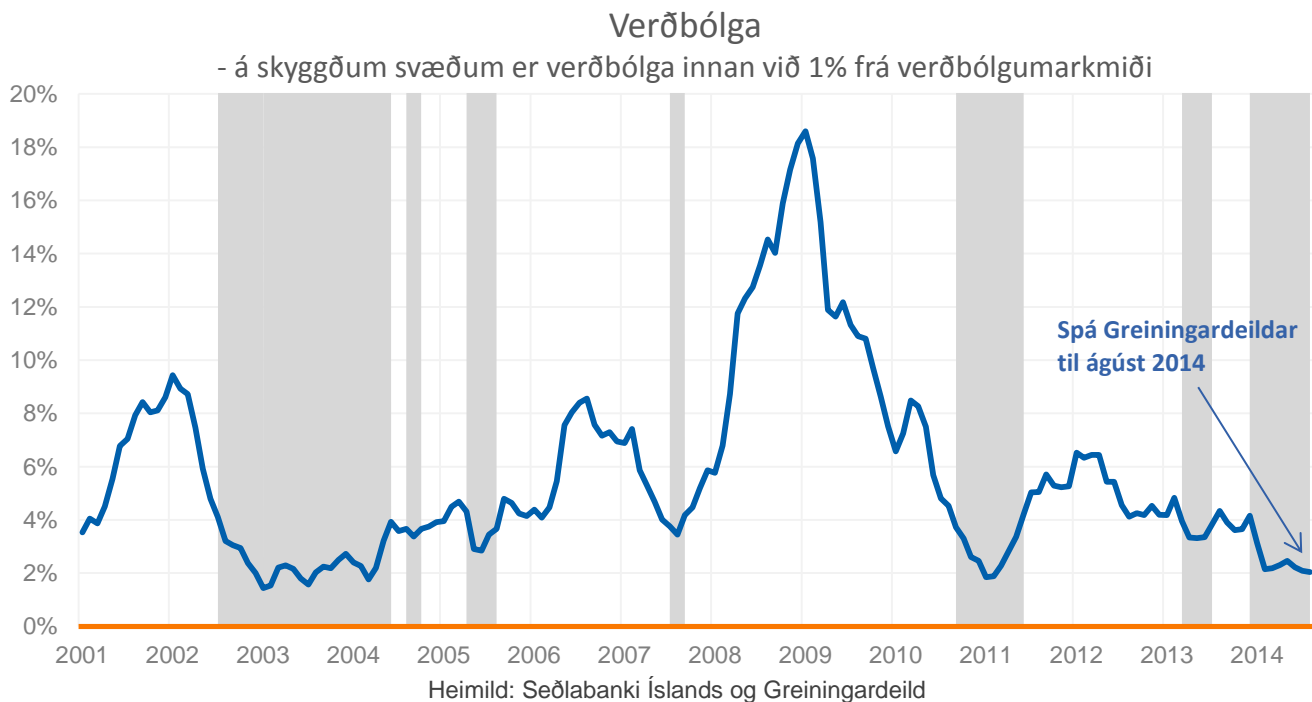
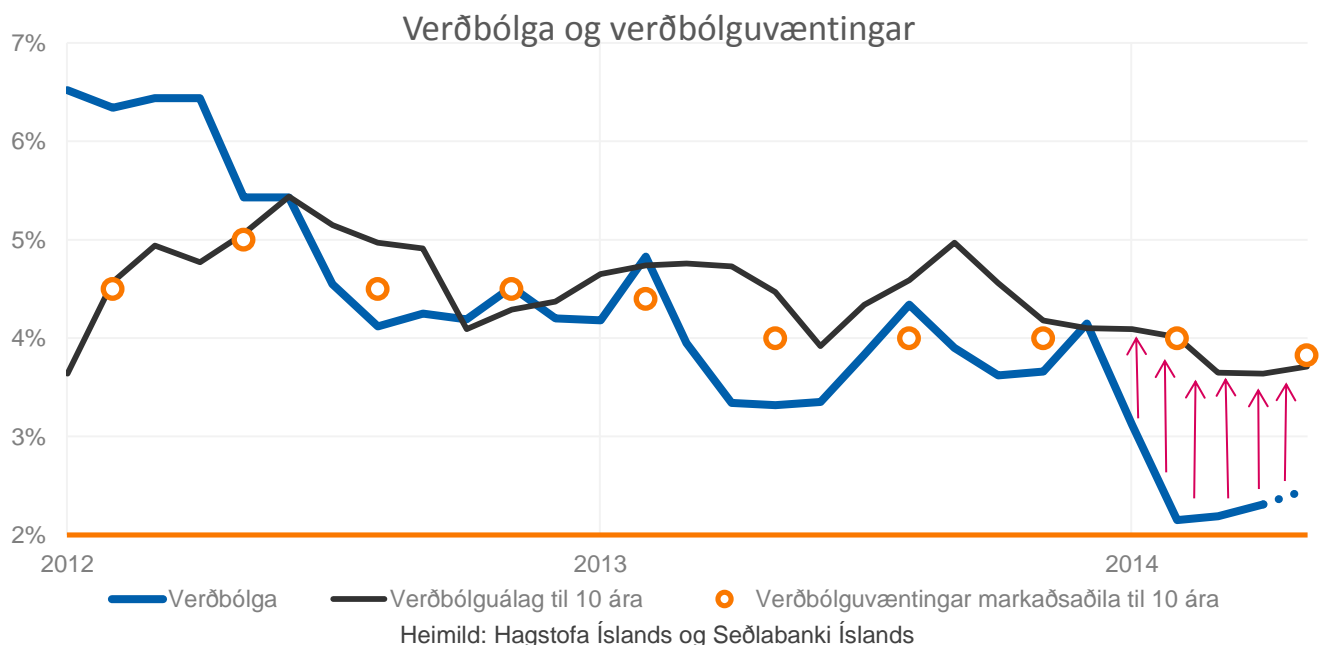


Á verðbólgu sjó án kjölfestu

Töluverður árangur hefur náðst í peningastefnunni undanfarið, en ef fram fer sem horfir stefnir í lengsta tímabil lágrar og stöðugar verðbólgu (á bilinu 1,5-3,5%) frá árinu 2004. Vandinn er helst sá hve lítið þurfti til að bæta fyrri árangur peningastefnunnar, en verðbólga hefur ekki haldist samfelld innan prósentis frá verðbólgu markmiði lengur en tæp tvö ár frá upptöku verðbólgu markmiðs.

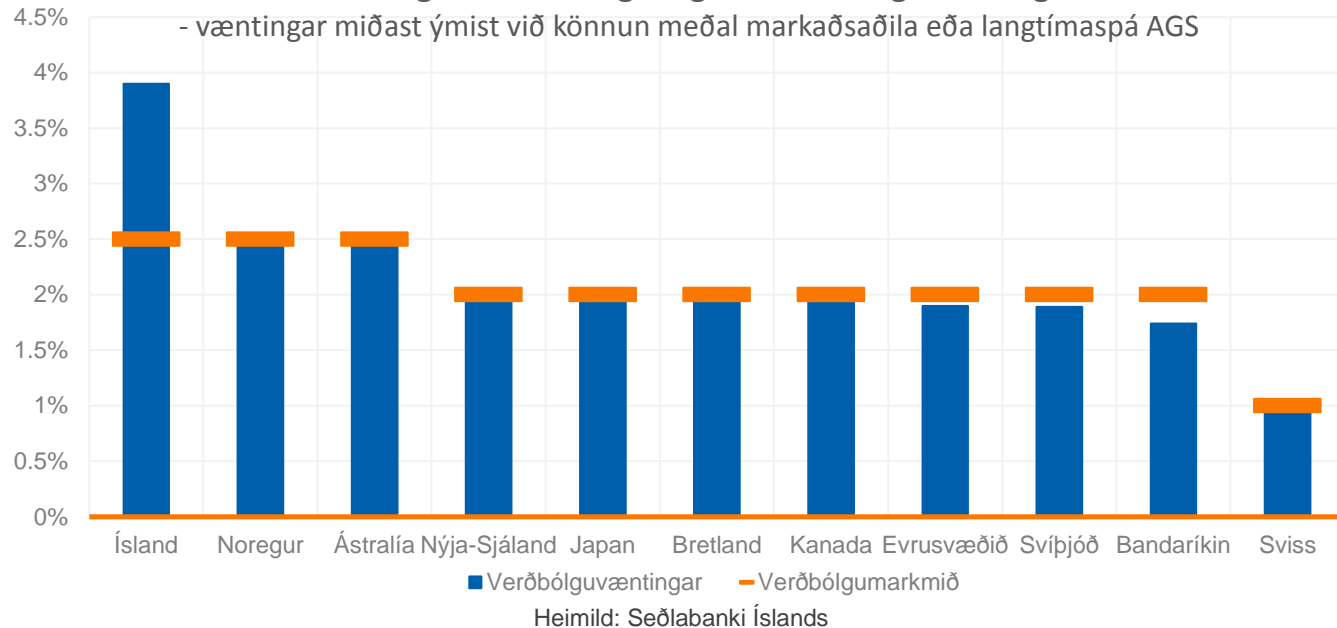


Þessi slægi sögulegi árangur í baráttunni við verðbólgu hafa orsakað nokkuð djúpstætt vantraust á getu Seðlabankans til að ná og viðhalda verðbólgu markmiði sínu, sem endurspeglast fyrst og fremst í því hve háar verðbólgu væntingar eru. Til lengri tíma eru þær jafnframt töluvert þrálátar, en þrátt fyrir að verðbólga hafi nú mælst undir markmiði Seðlabankans frá áramótum hafa langtímaverðbólgu væntingar hangið í kringum 4 prósent.



Þessi þróun sker sig frá ýmsum nágrannalöndum okkar þar sem verðbólguvæntingum hefur verið veitt kyrfileg kjölfesta við verðbólguþátt, líkt og sjá má á myndinni að neðan.

Verðbólguþáttur og langtíma-verðbólguvæntingar



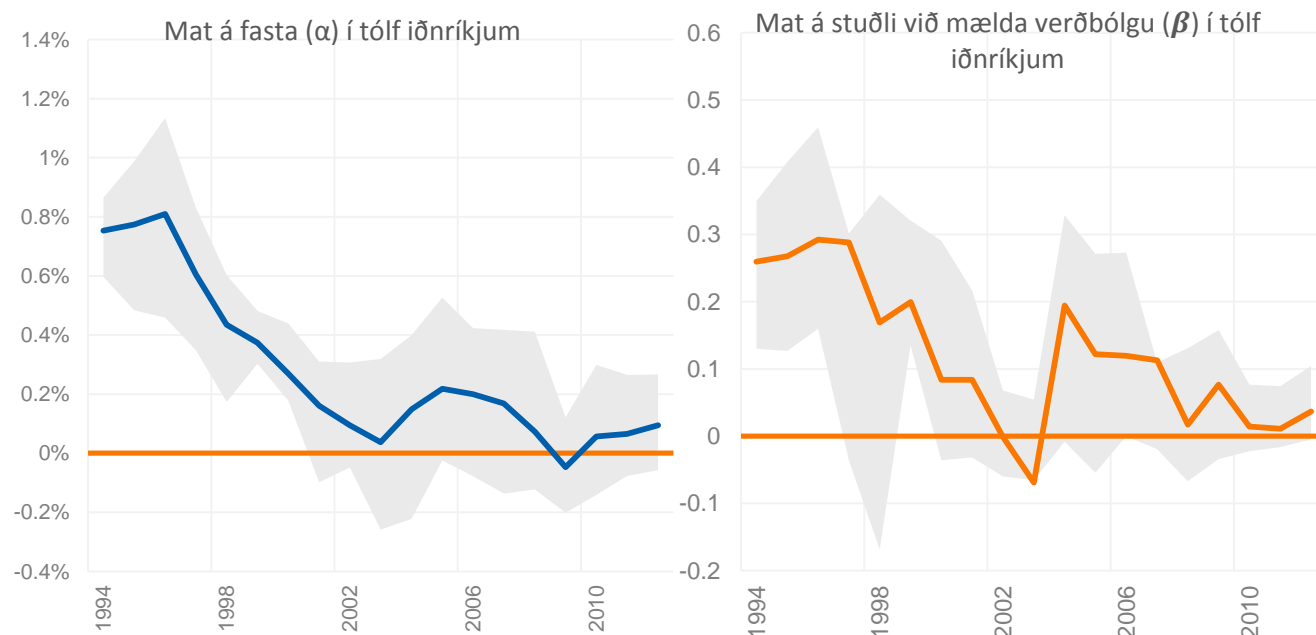
Tölfræðimat bendir til lélegrar kjölfestu á Íslandi

En hversu sterk er þessi kjölfesta og hvernig hefur hún þróast yfir tíma á Íslandi og í umheiminum? Hægt er að fá hugmynd um það með því að meta hið einfalda samband...

$$\begin{aligned} &Frávik\ verðbólguvæntinga\ frá\ markmiði_t \\ &= \alpha + \beta \times Frávik\ verðbólgu\ frá\ markmiði_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

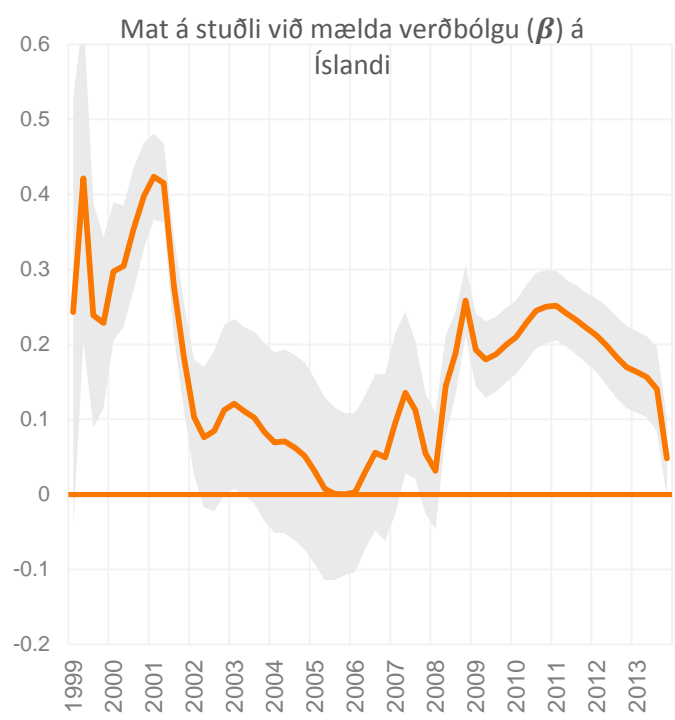
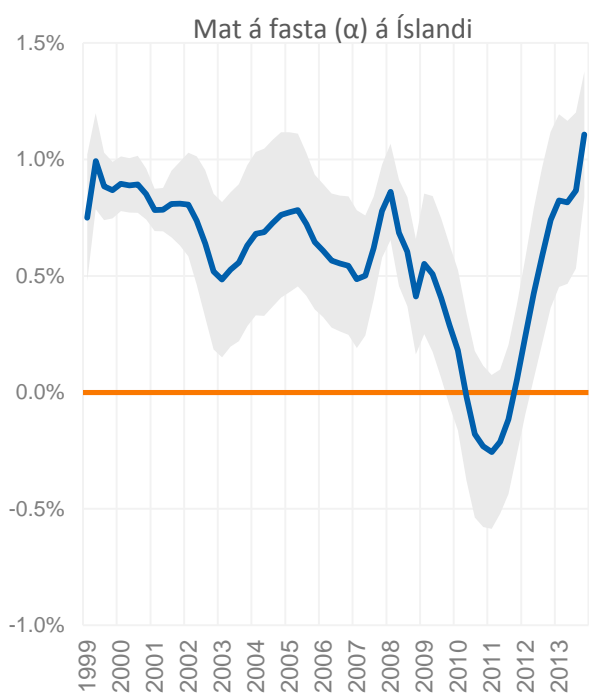
...en þar tákna α hversu kyrflega verðbólguvæntingar miðast við markmið og stuðullinn β hversu mikil áhrif mæld verðbólga hefur á væntingamyndun hverju sinni. Þegar peningastefnan nýtur trausts eru báðir stuðlarnir nærri núlli, þ.e. verðbólguþáttur veitir verðbólguvæntingum kjölfestu og markaðsaðilar treysta því að þótt verðbólga víki tímabundið frá markmiði þá muni peningayfirvöld geta náð markmiði sínu að nýju til lengri tíma.

Líkt og sjá má á myndunum hér að neðan, sem sýna 5 ára hlaupandi aðhvarfsgreiningu á stuðlunum tveimur í tólf iðnríkjum, hefur mörgum verðbólguþáttuþáttum tekist að festa verðbólguvæntingar við markmið. Með öðrum orðum hafa stuðlarnir færst nær núlli. Hinsvegar vekur athygli hve langan tíma það virðist taka peningastefnuna að öðlast trúverðugleika – hve hægt stuðlarnir hafa nálgast núll.



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. Gögn frá Kanada, Noregi, Svíþjóð, Sviss, Bretlandi, Þýskalandi, Spáni, Frakklandi, Ítalíu, Hollandi, Japan og Bandaríkjunum. Verðbólguvæntingar eru til fimm ára eftir fimm ár og miðast við væntingakönnun. Gráa svæðið sýnir efri og neðri fjórðungsmörk stuðlamatsins fyrir löndin 12.

Á Íslandi er þessum árangri ekki fyrir að fara þrátt fyrir að verðbólga hafi gengið niður eftir verðbólguþrotið 2009. Þegar sama stuðlamat er framkvæmt á grundvelli íslenskra gagna kemur í ljós að þessir trúverðugleikastikar eru báðir frábrugðnir núlli svo nokkru nemur og hafa ekki samtímis færst nær núlli undanfarnin fimmtán ár. Með öðrum orðum er ekki að sjá að verðbólguvæntingar á Íslandi hafi öðlast betri kjölfestu á umliðnum árum.



Heimild: Greiningardeild. Verðbólguvæntingar eru álag á skuldabréfamarkaði til langs tíma. Gráa svæðið sýnir eitt staðalfrávik.

Af hverju skipta verðbólguvæntingar máli?

Verðbólguvæntingar til framtíðar hafa töluverð áhrif á verðbólgu í nútíð. Þegar einstaklingar búast við hárrí verðbólgu eru þeir t.d. líklegri til að krefjast hærri launa, og hærri laun setja samstundis þrýsting á verðlag.

Þegar verðbólguvæntingar eru lausar í reipunum er því hætt við að eftirspurnarhvetjandi aðgerðir seðlabanka skili sér hraðar og meira út í verðlag en ella og hafi því minni áhrif á framleiðslu og atvinnustig. Þegar væntingar eru fastar við markmið er þessu aftur á móti öfugt farið; þá er líklegra að eftirspurnarhvetjandi aðgerðir hafi fyrst og fremst áhrif á framleiðslu og atvinnustig, en minni áhrif á verðlag.

Þetta er reynsla margra nágrannaríkja Íslands, en til dæmis hafa seðlabankar Bandaríkjanna, Evrusvæðisins og Bretlands getað lækkað vexti og stundað hraustlega peningalega þenslu án þess að verðbólga færi úr böndunum eða verðbólguvæntingar hreyfðust úr stað, og þannig stutt við hagkerfi landanna. Þetta er þeim kleift, því öll svæðin tóku út verðbólguhjöðnun á síðari hluta 20. aldar sem festi trúverðugleika seðlabanka þeirra í sessi og veitti verðbólguvæntingum kjölfestu. Slík verðbólguhjöðnun getur verið bæði sársaukafull og kostnaðarsöm. Ef vel tekst til skapar hún aukið svigrúm fyrir seðlabanka til að víkja tímabundið frá verðbólguþroti í framtíðinni til þess að bregðast við efnahagslegum erfiðleikum án þess að stefna verðstöðugleika í hættu.

Verðbólguvæntingar lykilstærð í augum peningastefnunefndar

Það er greinilegt að þessi sjónarmið eru peningastefnunefnd ofarlega í huga um þessar mundir. Á þarsíðasta fundi nefndarinnar kom t.d. til álita að lækka vexti um 25 punkta, en á endanum voru nefndarmenn sammála um að jafnvel þótt verðbólguhorfur hefðu batnað væri ekki tímabært að lækka vexti, meðal annars þar sem lengri tíma verðbólguvæntingar virtust enn vera töluvert yfir verðbólguþrotið. Svipað stef birtist í síðustu yfirlýsingu nefndarinnar, en þar kemur fram að háar langtímaverðbólguvæntingar skapi óvissu um varanleika þess árangur sem peningastefnan hefur náð að undanfögnu.

Að okkar mati eru verðbólguvæntingar á mismunandi mælikvarða því lykilbreyta þegar kemur að því að spá fyrir um vaxtastefnuna horft fram á veginn, en við teljum að peningastefnunefnd vilji festa traust á getu og vilja peningastefnunnar til að ná markmiðum sínum mun betur í sessi áður en slakara vaxtaáhdald kemur til greina. Miðað við þann algjöra kjölfestuskort verðbólguvæntinga sem birtist í aðhvarfsgreiningunni hér að ofan er tæpast vanþörf á.

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

Erna Björg Sverrisdóttir
erna.sverrisdottir@arionbanki.is

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is

Regína Bjarnadóttir
regina.bjarnadottir@arionbanki.is
444-6969

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

[Hér má finna fyrirvara](#)