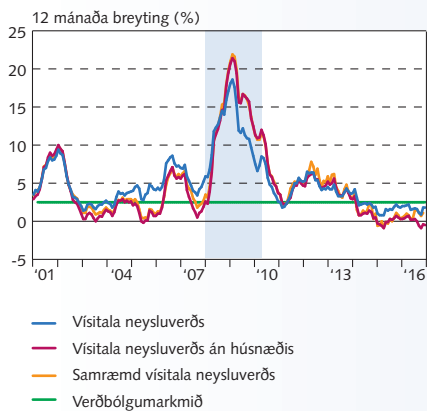


Rammagrein 2

Húsnæðisliðurinn í
vísitölu neysluverðs

Mynd 1

Verðbólga miðað við ólíka mælikvarða¹
Janúar 2001 - október 2016

1. Skyggða svæðið sýnir efnahagskreppuna sem endurspeglar tímabil nánast samfellds samdráttar landsframleiðslu (miðað við árstíðarleiðrétt gögn Seðlabankans) frá 1. ársfjórðungi 2008 til 1. ársfjórðungs 2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga, eins og hún er mæld með vísitölu neysluverðs, hefur verið meiri að undanfögnu en verðbólga mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðis eins og sést á mynd 1. Í október var verðbólga á fyrri mælikvarðann 1,8% en einungis -0,5% á þann seinni og munurinn því 2,3 prósentur. Vísitala neysluverðs hækkaði einnig meira en vísitala neysluverðs án húsnæðis á árunum fyrir fall fjármálakerfisins haustið 2008 enda hækkaði húsnæðisverð mikið á þessum tíma en annað verðlag minna, m.a. vegna hækkandi gengis krónunnar. Þetta snerist við í fjármálakreppunni þegar vísitala neysluverðs hækkaði minna en vísitala neysluverðs án húsnæðis en fjármálakreppan olli því að húsnæðisverð lækkaði á sama tíma og fall krónunnar hækkaði verð annarra vara.

Sé þróunin skoðuð yfir lengri tíma kemur í ljós að verð á húsnæði hefur að jafnaði hækkað meira en verð á öðrum vörum og þjónustu og þess vegna hefur vísitala neysluverðs hækkað meira að meðaltali en vísitala neysluverðs án húsnæðis. Sé t.d. horft til tímabilsins frá því að verðbólguþáttur var tekið upp í mars 2001 hefur ársverðbólga að meðaltali verið 5% mæld með vísitölu neysluverðs en 0,4 prósentum minni án húsnæðisliðar eða 4,6%. Munurinn er meiri síðustu fimm ár en á því tímabili hefur verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs verið 3% að meðaltali en 2,2% án húsnæðisliðarins. Ýmsar skýringar geta verið á því að þessar vísitölur mæli mismunandi verðbólgu kerfisbundið. Meðal nærtækra skýringa eru t.d. að framleiðnivöxtur í byggingariðnaði hafi verið hægari en í öðrum iðngreinum og að staðsetning húsnæðis hefur haft vaxandi áhrif á verð þess. Það síðartalda er einkum áberandi í stórum þéttbýliskjörnum.¹

Þessi munur á vísitölu neysluverðs og vísitölu neysluverðs án húsnæðis hefur enn á ný vakið upp umræður um það hvor vísitalan gefi réttari mælingu á verðbólgu hér á landi og hvort eðlilegt sé að nota vísitölu neysluverðs sem viðmið verðbólguþáttur Seðlabanka Íslands. Réttilega hefur verið bent á að margir aðrir seðlabankar, t.d. Seðlabanki Evrópu (ECB) og Englandsbanki, miða verðbólguþáttur við verðvísitölu sem inniheldur ekki húsnæðis-kostnað þeirra sem búa í eigin húsnæði. Í þessari rammagrein verður farið yfir þau sjónarmið sem mestu skipta í þessu sambandi.

Húsnæðisútgjöld í verðvísitölu neysluverðs

Fyrir þá sem búa í leiguhúsnæði er leigan verðið á þjónustu húsnæðisins, en kostnað vegna búsetu í eigin húsnæði þarf að áætla með einhverjum hætti. Hér á landi er það gert með því að reikna út svokallaðan „notendakostnað“, þ.e. þann árlega kostnað sem fylgir því að búa í eigin húsnæði.² Notendakostnaðurinn nær m.a. utan um viðhaldskostnað en þyngst vegur svokölluð „reiknuð húsaleiga“ þar sem reynt er að mæla kostnað við að búa í eigin húsnæði eins og um leigu væri að ræða. Til grundvallar reiknaðrar húsaleigu er þróun vaxta og markaðsvirði húsnæðis eins og þeir þættir endurspeglast í kaupsamningum.³

1. Reyndar má færa rök fyrir því að sá hluti verðs á húsnæði sem ræðst af staðsetningu þess eigi ekki að teljast með í útreikningi á verði húsnæðis í verðvísitölu vegna þess að ekki sé um að ræða verð á venjulegri þjónustu húsnæðisins heldur þjónustu sem lýtur að breytingu á öðrum kostnaði eins og ferðakostnaði og tíma.
2. Hér á landi er búseta í eigin húsnæði meiri en í mörgum nágrannaríkjum okkar. Í þeim útgjaldagrunni vísitölu neysluverðs sem Hagstofa Íslands tók í notkun í mars sl. námu útgjöld vegna eigin húsnæðis 14,9% af öllum útgjöldum en 5,5% útgjaldanna voru vegna leigu. Í grunninum frá árinu 2015 voru þessi hlutföll 15,6% og 5,4%.
3. Nánar er fjallað um mismunandi aðferðir við mat á húsnæðislið vísitölu neysluverðs í viðauka 1 í *Peningamálum* 2004/2. Sjá einnig umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2003/4, rammagrein 1 í *Peningamálum* 2004/3 og rammagrein 3 í *Peningamálum* 2005/2. Ítarleg umfjöllun um vísitölu neysluverðs og þ.m.t. húsnæðislið hennar er í grein Rósmundar Guðnasonar (2004).

Hvaða mælingu á verðbólgu á að miða peningastefnuna við?

Þótt eðlilegt sé að vísitala neysluverðs endurspegli útgjöld vegna húsnæðis, geta ólík sjónarmið verið fyrir hendi þegar kemur að því að velja þá verðvísitölu sem peningastefnan miðast við. Almennt þarf verðvísitalan að byggjast á traustum og samfelldum gagnahæmildum og hún þarf að birtast tímanlega eftir að verðmælingin á sér stað. Sumir telja að miða eigi við verðvísitölu þar sem horft er fram hjá verði vara sem sveiflast mikið og að mestu óháð peningastefnunni, t.d. verði á landbúnaðarvörum þar sem veðurskilyrði geta haft mikil áhrif eða verði þeirrar innfluttu vöru sem ræðst af aðstæðum á heimsmarkaði, t.d. olíuverði (sjá t.d. umfjöllun í Þórarinn G. Pétursson, 2002). Flestir seðlabankar horfa því einnig á ýmsa mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu sem undanskilja þessa og aðra sambærilega útgjaldaþætti við mótun peningastefnunnar.⁴

Í dag telja flestir hagfræðingar að sú verðvísitala sem seðlabankar miða peningastefnuna við eigi að endurspegla sem best útgjöld almennings. Helsta ástæða þess að einhverjum mikilvægum útgjaldalið heimilanna er sleppt í útreikningi á verðvísitölu sem peningastefnan miðast við væri þá að erfitt getur reynst að afla áreiðanlegra gagna um verðþróun hans. Þetta á við um verð á húsnæði í sumum löndum en ekki hér á landi. Öllum upplýsingum um fasteignaviðskipti er safnað saman hjá Þjóðskrá sem birtir tölur um þróun verðs á íbúðarhúsnæði í landinu. Í sumum löndum hefur reynst erfitt að koma því á að þessum upplýsingum sé safnað í einn gagnabanka. Þar sem húsnæði er mjög sundurleit vara verður söfnun upplýsinga fyrir útreikning á vísitölum sem sýna þróun verðsins sérlega vandasöm.

Misjafnt er á milli landa hvaða verðvísitölu peningastefnan grundvallast á og að hve miklu leyti hún endurspeglar þróun húsnæðisverðs (sjá t.d. rammagrein 5 í *Peningamálum* 2003/4 og Hammond, 2010). Seðlabanki Bandaríkjanna miðar t.d. við verðvísitölu neysluútgjalda (e. personal consumption expenditure) frekar en vísitölu neysluverðs vegna þess að sú fyrrnefnda er talin byggjast á betri upplýsingum um skiptingu útgjalda heimilanna. Í báðum vísitölunum er meðtalinn kostnaður við að búa í eigin húsnæði, en hann mældur með mismunandi aðferðum. Stærsti munurinn á vísitölunum er þó að heilbrigðisútgjöldum heimilanna eru gerð betri skil í verðvísitölu neysluútgjalda. Nokkur önnur atriði eru einnig talin verðvísitölu neysluútgjalda til tekna.

Á hinum Norðurlöndunum sem reka sjálfstæða peningastefnu, Noregi og Svíþjóð, er húsnæðiskostnaður með í útreikningi á þeirri verðvísitölu sem peningastefnan miðast við en þó eru ólíkar aðferðir notaðar við að áætla verðbreytingar á kostnaði við búsetu í eigin húsnæði. Í Svíþjóð er notuð aðferð sem svipar til þeirrar aðferðar sem hér er notuð en í Noregi miðast verðbreytingar kostnaðar eigin húsnæðis við breytingar á húsaleigu.

ECB miðar í dag við samræmda vísitölu neysluverðs (e. harmonised index of consumer prices, HICP), þar sem húsnæðisútgjöld heimila sem leigja eru talin með en húsnæðisútgjöldum þeirra sem búa í eigin húsnæði er sleppt. Þessi vísitala er einnig reiknuð út í löndum utan evrusvæðisins, þar á meðal Íslandi. ECB er þeirrar skoðunar að endurbæta þurfi samræmdu vísitöluna þannig að hún nái einnig til kostnaðar vegna eigin húsnæðis sem bankinn segir að sé „eini mikilvægi hluti neysluútgjalda sem sé ekki með í samræmdu vísitölunni”.⁵

4. Fræðilegar rannsóknir gefa einnig til kynna að betra sé að miða peningastefnuna við innlenda verðbólgu (t.d. Clarida o.fl., 2002) eða mælikvarða á verðbólgu sem sýni hvað mesta tregðu (t.d. Aoki, 2001) eða jafnvel launabreytingar (t.d. Erceg o.fl., 2000).

5. Sjá <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> (undir flípanum „Concept“).

Englandsbanki miðar í dag við samræmdu verðvísitöluna og hefur gert það frá árinu 2003 en fram að því miðaði bankinn við vísitölu smásöluverðs (e. retail price index) sem inniheldur kostnað vegna eigin húsnæðis sem nam tæplega 10% af vísitölunni. Í greinargerð frá breska fjármálaráðuneytinu um þessar breytingar sem birtist í desember 2003 er gerð grein fyrir nokkrum kostum samræmdu vísitölnnar umfram vísitölu smásöluverðs og bent á að þótt „(verðbólgu)markmiðið taki mið af samræmdu vísitölunni er og verður húsnæðisverð mikilvægur þáttur í mati á þjóðhagslegri stöðu mála sem peningastefnan tekur mið af. Ennfremur ... er Evrópska tölfraeðistofnunin (e. Eurostat) að framkvæma athugun ... á því hvernig best sé að taka húsnæðiskostnaðinn með í samræmdu vísitöluna.“

Ætti að breyta núverandi viðmiðun hér á landi?

Eins og kemur fram í grein Þórarins G. Péturssonar (2002) hefur vísitala neysluverðs jafnan sveiflast minna en samsvarandi vísitala án húsnæðis. Jafnframt virðist vísitalan með húsnæði vera betri fyrirboði um framtíðarverðbólgu en vísitalan án húsnæðis og því betri mælikvarði á innlandan verðbólguþrýsting en verðbólga án hans. Þetta sést glögglega á mynd 1 sem sýnir að verðbólga sem tekur tillit til húsnæðisliðarins mælist minni en verðbólga án húsnæðisliðarins á samdráttarskeiðum en meiri í efnahagsuppsveiflu. Þar sem vísitala neysluverðs nær betur að endurspeglar neysluútgjöld almennings en vísitala sem myndi horfa fram hjá þessum veigamikla útgjaldalið, var það niðurstaða stjórnvalda og Seðlabanka Íslands að miða við hana þegar verðbólguþrýstingur var tekið upp í mars 2001.

Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar hefur þeirri skoðun vaxið fiskur um hrygg að peningastefnan eigi í meira mæli að huga að mögulegum bóllum í verði á eignum, t.d. fasteignum eins og húsnæði og jafnvel hlutabréfum. Með bóllum er hér átt við það þegar t.d. verð á húsnæði hækkar langt umfram byggingarkostnað eða verð á hlutabréfum hækkar langt umfram það sem arðsemi fyrirtækjanna gefur tilefni til, einungis vegna væntinga um frekari verðhækkunir í framtíðinni. Þeir sem telja að peningastefnan eigi að leitast við að hægja á slíkri þróun eignaverðs tala fyrir því að vextir séu hækkaðir meira en það sem til þarf til að halda verðbólgu í útgjaldaliðum heimilanna lítili. Þessi stefna er oft kölluð að „halla sér upp í vindinn“ (e. leaning against the wind). Þar sem peningastefnan hér á landi miðast við verðvísitölu sem inniheldur húsnæðislið sem verður fyrir áhrifum frá markaðsvirði húsnæðis, má því segja að slík sveiflujöfnun sé að einhverju leyti innbyggð í mótun peningastefnunnar.⁶

Nokkur rök hníga því að því að peningastefnan eigi að miðast við vísitölu neysluverðs með húsnæðisliðnum fremur en án hans, en eins og rakið er í riti Seðlabanka Íslands (2010) fylgja þessu fyrirkomulagi einnig gallar og í raun er ekkert því til fyrirstöðu að breyta viðmiðunarvísitölu verðbólguþrýstingsins kjósi stjórnvöld að gera það. Hægt væri að miða stefnuna við vísitölu neysluverðs án húsnæðis en líklega væri nærtækara að miða hana við samræmdu vísitölu neysluverðs þar sem sú vísitala byggist á alþjóðlega samræmdri aðferðafræði sem myndi auðvelda alþjóðlegan samanburð. Eins og vísitala neysluverðs án húsnæðis inniheldur sú vísitala ekki kostnað vegna eigin húsnæðis. Aðrar útgjaldavogir eru hins vegar ólíkar þar sem þær byggjast á mismunandi aðferðafræði. Verðbólga miðað við samræmdu vísitöluna hefur einnig mælst að meðaltali heldur minni

6. Eins og rakið er í Seðlabanki Íslands (2010) eru skoðanir skiptar hvað þetta varðar og sumir hagræðingar efast um að rétt sé að beita vaxtastefnu seðlabanka til að vinna gegn eignabólum og telja betra að beita öðrum stjórntækjum til þess.

en ef miðað er við vísitölu neysluverðs, þótt munurinn sé minni en á milli vísitalna neysluverðs með og án húsnæðis (sjá mynd 1).⁷ Eins og fram hefur komið hér að framan stefnir Evrópusambandið að því að samræmd vísitala neysluverðs innihaldi einnig kostnað við að búa í eigin húsnæði og ECB telur það mikilvægt að svo verði.

Heimildir

- Aoki, K., (2001). Optimal monetary policy response to relative price changes. *Journal of Monetary Economics*, 48, 55-80.
- Breska fjármálaráðuneytið (2003). The new inflation target. Viðauki við bréf breska fjármálaráðherra til bankastjóra Englandsbanka 10. desember 2003.
- Clarida, R., J. Galí og M. Gertler (2002). A simple framework for international monetary policy analysis. *Journal of Monetary Economics*, 49, 877-904.
- Erceg, C. J., D. W. Henderson og A. T. Levin (2000). Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts. *Journal of Monetary Economics*, 46, 281-313.
- Hammond, G., (2010). State of the art of inflation targeting. Bank of England Centre for Central Banking Studies, *Handbook* nr. 29.
- Rósmundur Guðnason (2004). Hvernig mælum við verðbólgu? *Fjármálatíðindi*, 51, 33-54.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérít* nr. 4.
- Þórarinn G. Pétursson (2002). Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar. *Peningamál*, 2002/4, 52-61.

7. Verði þessu breytt getur verið eðlilegt að breyta einnig verðbólguþáttinum sjálfu, mæli hin nýja viðmiðun verðbólgu kerfisbundið aðra en vísitala neysluverðs gerir. Þannig má t.d. nefna að þegar bresk stjórnvöld breyttu mælikvarðanum á verðbólgu sem peningastefna Englandsbanka skyldi miða við árið 2003 var verðbólguþátturinn bankans einnig lækkað úr 2,5% í 2% enda hafði athugun leitt í ljós að samkvæmt samræmdu verðvísitölunni var verðbólgan nálægt ½ prósentu minni að meðaltali en hún var samkvæmt vísitölu smásöluverðs.