



4. október 2018
1809071

Nefndasvið Alþingis
Austurstræti 8-10
101 Reykjavík

Með tölvupósti dags. 21. september 2018 óskaði efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis eftir umsögn Seðlabanka Íslands um frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 38/2001 um vexti og verðtryggingu, 16. mál.


Á undanförunum árum hefur Seðlabanki Íslands veitt allmargar umsagnir um áþekk mál. Hinar síðustu voru sem hér segir: Í apríl 2018 veitti bankinn umsögn um frumvarp til laga um vexti og verðtryggingu (húsnæðisliður vísitölu neysluverðs), 246. mál. Í mars 2018 veitti bankinn umsögn um tillögu til þingsályktunar um upptöku samræmdrar vísitölu neysluverðs, 135. mál. Í greinargerð með þeirri tillögu kom fram að hún hefði fyrst verið lögð fram á 145. löggjafarþingi (643. mál) og endurflutt á 146. þingi (58. mál). Umsögn var veitt um hana á þeim tíma. Þá veitti bankinn í mars 2012 umsögn um frumvarp til laga um breytingu á lögum um vexti og verðtryggingu, 96. mál, þar sem lagt var til hámark á vexti verðtryggðra útlána.


Auk rammagreinar úr Peningamálum fylgja umsagnirnar bréfi þessu. Í þeim er fjallað um efnisatriðin sem felast í frumvarpinu sem óskað var umsagnar um nú. Af þeim má vera ljóst að Seðlabanki Íslands mælir gegn breytingunum sem felast í frumvarpinu.

Minnt er á að í maí sl. var samþykkt þingsályktun um mat á forsendum við útreikning verðtryggingar. Starfshópur sérfræðinga skal m.a. meta kosti og galla þess að miða verðtryggingu fjárskuldbindinga við vísitölu neysluverðs án húsnæðisliðar. Samkvæmt ályktuninni flytur ráðherra Alþingi skýrslu með helstu niðurstöðum fyrir árslok 2018.

Virðingarfyllt

SEÐLABANKI ÍSLANDS


Már Guðmundsson
seðlabankastjóri


Þórarinn G. Pétursson
aðalhogfræðingur

Fylgiskjöl: Valdar umsagnir Seðlabanka Íslands frá 2012, 2017 og 2018.
Rammagrein 2 úr Peningamálum 2016/4: *Húsnæðisliðurinn í vísitölu neysluverðs.*

SEÐLABANKI ÍSLANDS

KALKOFNSVEGI 1 - 101 REYKJAVÍK

SÍMI: 569 9600 - NETFANG: seðlabanki@seðlabanki.is - BRÉFASÍMI: 569 9605



6. apríl 2018
1803089

Nefndavið Alþingis
nefnasvid@althingi.is
Austurstræti 8-10
101 Reykjavík

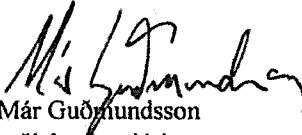
Með tölvupósti dags. 22. mars 2018 óskaði efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis eftir umsögn Seðlabanka Íslands um frumvarp til laga um vexti og verðtryggingu (húsnæðisliður vísitölu neysluverðs), 246. mál.

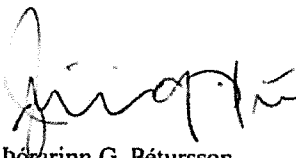
Með bréfi dags. 8. mars sl. veitti Seðlabanki Íslands umsögn um tillögu til þingsályktunar um upptöku samræmdrar vísitölu neysluverðs, 135. mál. Í greinargerð með þeirri tillögu kom fram að hún hefði fyrst verið lögð fram á 145. löggjafarþingi (643. mál) og endurflutt á 146. þingi (58. mál).

Í febrúar 2017 veitti Seðlabanki Íslands umsögn um tillöguna sem þá hafði verið lögð fram (58. mál). Í henni var ítarlega fjallað um atriði sem skipta máli við umfjöllun um frumvarpið sem nú er leitað eftir umsögn um og er engu við hana að bæta nú. Afrit af umsögn bankans frá 8. mars sl. og af þeirri frá 22. febrúar 2017 fylgja umsögn þessari til nefndarinnar.

Virðingarfyllst,

SEÐLABANKI ÍSLANDS


Már Guðmundsson
seðlabankastjóri


Þórarinn G. Pétursson
aðalhogfræðingur

Fskj: Umsögn Seðlabanka Íslands dags. 8. mars 2018
Umsögn Seðlabanka Íslands dags. 22. febrúar 2017



8. mars 2018
1803015


Nefndavið Alþingis
nefnasvið@althingi.is
Austurstræti 8-10
101 Reykjavík


Með tölvupósti dags. 5. mars 2018 óskaði efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis eftir umsögn Seðlabanka Íslands um tillögu til þingsályktunar um upp-töku samræmdrar vísitölu neysluverðs, 135. mál. Í greinargerð með tillögunni kemur fram að hún hafi fyrst verið lögð fram á 145. löggjafarþingi (643. mál) og endurflutt á 146. þingi (58. mál).

Í febrúar 2017 veitti Seðlabanki Íslands umsögn um tillöguna sem þá hafði verið lögð fram (58. mál). Við þá umsögn er engu að bæta nú og fylgir afrit af henni bréfi þessu til nefndarinnar.

Virðingarfyllt

SEÐLABANKI ÍSLANDS


Már Guðmundsson
seðlabankastjóri


Þórarinn G. Pétursson
aðalhogfræðingur

Fskj.: Umsögn Seðlabanka Íslands dags. 22. febrúar 2017

SEÐLABANKI ÍSLANDS

KALKOFNSVEGI 1 101 REYKJAVÍK

SÍMI 569 9600 NETFANG sedlabanki@sedlabanki.is BRÉFASÍMI 569 9605



22. febrúar 2017
1702035

Nefndasvið Alþingis
nefundasvid@althingi.is
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Með tölvupósti dags. 6. febrúar 2017, óskaði efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis eftir umsögn Seðlabanka Íslands um tillögu til þingsályktunar um upptöku samræmdrar vísitölu neysluverðs, mál 58.

Þingsályktunartillaga um sama efni var lögð fram á 145. löggjafarþingi en var ekki afgreidd (643. mál). Hún gengur út á að fjármála- og efnahagsráðherra skipi starfshóp óháðra sérfræðinga sem greini kosti og galla þess að gera breytingar á útreikningi verðbólgu og verðtryggingar þannig að framvegis verði notuð samræmd vísitala neysluverðs í stað vísitölu neysluverðs.

Í yfirskrift tillögunnar segir að hún sé „til þingsályktunar um upptöku samræmdrar vísitölu neysluverðs“. Ekki er fyllilega ljóst hvað átt er við. Samræmd vísitala neysluverðs (e. Harmonised Index of Consumer Prices, HICP) er vísitala sem er reiknuð samkvæmt staðlaðri aðferð fyrir öll lönd Evrópska efnahagssvæðisins. Hún hefur verið mæld og birt fyrir Ísland frá árinu 1995 og reglulega er fjallað um þróun verðbólgu samkvæmt henni í *Peningamálum* Seðlabanka Íslands. Í ritinu hafa einnig reglulega verið birtar rammagreinar þar sem fjallað er um kosti og galla mismunandi mælikvarða á verðbólgu, þ.m.t. samanburð á samræmdu vísitölu og vísitölu neysluverðs, nú síðast í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2016/4.

Hið formlega verðbólguþéttmið Seðlabanka Íslands er skilgreint út frá vísitölu neysluverðs, þótt peningastefnunefnd bankans horfi auðvitað einnig til ýmissa annarra mælikvarða á verðbólgu við mótun peningastefnunnar, þ.á m. hinnar samræmdu vísitölu neysluverðs. Í fyrrgreindri rammagrein í *Peningamálum* er fjallað um mismunandi sjónarmið við val á viðmiði verðbólguþéttmiðs peningastefnunnar. Um kosti og galla þessara valkosta er einnig fjallað í ritum bankans „Peningastefnan eftir höft“ (*Sérriit*, nr. 4, 2010) og „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“ (*Sérriit*, nr. 7, 2012, kafli 3). Við endurskoðun á ramma peningastefnunnar sem nú stendur fyrir dyrum verður þetta einnig eitt af því sem tekið verður til skoðunar.

Hvað varðar verðlagsviðmið verðtryggðra lánasamninga virðist eðlilegt að svarið við þeirri spurningu ráðist af því hver yrði niðurstaðan um val

SEÐLABANKI ÍSLANDS

KALKOFNSVEGI 1 · 101 REYKJAVÍK

SÍMI 569 9600 NETFANG sedlabanki@sedlabanki.is BREFASÍMI 569 9605

SEÐLABANKI ÍSLANDS

á verðlagsviðmiði verðbólguþéttis peningastefnunnar. Ástæðan er sú að peningastefnan mun fyrst og fremst horfa til þess að tryggja litla og stöðuga verðbólgu á þann mælikvarða sem verðbólguþéttis er miðað við. Verðbólguþéttur verðtryggðra fjármálagerna sem miða við sama verðbólguviðmið og peningastefnan ætti því að öðru óbreyttu að vera stöðugri en verðbólguþéttur fjármálagerna sem miða við annan mælikvarða á verðbólgu.

Þegar tekin er afstaða til þess hvort breyta eigi viðmiði verðtryggðra lánasamninga þannig að þeir miðist framvegis við samræmda vísitölu neysluverðs þarf að hafa í huga að verðbólga þannig mæld hefur að jafnaði sveiflast meira en verðbólga á mælikvarða vísitölu neysluverðs. Að nokkru leyti kann það að vera afleiðing þess að peningastefnan hefur miðast við vísitölu neysluverðs, eins og rakið er að ofan, en einnig virðist húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hafa haft tilhneigingu til að sveiflast í gagnstæða átt við gengi erlendra gjaldmiðla. Þannig hefur myndast innbyggð sveiflujöfnun í vísitölu neysluverðs sem ekki er til staðar í samræmdu vísitölunni (sjá rammagrein 2 í *Peningamálum* 2016/4). Breyting á viðmiðun lánasamninga gæti því leitt til meiri sveiflna í afborgunum verðtryggðra lána.

Þetta sést glögglega í töflu 1 sem sýnir meðalverðbólgu og staðalfrávik hennar yfir mismunandi tímabil, miðað við vísitölu neysluverðs með og án húsnæðis og samræmda vísitölu neysluverðs. Eins og sjá má hefur staðalfrávik verðbólgu sem mæld er með vísitölu neysluverðs verið um 1 prósentu minna en staðalfrávik vísitölu neysluverðs án húsnæðis og samræmdu vísitölunnar þegar horft er yfir allt tímabilið sem mælingar um árlega verðbólgu eru til fyrir allar þrjú mælikvarðanna (janúar 1996 til desember 2016). Sama niðurstaða fæst þegar horft er til tímabilsins frá því að verðbólguþéttis var tekið upp og þegar því tímabili er skipt í tvö jafnlöng tímabil. Hið sama gerist þegar horft er á þróun síðustu fimm ára.

Tafla 1. Meðaltal og staðalfrávik verðbólgu miðað við mismunandi verðlagsvísitölur

	Meðaltal (%)			Staðalfrávik (%)		
	Vísitala neysluverðs	Vísitala neysluverðs án húsnæðis	Samræmd vísitala	Vísitala neysluverðs	Vísitala neysluverðs án húsnæðis	Samræmd vísitala
1996-2016	4,5	4,0	4,3	3,4	4,4	4,4
2001-2016	5,1	4,5	4,9	3,6	4,9	4,8
2001-2008	5,6	4,4	4,8	3,6	4,4	4,3
2009-2016	4,5	4,7	5,1	3,6	5,3	5,3
2012-2016	2,9	2,0	2,5	1,5	2,3	2,4

Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs var 1,9% í desember sl. en mun minni ef horft er til vísitölu neysluverðs án húsnæðis (-0,8%) eða samræmdu vísitölunnar (-0,1%). Eins og taflan sýnir er þessi munur óvenju mikill í sögulegu samhengi. Yfir allt tímabilið frá árinu 1996 og frá upptöku verðbólguþéttisins árið 2001 er munurinn að meðaltali

SEÐLABANKI ÍSLANDS

0,2 prósentur miðað við samræmdu vísitöluna en 0,5 prósentur miðað við vísitölu neysluverðs án húsnæðis. Undanfarin fimm ár er hann um tvöfalt meiri en á árunum eftir fjármálakreppuna er hann neikvæður, þ.e. verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs var að meðaltali minni en samkvæmt hinum tveimur vísitölunum. Tilhneigingin er einmitt sú að á þenslutímum (eins og nú og á tímabilinu fram að fjármálakreppunni) mælir vísitala neysluverðs meiri verðbólgu en hinir mælikvarðarnir en á krepputímum snýst það við (sjá rammagrein 2 í *Peningamálum* 2016/4).

Að lokum er rétt að hafa í huga að raunvaxtastig á hverjum tíma ræðst af jafnvægi milli framboðs og eftirspurnar eftir lánsfé og sparnaði. Ef sparendur og lántakendur horfa til kaupmáttar fjárhæða óháð því hvernig sá kaupmáttur er mældur, ætti breyting á verðvísitölumælingu sem leiðir til þess að verðbólga mælist minni en áður að verða til þess að verðbótapáttur greiðslu af verðtrygguðu láni lækki en raunvextirnir hækki á móti. Greiðslubyrði lánsins ætti því ekki að breytast.

Virðingarfyllt,
SEÐLABANKI ÍSLANDS


Már Guðmundsson
seðlabankastjóri


Þórarinn G. Pétursson
aðalhogfræðingur



21. mars 2012
SI-62875

Nefndasvið Alþingis
nefnasvið@althingi.is
Austurstræti 8 – 10
150 Reykjavík

Efni: Umsögn um frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 38/2001, um vexti og verðtryggingu, 96. mál.

Með tölvupósti dags. 8. mars sl., óskaði efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis eftir umsögn Seðlabanka Íslands um ofangreint frumvarp.

Verði frumvarpið að lögum verða hámarksvextir verðtryggðra útlána 2%. Í greinargerð með frumvarpinu kemur m.a. fram að afar brýnt sé að lækka raunvexti fasteignalána sem séu hærri en gerist í nágrannalöndunum þar sem verðtrygging er ekki jafn útbreidd. Brýnt sé í þágu heimilanna í landinu að afnema vísitölubindingu lána eins fljótt og auðið er. Þar til það hafi verið gert er lagt til úrræði til varnar lántakendum þannig að auk verðtryggingar sem leggst ofan á höfuðstól lána sé lánveitanda ekki heimilt að leggja á vexti umfram tiltekið hámark eða 2%.

Markmið frumvarpsins kann að vera göfugt en hætt er við að það nái ekki markmiðum sínum ef að lögum yrði. Ef ákvörðun vaxta í samræmi við markaðsaðstæður er tekin úr sambandi varðandi eitt lánaform er hætt við að framboð þess dragist verulega saman og jafnvel hverfi alveg. Þá stæði eftir framboð á óverðtryggðum lánnum sem myndi þýða hærri raunvexti fyrir lántakendur ef þeir vextir ákvarðast óheft af framboði og eftirspurn, en raunvextir óverðtryggðra lána hafa að jafnaði verið hærri en verðtryggðra. Til viðbótar myndu lántakendur búa við það óhagræði að greiðslubyrði yrði sveiflukenndari og lán fengjust til styttri tíma.

Á síðari árum hefur það verið meginregla í íslenskum rétti, að sammingsfrelsi ríki um vexti. Á þeirri meginreglu byggja lög um vexti og verðtryggingu, nr. 38/2001. Hefur það verið svo síðan 1987, að vextir skuli ákvarðast á markaði, með því að vaxtalög nr. 25/1987 komu í stað svokallaðra „okurlaga“, nr. 58/1960. Vextir ákvarðast því af framboði og eftirspurn eftir lánsfé. Að jafnaði hafa vextir hér á landi verið hærri en í nágrannalöndunum meðal annars sakir þess að þjóðhagslegur sparnaður hefur verið og lítill og hagkerfið er sveiflukennt og á köflum óstöðugt. Raunvextir fasteignalána hafa verið vel yfir 2% undanfarin ár. Á árunum 2004-2007 voru raunvextir alltaf yfir 4% og bitu lítt á verðbóluna á húsnæðismarkaðnum. Vextir á langtímalánum á Íslandi í dag

SEÐLABANKI ÍSLANDS


eru tiltölulega lágir. Þar eiga gjaldeyrishöftin einhveirn hluta að máli en jafnframt lægri fjárfesting og hærri þjóðhagslegur sparnaður í framhaldi af fjármálahruninu.

Í lánastarfsemi þarf einnig að vera eðlilegt samband milli fjármögnunar og útlána, bæði hvað varðar lengd og vaxtakjör. Samkvæmt lögum um húsnæðismál og reglugerð um ÍLS-veðbréf og íbúðabréf ákvarðast vextir ÍLS-veðbréfa með hliðsjón af fjármögnunarkostnaði í útboðum og með vegnum fjármagnskostnaði vegna uppgreiddra lána, að viðbættu vaxtaálagi. Í janúar sl. voru veginir vextir í útboði ÍLS og uppgreiddra ÍLS-bréfa samtals 3,31%. Vaxtaálag vegna rekstrar er 0,45%, vegna útlánaáhættu 0,45% og vegna uppgreiðsluáhættu 0,50%. Útlánavextir íbúðalána eru því 4,70% á íbúðalánunum án uppgreiðsluákvæðis. Verði frumvarpið að lögum er hætt við að grundvelli yrði kippt undan margvíslegri verðtryggðri lánastarfsemi, t.d. fasteignaveðlánunum, sem byggist á markaðsfjármögnun. Almennt er verðtryggður fjármögnunarkostnaður banka, sparisjóða og íbúðalánasjóðs, að viðbættu eðlilegu vaxtaálagi, hærri en framangreind 2%. Í núverandi umhverfi myndu því verðtryggð fasteignaveðlán leggjast að miklu leyti af.

Í greinagerð með frumvarpinu er bent á að verðtrygging verji lánveitanda gegn sveiflum í verðlagi. Verðtrygging eyðir óvissu um verðmæti endurgreiðslna lána þar sem verðtryggð lán fela í sér samning um greiðslur sem eru fastar að raunvirði. Þess vegna eru raunvextir á verðtryggðum lánunum almennt lægri en á óverðtryggðum lánunum. Eins og fram kemur að ofan þá er sú grein sem lagt er til að bætt verði við lög um vexti og verðtryggingu líkleg til að draga verulega úr framboði verðtryggðra lána. Flún er því jafnframt líkleg til að auka raunvaxtakostnað og sveiflur í raunvirði afborgana. Þá eru takmarkanir á samningsfrelsi, af því tagi sem lagt er til í frumvarpinu, afturhvarf til fortíðar og á skjön við þá stefnu sem lög um vexti og verðtryggingu byggja á.

Í ljósi framangreinds leggst Seðlabankinn gegn frumvarpinu. Vænlegra er að skapa almennar aðstæður fyrir lægri vöxtum á Íslandi enda verður það varanlegra en handaflsaðgerðir.

Virðingarfyllst,
SEÐLABANKI ÍSLANDS


Már Guðmundsson
seðlabankastjóri

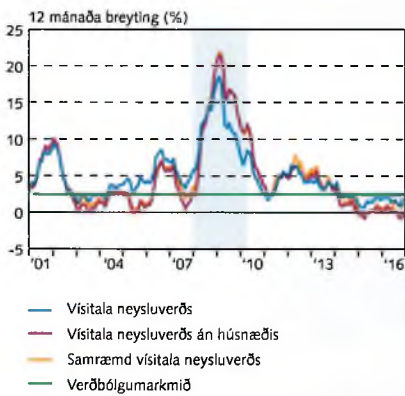

Harpa Jónsdóttir
aðstoðarfrankvæmdastjóri

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 árstíðarleiddrett 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 hækkaði 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 verðbólgu markmiðið 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 verðbólgu markmiðs Seðlabanka Íslands. Réttilega hefur verið bent á að margir aðrir seðlabankar, t.d. Seðlabanki Evrópu (ECB) og Englandsbanki, miða verðbólgu markmiðið 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 verðmið 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 gagnahæimildum 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 mótnun 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 meðtalin 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 tölfræðistofnunin (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 endurspegla neysluútgjöld almennings en vísitala sem myndi horfa fram hjá þessum veigamikla útgjaldalið, var það niðurstaða stjórnvalda og Seðlabanka Íslands að miða við hana þegar verðbólgu markmiðið 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 verðhækkanir 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 verðbólgu markmiðsins 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 þetta að beita öðrum stjórnækjum 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.
- Sedlabanki 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 verðbólguþáttur 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.