



29. desember 2014  
1412189

## Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir frávíkismörkum

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 19. desember sl., var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 0,8% í desember. Verðbólga fór því í fyrsta sinn síðan 2½% verðból gumarkmið var tekið upp niður fyrir neðri frávíkismörk sem fram koma í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands um verðból gumarkmið frá 27. mars 2001. Í yfirlýsingunni er kveðið á um að Seðlabankinn sendi ríkisstjórn greinargerð ef verðbólga fer undir 1% eða yfir 4%. Þessi mörk fela ekki í sér aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans en að senda frá sér greinargerð þar sem gera skal grein fyrir ástæðum frávíks frá 2½% verðból gumarkmiði, hve lengi bankinn áætli að frávikið vari og eftir atvikum hvort hann telji ástæðu til að grípa til sérstakra aðgerða af þeim sökum.

### Verðbólguþróunin undanfarið

Eftir að verðbólga náði hámarki í 18,6% í janúar 2009 minnkaði hún smám saman og var við markmið í lok ársins 2010. Í kjölfar kjarasamninga vorið 2011 sem fólu í í sér launahækkanir langt umfram það sem samrýmdust verðból gumarkmiði fór verðbólga hins vegar vaxandi á ný og náði hámarki í 6,5% í janúar 2012. Með aðhaldssamari peningastefnu tókst þó að ná tókum á henni og var verðbólga komin í markmið í ársbyrjun 2014. Frá þeim tíma hefur hún verið við eða undir markmiði og í lok árs fór verðbólga undir 1% frávíkismörk verðból gumarkmiðsins og mældist 0,8% eins og áður hefur komið fram.

Hjöðnun verðbólgunnar hefur verið enn meiri ef horft er á vísitölu neysluverðs án húsnæðis, en á þann mælikvarða var verðbólga um 1% framan af ári og fór undir 1% í september sl. og mældist lítillaga neikvæð í nóvember. Í desember hafði verðlag á þennan mælikvarða lækkað um 0,4% frá fyrra ári.

Hjöðnun verðbólgunnar hefur byggst á tiltölulega breiðum grunni og hefur undirliggjandi verðbólga einnig minnkað. Benda mismunandi

mælikvarðar kjarnaverðbólgu og tölfræðimælikvarða til þess að undirliggjandi verðbólga hafi verið á bilinu 0,4-1,4% í desember og 1% sé miðað við miðgildi þessara mælikvarða.

Undanfarin misseri hefur verðbólga fyrst og fremst verið drifin áfram af innlendum þáttum. Framan af stafaði hún einkum af hækkun innlendrar vöru og þjónustu. Töluvert hefur hins vegar dregið úr hækkunum þeirra og var innlend verðbólga mæld á þennan hátt 1,8% í desember. Á þessu ári hefur innlend verðbólga því fyrst og fremst verið drifin áfram af hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar. Nam árshækkun húsnæðisliðar vísitölunnar 7,6% í byrjun árs en hafði minnkað í 4,8% í desember.

Alþjóðleg verðbólga hefur verið mjög lítil undanfarið og hjaðnaði enn frekar eftir því sem leið á árið. Undanfarið hefur veruleg lækkun olíuverðs vegið þungt, en heimsmarkaðsverð olíu hefur lækkað um tæplega 50% frá því í sumar. Þessi mikla lækkun olíuverðs hefur ekki einungis birst í lækkun innlands bensínverðs heldur hefur hún einnig haft áhrif á verð fjölda vara og þjónustu, eins og t.d. verð á samgöngum og flutningum. Á sama tíma hefur viðskiptavegið gengi krónunnar hækkað um 2½% frá fyrra ári, þrátt fyrir að Seðlabankinn hefði lagst gegn hækkuninni með með miklum gjaldeyriskaupum. Hrein gjaldeyriskaup bankans það sem af er ári námu á Þorláksmessu 112 ma.kr. eða sem samsvarar um 5½ % af áætlaðri landsframleiðslu ársins. Verðlag innfluttrar vöru og þjónustu í krónum mælt hefur því lækkað töluvert að undanförunu og hefur árslækkunin ágerst á seinni hluta ársins og nam 2,8% í desember.

Skammtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað nokkuð undanfarið í takt við minnkandi verðbólgu og nú nýverið voru verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs komnar í 2,5%. Eftir að hafa verið nálægt 4% um nokkurt skeið hafa langtímaverðbólguvæntingar einnig tekið að þokast í átt að markmiði, hvort heldur tekið er mið af væntingakönnunum eða vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Ef tekið er tillit til þess að vaxtamunurinn felur í sér áhættuþóknun auk væntinga markaðsaðila um verðbólgu má ætla að vaxtamunurinn feli í sér að langtímaverðbólguvæntingar séu nú nálægt verðbólgu markmiðinu.

**Breytir nýleg efnahagsþróun mati á verðbólguhorfum?**

Síðasta verðbólgu spá Seðlabankans var birt í *Peningamálum* 2014/4 hinn 5. nóvember sl. Spáð var að verðbólga myndi minnka úr 2,1% á

Þriðja fjórðungi þessa árs í 1,7% á hinum fjórða. Talið var að verðbólga myndi aukast á ný í 2% á fyrsta fjórðungi næsta árs, vera við markmið um mitt árið og haldast nokkurn veginn þar út spátímann sem náði til ársloka 2017.

Mikil hjöðnun verðbólgu í nóvember gerir það að verkum að verðbólga mældist nokkru minni á fjórða ársfjórðungi en Seðlabankinn hafði spáð, eða 1,3%. Þessi hjöðnun verðbólgu mun hafa umtalsverð áhrif á árstakt verðbólgunnar á næstu mánuðum og gera það að verkum, ásamt mikilli lækkun bensínverðs, að verðbólga verði að öðru óbreyttu nokkru minni fram eftir næsta ári en spáð var í nóvember.

Bankinn mun birta nýja verðbólguþá í *Peningamálum* sem gefin verða út 4. febrúar nk. Þar verður ítarlegra mat lagt á efnahags- og verðbólguhorfur og helstu áhættuþætti spárinnar.

### Viðbrögð peningastefnunnar

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur þegar brugðist tvívegis við nýlegri hjöðnun verðbólgu og lækkun langtímaverðbólguvæntinga. Vextir bankans voru lækkaðir um 0,25 prósentur í nóvember og 0,5 prósentur til viðbótar í desember. Lykilvextir bankans standa því nú í 4,5% en voru 5,25% í byrjun árs 2014.<sup>1</sup> Eins og kemur fram í yfirlýsingu peningastefnunefndar frá 10. desember sl. telur nefndin að núverandi vaxtastig sé líklega nálægt því sem ætla má að samrýmist jafnvægi í þjóðarbúskapnum og verðbólgu við markmið. Hins vegar kom fram í yfirlýsingu nefndarinnar að forsendur gætu skapast fyrir frekari lækkun vaxta verði verðbólga áfram undir markmiði og launahækkningar í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólguþámið. Á hinn bóginn gætu óhóflegar launahækkningar og vöxtur eftirspurnar grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þurfi vexti á ný.

Eins og áður hefur komið fram er undirliggjandi verðbólga lítil og sé horft fram hjá húsnæðislið vísitölu neysluverðs mælist lítilsháttar verðhjöðnun. Þrátt fyrir það eru litlar líkur taldar á langvarandi verðhjöðnunarskeiði. Nafnvöxtur eftirspurnar er enn töluverður. Jókst nafnvirði landsframleiðslunnar um 3½% á fyrstu þremur fjórðungum ársins og nafnlaun hækkuðu um 5½% á sama tíma miðað við

---

<sup>1</sup> Hér er átt við þá vexti sem skipta meginmáli fyrir skammtíma vexti á markaði og mæla því best aðhaldsstig peningastefnunnar. Þeir vextir eru nú vextir bankans á sjö daga bundnum innlánnum.

launavísitölu Hagstofunnar. Slakinn í þjóðarbúskapnum hefur jafnframt minnkað og er talið að hann hverfi fljótlega og snúist í lítilsháttar spennu. Aðstæður hér á landi eru því töluvert frábrugðnar aðstæðum í mörgum viðskiptaríkja Íslands. Í flestum þeirra er enn talinn vera nokkur slaki til staðar, nafnvöxtur eftirspurnar og launa er hverfandi og verðbólguvæntingar hafa lækkað undir verðbólguþröngun. Þess vegna eru nafnvextir þar töluvert lægri en hér á landi.

Langvinn verðhjöðnun getur verið alvarlegt vandamál, sérstaklega í skuldsettum ríkjum sem búa við hægán vöxt efnahagssumsvifa. Því er að jafnaði ekki síður ástæða til þess að vera á varðbergi gagnvart verðhjöðnun en verðbólgu. Þessi hætta er þó minni hér á landi en í öðrum þróuðum löndum og neikvæðar afleiðingar verðhjöðnunar líklega minni, enda er Ísland lítið, opið og útflutningsdrifið hagkerfi þar sem ætti að vera hægt að hindra verðhjöðnun með því að knýja fram lækun á gengi krónunnar með lækun vaxta eða kaupum á erlendum gjaldeyri. Þá leiðir viðtæk verðtrygging fjárskuldbindinga til þess að raungreiðslubyrði þeirra eykst almennt ekki hér á landi við skilyrði verðhjöðnunar að óbreyttum tekjum, heldur hið gagnstæða. Ólíkt því sem þekkist í nágrannalöndunum, þar sem vextir eru orðnir eins lágir og þeir geta með góðu móti orðið með hefðbundnum stjórnáætlunum, gefur núverandi vaxtastig Seðlabankans honum einnig töluvert svigrúm til þess að bregðast við verðhjöðnun með lækun vaxta.

Langvarandi verðhjöðnun er af margvíslegum ástæðum óæskilegt ástand. Þó svo að mjög litlar líkur séu um þessar mundir á því hér á landi er það hlutverk peningastefnunnar að beina verðbólgunni í átt að því markmiði sem tilgreint er í yfirlýsingunni frá 2001. Í þessu sambandi verður þó að líta til þriggja þátta sem á þessu stigi kalla á varfærin viðbrögð. Í fyrsta lagi að verðbólga er um þessar mundir verulega undir verðbólguþröngun fyrst og fremst vegna lækkunar innflutningsverð sakir alþjóðlegrar þróunar og tiltölulega stöðugs gengis. Laun hafa hins vegar hækkað að undanfögnu töluvert umfram þar sem til lengdar samrýmist verðbólguþröngunin. Viðsnúningur í annað hvort erlendra verðbólgu eða gengi krónunnar gæti því aukið verðbólguþröngun á stuttum tíma. Í öðru lagi þá er stutt síðan verðbólguþröngun mældust í samræmi við verðbólguþröngun og því hefur ekki mikið reynt á kjölfestu þeirra við markmið. Í þriðja lagi, og síðast en ekki síst, þarf að horfa til þess óróleika sem gæti á

vinnumarkaði og sem gæti leitt til þess að verðbólga ykist hratt á ný óháð þróun erlendar verðbólgu. Því er óvíst hvort færi gefst á frekari lækkun vaxta bankans fyrir en dregið hefur úr þeirri óvissu sem nú ríkir á vinnumarkaði.

Næsta vaxtaákvörðun peningastefnunefndar verður birt 4. febrúar nk.