



12. september 2013

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk

Samkvæmt lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands er meginmarkmið stjórnar peningamála stöðugleiki í verðlagsmálum. Í yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 var bankanum sett verðbólguþrögn, þ.e.a.s. að hann skuli stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Í yfirlýsingunni er einnig kveðið á um að víki verðbólga meira en 1½ prósentu frá markmiðinu beri bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar þar sem fram komi hverjar bankinn telur vera meginástæður frávíksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur að það muni taka að ná verðbólguþrögninni að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega. Rétt er þó að ítreka að þessi frávíksmörk fela ekki í sér neina aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans. Markmið bankans er að halda verðbólgu sem næst 2½% að jafnaði, ekki einungis innan markanna.

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 28. ágúst, mældist tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 4,3% í ágúst, sem er meira en 1½ prósentu frá verðbólguþrögninni. Frávíksmörk verðbólguþrögnisins hafa því verið rofin á ný eftir að verðbólga fór inn fyrir þau í mars sl. og er það tilefni þessarar greinargerðar.

Verðbólguþróunin undanfarið

Verðbólgan náði lágmarki í kjölfar fjármálakreppunnar snemma árs 2011. Hún tók síðan að rísa nokkuð er leið á árið 2011, fyrst vegna hækkunar olíuverðs og lækkunar á gengi krónunnar en síðar fyrst og fremst vegna ríflegra launahækkana í kjölfar kjarasamninga vorið 2011. Eftir að hún náði hámarki í 6,4% í apríl 2012 tók hún að hjaðna á ný og var komin í 3,3% í júní sl. Þá tók hún að vaxa á ný og mældist 4,3% í ágúst, eins og áður hefur komið fram. Hækkunin í ágúst stafaði að nokkru leyti af óhagstæðum grunnáhrifum, þ.e.a.s. lækkun vísitölunnar á sama tíma árið 2012 sem rekja má til mikillar styrkingar krónunnar um sumarið.

Þeir þættir sem vegið hafa þyngst í þróun verðbólgu undanfarið eru annars vegar verðlag innlendarar þjónustu, en verðlag þjónustu einkaaðila hækkaði um 6,7% í ágúst frá fyrra ári og verðlag opinberrar þjónustu um 5%, en saman vega þessir tveir liðir tæplega þriðjung í vísitölu neysluverðs. Annar veigamikill þáttur verðbólgunnar er hækkun húsnæðisliðar vísitölnnar, sem að nokkru leyti má rekja til hækkunar á ýmsum kostnaðarliðum tengdum rekstri og viðhaldi húsnæðis en einnig til hækkunar á markaðsvirði húsnæðis.

Verðbólgan undanfarið virðist fyrst og fremst eiga sér rætur í innlendum kostnaði fremur en innfluttum. Þannig nam árshækkun verðlags innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks einungis um 2% í ágúst. Verðhækkanir virðast einnig nokkuð almennar. Það endurspeglast líka í mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu, sem einnig hafa hækkað nokkuð frá því í júní. Þannig mældist verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa 4,7% og hafði vaxið úr 3,5% í júní. Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 4 án skattaáhrifa hefur einnig aukist og mældist 4,2% og hafði aukist úr 3,2% í júní.¹

Verðbólguvæntingar mælast einnig um og yfir 4% og hafa þróast með svipuðum hætti og mæld verðbólga og hafa aukist á flesta mælikvarða frá því í vor.

Breytir þessi þróun mati Seðlabankans á verðbólguhorfum?

Seðlabankinn birti síðast verðbólguþá í *Peningamálum* 2013/3 hinn 21. ágúst sl. Þar var því spáð að verðbólga myndi aukast úr 3,3% á öðrum fjórðungi þessa árs í 4% á þeim þriðja og í 4,1% á þeim fjórða. Samkvæmt spánni mun verðbólgan síðan hjaðna á ný og vera komin niður í u.þ.b. 3% á síðasta fjórðungi næsta árs og nálægt 2½% markmiðinu á seinni hluta árs 2015 og í markmið snemma árs 2016.

Aukin verðbólga síðla sumars var því að stærstum hluta fyrirséð og í samræmi við spá bankans, þótt aukningin sé lítillega meiri en þar var spáð. Ekki er því á þessari stundu ástæða til að breyta því mati bankans á verðbólguhorfum sem birtist í *Peningamálum* 2013/3.

Bankinn mun birta nýja verðbólguþá í *Peningamálum* sem gefin verða út 6. nóvember nk.

¹ Kjarnavísitala 3 án skatta undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruliða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Kjarnavísitala 4 án skatta undanskilur til viðbótar áhrif breytinga á markaðsvirði húsnæðis.

Viðbrögð peningastefnunnar

Þar sem rof frávíksmarka var að þessu sinni í meginatriðum fyrirséð endurspeglast hún í síðustu vaxtaákvörðun peningastefnunnar bankans. Rof frávíksmarkanna eitt og sér kallar því ekki á sérstök viðbrögð peningastefnunnar.

Samkvæmt spá bankans frá því í ágúst mun verðbólga hjaðna frá og með ársbyrjun 2014 en hún mun hjaðna hægt og verðbólgu markmiðið því ekki nást fyrr en snemma árs 2016. Það er mjög hæg hjöðnun og telst varla ásættanleg og brýnt að unnið sé að því að hún verði hraðari.

Að miklu leyti stafar þessi hæga hjöðnun verðbólgu af því að í spánni er í ljósi sögulegrar reynslu gert ráð fyrir nokkuð ríflegum launahækkunum í komandi kjarasamningum. Launakostnaður á framleidda einingu mun því vaxa um 4½% á þessu ári og um 4% á ári næstu tvö ár. Það er töluvert umfram það sem að öðru óbreyttu getur samrýmst 2½% verðbólgu. Samkvæmt spánni vega ríflegar launahækkningar á móti tiltölulega stöðugu gengi krónunnar og áframhaldandi slaka í þjóðarbúskapnum. Þessi þróun gæti kallað á frekari hækkun á vöxtum bankans á komandi misserum og þeir verða í öllu falli hærri en ef launahækkningar verða í samræmi við verðbólgu markmiðið. Það er því ljóst að verði launahækkningar enn meiri en gert er ráð fyrir í spánni er óhjákvæmilegt að peningastefnan þurfi að bregðast við með hækkun vaxta.

Verði launahækkningar í komandi kjarasamningum hins vegar hófsamari en gert er ráð fyrir í spánni mun verðbólga að öðru óbreyttu hjaðna hraðar. Vextir yrðu þá lægri en ella og innlend eftirspurn, vinnuafslnotkun og hagvöxtur meiri en spá bankans gerir ráð fyrir. Til dæmis um það hvaða ávinning slík þróun gæti haft varðandi verðbólgu markmið Seðlabankans má nefna að ef laun á árunum 2014 og 2015 hækka ekki umfram verðbólgu markmið og áætlaða framleiðniaukningu mun verðbólgu markmið að öðru óbreyttu nást síðla árs 2014 eða snemma árs 2015 sem er um ári fyrr en í grunnspá. Afar brýnt er að unnið sé að því að þetta verði niðurstaðan.

Helsta tæki Seðlabankans til þess að hafa áhrif á verðbólgu eru vextir bankans í viðskiptum við innlánsstofnanir. Almennt gildir að horfur um langvarandi verðbólgu yfir markmiði kalla á hækkun vaxta í því skyni að draga úr umsvifum í þjóðarbúskapnum og draga þannig úr þrýstingi á verðlag. Þegar lagt er mat á núverandi stöðu verður að hafa í huga að Seðlabankinn hefur þegar hækkað vexti sína umtalsvert frá því þeir náðu lágmarki, en áhrif þeirra hækkanu eru vart komin fram að fullu leyti.

Annar mikilvægur farvegur fyrir miðlun peningastefnunnar eru áhrif hennar á gengi krónunnar, sem einnig hefur áhrif á verðlags- og launaþróun. Að öðru óbreyttu hafa hærri vextir tilhneigingu til að styrkja gengi krónunnar, a.m.k. tímabundið, en þessi farvegur

vaxtaáhrifa er þó veikari en ella um þessar mundir vegna fjármagnshafa. Báðir þessir farvegir miðlunar peningastefnunnar eru mikilli óvissu háðir. Því er ákvörðun um vexti og möguleg inngríp á gjaldeyrismarkaði ævinlega matsatriði, jafnvel þótt byggt sé á öllum tiltækum upplýsingum sem máli skipta og bestu fánlegu líkönum við mat á efnahagshorfum.

Það hefur verið mat peningastefnunefndarinnar að nokkur slaki hafi verið í þjóðarbúskapnum frá fjármálahruninu haustið 2008, þ.e.a.s. að framleiðslugetan hafi ekki verið nýtt að því marki að það stuðli að aukinni verðbólgu. Því hafi verið nokkurt svigrúm til þess að halda raunvöxtum bankans tímabundið lægri en þeir þurfa að vera að jafnaði þegar framleiðslugeta er u.þ.b. fullnýtt og með því hefur peningastefnan stutt við efnahagsbatann. Peningastefnunefndin hefur hins vegar ítrekað lagt áherslu á að eftir því sem slakinn í þjóðarbúskapnum minnki þurfi slakinn í peningastefnunni einnig að minnka. Vextir Seðlabankans hafa því verið hækkaðir um 1,75 prósentu frá sögulegu lágmarki árið 2011 til þess að bregðast við verðbólguhorfum og færa raunvexti nær hlutlausri stöðu, þ.e.a.s. stöðu sem samrýmist lítilli og stöðugri verðbólgu þegar framleiðslugeta þjóðarbúskaparins er nær fullnýtt.

Viðskipti seðlabanka á millibankamarkaði með gjaldeyri, í því skyni að draga úr sveiflum í gengi gjaldmiðilsins, geta við vissar aðstæður verið mikilvægt hjálpartæki peningastefnunnar, einkum í litlum opnum hagkerfum þar sem breytingar á gengi hafa mikil og hröð áhrif á innlent verðlag. Seðlabankinn hefur um þó nokkurt skeið boðað í ritum sínum að bankinn myndi verða virkari á gjaldeyrismarkaði í því skyni að milda sveiflur í gengi. Við núverandi aðstæður þar sem verðbólguvæntingar hafa verið sveiflukenndar og kjölfesta þeirra í verðbólgu markmiði er ekki nægjanleg má ætla að miklar gengissveiflur leiði til þess að þær verði kvikari en ella. Verðbólgu markmiðið verður þá torsóttara.

Í maí sl. jók Seðlabankinn virkni sína á gjaldeyrismarkaði, með það að markmiði að draga úr gengissveiflum og stuðla með þeim hætti að því að hjöðnun verðbólgunnar yrði hraðari en ella. Forsenda þessa var að þá hafði dregið verulega úr gjaldeyrismisvægi í efnahagsreikningum fjármálastofnana og gengi krónu um nokkurt skeið verið nálægt því sem að óbreyttu mátti ætla að nægði til þess að ná verðbólgu markmiðinu á næstu misserum.

Frá því að Seðlabankinn jók virkni sína á markaði hefur daglegt flökt gengisins u.þ.b. helmingast sé miðað við jafnlangt tímabil á undan og sveiflur yfir lengri tímabil hafa einnig minnkað. Peningastefnunefndin bindur vonir við að stöðugra gengi muni þegar til lengdar lætur veita verðbólguvæntingum betri kjölfestu og stuðla þannig að hófsamari kjarasamningum og lægri verðbólgu. Of snemmt er þó að fullyrða um

árangurinn á þessu sviði, en þeirri stefnu sem mörkuð var í maí verður fram haldið á komandi mánuðum.

Rétt er í þessu sambandi að undirstrika að aukin virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði felur ekki í sér yfirlýsingu um fastgengisstefnu enda ekki hægt að breyta grundvelli gengisstefnunnar með þeim hætti nema með samþykki ráðherra. Eins og kom fram þegar inngrípastefnan var kynnt í maí sl. kann hún að verða endurskoðuð í tengslum við það að afgerandi skref eru stigin varðandi losun fjármagnshafta enda varhugavert að skuldsettur gjaldeyrisforði verði notaður til að draga úr áhættu þeirra sem kunna við þær aðstæður að vilja skipta krónueignum í gjaldeyri. Sú óvissa sem þessu fylgir varðandi þróun gengis ásamt óvissu vegna þungs endurgreiðsluferils erlendra lána vinnur óhjákvæmilega í einhverjum mæli gegn lækkun verðbólguvæntinga um þessar mundir. Árangursrík skref sem draga úr þessari óvissu gætu því stuðlað að lækkun verðbólguvæntinga.

Auk óvissu um áhrif erlendrar greiðslubyrði og losunar fjármagnshafta á gengi krónunnar eru til staðar tveir óvissuþættir sem munu ráða miklu um hve háir vextir Seðlabankans þurfa að vera til þess að ná verðbólguþröngmiðinu. Annars vegar munu niðurstöður kjarasamninga á næstunni ráða mestu um það hve hratt verðbólga hjaðnar að markmiði, bæði vegna beinna áhrifa á launakostnað fyrirtækja og vegna óbeinna áhrifa á gengi krónunnar. Hins vegar mun stefnan í ríkisfjármálum hafa veruleg áhrif þegar horft er lengra fram í tímann, en nægilega aðhaldssöm stefna í ríkisfjármálum getur létt þær byrðar sem leggjast á vaxtastefnuna.

Næsti vaxtaákvörðunarfundur peningastefnunefndar er 2. október nk.