

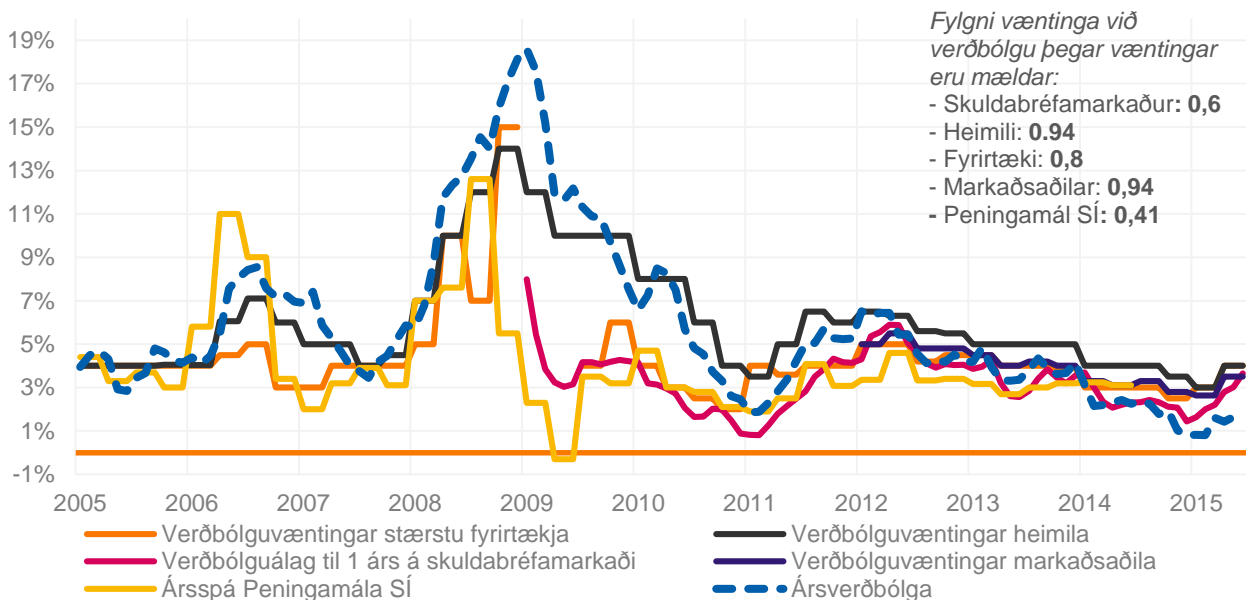
27. júlí 2015

## Eru verðbólguvæntingar kerfisbundið skakkar?

Öllum sem fylgjast með íslenskum fjármálamarkaði er ljóst að verðlagsbreytingar hafa mikil skammtímaáhrif á verðbólguvæntingar. Þetta sést glögglega á myndinni hér að neðan, enda er fylgni verðbólguvæntinga til eins árs og ársverðbólgu á þeim tíma sem væntingarnar eru mældar á bilinu 0,41-0,95.

En hvernig rætast væntingar um verðbólgu? Er eitthvað mynstur í væntingamyndun markaðarins sem kemur ekki heim og saman við undirliggjandi þætti?

Verðbólga og verðbólguvæntingar á þeim tíma sem þær eru mældar



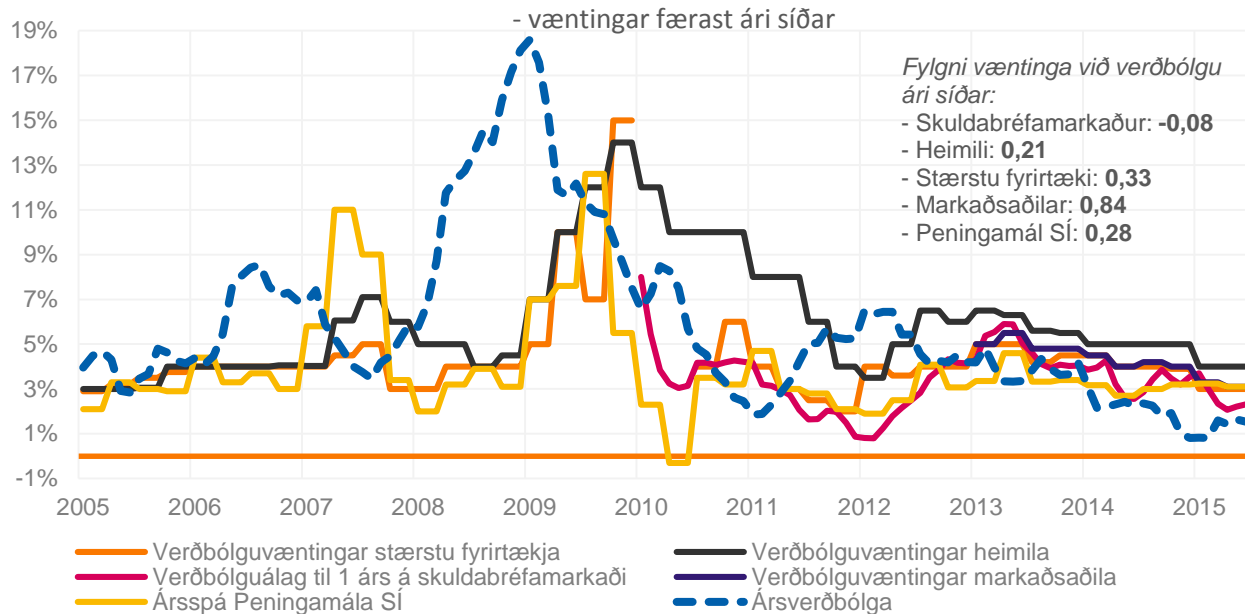
Heimildir: Peningamál Seðlabanka Íslands. Greiningardeild Arion banka. Verðbólguvæntingar koma úr könnun Seðlabankans. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði er reiknað af Seðlabankanum og mánaðar meðaltal.

## Verðbólguþá- og væntingar eru almennt skakkar

Sé horft til spágildis verðbólguvæntinga síðastliðin 10 ár eða svo, er nokkuð augljóst að það er mjög takmarkað, eins og myndin hér að neðan sýnir. Spár Seðlabankans eru þar ekki undantekning. Enn fremur er fylgni verðbólgu og væntinga um hana ári áður afar lítil. Á skuldabréfamarkaði er hún t.d mjög lítil og neikvæð, svo það lítur út fyrir að spágildi skuldabréfamarkaðarins sé í besta falli takmarkað. Hjá öðrum er fylgnin jákvæð á bilinu 0,21-0,84. Lang hæst er fylgni verðbólgu og væntinga markaðsaðila í ársfjórðungslegum könnunum Seðlabankans. Þó hafa þær kannanir einungis verið framkvæmdar í rúm 3 ár og hafa markaðsaðilar á þeim tíma undantekningalaust búist við meiri verðbólgu en raunin varð.

Rétt er að hafa í huga að fylgni og myndir segja ekki nema brot af sögunni og ekki skal draga of sterkar ályktanir af þeim. Auk þess er hér að mestu leyti byggt á ársfjórðungsgögnum og gagnasafnið er lítið en æskilegt væri að tíðni mælinga væri hærri og gagnasafnið stærra. Einnig má deila um hversu nákvæmir mælikvarðanir sem hér eru notaðir eru á raunverulegar verðbólguvæntingar.

## Verðbólga samanborið við hvernig væntingar stóðust



Heimildir: Peningamál Seðlabanka Íslands. Greiningardeild Arion banka.

### Hefur einhver væntingamælikvarði meira spágildi en aðrir?

Spyrja má þá hvort að einhver mælikvarði sé betri en annar á ársverðbólgu í framtíðinni. Hér að neðan er tafla þar sem má sjá frávik væntinga/spáa frá verðbólgu ári síðar. Staðalfrávik lýsir vel hvernig frávik væntinga sveiflast með verðbólgu – sé það 0% fylgir frávik við verðbólgu fullkomlega. Sé tekið tímabilið frá 2003 annars vegar og 2009 hins vegar, er það lægst hjá stærstu fyrirtækjum, en þó litlu lægra en í spá Seðlabankans sem birtist í Peningamálum. Síðan 2012 hafa markaðsaðilar og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði sveiflast minnst frá þróun verðbólgu.

En staðalfrávik segir ekki nema hálfá söguna. Mögulegt er að hafa 0% staðalfrávik, en spá þá alltaf 50 prósentustigum meiri verðbólgu en síðar verður. Fullkomin spá hefði því 0% staðalfrávik og 0% spáfrávik að meðaltali. Frá 2003 hafa heimilin verið að meðaltali næst 0% frávik, þó að frá 2009+ hafi þau ofmetið verðbólgu um nærri 3%. Síðan 2009 hefur skuldabréfamarkaðurinn verið að meðaltali næst 0%, en Seðlabankinn frá 2012. Í stuttu máli er því ekki að sjá að einhver af ofangreindum mælikvörðum sé áberandi betri en annar, sérstaklega þar sem spágildið sveiflast mikið milli tímabila, t.d. ef borin eru saman 2009+ til 2012+ í Peningamálum Seðlabankans.

Verðbólguvæntingar <sub>t-4</sub> – verðbólga <sub>t</sub>		Peningamál Sí	Stærstu fyrirtæki	Heimili	Markaðsaðilar	Skuldabréfa- markaður
2003+	Staðalfrávik	3,8%	3,7%	4,1%		
	Meðaltal	-1,9%	-1,3%	0,2%		
2009+	Staðalfrávik	2,5%	1,8%	2,3%		2,3%
	Meðaltal	-0,9%	0,4%	2,6%		-0,1%
2012+	Staðalfrávik	1,0%	0,7%	0,8%	0,6%	0,6%
	Meðaltal	0,7%	1,5%	2,8%	1,7%	1,7%
Næst 0%		Fjærst 0%	t: ársfjórðungur			

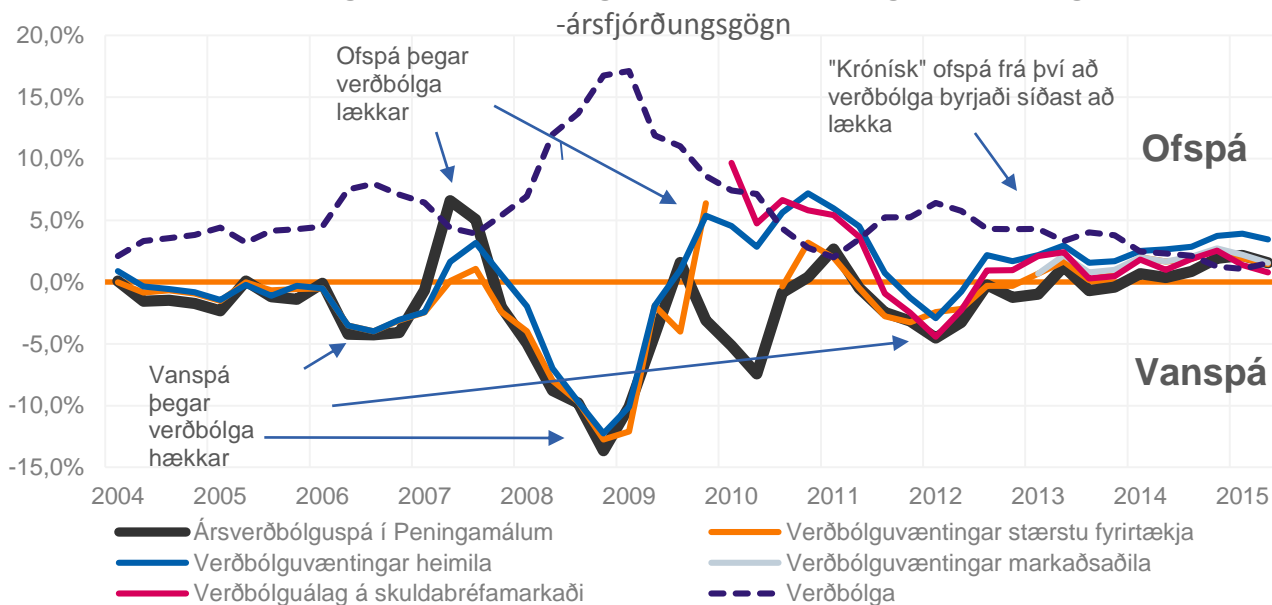
Heimildir: Peningamál Seðlabanka Íslands. Greiningardeild Arion banka.

Það vekur einnig athygli okkar að að verðbólguálag, eða mismunur ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, hefur verið svipuðu róli en væntingar annarra. Ástæðan er sú að í verðbólugálaginu felst í raun ekki einungis verðbólguálag heldur einnig áhættuálag vegna þess að mikil óvissa er um verðbólgu. Ef svo er ætti verðbólguálag eins og það er hér mælt að vera hærra en verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði eru í raun og veru. Um þetta er þó erfitt að fullyrða, m.a. þar sem gagnasafnið er mjög lítið.

### Eru einhverjar kerfisbundnar skekkjur í verðbólguvæntingum?

Með því að setja upp frávikin á mynd með verðbólgu virðist koma í ljós einhverskonar mynstur. Í fyrsta lagi eru verðbólguálag nær undantekningalaust ekki fyrirsjáanleg ári áður þar sem verðbólgu er iðulega vanspáð ef hún hækkar. Það er skiljanlegt, enda ótalmargir og oft ófyrirsjáanlegir þættir sem hafa áhrif á verðbólgu. Það sem skýtur þó nokkuð skökku við er tilhneiging verðbólguvæntinga til að fylgja óvæntum verðbólguálagum sem leiðir svo til þess að verðbólgu verður ofspáð ári síðar. Á myndinni eru þrjú nokkur skýr dæmi um þetta, t.d. hefur ársverðbólga lækkað jafnt og þétt frá 2012 en á sama tíma hefur henni oftast verið ofspáð.

## Væntingar um ársverðbólgu ári áður að frádræginni verðbólgu



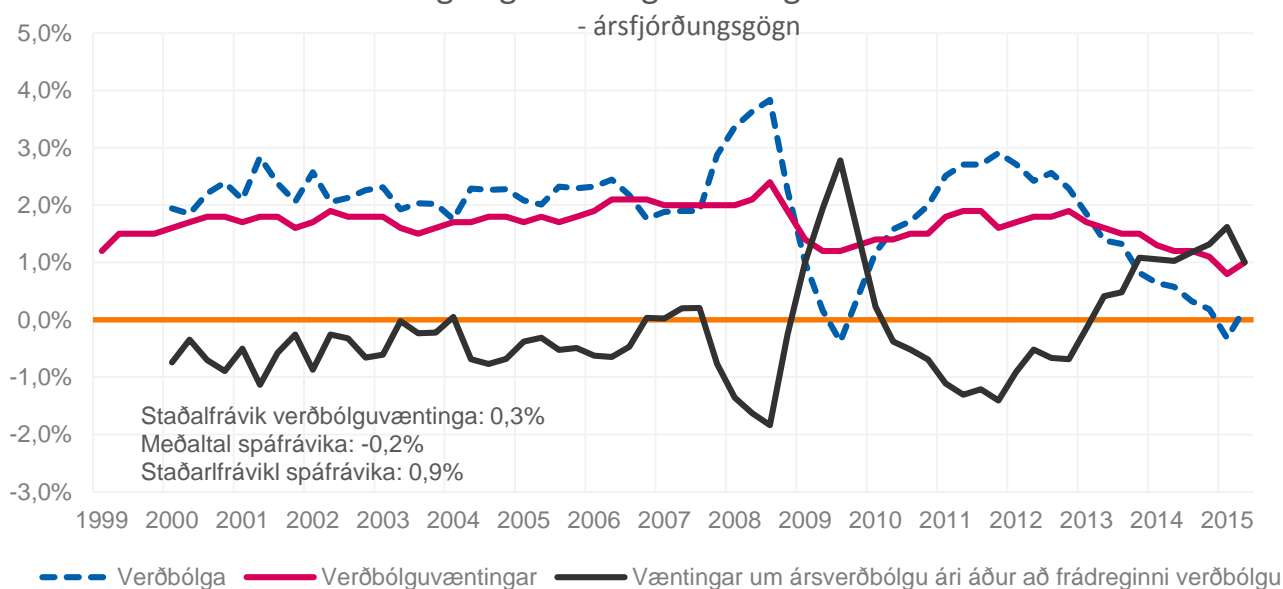
Heimildir: Seðlabanki Íslands. Greiningardeild Arion banka.

Tilgáta okkar er því sú að verðbólga, eins og hún mældist árið áður, hefur áhrif til hækkunar verðbólguþáfrávika. Það verður verðbólguþáfrávik, sem leiðir til þess að verðbólguvæntingar yfirskjóta svo í kjölfarið verður verðbólga ofspáð. Tölfræðileg greining okkar styður við þessa tilgátu.

## Evrusvæðið: Væntingar í fastari skorðum ef verðbólga er lág og stöðug

Á evrusvæðinu hefur verðbólga verið frekar stöðug frá því að evran var sett á laggirnar. Það hafa verðbólguvæntingar verið sömuleiðis. Sérstaklega er athyglisvert að við verðbólguþáfrávik 2008 annars vegar og verðhjöðnun 2009 hins vegar, högguduust verðbólguvæntingar lítið, ólíkt því sem virðist vera á Íslandi. Á milli verðbólgu og verðbólguvæntinga er talsverð fylgni, en samhengið er hugsanlega ekki eins sterkt og á Íslandi. Vegna sterkar kjölfestu verðbólguvæntinga hafa spáfrávik sveiflast nokkuð síðustu ár, en þó lítið í samanburði við Ísland.

## Verðbólga og verðbólguvæntingar á evrusvæðinu



Heimildir: Evrópski seðlabankinn. Væntingar byggðar á „Survey of professional forecasters“

### Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir  
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller  
elvar.moller@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson  
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Konráð S. Guðjónsson  
konrad.gudjonsson@arionbanki.is

### Forstöðumaður

Stefán Broddi Guðjónsson  
stefan.gudjonsson@arionbanki.is  
444-6959