

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 26. ágúst sl., var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 0,9% í ágúst. Verðbólga fór því niður fyrir neðri fráviksmörk verðból gumarkmiðsins sem eru 1%. Samkvæmt sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er gert ráð fyrir að Seðlabankinn sendi ríkisstjórninni greinargerð víki verðbólga meira en 1½ prósentu frá markmiðinu. Fráviksmörkin fela ekki í sér aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans en að senda frá sér greinargerð þar sem gera skal grein fyrir ástæðum fráviks 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.

Verðbólguþróun undanfarið

Í lok árs 2014 fór verðbólga niður fyrir neðri fráviksmörk verðból gumarkmiðsins í fyrsta sinn frá upptöku þess. Það frávik reyndist þó ekki langvarandi því að einungis þremur mánuðum síðar var verðbólgan komin inn fyrir fráviksmörkin aftur. Síðan þá og þar til nýlega mældist verðbólga á bilinu 1½% til liðlega 2%, þ.e. undir verðból gumarkmiðinu en þó innan fráviksmarka. Verðbólga hefur nú hjaðnað þrjá mánuði í röð samhliða hækkun á gengi krónunnar og lítilli alþjóðlegri verðbólgu.

Verðbólga mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðis reyndist talsvert minni eða -0,9%, en síðan í ársbyrjun 2015 hefur verðbólga á þann mælikvarða verið undir 1%. Svo virðist sem undirliggjandi verðbólga hafi einnig farið minnkandi. Flestir mælikvarðar sem bankinn horfir til benda til þess að hún hafi verið á bilinu 1,3-2,1% í ágúst eða svipuð og í lok árs 2014, þegar mæld verðbólga var síðast undir fráviksmörkum. Undirliggjandi verðbólga jókst síðan líkt og mæld verðbólga.

Undanfarin misseri hafa verðhækkunar á húsnæði verið helsti drifkraftur ársverðbólgunnar og nam árshækkun húsnæðisliðar vísitölunnar 7,3% í ágúst. Undanfarna mánuði hefur framlag innlendrar vöru til ársverðbólgu einnig aukist. Þannig hækkaði verð á innlendum vörum um 2,4% í ágúst frá sama tíma í fyrra. Á móti innlendum

verðbólguþrýstingi vegur hækkun á gengi krónunnar, lækkun olíuverðs og lítil alþjóðleg verðbólga. Verðlag innfluttrar vöru lækkaði í ágúst um 3,1% milli ára í krónum talið, þar af lækkaði bensínverð um 9,7%. Aðrar hrávörur hafa einnig lækkað í verði. Á öðrum ársfjórðungi lækkaði verðlag annarrar hrávöru en olíu um tæplega 12% í krónum talið frá sama fjórðungi í fyrra.

Eins og rakið er í *Peningamálum* 2016/3, sem birt voru 24. ágúst sl., hafa verðbólguvæntingar einnig smám saman farið lakkandi og virðist kjölfesta þeirra við verðbólgu markmiðið hafa styrkst. Í ársbyrjun 2012 virtust markaðsaðilar t.d. vænta 4½% verðbólgu á næstu tíu árum en þær höfðu lækkað í 3% í ársbyrjun 2015. Í kjölfar kjarasamninga þá um vorið hækkðu verðbólguvæntingar tímabundið en voru á ný komnar niður í 3% í ágúst sl. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði sýnir áþekka þróun en það var um 5% í ársbyrjun 2012 og hafði lækkað í liðlega 3% snemma árs 2015. Það hækkaði á ný er leið á árið og var hæst um 4,8% um það leyti sem nýir kjarasamningar voru gerðir. Það hefur síðan lækkað á ný og var komið í markmið í byrjun september.

Verðbólguhorfur

Síðasta verðbólgu spá Seðlabankans var birt í *Peningamálum* 2016/3. Samkvæmt spánni verður verðbólga að meðaltali 1,2% á þriðja fjórðungi þessa árs en eykst síðan á ný í 2,2% á síðasta fjórðungi ársins. Verðbólgu mæling ágústmánaðar, sem var birt nokkrum dögum síðar en spáin, rímar ágætlega við nýjustu spá bankans. Samkvæmt henni eru töluverðar líkur á að verðbólga fari fljótlega aftur yfir neðri fráviksmörkin, jafnvel strax í næsta mánuði.

Eins og rakið er í *Peningamálum* 2016/3 virðist sem mikill viðskiptakjarabati undanfarin ár, lítil alþjóðleg verðbólga, gengishækkun krónunnar og aðhaldssöm peningastefna hafi að miklu leyti haldið aftur af kostnaðaráhrifum launahækkana undangenginna missera. Hækki gengi krónunnar hins vegar ekki frekar taka áhrif hennar smám saman að fjara út þegar líður á spátímann. Samkvæmt grunnspá *Peningamála* verður verðbólga komin í rúmlega 3% um mitt næsta ár en nær hámarki í 3,8% á fyrri hluta ársins 2018. Hún tekur síðan að hjaðna á ný og er gert ráð fyrir að hún verði komin niður fyrir 3% á fyrri hluta árs 2019. Rétt er að undirstrika að óvissa um gengisþróun á næstu misserum er meiri en verið hefur undanfarin ár í ljósi losunar fjármagnshafta.

Bankinn mun birta nýja þjóðhags- og verðbólguþá í *Peningamálum* sem gefin verða út 16. nóvember nk. Þar verður ítarlegt mat lagt á efnahags- og verðbólguhorfur og helstu áhættuþætti spárinnar.

Viðbrögð peningastefnunnar

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands tilkynnti hinn 24. ágúst ákvörðun sína um að lækka meginvexti Seðlabankans um 0,5 prósentur úr 5,75% í 5,25%. Eins og kemur fram í yfirlýsingu nefndarinnar telur hún að verðbólguhorfur hafi batnað þrátt fyrir að spenna sé byrjuð að myndast í þjóðarbúskapnum. Í ljósi hagstæðrar verðbólguþróunar, bættra verðbólguhorfa og vísbendinga um traustari kjölfestu langtímaverðbólguvæntinga er það mat nefndarinnar að hún geti haldið verðbólgu við markmið til millilangs tíma með lægri vöxtum en nefndin hafði áður talið.

Eftir sem áður telur nefndin þörf á nokkuð ströngu peningalegu aðhaldi svo að tryggja megi verðstöðugleika hér á landi til lengri tíma. Hagvöxtur er mikill og töluvert umfram langtíma leitnivöxt. Talið er að framleiðslulakinn í þjóðarbúskapnum hafi horfið í fyrra og að nokkurrar framleiðsluspennu sé tekið að gæta sem muni aukast fram á næsta ár. Atvinnuleysi er orðið lítið í sögulegu og alþjóðlegu samhengi og farið er að bera á skorti á vinnuafli. Launahækkningar hafa verið verulegar og langt umfram framleiðnivöxt. Launakostnaður á framleidda einingu hefur því hækkað umtalsvert og umfram það sem getur samrýmst 2½% verðbólgu til lengdar. Nafnvirði eftirspurnar hefur einnig vaxið hratt og jókst verg landsframleiðsla um liðlega 10% að nafnvirði í fyrra og um tæplega 7% á fyrri hluta þessa árs. Þótt hjöðnun verðbólguvæntinga veki vonir um sterkari kjölfestu þeirra á enn eftir að koma í ljós hversu vel langtímaverðbólguvæntingar haldast við markmið þegar tímabundnar sveiflur eiga sér stað í gengi og verðbólgu.

Aðstæður hér á landi eru að þessu leyti mjög ólíkar því sem þekkist í flestum öðrum iðnríkjum þótt verðbólga mælist svipuð um þessar mundir. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur verið töluvert undir væntingum og víða er enn töluverður slaki í þjóðarbúskapnum. Þá hafa laun í mörgum tilfellum lítið hækkað um langt skeið sem m.a. hefur verið dragbítur á vöxt eftirspurnar. Þessar aðstæður ásamt alþjóðlegri tilhneigingu til verðhjöðunar hafa leitt til þess að verðbólgan í mörgum viðskiptalandanna hefur verið undir markmiði um langt skeið. Seðlabankar hafa því víða haft áhyggjur af því að verðbólguvæntingar lækki frekar og verði um langt skeið undir markmiði. Hér á landi hefur

efnahagsbatinn hins vegar verið mun kraftmeiri en í viðskiptaríkjunum, hækkun launakostnaðar langt umfram það sem gerist í þróuðum ríkjum, slaki hefur snúist í spennu og þar til nýlega hafa verðbólguvæntingar verið fyrir ofan markmiðið. Allt þetta endurspeglast í hærri vaxtastigi hér á landi en í ýmsum nágrannaríkjum.

Í ljósi batnandi verðbólguhorfa og minnkandi verðbólguvæntinga taldi peningastefnunefndin á fundi sínum í ágúst eigi að síður tilefni til að lækka nafnvexti, enda höfðu raunvextir hækkað meira en nefndin hafði gert ráð fyrir í júní. Umtalsverð óvissa er um framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga á næstu misserum og framundan eru stór skref í losun fjármagnshafta. Því er ekki hægt að fullyrða um næstu skref nefndarinnar.

Næsta vaxtaákvörðun peningastefnunefndar verður birt 5. október nk.