetta getur grafið enn frekar undan trúverðugleika peningastefnunnar og er ekki til þess fallið að gera framkvæmd peningastefnunnar gagnsæja eða fyrirsjáanlega. Óstöðugleiki í niðurstöðum spáa vegna breyttra væntinga markaðsaðila flækir túlkun seðlabanka á niðurstöðum þeirra og dregur um leið úr skilvirkni þessarar mikilvægu leiðar í samskiptum seðlabanka við almenning (sjá Faust og Leeper, 2005). Reynsla Seðlabanka Íslands að undanförunu er glöggt dæmi um þetta, eins og vikið verður að síðar.

Í þriðja lagi er ljóst að fólgnir framvirkir vextir eru ekki alltaf góður mælikvarði á væntingar markaðarins um stýrivexti (sjá Goodhart, 2005). Vandkvæði við mat á áhættuálagi og ýmiss konar markaðsbrestir geta valdið því að fólgnir framvirkir vextir gefi skakka mynd af væntingum markaðsaðila til peningastefnunnar. Hættan á þessu er meiri eftir því sem fjármálamarkaðir eru grynri og óþróaðri. Spár sem byggjast á þessari forsendu kunna því í sumum tilfellum að draga enn frekar úr trúverðugleika seðlabanka sem á við slíkan vanda að glíma.

Í fjórða lagi getur þessi leið valdið vandræðum í keyrslum líkana með svipuðum hætti og ef gengið er út frá óbreyttum vöxtum. Í líkönum með framsýnar væntingar getur forsendan um að stýrivextir fylgi markaðsvæntingum leitt til þess að engin ákveðin lausn verður fyrir hendi (e. indeterminacy) og í líkönum með aftursýnar (e. backward-looking) væntingar geta dýnamískir eiginleikar verðbólgu orðið mjög óstöðugir (sjá Woodford, 2003, 2005).

Loks er ljóst að spá sem er byggð á markaðsvæntingum er ekki besta spá sem seðlabankar geta gert því að þeir búa sjálfir yfir betri upplýsingum um framtíðarþróun stýrivaxta en markaðurinn og geta því bætt spárnar sínar með því að byggja á þeim upplýsingum.

2.3 Eigin stýrivaxtaspá

Þriðji kosturinn við val á stýrivaxtaferli er að seðlabankinn spái sjálfur framvindu stýrivaxta. Ýmsir kostir geta fylgt þessari leið.

Í fyrsta lagi er ljóst að þar sem slík spá nýtir allar upplýsingar sem seðlabanki býr yfir, þar á meðal eigin hugmyndir um þróun stýrivaxta, ætti þessi forsenda að stuðla að því að spáin verði eins góð og kostur er (e. optimal forecast).

Í öðru lagi felur þessi leið í sér að peningayfirvöld miðla meiri upplýsingum til markaðsaðila um líklega þróun stýrivaxta og gefa þeim betri innsýn í stefnumörkun seðlabankans. Því verður peningastefnan fyrirsjáanlegri og áhrif hennar á væntingar og verðlagningu á markaði meiri. Áhrifamáttur peningastefnunnar á lengri enda vaxtarófsins og ákvarðanir markaðsaðila yrði um leið meiri. Það gæti gert peningayfirvöldum fært að ná árangri með minni skrefum en ella.

Í þriðja lagi verður auðveldara að meta spár seðlabanka og nota þær til að rökstyðja aðgerðir í peningamálum. Með því að byggja spár sínar á eigin stýrivaxtaferli endurheimta seðlabankar völd yfir eigin spám á nýjan leik. Breytingar á undirliggjandi stýrivaxtaferli á milli spáa endurspeglar þá breytt mat seðlabankans en ekki breytingar á fólgnum framvirkum vöxtum sem geta stafað af ýmsum öðrum þáttum en breyttum væntingum til stýrivaxta. Samhengi í þróun stýrivaxtaforsendna ætti þannig að verða rökréttara en ef byggt er á væntingum markaðsaðila, m.a. vegna þess að væntingar þeirra um peningastefnuna geta verið reistar á röngum forsendum. Það útilokar þó ekki snöggar breytingar enda getur mat seðlabankans sjálfs á þörf fyrir peningalegt aðhald stundum breyst mun hraðar en viðhorf markaðarins til líklegrar stýrivaxtaþróunar.

Í fjórða lagi liggur fyrir að einn helsti kostur þess að nota eigin spá um stýrivexti er að það tryggir að spáð verðbólga samrýmist verðbólgu-umarkmiðinu, því að stýrivaxtaferillinn í spánni felur í sér mat banka-stjórnar eða peningastefnuráðs á því hvaða vaxtaþróun samrýmist best markmiðinu. Spár þar sem verðbólga er fjarri verðbólguumarkmiði verða því úr sögunni. Áhrif spárinnar á væntingar almennings um verðbólgu- og vaxtaþróun á næstu misserum ættu því að verða meiri og í betra samræmi við verðbólguumarkmiðið, en áhrif á væntingar eru mikilvægur farvegur miðlunar peningastefnunnar. Loks hafa Rudebusch og Williams (2006) sýnt fram á að upplýsingagjöf af þessu tagi er ekki aðeins líkleg til að styðja peningayfirvöld í viðleitni sinni til að halda aftur af verðbólgu heldur einnig draga úr sveiflum í framleiðslu.

Bent hefur verið á ýmsa hugsanlega ókosti þess að seðlabankar birti eigin stýrivaxtaspá. Í fyrsta lagi hafa Goodhart (2001, 2005) o.fl. haldið því fram að þessi aðferð flæki ákvörðunarferli peningayfirvalda um of. Fulltrúar í peningastefnunefnd hafi einungis óljósa hugmynd um framtíðarþróun stýrivaxta og þótt þeir geti hugsanlega fundið heppilegan feril sé erfitt fyrir fjölmenna peningastefnunefnd að koma sér saman um einn stýrivaxtaferil.

Í öðru lagi bendir Mishkin (2004) á að opinber birting stýrivaxta-
spár seðlabanka geti torvelað samskipti bankans við almenning því að
hann sé líklegur til að líta á stýrivaxtaspána sem skuldbindingu af hálfu
bankans um að fylgja henni eftir. Þótt hagfræðingar átti sig á að stýri-
vaxtaferillinn sé skilyrtur, þ.e. háður ákveðinni framvindu efnahags-
mála sem birtist í spánni, þá eigi almenningur og jafnvel markaðsaðilar
erfiðara með að átta sig á því. Frávik frá áður kynntum stýrivaxtaferli
yrði því hugsanlega túlkað sem staðfestuleysi (e. flip-flopping) af hálfu
seðlabankans og gæti skaðað trúverðugleika hans.

Í þriðja lagi hefur verið bent á að birting stýrivaxtaspár gefi til
kynna meiri nákvæmni en tilefni er til og að óráðlegt sé að leggja svo
mikið traust á niðurstöður tiltekinnar spár (sjá Edey og Stone, 2004).
Mikil óvissa umlykur niðurstöður þeirra, bæði vegna gagnaóvissu og
óvissu um gerð hagkerfisins. Birting stýrivaxtaspár gefi því í skyn að
seðlabankar búi yfir meiri þekkingu en þeir gera í raun. Kahn (2007)
bendir á að stundum séu horfur í efnahagsmálum einfaldlega svo
flóknar, óvissar og snöggbreytanlegar að draga meggi í efa að hægt sé
að komast að niðurstöðu um stýrivaxtaferil til nokkurra ára. Reynslan
sýnir að sérstaklega erfitt sé að spá fyrir um framleiðni og framleiðslu-
spennu. Verðbólguþáttur seðlabanka hafi því oft verið fjarri lagi og að-
hald peningastefnunnar ekki rétt (sjá t.d. Orphanides, 2003).

Loks hefur Kahn (2007) dregið nokkuð í efa að seðlabankar sem
þegar hafa gengið langt í gagnsæi hafi verulegan ábata af því að birta
stýrivaxtaspá. Nýsjálenski og sænski seðlabankinn virðast þó meta það
svo að eftir einhverju sé að slægjast, en þeir eru iðulega taldir fremstir
í flokki varðandi gagnsæi.

Tafla 1. Stýrivaxtaforsendur í spám ýmissa seðlabanka

Ástralía	Ekki gefin upp
Bandaríkin	Ekki gefin upp
Brasilía	Óbreyttir
Bretland	Markaðsvæntingar
Chíle	Óbreyttir
Evrusvæðið	Markaðsvæntingar
Filippseyjar	Óbreyttir
Ísrael	Ekki gefið upp
Japan	Markaðsvæntingar
Kanada	Ekki gefið upp
Kólumbía	Eigin vaxtaspá
Mexíkó	Ekki gefið upp
Noregur	Eigin vaxtaspá
Nýja-Sjálaland	Eigin vaxtaspá
Perú	Óbreyttir
Pólland	Óbreyttir
Suður-Afríka	Óbreyttir
Suður-Kórea	Óbreyttir
Sviss	Óbreyttir
Svíþjóð	Eigin vaxtaspá
Tæland	Óbreyttir

Heimildir: Berg (2005), Kahn (2007).

2.4 Birta ekki undirliggjandi stýrivaxtaferil

Sumir seðlabankar kjósa að greina ekki frá undirliggjandi stýrivaxtaferil þrátt fyrir að þeir birti spár fyrir helstu hagstærðir á borð við verðbólgu og hagvöxt. Þetta gildir t.d. um seðlabanka Kanada, Ástralíu og Bandaríkjana (sjá Kahn, 2007). Með þessari leið má komast hjá ýmsum ókostum allra hinna valkostanna. Spár Seðlabanka Bandaríkjana breyttust til að mynda ekki þrátt fyrir ólíka sýn bankans og markaðarins á framvindu stýrivaxta á síðasta ári. Spár bankans gáfu markaðsaðilum hins vegar mjög takmarkaðar upplýsingar um mat bankans á framtíðarþróun stýrivaxta. Því má spyrja hvort peningastefnan hefði ekki verið áhrifaríkari ef hún væri enn fyrirsjáanlegri. Eftirlit, túlkun og mat á spám verður einnig erfiðara þegar óvissa ríkir um undirliggjandi vaxtaferil spár.

3. Reynsla seðlabanka af birtingu vaxtaspár

Nýsjálenski seðlabankinn var brautryðjandi í birtingu stýrivaxtaspár eins og á mörgum öðrum sviðum. Hann hefur birt stýrivaxtaspár frá árinu 1997. Aðrir seðlabankar voru tregir til að fylgja fordæmi nýsjálenska seðlabankans fyrst í stað. Því var haldið fram að hann væri eini seðlabankinn sem gæti birt slíka spá vegna þess að seðlabankastjórnin tæki einn ákvörðun um stýrivexti. Noregsbanki braut hins vegar blað þegar bankinn birti í fyrsta skipti stýrivaxtaspá á blævængsformi (e. fan chart) síðla árs 2005 eftir að hafa gefist upp á að byggja spár á væntingum markaðsaðila. Bankinn vildi endurheimta yfirráð yfir eigin spám (sjá Norges Bank, 2005, og Bergo, 2006, 2007). Sænski seðlabankinn birti fyrstu stýrivaxtaspá sína í febrúar á þessu ári (sjá Rosenberg, 2007, og Sveriges Riksbank, 2007 a,b).

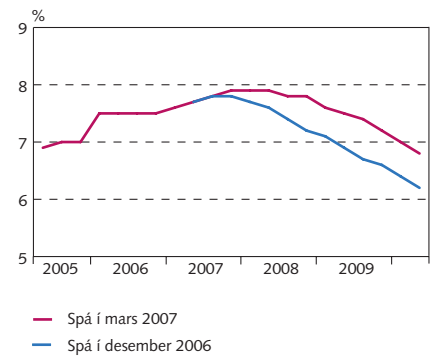
3.1 Reynsla Seðlabanka Nýja-Sjálands

Samkvæmt Archer (2005) eru tildrög þess að nýsjálenski seðlabankinn birti eigin vaxtaspá þau að bankinn taldi veruleg vandkvæði bundin því að birta spár þar sem verðbólga er fjarri markmiði en segja samtímis að bankinn ætli að gera allt sem væri á hans valdi til að halda henni í skefjum. Áratugar reynsla nýsjálenska seðlabankans af birtingu stýrivaxtaspár er mjög jákvæð.

Í fyrsta lagi leggur Spencer (2005) áherslu á að birting vaxtaspár hafi styrkt trúverðuleika peningastefnunnar þar sem útkoma spárinnar sé með þeim hætti í samræmi við verðbólguþróun bankans. Í öðru lagi telur hann að birtingin hafi gefið peningayfirvöldum færi á að senda skýr skilaboð um framtíðarþróun stýrivaxta án þess að hún sé skilin sem afdráttarlaust loforð. Reynsla nýsjálenska seðlabankans sýnir því að mati Spencers (2005) að áhyggjur Mishkins (2004) séu ástæðulaugar. Seðlabankinn hefur ítrekað breytt stýrivaxtaspá sínum á milli spáa, eins og sjá má á mynd 2 hér til hliðar. Ein af skýringum tíðra breytinga er endurskoðun á gengisspám. Archer (2005) telur að það hafi sýnt sig að markaðsaðilar séu fullfærir um að skilja hversu skilyrt vaxtaspáin sé. Hér skiptir örugglega miklu máli að bankinn hefur verið mjög meðvitaður um að koma þeim upplýsingum til markaðsaðila að vaxtaspáin sé skilyrt og mikil óvissa umhljúki hana. Samskipti bankans út á við hafa verið skipulögð með þetta að leiðarljósi (sjá Hampton o.fl., 2003).

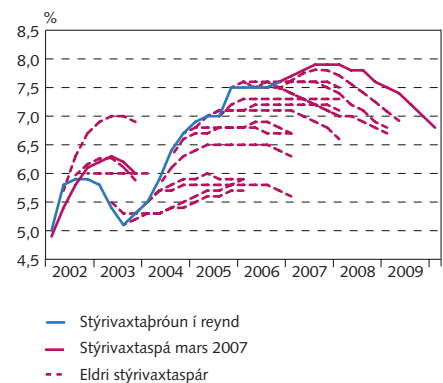
Þriðji kosturinn við birtingu stýrivaxtaspár samkvæmt reynslu nýsjálenska seðlabankans er að birtingin flýti fyrir og efla miðlun pen-

Mynd 1
Stýrivaxtaspá nýsjálenska seðlabankans
Spátímabil: 1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Nýja-Sjálands.

Mynd 2
Stýrivaxtaspár nýsjálenska seðlabankans
og stýrivaxtaþróun í reynd



Heimild: Seðlabanki Nýja-Sjálands.

ingastefnunnar um vaxtarófið og áhrif hennar á ákvarðanir markaðsaðila aukist. Alan Bollard, seðlabankastjóri, bendir á að birting styrivaxtasparinnar geri markaðsaðilum kleift að sjá fyrir viðbrögð peningayfirvalda við óvæntum fréttum. Það leiði til þess að „verð á markaði bregst að verulegu leyti sjálfkrafa við nýjum upplýsingum sem skipta máli fyrir verðbólguþrýstinginn“ (Bollard og Karagedikli, 2006, bls. 11). Þá er áhugavert að Spencer (2005) telur vaxtasþána auðvelda seðlabankanum að hafa áhrif á lögum vaxtarófsins sem sé mjög mikilvægt þar sem um 80% íbúðaveðlana þar í landi beri fasta vexti þótt þeir séu fastir í skemmri tíma en algengast er hér á landi.

Reynsla Nýsjálendinga virðist því benda til þess að spár með eigin vaxtaferli þar sem verðbólga er í samræmi við verðbólgu-markmiðið séu skilvirkt samskiptatæki sem veiti markaðsaðilum innsýn inn í kerfisbundna nálgun seðlabanka við vaxtaákvarðanir. Slík innsýn getur haft jákvæð áhrif á árangur peningastefnunnar. Lykilatriðið er ekki að sýna hvað gerist heldur hvernig peningayfirvöld bregðist við þeirri framvindu sem birtist í spánni.

Hampton (2002), Spencer (2005) og Archer (2005) skýra hvernig styrivaxtaferillinn er „búinn til“. Gengið er út frá einföldu viðbragsfalli í þjóðhagslíkani bankans (sjá Black o.fl., 1997) þar sem styrivextir bregðast við þegar spáð verðbólga vikir frá markmiðinu sex til átta ársfjórðungum fram í tímann. Styrivaxtaferillinn sem kemur út úr slíku viðbragðsfalli er síðan lagaður til í samstarfi spádeildar og seðlabankastjóra uns hann endurspeglar mat seðlabankastjóra á réttu samræmi vaxta og verðbólgu-markmiðsins.

Tafla 2. Forsendur fyrir æskilegan framtíðar styrivaxtaferil

1. Til þess að peningastefnan stuðli að því að verðbólguvæntingar leiti að verðbólgu-markmiðinu þarf ákvörðun styrivaxta að miðast við að verðbólga nálgist verðbólgu-markmiðið. Verðbólga ætti að vera stöðug í nánd við verðbólgu-markmið innan ásættanlegs tíma, venjulega eins til þriggja ára.
2. Að því gefnu að verðbólguvæntingar hafi góða kjölfestu nálægt verðbólgu-markmiði ætti munur raunverulegrar verðbólgu og verðbólgu-markmiðs annars vegar og framleiðsluspenna hins vegar að vera í ásættanlegu jafnvægi þangað til að þau hverfa. Framleiðsluspenna og frávík verðbólgu frá markmiði ættu að öllu jöfnu ekki að vera jákvæð eða neikvæð á sama tíma þegar litið er lengra fram í tímann.
3. Styrivaxtaferillinn, einkum á næstu mánuðum, ætti að leiða til ásættanlegrar þróunar verðbólgu og hagvaxtar jafnvel þótt gefnar séu aðrar raunhæfar forsendur um framvindu efnahagsmála og gerð hagkerfisins.
4. Breytingar á styrivöxtum ættu að eiga sér stað í smáum skrefum svo að hægt sé að meta áhrif breytinganna og aðrar nýjar upplýsingar sem varða efnahagsþróun.
5. Ákvörðun styrivaxta verður einnig að meta í ljósi þróunar eignaverðs og útlána. Miklar sveiflur í þessum breytum gætu myndað óstöðugleika í eftirspurn og landsframleiðslu til langs tíma litið.
6. Einnig er gagnlegt að endurmeta niðurstöðuna í ljósi nokkurra einfaldra peningastefnureglna. Ef styrivextir vikja kerfisbundið og umtalsvert frá einföldum reglum þyrfti að vera hægt að skýra ástæður þess.

3.2 Reynsla Noregsbanka

Noregsbanki hóf birtingu stýrivaxtaspár í nóvember árið 2005. Fram að því hafði bankinn ýmist byggt spár sínar á forsendu um óbreytta stýrivexti eða á væntingum markaðsaðila. Bankinn gerði oft grein fyrir skoðun sinni á væntingum markaðsaðila og leiðrétti jafnvel þann stýrivaxtaferil sem lesa mátti út úr fólgnum framvirkum vöxtum. Þróun stýrivaxta frá árinu 2003 hefur verið allt önnur en væntingar markaðsaðila gerðu ráð fyrir, eins og þær birtast í framvirkum vöxtum. Því er ekki að undra að bankinn hafi horfið frá því að byggja spár sínar á þessum væntingum.

Noregsbanki birtir stýrivaxtaspá á blævængsformi til að undirstrika þá óvissu sem umlykur spána, sjá mynd 3. Bankinn birtir spá um verðbólgu, framleiðsluspennu og gengisþróun með sama hætti. Að auki eru sýndir stýrivaxtaferlar í frávikstilvikum, t.d. miðað við að gengi norsku krónunnar lækki. Loks er skýrt tekið fram í umfjöllun um æskilega framkvæmd peningastefnu í hverju riti að stýrivaxtaspáin byggist á þeirri framvindu efnahagsmála sem hefur áhrif á spána og að nýjar upplýsingar kunni að leiða í ljós að framvindan sem gengið er út frá sé óraunsæ og kalli á aðra þróun stýrivaxta.

Stýrivaxtaspár Noregsbanka tóku breytingum á síðasta ári. Bankinn taldi meiri þörf á peningalegu aðhaldi eftir því sem líða tók á árið. Þessi skilaboð bankans virðast hafa náð til markaðarins, því að fólgnir framvirkir vextir hafa hækkað töluvert, eins og sjá má á mynd 4.

Noregsbanki leggur einnig sérstaka áherslu á stýrivaxtahorfur til næstu mánaða. Allt frá árslokum 2002 hefur bankinn spáð fyrir um á hvaða bili stýrivextir verði fram að birtingu næstu verðbólguáhrifslu, en slík skýrsla kemur út þrisvar á ári. Bilið sem gefið er upp er iðulega u.þ.b. ein prósentu. Bankinn hefur haldið þessu áfram þrátt fyrir birtingu stýrivaxtaspár til þriggja ára.

3.3 Starfsreglur Noregsbanka við stýrivaxtaspár

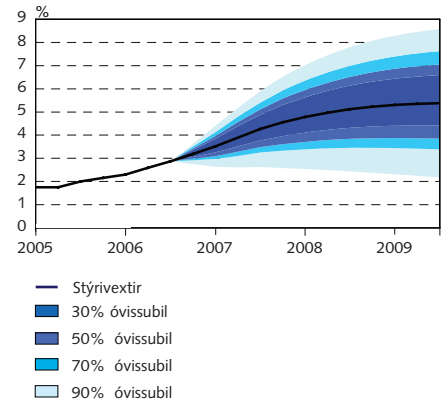
Qvigstad (2006) kynnir sex skilyrði sem stýrivaxtaferill Noregsbanka verður að uppfylla (sjá töflu 2). Skilyrðunum er ætlað að koma orðum að því hvernig megi verða við kröfum peningahagfræðinnar um kerfisbundna, trúverðuga og gagnsæja framkvæmd peningastefnu. Um leið eru skilyrðin leiðsögn um hvernig skipuleggja megi peningastefnufundi til að finna slíkan feril. Skilyrðin kveða skýrt á að meginhlutverk peningastefnunnar sé að skapa trúverðugt akkeri fyrir verðbólguvæntingar. Fyrsta skilyrðið snýst um það, því að það kveður svo á að stýrivextir verði að tryggja að spáð verðbólga stefni á markmiðið vel áður en spátímabilinu lýkur og haldist stöðug nærri markmiðinu á spátímabilinu. Hin skilyrðin fjalla svo um hvernig stýrivextir eigi að þróast ef kjölfesta verðbólguvæntinga er tryggð.

3.4 Sænski seðlabankinn birtir eigin vaxtaspá

Giavazzi og Mishkin (2006) mæltu með birtingu stýrivaxtaspár í skýrslu um peningastefnu í Svíþjóð, sem birt var síðla árs í fyrra. Eins og fyrr var getið var Mishkin áður talsmaður þess að seðlabankar birti hvorki stýrivaxtaspár né gefi vísbendingar í fundargerðum um framtíðarþróun stýrivaxta. Giavazzi og Mishkin hvöttu sænska seðlabankann til að birta stýrivaxtaspá einungis á blævængsformi, án þess að líklegasti

Mynd 3

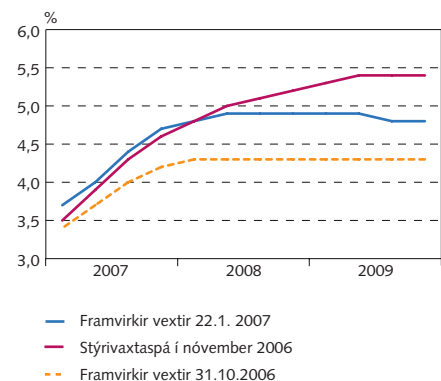
Stýrivaxtaspá Noregsbanka frá í nóv. 2006
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010



Heimild: Norges Bank.

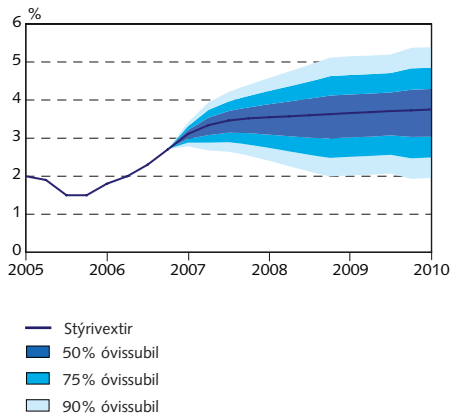
Mynd 4

Áhrif stýrivaxtaspár Noregsbanka á væntingar markaðsaðila



Heimild: Norges Bank.

Mynd 5
 Stýrivaxtaspa sænska seðlabankans
 Spátímabil: 1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010



Heimild: Riksbank.

ferillinn sé dreginn inn í blævængsformið líkt og Noregsbanki gerir. Með þessu birtingarformi vilja þeir koma í veg fyrir að of mikil athygli beinist að þeim stýrivaxtaferli sem líklegastur er talinn og undirstrika óvissu spánna. Þeir telja ennfremur að þetta birtingarform sé í mestu samræmi við kröfuna um gagnsæi.

Sænski seðlabankinn tilkynnti um ætlun sína að birta vaxtaspa um miðjan janúar á þessu ári (sjá Rosenberg, 2007). Áður höfðu reyndar komið fram vísbendingar um að bankinn myndi fara þessa leið og formaður bankastjórnar hafði lýst yfir stuðningi við það í ræðu áður en skýrsla Giavazzis og Mishkins kom út. Rosenberg (2007) greinir frá því að bankastjórnin líti á þetta sem eðlilegt framhald af því að bankinn færði sig frá því að byggja spár sínar á óbreyttum vöxtum yfir í markaðsvæntingar. Markmið birtingarinnar sé að hafa meiri áhrif á væntingar markaðsaðila en skrefið feli ekki í sér neinar breytingar á sjónarmiðum bankans um hvernig beri að framkvæma peningastefnuna (sjá Sveriges Riksbank, 2007a). Stýrivaxtaferill bankans hverju sinni þarf því að vera í samræmi við yfirlýsingar bankans um æskilega framkvæmd peningastefnu en sú lýsing er ekki eins nákvæm og skilyrði Qvigstads (2006).² Bankinn birti fyrstu stýrivaxtaspa sína í febrúar á sama formi og Noregsbanki þar sem líklegasti ferillinn er dreginn inn í blævængsformið (sjá Sveriges Riksbank, 2007b, og mynd 5).

4. Þróunin hjá Seðlabanka Íslands

Líkt og aðrir seðlabankar á verðbólguþröngum miðum hefur Seðlabanki Íslands leitast við að gefa verðbólguvæntingum betri kjölfestu og draga úr óvissu á mörkuðum með því að gefa sterkari vísbendingar um hvað bankinn teldi líklega þróun stýrivaxta næstu misserin. Þetta hefur bankinn gert með ýmsum hætti (sjá Þorvarður Tjörvi Ólafsson, 2006). Í upphafi fór mest fyrir opinskárra umræðu í *Peningamálum* um framtíðarhorfur í vaxta- og verðbólguþröngum, en síðustu misserin hefur bankinn tjáð sig um þær væntingar sem lesa má út úr framvirkum vöxtum á markaði og birt stýrivaxtaferla sem samkvæmt hermunum með þjóðhagslíkani bankans tryggja að verðbólguþröngmið náist á spátímabilinu. Aukið gagnsæi hefur ekki síst birst í breytingum á vinnubrögðum við gerð þjóðhags- og verðbólguþröngspár.

Þjóðhags- og verðbólguþröngspá Seðlabankans hefur tekið verulegum breytingum frá því að bankinn tók upp verðbólguþröngmið í mars árið 2001 (sjá töflu 3). Sú þróun endurspeglar framfarir í spágerð innan bankans, vilja hans til að hafa áhrif á væntingar markaðsaðila og sívaxandi óánægju með forsendur spánna um stýrivexti og gengi.

Grunnspáin gekk lengst af út frá óbreyttum stýrivöxtum og óbreyttu gengi frá spádegi og út spátímabilið. Bankinn birti í fyrsta skipti fráviksspa með stýrivaxtaferli sem byggðist á fólgnum framvirkum vöxtum í desemberhefti *Peningamála* árið 2004. Í septemberhefti *Peningamála* árið 2005 var fráviksspánni breytt þannig að í stað þess að byggjast einungis á framvirkum vöxtum tók hún einnig mið af svör-

2. Noregsbanki endurskoðaði skilyrði Qvigstads (2006) í nýrri peningamálaskýrslu sinni og einfaldaði þau þannig að þau eru áþekkt yfirlýsingum sænska seðlabankans (sjá Norges Bank, 2007).

um greiningaraðila um þróun stýrivaxta. Þetta var gert í ljósi þess að útgáfa krónubréfa hafði töluverð áhrif á vaxtamyndun á ríkisskuldabréfamarkaði sem gegnir lykilhlutverki við útreikning fólginna framvirkra vaxta (sjá Þorvarður Tjörvi Ólafsson, 2005).

Í *Peningamálum* 2006/2 var grunnsþá bankans gerð með sama hætti og frávíksspáin áður, þ.e.a.s. byggðist á markaðsvæntingum og gengisferill hennar var reiknaður af þjóðhagslíkaninu. Til samanburðar voru birtar tvær frávíksspár, önnur með óbreyttum stýrivöxtum en hin með stýrivaxtaferli sem fól í sér að verðbólguþáin yrði sem næst verðbólguþáin við lok spátímabils. Í báðum frávíksspám er gengi spáð með þjóðhagslíkaninu bankans að gefinni vaxtaforsendu.

Annamarkar þess að birta spár sem byggjast á óbreyttum stýrivöxtum og gengi hafa komið skýrt fram á undanförunum árum. Þessar forsendur hafa reynst því óraunsærri sem ójafnvægi í þjóðarbúskapnum og verðbólga hafa aukist meir. Ætla má að birting þeirra hafi jafnvel haft skaðleg áhrif á verðbólguvæntingar því að þær sýndu ekki aðeins verðbólgu yfir verðbólguþáin heldur leit aði verðbólga lengra frá markmiði eftir því sem leið á spátímenn. Gildi slíkrar spár er afar takmarkað. Því hóf Seðlabankinn að birta spár sem byggjast á markaðsvæntingum í lok árs 2004. Það gaf bankanum færi á að tjá sig nánar um raunsæi væntinga markaðsaðila og reyna þannig að hafa áhrif á þær (sjá töflu 4).

Í septemberhefti *Peningamála* árið 2005 gaf Seðlabankinn skoðun sinni á væntingum markaðsaðila um framvindu stýrivaxta aukið vægi með því að fjalla um þær í inngangskafli *Peningamála*. Þetta virtist afar áhrifaríkt. Hækkun stýrivaxta skilaði sér í hækkun raunstýri-

Tafla 3. Forsendur um undirliggjandi stýrivaxtaferil og gengi í spám Seðlabankans frá upptöku verðbólguþáin

PM2001/1- PM2004/3	Óbreyttir stýrivextir og óbreytt gengi frá spádegi og út spátímabilið (eigin þjóðhagsþá í fyrsta skipti í PM2002/4)
PM2004/4-PM2005/2	Grunnsþá: Óbreyttir vextir og gengi Frávíksspár: Fólgnir framvirkir vextir og ýmist óbreytt eða breytilegt gengi út frá óvörðu vaxtajafnvægi
PM2005/3-PM2005/4	Grunnsþá: Óbreyttir vextir og gengi Frávíksspár: Fólgnir framvirkir vextir og svör greiningaraðila um þróun stýrivaxta og ýmist óbreytt eða breytilegt gengi út frá óvörðu vaxtajafnvægi
PM2006/1	Grunnsþá: Óbreyttir vextir og gengi Frávíksspár: Fólgnir framvirkir vextir og svör greiningaraðila um þróun stýrivaxta og breytilegt gengi út frá óvörðu vaxtajafnvægi. Einnig sýndur stýrivaxtaferill samkvæmt einfaldri peningastefnureglu sem tryggir að verðbólguþáin sé náð við lok spátímabilsins
PM2006/2-PM2006/3	Grunnsþá: Fólgnir framvirkir vextir og svör greiningaraðila um þróun stýrivaxta og gengi spáð með nýju þjóðhagslíkaninu bankans (QMM). Frávíksspár: 1) Óbreyttir stýrivextir og gengi spáð með QMM, 2) Stýrivaxtaferill sem tryggir að verðbólguþáin verði náð á spátímabilinu (í PM2006/3 er hugað sérstaklega að því að hann líti vel út)

vaxta því að væntingar greiningaraðila um vaxtahorfurnar breyttust í takt við yfirlýsingu bankans. Hins vegar fóru sömu greiningaraðilar fljótlega að efast um að Seðlabankinn væri reiðubúinn að fylgja boðskap septemberheftis *Peningamála* eftir með raunverulegum aðgerðum. Þeir virtust því ekki telja framkvæmd peningastefnunnar fyllilega trúverðuga. Slíkur skortur á trausti getur reynst dýrkeyptur því að hann

Tafla 4. Skoðun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila um framtíðarþróun stýrivaxta í *Peningamálum*

PM2004/4 Kafli VIII	„Í báðum tilvikum kemur hins vegar í ljós að þær væntu vaxtahækkunar sem lesa má út úr framvirkum vöxtum virðast ekki duga til að halda verðbólgu við verðbólguþröngun á spátímabilinu.“ (bls. 40)
PM2005/1 Kafli VIII	„Fólgir framvirkir vextir virðast því fela í sér of mikla bjartsýni um hversu fljótt lækkun stýrivaxta geti hafist. Ef tryggja á framgang verðbólguþröngun þurfa stýrivextir líklega að vera háir lengur en fram á haust, sérstaklega ef gengi krónunnar fer að gefa verulega eftir. Þá er ekki hægt að útiloka að vextir þurfi jafnvel að hækka enn frekar.“ (bls. 44)
PM2005/3 Inngangur og kafli VIII	„Strangt peningalegt aðhald lengur en væntingar standa til“ (fyrirsögn inngangskafla, bls. 3) „Greiningardeildir og aðrir sem móta viðhorf virðast gera ráð fyrir því að Seðlabankinn muni leyfa verðbólgu að aukast langt upp fyrir verðbólguþröngun bankans og haldast þar án þess að aðhafast nokkuð. Fyrir vikið gæti hann þurft að hækka stýrivexti sína meira en áður hefur þótt sennilegt til að ná verðbólguþröngun niður í átt að markmiðinu. Jafnframt er líklegt að lengur þurfi að beita ströngu aðhaldi en áður hefur verið talið. Væntingar markaðsaðila um að stutt sé í að stýrivextir nái hámarki og muni fljótleiga lækka á ný eru óraunsæjar og tefja fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið.“ (bls. 5) „Ljóst má vera að stýrivaxtaferill sem byggist á markaðsvöxtum er ekki í samræmi við verðbólguþröngun Seðlabankans. Annaðhvort er hann því óraunsæur eða markaðsaðilar efast um staðfestu Seðlabankans. Hann gæti því verið vísbending um að peningastefnuna skorti trúverðugleika.“ (bls. 47)
PM2005/4 Kafli III	„Þetta eru verulega hærri vextir en þessir sömu aðilar [greiningardeildir] bjuggust við í september í könnun sem birt var í <i>Peningamálum</i> 2005/3, en þá gerðu þeir ráð fyrir rúmlega 9% vöxtum eftir eitt ár og um 7,5% eftir tvö ár. Ólíkt því sem lesa má út úr fólgnum framvirkum vöxtum virðast því vaxtahækkun Seðlabankans í september og boðskapur bankans í <i>Peningamálum</i> þá hafa haft töluverð áhrif á væntingar greiningaraðila um þróun stýrivaxta á næstu tveimur árum.“ (bls. 15)
PM2006/1 Inngangur og kafli VIII	„Að gefnum óbreyttum stýrivöxtum og gengi virðast nú hverfandi líkur á því að verðbólguþröngun Seðlabankans verði náð innan tveggja ára. Ef gert er ráð fyrir að stýrivextir fylgi spám greiningaraðila, sem jafnframt fela í sér að gengi krónunnar veikist nokkuð til viðbótar því sem komið er, eru horfurnar enn verri.“ (bls. 3) „Útlit er fyrir að stýrivextir þurfi að hækka meira en greiningaraðilar gera ráð fyrir.“ (bls. 51)
PM2006/3 Kafli IX	„Eins og getið var hér að framan eru enn vísbendingar um að stýrivextimir þurfi að hækka nokkuð enn eigi verðbólguþröngun að nást innan tveggja ára. Sýn Seðlabankans á horfur í vaxtamálum er því töluvert önnur en birtist í stýrivaxtaspám sumra greinenda, sem gert hafa ráð fyrir hraðri lækkun stýrivaxta snemma á næsta ári, jafnvel þótt það sé talið leiða til aukinnar verðbólgu síðar. Að mati Seðlabankans væri slík framvinda með öllu óviðunandi.“ (bls. 55)

dregur úr áhrifum Seðlabankans á væntingar þessara aðila og um leið úr áhrifamætti peningastefnunnar. Þessi reynsla undirstrikar nauðsyn þess að samræmi sé á milli þeirra skilaboða sem bankinn sendir frá sér og aðgerða hans í peningamálum. Samtímis endurspeglar þessi reynsla að strangur boðskapur í *Peningamálum* er mun óljósari leið til að hafa áhrif á væntingar markaðsaðila en birting eigin stýrivaxtaspár. Markaðsaðilar verða að geta sér til um hve mikla hækkun vaxta bankinn er að boða með beittri orðræðu en ef bankinn birtir vaxtaspá er mun auðveldara að sjá hve mikla hækkun bankinn sér fram á.

Af síðustu heftum *Peningamála* að dæma er ljóst að sýn markaðsaðila á framvindu stýrivaxta hefur verið mjög ólík sýn Seðlabankans. Bankinn hefur því ítrekað verið í þeirri stöðu að birta grunnspá sem hann telur óraunsæja, þ.e.a.s. spá sem sýnir verðbólgu umfram verðbólgu markmið nær allt spátímabilið. Þetta hefur torveldað viðleitni bankans til þess að færa væntingar markaðsaðila nær eigin mati og dregið úr trúverðuleika hans. Núverandi fyrirkomulag með grunnspá og tvær fráviksspár hefur ennfremur þann galla að fjölmiðlar og markaðsaðilar virðast ekki átta sig á gildi hvers spáferils fyrir sig, en það hefur e.t.v. leitt til takmarkaðrar umfjöllunar um spár bankans.

Ef litið er á þá stýrivaxtaferla sem hafa legið til grundvallar spá Seðlabankans allt frá árslokum 2004 og byggst á væntingum markaðsaðila sem lesa má úr fólgnum framvirkum vöxtum og niðurstöðum kannanna kemur í ljós að þróun stýrivaxta hefur orðið allt önnur í reynd (sjá mynd 6). Í langflestum tilvikum hafa markaðsaðilar gert ráð fyrir lækkun stýrivaxta þegar stutt er liðið á spátímabilið en í reynd hafa stýrivextir haldið áfram að hækka. Þessir ferlar hafa að sjálfsögðu haft veruleg áhrif á niðurstöður þjóðhags- og verðbólguþáspár bankans.

Spá sem byggist á stýrivaxtaferli sem bankinn telur í bestu samræmi við verðbólgu markmið sitt hefur því ótvíræða kosti:

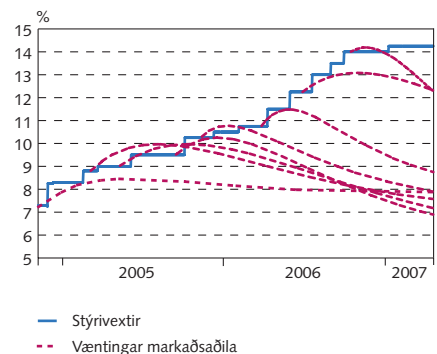
- Markaðsaðilar fá meiri upplýsingar um líklega framvindu stýrivaxta. Það er til þess fallið að gera verðlagningu á markaði skilvirkari, auka áhrif Seðlabankans á markaðsvæntingar og þar með auka áhrif peningastefnunnar.
- Verðbólga næði ævinlega markmiði á spátímabilinu. Það ætti að vera ákveðin kjölfesta fyrir verðbólguvæntingar og auka traust á peningastefnu bankans og auðvelda miðlun hennar til markaðsaðila og almennings.
- Spáin ætti að vera hin besta sem völ er á í þeim skilningi að hún byggist á öllum upplýsingum sem bankinn býr yfir.
- Auðveldara yrði að meta spár bankans og nota þær til að rökstyðja aðgerðir í peningamálum.

Niðurlag

Í þessari grein hafa verið færð rök fyrir því að Seðlabankinn ætti að stíga það skref að byggja grunnspá sína á eigin stýrivaxtaferli og birta hann opinberlega. Seðlabankinn hefur þegar breytt starfsháttum sínum á ýmsa vegu til að gera framkvæmd peningastefnunnar gagnsærri og leitast við að haga kynningu og miðlun upplýsinga um markmið og mótun stefnunnar þannig að auðvelt eigi að vera fyrir almenning

Mynd 6

Stýrivextir og væntingar markaðsaðila í *Peningamálum* 2004/4-2006/3¹



1. Fram að *Peningamálum* 2005/3 eru væntingar markaðsaðila eingöngu lesnar út úr fólgnum framvirkum vöxtum en eftir það er einnig stuðst við svör greiningaraðila um þróun stýrivaxta.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

og markaðsaðila að skilja aðgerðir bankans. Birting stýrivaxtaspár væri eðlilegt næsta skref. Aukin upplýsingagjöf bankans á þessu sviði er einnig til þess fallin að auka slagkraft peningastefnunnar sem getur stutt bankann í viðleitni sinni til að vinda ofan af því ójafnvægi sem einkennir þjóðarbúskapinn.

Birting stýrivaxtaspár er ekki spennitreyja. Frávik frá fyrri spám um stýrivexti eru eðlileg í ljósi nýrra gagna sem liggja fyrir við hverja vaxta-ákvörðun. Reynsla þeirra seðlabanka sem beitt hafa þessari aðferð er að það valdi ekki verulegum vandkvæðum þótt töluverðar breytingar verði á spám um stýrivexti. Hins vegar er líklegt að tilefni til breytinga verði töluvert meiri hér á landi en víða annars staðar. Meginatriðið er þó ekki að sýna fram á hvað bankinn muni örugglega gera heldur sýna hvernig hann bregst við þeim aðstæðum sem birtast í framvindu þjóðhags- og verðbólguáhrifa til að veita markaðsaðilum innsýn inn í hvað ræður ákvörðunum bankastjórnar í peningamálum. Spár bankans eru samskiptatæki sem bankinn notar til að sýna að framkvæmd peningastefnunnar sé trúverðug, kerfisbundin og gagnsæ. Ingimundur Friðriksson, seðlabankastjóri, vék að þessu í nýlegri ræðu: „Það sem máli skiptir fyrir bankann er að birta trúverðugar spár og að hafa þau áhrif á væntingar sem hann telur nauðsynleg.“ (Ingimundur Friðriksson, 2007, bls. 7). Í þessari grein hafa verið færð rök fyrir því að spár bankans þjóni best tilgangi sínum sem samskiptatæki við almenning og markaðsaðila ef undirliggjandi stýrivaxtaforsenda er í sem mestu samræmi við sýn bankans.

Því er hins vegar ekki að neita að birting stýrivaxtaspár setur framkvæmd peningastefnunnar takmörk að því leyti að bankinn þarf að færa sannfærandi rök fyrir því að víkja frá áður kynntum stýrivaxtaferli. Birting stýrivaxtaspár gerir kröfur um samhengi og samræmi í ákvörðunartöku Seðlabankans og í allri kynningu út á við. Þetta takmarkar e.t.v. svigrúm bankastjórnar nokkuð, en einmitt þess vegna er þessi aðferð til þess fallin að auka trúverðugleika og áhrif aðgerða bankans í peningamálum.

Heimildir:

- Archer, David, (2005). „Central bank communication and the publication of interest rate projections“, kynnt á ráðstefnu sænska seðlabankans *Inflation Targeting: Implementation, Communication and Effectiveness* í Stokkhólmi 11.-12. júní 2005.
- Ásgeir Daniélsson, Lúðvík Elíasson, Magnús F. Guðmundsson, Björn Hauksson, Ragnhildur Jónsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson, (2006). „QMM – A Quarterly Macroeconomic Model of the Icelandic Economy“, Central Bank of Iceland *Working Paper* No. 32.
- Berg, Claes, (2005). „Experience of Inflation-Targeting in 20 Countries“, Sveriges Riksbank *Economic Review*, 1. ársfjórðungur, 20-47.
- Bergo, Jarle, (2006). „Projections, uncertainty and choice of interest rate assumption in monetary policy“, ræða flutt 27. janúar 2006.
- Bergo, Jarle, (2007). „Interest rate projections in theory and practice“, ræða flutt 26. janúar 2007.
- Black, Richard, Vincenzo Cassino, Aaron Drew, Eric Hansen, Benjamin Hunt, David Rose og Alasdair Scott, (1997). „The Forecasting and Policy System: the core model“, Reserve Bank of New Zealand *Research Paper* No. 43.
- Bollard, Alan, og Özer Karagedikli, (2006). „Inflation Targeting: The New Zealand Experience and Some Lessons“, Reserve Bank of New Zealand, kynnt

- á ráðstefnu tyrkneska seðlabankans *Inflation Targeting: Performance and Challenges* í Ístanbul 19.-20. janúar 2006.
- Economist, (2006). „The oracle becomes less oracular”, *The Economist*, 30. nóvember 2006.
- Edey, Malcolm, og Andrew Stone, (2004). „A Perspective on Monetary Policy Transparency and Communication”, í Kent, Christopher, og Simon Guttman (ritstj.), *The Future of Inflation Targeting*, Reserve Bank of Australia, Sydney, 73-100.
- Faust, Jon, og Eric M. Leeper, (2005). „Forecasts and Inflation Reports: An Evaluation”, kynnt á ráðstefnu sænska seðlabankans *Inflation Targeting: Implementation, Communication and Effectiveness* í Stokkhólmi 11.-12. júní 2005.
- Geraats, Petra M., (2002). „Central Bank Transparency”, *Economic Journal*, 112 (483), F532-F565 (nóvember).
- Giavazzi, Francesco og Frederic S. Mishkin, (2006). *An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005*, Riksdagstryckeriet, Stokkhólmi.
- Goodhart, Charles A.E., (2001). „Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83(4), 165-182.
- Goodhart, Charles A.E., (2005). „The Interest Rate Conditioning Assumption”, *Financial Market Group Discussion Paper Series* nr. 547.
- Hampton, Tim, (2002). „The Role of the Reserve Bank's macro-model in the formation of interest rate projections”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 65(2), 5-11.
- Hampton, Tim, Renee Philip og Dominick Stephens, (2003). „Monetary policy communication and uncertainty”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 66(2), 29-34.
- Ingimundur Friðriksson, (2007). „Peningastefnan og framkvæmd hennar.” Erindi á fundi Roundtable 1, 20. febrúar 2007.
- Kahn, George A., (2007). „Communicating a Policy Path: The Next Frontier in Central Bank Transparency?”, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 1. ársfjórðungur 2007, 1-27.
- Kloster, Arne, og Kristin Solberg-Johansen, (2006). „Forecasting in Norges Bank”, *Norges Bank Economic Bulletin* 3/06 (Vol. 77), 112-122.
- Mishkin, Frederic S., (2004). „Can Central Bank Transparency Go Too Far?”, í *The Future of Inflation Targeting*, C. Kent og S. Guttman (ritstj.), Reserve Bank of Australia, Sydney, 48-66.
- Mishkin, Frederic S., (2005). „Should Central Banks Announce Their Policy Path?”, glærur frá erindi á ráðstefnu í Chile í október 2005.
- Norges Bank, (2005). *Inflation Report* 2005/3.
- Norges Bank, (2006). *Inflation Report* 2006/3.
- Norges Bank, (2007). *Monetary Policy Report* 2007/1.
- Orphanides, Athanasios, (2003). „The Quest for Prosperity without Inflation”, *Journal of Monetary Economics* 50, 633-663.
- Paulin, Graydon, (2006). „Credibility with Flexibility: The Evolution of Inflation Targeting Regimes, 1990-2006”, *Bank of Canada Review*, sumarið 2006, 5-18.
- Poole, William, (2005). „How Predictable Is Fed Policy?”, ræða flutt í Washingtonháskóla, Seattle, 4. október 2005.
- Poole, William, (2007). „Understanding the Fed”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 89(1), 3-13.
- Qvigstad, Jan F., (2006). „When does an interest rate path “look good”? Criteria for an appropriate future interest rate path”, *Norges Bank Working Paper* 2006/5.
- Reserve Bank of New Zealand, (2006). *Monetary Policy Statement*, desember 2006.
- Rosenberg, Irma, (2007). „Riksbank to introduce own path for the repo rate”, ræða flutt 17. janúar 2007.

Rudebusch, Glenn D. og John C. Williams, (2006). „Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate Projections”, Federal Reserve Bank of San Francisco *Working Paper Series* 2006-31.

Seðlabanki Íslands: Ýmis hefti *Peningamála*.

Spencer, Grant, (2005). „Communicating future policy: The New Zealand Case”, ræða á ráðstefnu Seðlabanka Chile í Santiago 19. október 2005.

Svensson, Lars E.O., (2005). „Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting”, kynnt á ráðstefnu Seðlabanka Chile *Monetary Policy under Inflation Targeting*, Santiago, 20.-21. október, 2005.

Svensson, Lars E.O., (2006). „The Instrument-Rate Projection under Inflation Targeting: The Norwegian Example”, óbirt handrit frá febrúar 2006.

Sveriges Riksbank, (2007a). *Monetary Policy in Sweden*.

Sveriges Riksbank, (2007b). *Monetary Policy Report 2007/1*.

Vickers, John, (1998). „Inflation Targeting in Practice: The U.K. Experience”, Bank of England *Quarterly Bulletin*, nóvember 1998, 368-374.

Woodford, Michael, (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton.

Woodford, Michael, (2005). „Central-Bank Communication and Policy Effectiveness”, í *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas.

Woodford, Michael, (2006). „Inflation-Forecast Targeting: A Monetary Standard for the Twenty-First Century?”, óbirt handrit.

Þorvarður Tjörvi Ólafsson, (2005). „Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum”, *Peningamál* 2005/4, 55-83.

Þorvarður Tjörvi Ólafsson, (2006). „Hræringar innan peningahagfræðinnar og starfsemi seðlabanka”, *Peningamál* 2006/3, 71-88.

Þórarinn G. Pétursson, (2000). „Nýjar áherslur í starfsemi seðlabanka: Aukið sjálfstæði, gagnsæi og reikningsskil gerða”, *Peningamál* 2000/4, 45-57.

Þórarinn G. Pétursson, (2004). „Útfærsla verðbólgu markmiðsstefnu víða um heim”, *Peningamál* 2004/1, 57-85.