

## Skýrsla

### fjármála- og efnahagsráðherra um húsnæðisverð í verðvísitölum, verðtrygging og verðbólguþætti.

#### 1. Inngangur

Alþingi samþykkti 8. maí 2018 þingsályktun um mat á forsendum við útreikning verðtryggingar (Alþingi, 2018). Þingsályktunin mælir fyrir um skipun starfshóps sérfræðinga sem meti kosti og galla þess að miða verðtryggingu fjárskuldbindinga við aðrar vísitölur en vísitölu neysluverðs (VNV).

Fjármála- og efnahagsráðherra skipaði sérfræðingahópin 18. október 2018. Í honum áttu eftirtalin sæti:

Heiðrún Erika Guðmundsdóttir, Hagstofu Íslands,  
Lúðvík Elíasson, Seðlabanka Íslands, og  
Sigurður Páll Ólafsson, fjármála- og efnahagsráðuneyti, formaður.

Samkvæmt skipunarbréfi hópsins má skipta verkefni hans í þrennt:

1. Að meta kosti og galla þess að miða verðtryggingu fjárskuldbindinga við VNV án húsnæðisliðar eða að lántaki hafi val um hvaða vísitala liggi til grundvallar verðtryggingu slíkrar skuldbindingar.
2. Að greina frá því hvernig verðbólga er mæld í helstu viðskiptalöndum Íslands og leggja mat á það hvort, og þá hvernig, mæling verðbólgu hefur áhrif á launakjör, lánakjör, stöðu verðtryggðra lána og vexti.
3. Að leggja mat á hvaða áhrif tillögur verkefnisstjórnar um endurmat á ramma peningastefnunnar kynnu að hafa á vísitölur, verðtryggingu og vaxtastefnu Seðlabankans.

Framangreind verkefni eru í eðli sínu ólík. Hið fyrsta snýr að því hvaða vísitölur eru notaðar til verðtryggingar fjárskuldbindinga, en nokkrar vísitölur hafa verið notaðar í þessum tilgangi frá innleiðingu almennrar verðtryggingar með Ólafslögum árið 1979. Núverandi fyrirkomulag er að miða verðtryggingu við VNV þannig að hún gildi til verðtryggingar tveimur mánuðum eftir mælingarmánuð.<sup>1</sup> Annað verkefni hópsins snýr að verðbólgu og þeim mælikvörðum sem notaðir eru til mælingar á henni. Ýmsar leiðir eru til að mæla verðbólgu, en algengt er að vísa til breytingar á VNV yfir 12 mánaða tímabil þegar hún er til umfjöllunar. Þessu tengt verður farið inn á hlutverk íslenskra neysluverðvísitalna, uppbyggingu þeirra og aðferðafræði við mælingar. Þriðja verkefni hópsins snýr svo að viðmiðunarvísitölu peningastefnu Seðlabanka Íslands. Verðbólguþætti Seðlabanka Íslands hefur frá gildistöku í mars 2001 miðað við VNV, sem er sama vísitala og verðtrygging fjárskuldbindinga hefur verið tengt við frá árinu 1995.

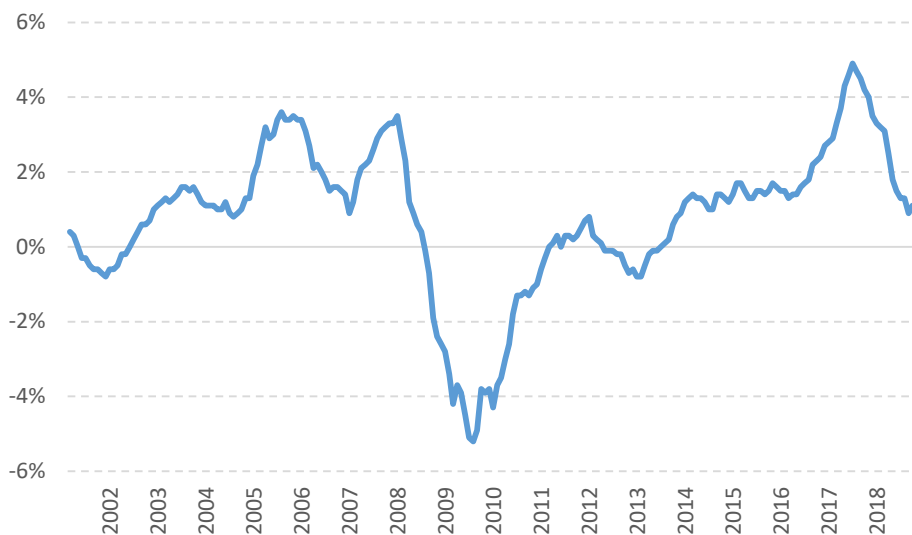
---

<sup>1</sup> Fyrirkomulagið er tilgreint í lögum nr. 38/2001, um vexti og verðtryggingu.

Ætla má að tilurð þessa verkefnis megi rekja til þess að undanfarin misseri hefur verið nokkur munur á verðbólgu sem mæld er með VNV og þeirri sem er afmörkuð við mælingu á VNV án húsnæðis. Frá því að Seðlabankinn tók upp formlegt verðból gumarkmið árið 2001 hefur húsnæðisverð að jafnaði hækkað hraðar en annað neysluverð. Þannig mælist árshækkun VNV frá þeim tíma að meðaltali 4,8% en árshækkun VNV án húsnæðis 4,0%. Tímabilið markast þó af sveiflum bæði í húsnæðiskostnaði og í verði annarra neysluþátta. Frá haustinu 2016 og fram á vormánuði ársins 2018 var munurinn á ársbreytingu þessara mælikvarða verulegur. Ójafnvægi milli framboðs og eftirspurnar á húsnæðismarkaði ásamt hækkandi tekjum, auknu aðgengi að lánsfé og örrí fölkshjölgun leiddi til verðhækkana á fasteignamarkaði. Á sama tíma stuðluðu hagstæð viðskiptakjör, mikil gengisstyrking og lág erlend verðbólga að lægra verði innfluttra vara, sem leiddi til þess að VNV án húsnæðis lækkaði þrátt fyrir mikla spennu í þjóðarþúskapnum.

Munur á ársbreytingu vísitalnanna hefur aðeins einu sinni frá því að verðból gumarkmiðið var tekið upp verið meiri en á framangreindu tímabili. Það var í kjölfar fjármálaáfallsins árið 2008 þegar húsnæðisverð lækkaði skarpt á sama tíma og mikil gengislækkun leiddi til herra verðlags innfluttra vara. Við þær aðstæður hækkaði VNV án húsnæðis mun hraðar en VNV.

### Mynd 1. Munur á ársbreytingu VNV og VNV án húsnæðis\*



\*Munurinn er jákvæður þegar árshækkun VNV er meiri en VNV án húsnæðis

Eðlilegt er að munur á ársbreytingu VNV og VNV án húsnæðis, líkt og sá sem myndaðist árið 2017, vekji upp spurningar um forsendur fyrir verðtryggingu fjárskuldbindinga og viðmiðunarvísitölu peningastefnu Seðlabanka Íslands. Það er mikilvægt að þekkja þá mælikvarða sem aðgengilegir eru og koma til greina í hvoru tilvikinu fyrir sig. Endurskoðun og endurmat þessara mælikvarða er því bæði sjálfsgöð og eðlileg.

Fjallað er um hugsanlega mælikvarða og álitafni þeim tengd í skýrslunni sem og mælikvarða fyrir viðmið peningastefnu. Skýrslan er uppbyggð með þeim hætti að í næsta kafla er stutt yfirlit yfir helstu niðurstöður hennar. Í þriðja kafla skýrslunnar er fjallað um verðbólgu og verðból gumælingar á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Í fjórða kafla er

litið á kosti og galla þess að miða verðtryggingu fjárskuldbindinga við aðrar vísitölur en VNV. Í fimmta og síðasta kafla skýrslunnar er fjallað um áhrif tillagna verkefnisstjórnar um endurmat á peningastefnu á vísitölur, verðtryggingu og vaxtastefnu Seðlabanka Íslands.

## 2. Samantekt á helstu niðurstöðum

### 2.1. Hvernig mælum við verðbólgu?

- Markmið VNV er að mæla breytingar á verðlagi einkaneyslu eins og hún er skilgreind í alþjóðlegum staðli fyrir þjóðhagsreikninga. Aðferðir við mælingar eru þróaðar í alþjóðlegri samvinnu. Einkaneysla er sett fram með alþjóðlegu neyslu-flokkunarkerfi sem inniheldur húsnæði, þ.m.t. kostnað vegna búsetu í eigin húsnæði.
- Húsnæði vegur yfirleitt þungt í einkaneyslu heimila bæði hér á landi og annars staðar. Vægi húsnæðisliðarins hér á landi er þó orðið hátt í alþjóðlegum samanburði.
- Á Íslandi er reiknuð leiga við búsetu í eigin húsnæði metin með einföldum notendakostnaði. Þar er leitast við að meta virði afnota af húsnæði fyrir eigendur. Í þann aldarfjórðung sem aðferðin hefur verið notuð hefur verið ágætt samræmi milli reiknaðrar leigu og greiddrar.
- Svíþjóð og Kanada eru dæmi um þjóðir sem nota svipaða aðferð og Ísland við mat á kostnaði við búsetu í eigin húsnæði í VNV. Þó er sá munur á að á Íslandi er leitast við að nota nýlegar upplýsingar um húsnæðisverð, sbr. þriggja mánaða hlaupandi meðaltal mælinga, en í Svíþjóð er notað metið kaupverð á húsnæði yfir lengra tímabil sem getur verið allt að 30 ára gamalt og í Kanada eru notaðar eftirstöðvar skulda af allt að 25 ára gömlum húsnæðislánunum. Þessi munur á aðferðafræði endurspeglar mismunandi markmið mælinganna milli landanna. Markmið Svíþjóðar er að mæla verðlag sem greitt er í viðskiptum með eigið húsnæði. Markmið Kanada er að mæla hvað eigendur húsnæðis þurfa að borga tengt húsnæðinu sem þeir eiga. Eins og áður sagði er markmið Íslands að meta reiknaða húsaleigu í samræmi við einkaneyslu og alþjóðlega þjóðhagsreikningastaðla en aðferðir Svíþjóðar og Kanada mæla ekki reiknaða leigu.
- Þrátt fyrir að vinna við þróun á húsnæðisvísitölum hafi miðað að því hefur mæling á búsetu í eigin húsnæði ekki verið innleidd í samræmdar vísitölur neysluverðs (SVN). Ólíklegt er að slík innleiðing verði að veruleika í bráð.

### 2.2. Verðtrygging lánasamninga miðað við mismunandi vísitölur

- Frá upptöku verðbólgu-markmiðsins hefur VNV hækkað hraðar en VNV án húsnæðis.
- VNV er meginmælikvarði á þróun almenns verðlags. Verðtrygging miðað við VNV tryggir minnsta óvissu um þróun verðlags. VNV er einnig stöðugri mælikvarði neysluverðs á Íslandi en VNV án húsnæðis eða SVN. SVN er sveiflukennidust, sem m.a. má rekja til þess að vísitalan inniheldur neyslu erlendra ferðamanna hérlendis.
- Verðtrygging spornar við óvissu vegna rýrnunar á virði peninga og því er rökrétt að miða hana við almennt verðlag mælt með VNV þar sem vísitalan mælir verðlagsbreytingar með víðtækari og nákvæmari hætti en aðrar neysluverðsvísitölur á Íslandi.

- Val á verðlagsmælikvarða verðtryggðra lána hefur áhrif á reiknaða raunvexti og því er ekki hægt að stýra greiðslubyrði þeirra með því að breyta viðmiðunarvísitölu.

### 2.3. Áhrif þess að miða verðból gumarkmiðið við vísitölu án húsnæðis

- VNV var á sínum tíma valin sem viðmiðunarvísitala peningastefnunnar vegna þess að hún þótti besti mælikvarði sem við höfum á þróun almenns verðlags.
- Algengt er að reiknuð húsaleiga sé hluti af viðmiðunarvísitölu seðlabanka á verðból gumarkmiði.
- Ef til einföldunar er gert ráð fyrir að markmið Seðlabankans sé að halda verðbólgu miðað við tiltekinn mælikvarða í 2½% á hverjum tíma<sup>2</sup> þá hefðu meginvextir bankans þurft að vera hærri árin 2009-2011 í kjölfar efnahagshrunsins en lægri í aðdraganda þess, ef verðból gumarkmið bankans miðaði við VNV án húsnæðis í stað VNV. Þá hefðu vextir þurft að vera umtalsvert lægri, jafnvel neikvæðir um tíma, í uppsveiflu undanfarinna ára þrátt fyrir talsverða framleiðsluspennu.
- Að miða verðból gumarkmið Seðlabankans við 2½% hækkun VNV án húsnæðis jafngildir hækkun verðból gumarkmiðsins frá núgildandi ramma. Slík breyting hefði þar af leiðandi áhrif til hækkunar verðbólgu. Hærri verðbólga leiðir til hærri vaxtastigs og hærri greiðslubyrði af bæði verðtryggðum og óverðtryggðum lánnum. Raunvirði greiðslunnanna yrði þó óbreytt. Þá myndi nafnvirði launa hækka, líkt og annað verðlag, en áhrif á kaupmátt yrðu engin að öðru óbreyttu.

## 3. Hvernig er verðbólga mæld?

### 3.1. Mælingar á verðlagi á Íslandi

Á Íslandi er aðgengi að víðtækum verðlagsmælikvörðum gott. Hagstofa Íslands birtir á vef sínum VNV, VNV án húsnæðis og samræmdar vísitölur neysliverðs (SVN) sem eru mælikvarðar á neysliverð. Stofnunin birtir einnig annars konar verðlagsmælikvarða, s.s. byggingarvísitölu og launavísitölu. Löng hefð er fyrir mælingu og útgáfu flestra þessara vísitalna en þó þær séu um margt líkar er einnig ýmislegt sem aðgreinir þær. Umfjöllun kaflans snýr að áður nefndum verðlagsmælikvörðum neysliverðs. VNV er í dag sá verðlagsmælikvarði sem er tilskilinn sem grundvöllur verðtryggingar fjárskuldbindinga. Það er einnig víðtækasti mælikvarðinn fyrir neysliverð á Íslandi. Sérstaklega verður fjallað um húsnæðislið vísitölnunnar og einnig um SVN, sem eru notaðar til mælinga á verðbólgu í aðildarríkjum Evrópusambandsins (ESB) aðallega fyrir Evrópska seðlabankann.

### 3.2. Einkaneysla

Neysluvara eða þjónusta er skilgreind sem vara eða þjónusta sem heimilisfólk notar, beint eða óbeint til að uppfylla eigin þarfir eða langanir. Í þessu felst að varan eða þjónustan skapar notagildi fyrir heimilisfólkið (Alþjóðavinnuálagstofnunin, 2004).

**Einkaneysla** er skilgreind í alþjóðlega þjóðhagsreikningastaðlinum „System of National Accounts“ 2008 og í evrópskri útgáfu hans, ESA 2010. Staðallinn er aðgengilegur hjá Sameinuðu þjóðunum (SP) sem leitt hafa þróun hans. Einkaneysla er hér á landi, líkt og í öðrum ríkjum SP sett fram með neysluflokkunarkerfi er nefnist „Classification of Individual

<sup>2</sup> Verðból gumarkmið Seðlabankans kveður á um 2½% verðbólgu að jafnaði en ekki á hverjum tíma, líkt og fjallað er um í 5. kafla skýrslunnar.

Consumption According to Purpose“, skammstafað COICOP. Kerfið skiptir einkaneyslu í tólf meginflokka, sem sýndir eru í töflu 1.

**Tafla 1. Meginflokkar COICOP**

01	Matur og óáfengir drykkir
02	Áfengir drykkir, tóbak og fíkniefni
03	Fatnaður og skóbúnaður
04	Húsnæði, vatn, rafmagn, gas og aðrir orkugjafar til heimila
05	Heimilisbúnaður, húsgögn og reglubundinn rekstur heimilis
06	Heilsa
07	Samgöngur og samgöngutæki
08	Fjarskipti
09	Tómstundir, íþróttir og menning
10	Menntunarþjónusta
11	Veitingastaðir og gistiþjónusta
12	Ýmsar vörur og þjónusta, sem ekki koma fram í 01-11

### 3.3. Vísitala neysluverðs

VNV er reiknuð samkvæmt lögum nr. 12/1995, um vísitölu neysluverðs. Hlutverk hennar er að vera verðlagsmælikvarði á Íslandi. Í 1. gr. laganna segir: „Hagstofa Íslands skal reikna og birta vísitölu sem sýnir breytingar á verðlagi **einkaneyslu**...“

Meginheimild fyrir mælingu á einkaneyslu er neyslurannsóknin „Rannsókn á útgjöldum heimilanna“. Niðurstöður hennar liggja til grundvallar árlegum grunnskiptum í VNV sem miða að því að vísitalan endurspegli sem best raunverulega neyslusamsetningu heimila í landinu á hverjum tíma.

Aðferðir sem Hagstofa Íslands notar til verðmælinga og útreiknings á VNV eru þróaðar í alþjóðlegri samvinnu og í nánú samstarfi við aðrar þjóðir. Alþjóðavinnuálastofnunin heldur utan um leiðarvísi í mælingu neysluverðsvísitalna. Uppfærslu leiðarvísisins er stýrt af Alþjóðagjaldeyrissjóðnum.

Mælingar fara fram mánaðarlega í öllum neysluflokkum. Verð er mælt hjá verslunum og fyrirtækjum sem selja neysluvörur og þjónustu beint til einstaklinga og heimila. Niðurstöður mælinga eru svo gefnar út í sundurliðun samkvæmt COICOP á vef Hagstofu Íslands. Birtingarnar eru mánaðarlegar og samkvæmt birtingaráætlun sem birt er í nóvember ár hvert fyrir komandi ár. Útgáfunar eru aðgengilegar öllum á vef Hagstofu samtímis og án endurgjalds.

Tafla 2 sýnir skiptingu einkaneyslu sem notuð er í neysluverðsvísitölum, en undir svið hennar falla allar vörur og þjónusta, þ.m.t. not á eigin húsnæði. Neysla á vörum og þjónustu er mæld með verði vörukörfu sem endurspeglar almenna eftirspurn meðalheimilis. Þegar meta þarf þjónustuna við búsetu í eigin húsnæði, er lagt mat á virði þeirrar vöru eða þjónustu sem um ræðir.

**Tafla 2. Inntak einkaneyslu**

Einkaneysla	Peningaleg neysla
Peningaleg útgjöld til kaupa á neysluvörum og þjónustu	X
Tilkynningagjöld og vanskilagjöld	X
Leiguígildi vegna afnota af eigin íbúð	
Framleiðsla landbúnaðarafurða til eigin neyslu	
Framleiðsla annarra vara til eigin nota, s.s. framleiðsla matvæla eða fatnaðar	

Húsnæði vegur yfirleitt þungt í einkaneyslu heimila. Samkvæmt COICOP er húsnæðisliðurinn niðurbrotinn líkt og sjá má í töflu 3.

**Tafla 3. Húsnæðisliður í neysluflokkun**

COICOP	Styttra heiti
<b>04</b> Húsnæði, vatn, rafmagn, gas og annað eldsneyti tengt húsnæðisrekstri	Húsnæði, hiti og rafmagn
<b>04.1</b> Greidd húsaleiga	Greidd húsaleiga
<b>04.2</b> Reiknuð húsaleiga	Reiknuð húsaleiga
<b>04.3</b> Viðhald og viðgerðir á húsnæði	Viðhald og viðgerðir á húsnæði
<b>04.4</b> Vatnsveita og önnur þjónusta tengd húsnæðisrekstri	Annað vegna húsnæðis
<b>04.5</b> Rafmagn, gas og annað eldsneyti tengt húsnæðisrekstri	Rafmagn og hiti

Umfang VNV á Íslandi miðast við útgjöld heimila við kaup á neysluvöru og þjónustu innan landsteinanna. Neysla Íslendinga erlendis er ekki talin með í íslensku neyslúvísitölunni vegna erfiðleika við að meta þá neyslu.

### 3.3.1 Húsnæði í vísitölu neyslúverðs og aðferðir við útreikning á eigin húsnæði

Húsnæðisliður VNV er númer 04 í COICOP flokkunarkerfinu fyrir einkaneyslu.<sup>3</sup> Eins og fræðast má um í leiðarvísi Alþjóðavinnuálagstofnunarinnar er húsnæði notað til að veita húsnæðisþjónustu. Þeirrar þjónustu er neytt af íbúum og hún er þess vegna hluti af COICOP. Á hinn bóginn er húseignin sjálf flokkuð sem fjárfesting í þjóðhagsreikningum og þess vegna er hún utan skilgreiningar á einkaneyslu.

Húsnæðisliður VNV hefur alla tíð vegið þungt í útgjöldum heimila á Íslandi. Það gildir raunar víðar þótt nokkur munur geti verið á milli landa. Frá aldamótum hefur vægi hans alla jafna verið frá 20% og upp í 30%, en var þó komið í 34,5% árið 2018. Vægið óx megnið af tímabilinu, fyrir utan stutt tímabil í kjölfar efnahagshrunsins árið 2008. Utan grunnskipta er tvennt sem getur breytt vægi liða vísitölunnar, annars vegar verðbreytingar tiltekins liðar og

<sup>3</sup> Sjá töflur 1 og 3.

hins vegar verðbreytingar annarra liða. Það er því samspil verðlagsáhrifa allra liða sem ræður endanlegu vægi hvers liðar.

**Tafla 4. Vægi húsnæðisliðar í vísitölu neysluverðs**

Ríki	Vægi húsnæðisliðar (04) í VNV árið 2018
Bandaríkin	37,7%
<b>Ísland</b>	<b>34,5%</b>
Þýskaland	31,7%
Bretland	30,1%
Danmörk	29,8%
Kanada	25,0%
Noregur	24,0%
Svíþjóð	23,0%

Neysla í liðum 4.1, 4.3, 4.4 og 4.5 í VNV er mæld með beinum hætti enda greiða heimilin þeim sem selur vöruna eða þjónustuna beint. Mæling reiknaðrar húsaleigu (lið 4.2) er hins vegar flóknari, enda um mat á virði þjónustu að ræða sem verður til við búsetu í eigin húsnæði og engar greiðslur fara fram. Þrjár aðferðir koma til greina þegar reiknuð húsaleiga er metin. Það eru (1) húsaleiguígildi (e. rental equivalence), (2) einfaldur notendakostnaður (e. simple/partial user cost) og (3) nettókostnaður (e. net acquisition). Í VNV er gengið út frá skilgreiningu þjóðhagsreikninga á einkaneyslu. Í þjóðhagsreikningum koma aðeins tvær fyrrnefndu aðferðirnar til greina við að meta þjónustuna við að búa í eigin húsnæði vegna þess að þjóðhagsreikningar skilgreina kaup á húsnæði sem fjárfestingu. Nettókostnaðar-aðferðin metur hins vegar virði húsnæðis sem er byggt umfram það sem er afskrifað. Þar með er allur fjárfestingarkostnaður færður til gjalda og hluti af útreikningi.

### Húsaleiguígildi

Samkvæmt aðferðum þjóðhagsreikninga miðar mæling húsaleiguígilda að því að finna húsnæði af sama tagi og á sama svæði sem er annars vegar í útleigu og hins vegar í notkun eigenda. Greidd leiga þess fyrrnefnda er svo yfirfærð á húsnæðið sem er í notkun eigenda sinna. Önnur nálgun er að kanna með reglubundnum hætti hjá þeim sem búa í eigin húsnæði hve mikið þeir teldu sig fá í leigu ef þeir myndu leigja út húsnæðið sitt í stað þess að búa í því. Sú nálgun er þó ónákvæmari. Aðferðin er háð umfangsmiklum leigumarkaði með fjölbreyttum tegundum eigna þar sem leiguverði er ekki stýrt, þ.e. verð er ekki niðurgreitt af stjórnvöldum eða öðrum. Af þessum sökum hefur ekki þótt heppilegt að nota aðferð húsaleiguígilda við mat á reiknaðri húsaleigu á Íslandi a.m.k. ekki enn. Bandaríkin, Danmörk, Noregur og Þýskaland eru dæmi um ríki sem nota húsaleiguígildi, í samræmi við aðferðir þjóðhagsreikninga, til að meta kostnað við búsetu í eigin húsnæði í tengslum við mælingar á VNV.

### Einfaldur notendakostnaður

Aðferðin að reikna búsetukostnað sem einfaldan notendakostnað á Íslandi var tekin upp í nóvember 1992. Í greinargerð um breytinguna sagði að not á eigin húsnæði væru reiknuð sem leiguígildi með „hliðsjón af aðferðum þjóðhagsreikninga“ (Hagtíðindi, 1992). Ein meginforsendan fyrir aðferðinni var að leiga á markaði fylgdi markaðsverði á húsnæði og reiknaða leigan endurspegladi þá þróun. Í þann aldarfjórðung sem aðferðin hefur verið notuð

hefur verið ágætt samræmi milli reiknaðrar leigu og greiddrar. Þótt oft sé einhver tímatöf milli verðbreytinganna er munurinn lítill þegar horft er yfir allt tímabilið. Einn helsti kostur þess að meta reiknaða húsaleigu með einföldum notendakostnaði á þennan hátt er sá að aðferðin krefst ekki upplýsinga um leigumarkað líkt og aðferð húsaleiguígilda, en endurspeglar samt markaðsverðbreytingar á leigu.

Reiknuð húsaleiga í VNV á Íslandi er metin með einföldum notendakostnaði þar sem tekið er tillit til vaxta og afskrifta. Fasteignamat, sem er núvirði húseignarinnar, er framfært með fasteignavísitölu í hverjum mánuði sem miðast við þriggja mánaða hlaupandi meðaltal á verðbreytingum íbúðaverðs. Niðurstaðan er notuð til að reikna út árgreiðslu samkvæmt eftirfarandi jöfnu:

$$A_{HV} = P_H \frac{r(1+r)^N}{(1+r)^N - 1}$$

Þar sem  $P_H$  er núvirði húseignar,  $r$  eru raunvextir,  $N$  er endingartími eignarinnar og  $A_{HV}$  er árgreiðsla af markaðsvirði eignarinnar. Raunvextir hafa bein áhrif á útreikninginn. Í líkaninu eru þeir tregbreytilegir. Ávöxtun á eigið fé miðast við fasta raunvexti en aðrir vextir eru breytilegt tólf mánaða hlaupandi meðaltal markaðsvaxta af verðtrygðum húsnæðislánnum.

Kanada og Svíþjóð eru dæmi um önnur ríki sem beita notendakostnaði við mat á verði þjónustu vegna búsetu í eigin húsnæði og taka við matið tillit til vaxta og afskrifta. Mat ríkjanna miðast við eldri gögn yfir langt tímabil. Aðferðir Svíþjóðar og Kanada annars vegar og á Íslandi hins vegar þjóna ólíkum markmiðum í útreikningi á VNV. Þeim verður ekki skipt út hverri fyrir aðra án þess að markmiðum útreikningsins verði breytt. Markmið Svíþjóðar er að mæla verðlag sem greitt er í viðskiptum með eigið húsnæði. Markmið Kanada er að mæla hvað eigendur húsnæðis þurfa að borga tengt húsnæðinu sem þeir eiga. Eins og áður sagði er markmið Íslands að meta reiknaða húsaleigu í samræmi við verðlag einkaneyslu og alþjóðlega þjóðhagsreikningastaðla en aðferðir Svíþjóðar og Kanada mæla ekki reiknaða leigu.

Meðhöndlun vaxta er því í eðli sínu ólík íslensku aðferðinni, þar sem aðferðir Kanada og Svíþjóðar eru greiðsluáðferðir og miðast við nafnvexti. Vandinn við slíkar aðferðir er að vaxtagreiðslur af húsnæðislánnum eru ekki einkaneysla heldur fjárfestingarkostnaður og eiga því ekki heima í vísitölum sem er ætlað að mæla verðlag einkaneyslu í samræmi við þjóðhagsreikningastaðla. Þá miðast greiðsluáðferðin við verðlag á eldri tímabilum en ekki verðlag dagsins í dag, líkt og áður kom fram.

Í öllum ríkjunum er notast við markaðsvexti dagsins í dag, á Íslandi eru það raunvextir en í hinum ríkjunum nafnvextir. Meðhöndlun afskrifta er hins vegar hliðstæð í Kanada, Svíþjóð og á Íslandi. Miðað er við stofn eigna sem er færður á verðlag dagsins í dag.

Vöxtum er beitt á mismunandi fjármagnsstofn í ríkjunum. Í Kanada eru nafnvextirnir reiknaðir á áætlaðar eftirstöðvar lána en í Svíþjóð á áætlað upphaflegt kaupverð eigna.

- Í Kanada er áætlað að fjármagnsstofn sé að meðaltali 12-15 ára gamall og þar er fjármagnsstofninn uppfærður með hlaupandi meðaltali 25 ára af fasteignavísitölu.
- Í Svíþjóð er fasteignamat eigna (einbýlishúsa) dagsins í dag bakreiknað til ársins þegar eignirnar voru keyptar til að áætla kaupverð. Að meðaltali er grunnurinn áætlað upprunalegt kaupverð eignanna fyrir um 12-15 árum. Þetta kaupverð eignanna í grunninum er framreiknað mánaðarlega til dagsins í dag með fasteignavísitölu fyrir



allar eignir frá þeim tíma sem kaup eignanna voru skráð. Af því að mislangt er frá því að eignir í grunninum voru keyptar, er vægi misgamalla eigna breytilegt og því er talið að framreikningurinn líkist því að meðalstofninn væri framreiknaður með 25-30 ára hlaupandi meðaltali af fasteignavísitölu fyrir öll seld einbýlishús.

- Í Svíþjóð er almennt fyrirkomulag í fjölbýlishúsum að eigendur eiga búseturétt. Fasteignastofn búseturéttarins er meðhöndlaður líkt og gert er í tilviki einbýlishúsa en meðaltími frá kaupum búseturéttar er styttri og af því leiðir að tímabilið sem framreikningurinn líkist er það líka. Verðbreytingar í þessum eignum eru meiri og fleiri búseturéttir eru seldir að jafnaði en einbýli.

Aðferðir Svíþjóðar eða Kanada við mælingu á útgjöldum vegna búsetu í eigin húsnæði einskorðast ekki við neysluútgjöld. Svíar mæla til að mynda líka fasteignaskatt sem hluta af sínum húsnæðislið þrátt fyrir að slíkt teljist ekki einkaneysla. Í Kanada nær aðferðin eingöngu til þeirra sem skulda í eigin húsnæði. Í Svíþjóð nær aðferðin til allra sem búa í eigin húsnæði eins og í íslensku útfærslunni.

Ef valin yrði greiðsluáðferð við útreikning á búsetu í eigin húsnæði í VNV á Íslandi, myndi vísitalan ekki lengur mæla verðlag einkaneyslu samkvæmt alþjóðlega þjóðhagsreikningastaðlinum heldur myndi sá liður einnig endurspeglja fjárfestingu í húsnæði.

### **Nettókostnaðaraðferð**

Nettókostnaðaraðferðin byggir á því að meta fjárfestingarvirði nýbygginga umfram afskriftir eldra húsnæðis og er þá allt nýbyggt húsnæði gjaldfært. Til þess að aðferðin virki þarf fjöldi nýbygginga að vera nokkuð stöðugur milli ára. Þessar forsendur er erfitt að finna á Íslandi enda hefur árlegur fjöldi nýbygginga verið nátengdur hagsveiflu hvers tíma. Beiting nettókostnaðaraðferðarinnar við mat á reiknaðri húsaleigu á Íslandi er því verulegum vandkvæðum bundinn. Aðferðinni er beitt í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi. Stefnt hefur verið að því þar til nýverið að hún yrði notuð í SVN fyrir búsetu í eigin húsnæði.

**Tafla 4. Aðferðir við mat á reiknaðri leigu (04.2) í neysluverðsvísitölum**

Húsaleiguígildi	Notendakostnaður	Nettókostnaður
Metur verð þjónustu við búsetu í eigin húsnæði í samræmi við einkaneyslu í þjóðhagsreikningum.	Metur verð þjónustu við búsetu í eigin húsnæði í samræmi við einkaneyslu í þjóðhagsreikningum.	Metur virði húsnæðis sem er byggt umfram það sem er afskrifað eða kemur nýtt inn á neytendamarkað. Allt nýtt húsnæði í þeim skilningi er gjaldfært jafnóðum.
Vogir úr þjóðhagsreikningum eða könnunum.	Vogir miða við árgreiðslu af stofni eignanna.	Vogir miða við allt nýbyggt húsnæði og húsnæði sem einstaklingar kaupa af atvinnulífi eða opinberum aðilum.
Verðbreyting á leigu í sambærilegu húsnæði á almennum markaði, en ekki í félagslegu húsnæði því þar er ekki greidd markaðsleiga.	Breyting á árgreiðslu sem miðast við markaðsvirði húsnæðis bæði nýs og eldra, m.t.t. stærðar, gerðar og staðsetningar að gefnum forsendum um raunvexti og afskriftir.	Breyting á markaðsvirði nýs húsnæðis, en markaðsvirði eldra húsnæðis má nota sem nálgun ef lítið er byggt eða ef nýtt og eldra húsnæði er talið fylgja sömu verðsveiflu.
Háð því að almennur leigumarkaður sé nægilega umfangsmikill og endurspegli samsetningu eigin húsnæðis.	Háð því að traust fasteignavísitala liggja til grundvallar.	Háð stöðugu byggingar-framlagi í hagsveiflu sem er forsenda sem hefur ekki verið fyrir hendi á Íslandi.

### 3.4. Samræmdar vísitölur neysluverðs

Samræmdar vísitölur neysluverðs (e. Harmonised Indices of Consumer Prices) voru settar á fót í Evrópu vegna fyrirhugaðrar upptöku evru í kjölfar Maastricht samkomulagsins frá árinu 1992. Vísitölurnar voru svo teknar í notkun 1995.<sup>4</sup> Hlutverk SVN er að mæla verðbólgu á samræmdan hátt í aðildarríkjum ESB. Helsti notandi SVN er Evrópski seðlabankinn, en jafnframt notar Framkvæmdastjórn ESB vísitölurnar í mati sínu á verðstöðugleika í aðildarríkjum ESB og EFTA (Regulation (EU) 2016/792). Aðferðir við mælingu og útreikning SVN eru ákveðnar á vettvangi ESB.

Öll ríki ESB og EFTA mæla SVN í sínu heimalandi og láta niðurstöður í té Hagstofu ESB (Eurostat). Í framhaldinu gefur Eurostat út SVN fyrir ESB, evrusvæðið og evrópska efnahagssvæðið og birtir um leið samræmdar vísitölur fyrir hvert það ríki sem á aðild að samkomulaginu. Lönd sem sækja um aðild að ESB taka einnig þátt í gerð SVN.

Ríki Evrópu undir forystu Eurostat hafa unnið þýðingarmikið starf við þróun og stöðlun aðferða við mælingu og útreikning neysluverðsvísitalna. SVN í Evrópu eru afurð þeirrar vinnu. Mikil líkindi eru með SVN í Evrópu og neysluverðsvísitölum í hverju landi álfunnar fyrir sig. Munurinn kemur einkum fram í umfangi vísitalnanna, en einnig að einhverju leyti í aðferðafræði. Umfang SVN á Íslandi nær til neyslu erlendra ferðamanna á Íslandi, ólíkt

<sup>4</sup> Gildistaka SVN var samkvæmt reglugerð ESB 2494/95. Nú er í gildi reglugerð ESB 2016/792 sem felldi ESB 2494/95 úr gildi.

VNV. Í því felst jafnframt að neysla Íslendinga á ferðalögum í Evrópu telst með í umfangi SVN þess ríkis. Þá er búseta í eigin húsnæði samkvæmt skilgreiningu í bæði VNV og SVN en í reynd er hún undanskilin í mælingu SVN vegna mælingarvanda.

SVN byggjast á evrópskri neysluflokkun (e. European classification of individual consumption according to purpose, ECOICOP). ECOICOP er í fullu samræmi við alþjóðlega neysluflokkunarstaðalinn COICOP, sem fjallað var um að framan. Neysluflokkarnir eru notaðir í allri opinberri tölfræði í Evrópu sem við kemur einkaneyslu. Tilgangur SVN er að mæla eingöngu verðlag í peningalegum viðskiptum. Þannig greinir í sundur milli SVN og VNV þar sem tilgangurinn er að mæla breytingar á verðlagi einkaneyslu. Reiknaðir liðir eins og framleiðsla til eigin nota og búseta í eigin húsnæði, fundin með aðferð húsaleiguígilda eða einföldum notendakostnaði, eru hluti af einkaneyslu eins og hún er skilgreind í þjóðhagsreikningum en þannig háttar ekki um SVN. Því hefur þróunarstarf undanfarinna ára miðað að því að innleiða notkun nettókostnaðaraðferðar fyrir búsetu í eigin húsnæði í SVN.

Þegar SVN var tekin í notkun árið 1995 voru mörg ríki Evrópu í þeirri stöðu að geta ekki aflað þeirra gagna sem nauðsynleg voru til útreiknings með nettókostnaðaraðferð. Því var liðurinn tímabundið ekki tekinn með í verðmælinguna, en aðrir húsnæðisliðir, s.s. og greidd húsaleiga, fráveitugjald, vatnsgjald og sorphirðugjald, voru teknir með. Árið 2014 hóf Eurostat birtingu á samræmdri vísitölu fyrir kostnað vegna búsetu í eigin húsnæði fyrir mörg Evrópuríki samhliða SVN. Þrátt fyrir þetta hefur Eurostat nýlega lagt til að nettókostnaðaraðferðin verði ekki tekin í notkun í SVN í brád (Frankvæmdastjórn ESB, 2018). Ekki liggur fyrir að innleiðing með nettókostnaðaraðferð verði að veruleika.

Því ber svo við að greidd leiga fyrir húsnæði verður áfram eini mælikvarðinn á búsetu í húsnæði í verðmælingu SVN. Þannig hefur stærð leigumarkaðar úrslitaáhrif á hve stór hluti húsnæðis er tekinn inn í SVN í hverju landi og takmarkar það notagildi hennar og samræmi.

#### 4. Verðtrygging lánasamninga miðað við mismunandi vísitölur

Eitt meginhlutverk peninga í hagkerfinu er að gera fólki kleift að geyma verðmæti yfir tíma. Til þess að það sé hægt er nauðsynlegt að peningar haldi verðgildi sínu með nokkuð fyrirjáanlegum hætti. Þrátt fyrir þetta meginhlutverk peninga þá breytist verðgildi þeirra yfir tíma og er jafnan algengara að það rýrni með tímanum. Til að bera saman verðgildi á milli tímabila er því nauðsynlegt að færa upphæðir á fast verðlag með því að hreinsa út þann hluta verðbreytinga sem stafar af virðisrýrnun peninga. Til þess er notast við vísitölur sem mæla breytingar verðlags. Hækkun slíkrar vísitölu gefur til kynna virðisrýrnun peninga, sem í daglegu tali er nefnd verðbólga, en verðhjöðnun ef vísitalan lækkar og virði peninga eykst.

Óvissa um framtíðarverðbólgu gerir það að verkum að óvissa ríkir jafnframt um verðmæti endanlegrar endurgreiðslu af lánnum til lengri tíma. Vegna þessarar óvissu er algengt að lánasamningar miði annað hvort við breytilega vexti eða fasta vexti til skamms tíma sem síðar eru endurskoðaðir. Slíkt fyrirkomulag stuðlar að því að lánveitandi og lántaki deili byrði af óvæntri verðbólguþróun. Önnur og markvissari leið til að draga úr þessari óvissu er að semja um fjárhæðir á föstu verðlagi með hliðsjón af tiltekinni verðvísitölu, þ.e. með verðtryggingu fjárskuldbindinga. Þannig liggur raunvirði hvernar greiðslu fyrir þegar efnt er til lánasamnings, en nafnvirði greiðslanna fer eftir verðbólguþróun.

Á íslenskum húsnæðislánamarkaði er boðið er upp á óverðtryggð lán með breytilegum vöxtum og föstum vöxtum til þriggja eða fimm ára. Sömu valmöguleikar eru í boði fyrir verðtryggð lán en einnig bjóða margir lífeyrissjóðir upp á fasta vexti út lánstímann, þ.e. í allt

að 40 ár. Það geta þeir gert í ljósi þess að engin óvissa ríkir um raunvirði endurgreiðslna af verðtryggðum lánun.

Almenn verðtrygging var innleidd með lögum nr. 13 frá 10. apríl 1979, svonefndum Ólafslögum.<sup>5</sup> Í upphafi lá lánskjaravísitala til grundvallar verðtryggingu, en hún var samsett að tveimur þriðju úr framfærsluvísitölu og byggingarvísitölu að einum þriðja. Í febrúar 1989 var launavísitölu bætt við lánskjaravísitöluna og höfðu vísitölurnar þrjár jafnt vægi. Lánskjaravísitalan var aflögð árið 1995 og VNV, sem áður var kölluð framfærsluvísitala, hefur verið notuð til viðmiðunar verðtryggðra skuldbindinga allar götur síðan.

Undanfarna tæpa fjóra áratugi hefur verðtrygging fjárskuldbindinga því verið miðuð við þrjár mismunandi vísitölur. Engar tæknilegar hindranir eru því í vegi fyrir því að miða verðtryggingu við aðrar verðvísitölur en VNV.

#### 4.1 Nafnvextir, raunvextir og verðtrygging

Raunvextir ráðast á fjármagnsmarkaði þar sem saman koma framboð vegna sparnaðar og eftirspurn vegna fjárfestingar og fleira. Raunvextir ákvarðast því af ýmsum þáttum, s.s. arðsemi fjármuna, ávöxtunarkröfu, framleiðni, raunvöxtum á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum, gengisfyrirkomulagi, afkomu ríkissjóðs, stjórn málaástandi og ýmsum fleiri þáttum sem hafa áhrif á áhættuálag þjóðarþúsins.

Þegar samið er um nafnvexti í lánasamningum og verðbréfavíðskiptum felur það í sér áætlun um þróun verðlags sem bætt er við raunvaxtakröfuna sem gerð er í samningnum. Nafnvextir í samningum milli aðila endurspeglar raunvaxtastigið að viðbætti væntri rýrnun á virði gjaldmiðilsins á lánstíma og áhættuálagi sem tengist lántakandanum. Gefum okkur til einföldunar að allt álag sé núll, þannig að nafnvextir endurspeglar raunvexti auk væntinga um rýrnun á virði gjaldmiðilsins á lánstímanum. Þá verða nafnvextir  $i$  samsettir úr raunvöxtum  $r$  og væntri verðbólgu  $\pi^e$ :

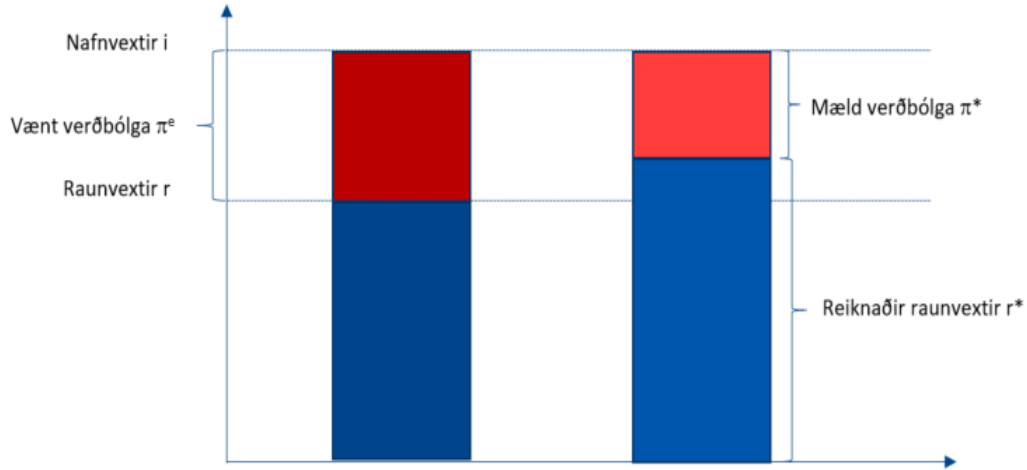
$$i = (1 + r)(1 + \pi^e) - 1$$

Stundum er samið um raunvexti og fjárhæðir uppfærðar í takt við mældar verðbreytingar. Slíkir samningar eru sagðir verðtryggðir. Verðtrygging er lögum samkvæmt miðuð við VNV en henni er ætlað að mæla þróun almenns verðlags einkaneyslu.

---

<sup>5</sup> Nánar má lesa um tilurð Ólafslaga og framkvæmd verðtryggingar m.a. í skýrslu sérfræðinga til Samtaka fjármálafyrirtækja (Ásgeir Jónsson; Sigurður Jóhannesson; Valdimar Ármann; Brice Benaben; Stefania Perucci, 2012) og ýmsum ritum sem Seðlabankinn hefur gefið út, m.a. (Lúðvík Elíasson, 2013) og (Bjarni Bragi Jónsson, 1998).

## Mynd 2. Samband nafnvaxta, raunvaxta og verðbólgu<sup>6</sup>



VNV er besti mælikvarði sem við höfum á þróun útgjalda meðalheimils að jafnaði yfir lengri tímabil. Gerum til einföldunar ráð fyrir því að hún lýsi verðlagi nákvæmlega. Nafnvextir ákvarðast þá þannig:

$$i = (1 + r)(1 + \pi) - 1$$

Ef notast er við ófullkomna mælingu á verðbólgu, segjum  $\pi^*$ , fæst að:

$$i = (1 + r^*)(1 + \pi^*) - 1$$

Ef  $\pi^*$  er t.d. lægri en  $\pi$ , þ.e. notaður er mælikvarði á verðlagsþróun sem vex hægar en verðlag, þá verða mældir raunvextir hærri en ella (mynd 2). Þannig er ekki hægt að stýra á greiðslubyrði af verðtryggðum lánum með því einfaldlega að breyta um verðlagsmælikvarða eða mæla verðbólgu „ónákvæmlega“, s.s. með því að fjarlægja einstaka liði úr verðmælingum. Ef það er markmið að auðvelda skuldsetningu með lækkingu vaxta er vænlegra að stuðla að stöðugu verðlagi til lengri tíma og þar með að minni óvissu um framtíðarverðbólgu. Það myndi að öðru óbreyttu lækka verðbólguálag nafnvaxta sem þá væri unnt að festa til lengri tíma í lánasamningum.

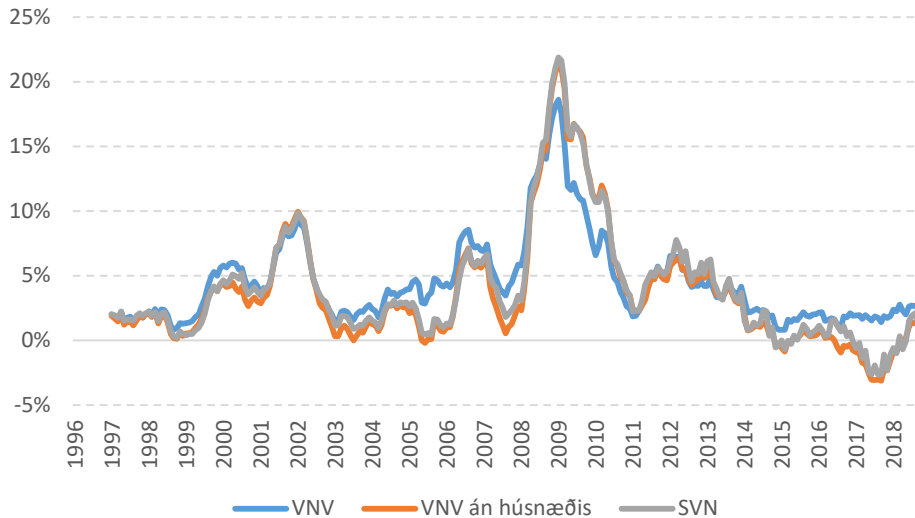
### 4.2 Samanburður mismunandi neysluverðsvísitalna

Verðbólga, mæld sem breyting vísitölu næstu tólf mánuði á undan hefur jafnan þróast með áþekkingu hætti hvort sem litið er til VNV, VNV án húsnæðis eða SVN (mynd 3). Tímabundinn munur hefur þó reglulega myndast milli vísitalnanna, en slíkur munur varir þó sjaldnast lengi. Hins vegar eru sveiflur í VNV að jafnaði minni en í hinum vísitölunum. Sama kemur í ljós ef litið er á mælikvarða á flökti vísitalnanna. VNV er jafnan stöðugust þessara vísitalna en SVN sker sig úr síðust átta árin og er flökt í henni vaxandi (mynd 4). Það stafar líklega af því að SVN tekur til verðlags innan landamæra á meðan VNV miðast við neyslu landsmanna innanlands. Neysla ferðamanna vegur því sífellt þyngra í

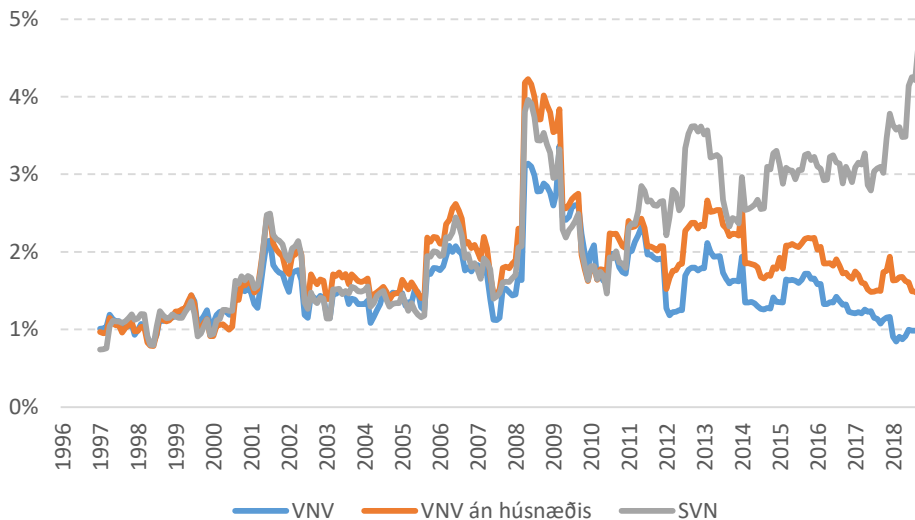
<sup>6</sup> Samhengi stærðanna er í raun  $i = r + \pi^e + r\pi^e$  en síðasta liðnum er sleppt á myndinni

SVN, en verð nokkurra liða sem veða þungt í neyslu ferðamanna er einkar sveiflukennt. Þetta á meðal annars við flugferðir, gistingu og eldsneyti.

**Mynd 3. Verðbólga mæld með VNV, VNV án húsnæðis og SVN**



**Mynd 4. Flökt vísitalnanna<sup>7</sup>**



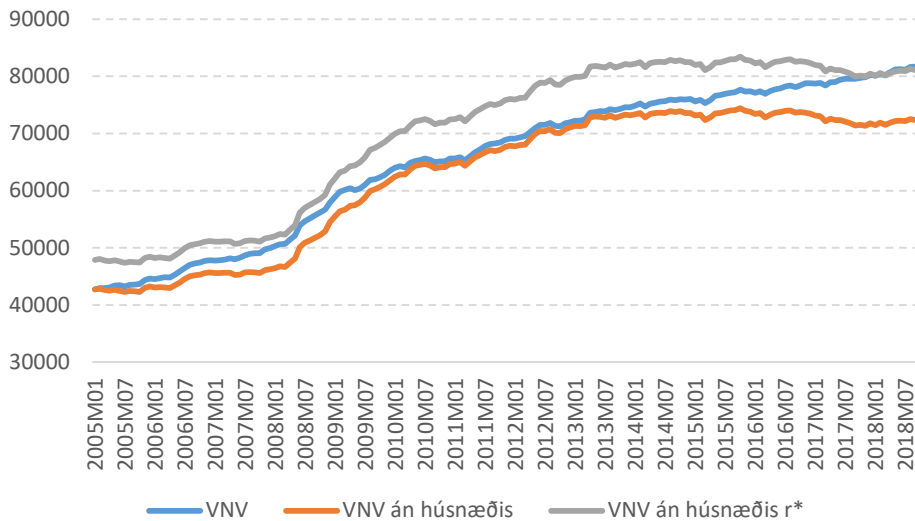
Því stærri sem sveiflurnar eru í mældri verðbólgu og því meira sem flöktið er, því meiri óvissa er um þróun mælingarinnar til framtíðar. Notkun á vísitölu með meira flökt og stærri sveiflur til útreiknings verðbólgu í lánasamningum ætti að öðru óbreyttu að leiða til hærri ávöxtunarkröfu sem endurspeglar meiri óvissu, svo vaxtaþáttur lánsins ætti að hækka.

<sup>7</sup> Reiknað út frá staðalfrávikni mánaðarlegra breytinga síðustu 12 mánuði

### 4.3 Greiðslur af íbúðalánnum

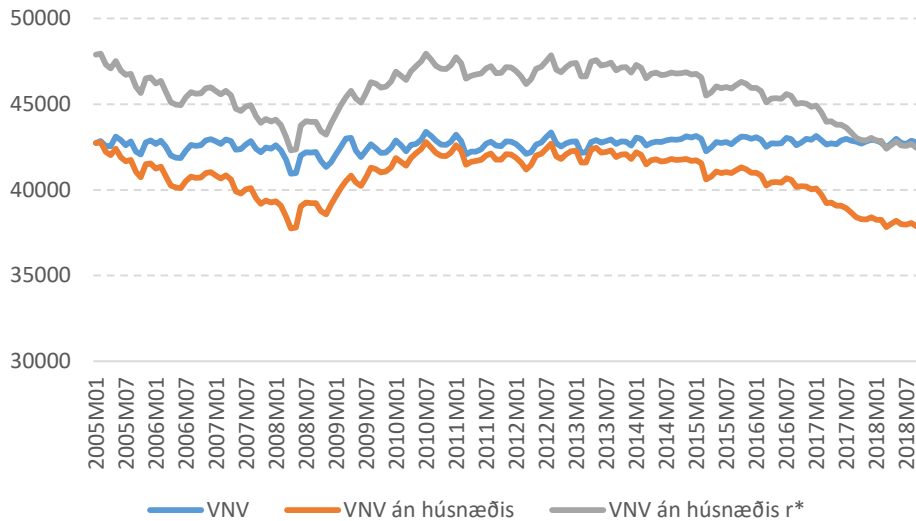
Ein leið til að meta áhrif af notkun mismunandi vísitalna á greiðslur verðtryggðra lána er að skoða söguleg gögn. Hér er litið á hvernig mánaðarlegar endurgreiðslur af 40 ára verðtryggðu láni með 4,15% vöxtum þróast þegar miðað er við að lánið hafi verið tekið í byrjun árs 2005. Mynd 5 sýnir að greiðslur á nafnverði hefðu verið aðeins lægri á árunum 2007 til 2009 ef verðtryggingin hefði miðast við VNV án húsnæðis (sjá mynd 5). Greiðslurnar hefðu þá einnig verið lægri frá því 2014 og munurinn hefði vaxið undanfarin ár. Þessir útreikningar taka aftur á móti ekki til þess að gera má ráð fyrir að reiknaðir raunvextir á láninu hefðu verið hærri ef miðað hefði verið við vísitölu sem almennt hækkar hægar en VNV (sbr. mynd 2). Þess vegna voru greiðslur miðað við VNV án húsnæðis einnig reiknaðar með 0,8 prósentum hærri raunvöxtum.<sup>8</sup> Miðað við þá forsendu voru greiðslur ávallt hærri á tímabilinu frá 2005 til 2017 en ef VNV var notuð.

**Mynd 5. Nafnvirði mánaðarlegra greiðslna af 40 ára verðtryggðu láni**



Tilgangurinn með verðtryggingu lánsfjár og sparifjár er að dýpka fjármagnsmarkaði með samninga til langs tíma. Þegar verðbólga er mikil og sveiflugjörn, en slíkt helst jafnan í hendur, verður óvissa um verðmæti fjármagns í framtíðinni mikil. Hlutverk verðtryggingar er að eyða þessari óvissu með því að semja um greiðslu fjárhæða á föstu verðlagi. Þannig er óvissa um verðmæti þess fjár sem greitt er tekin út úr samningnum. Við samanburð á greiðslum verðtryggðra lána yfir tíma er því rétt að bera saman greiðslur á föstu verðlagi. Mánaðarlegar greiðslur sömu lána og sýndar eru á mynd 5 eru einnig sýndar á mynd 6 en þar á föstu verðlagi. Þar sést að verðtrygging miðað við VNV tryggir mesta vissu um verðmæti greiðslna. Örlítið flókt stafar af því að verðtrygging miðast mið mælingu verðlags tveimur mánuðum fyrr.

<sup>8</sup> 0,8 prósentur endurspeglar þá staðreynd að til lengri tíma hefur VNV hækkað 0,8 prósentum hraðar en VNV án húsnæðis.

**Mynd 6. Raunvirði Mánaðarlegra greiðslna af 40 ára verðtryggðu láni<sup>9</sup>**

#### 4.4 Samningafrelsi og neytendavernd

Við mat á því hvort auka eigi val lántaka um hvaða vísitölur notaðar eru við bindingu lánasamninga takast á sjónarmið um valfrelsi og neytendavernd.

Almennt er litið svo á innan hagfræðinnar að hagsmunir neytenda séu fólgnir í fjölbreyttu úrvali vara og þjónustu. Aðstæður fólks eru mismunandi og því er kostur að neytendur hafi val um þá lánaskilmála sem taldir eru henta best í hverju tilviki fyrir sig. Takmarkanir á valmöguleikum neytenda þurfa því að vera vel rökstuddar.

Tilfni hefur þótt til að takmarka samningsfrelsi aðila, m.a. til að vernda hag þeirra sem ætla má að hafi lakari stöðu við samningsgerð. Þannig má nefna að með breytingu á lögum um vexti og verðtryggingu, nr. 38/2001, hinn 1. apríl 2017 varð óheimilt að binda skuldbindingar neytenda við hlutabréfavisitölu, eða safn slíkra vísitalna sem ekki mæla breytingar á almennu verðlagi. Breytingin var rökstudd á þann veg að slíkar vísitölur geti sveiflast verulega og neytendur eru ekki í góðri aðstöðu til að meta áhættu sem fylgir slíkri lántöku. Hinn sama dag tóku gildi ný lög um fasteignalán til neytenda, nr. 118/2016. Með lögum voru heimildum lánastofnana til lánveitinga í erlendri mynt til neytenda settar skorður og samsvarandi ákvæðum einnig bætt við lög um neytendalán, nr. 33/2013. Lánveitanda er í dag aðeins heimilt að veita lán tengd erlendum gjaldmiðlum til neytanda sem er að verulegu leyti varinn gagnvart gengissveiflum í þeim gjaldmiðli sem lánið tengist eða hafi burði til að takast á við verulegar gengis- og vaxtabreytingar.

Undanfarin ár hefur því þótt ástæða til að þrengja valkosti neytenda um lánaskilmála í því skyni að verja þá gegn áhættu í formi sveiflukenndrar greiðslubyrði, sérstaklega þegar sú vísitala sem lánasamningar eru bundnir við mæla ekki breytingar almenns verðlags. Þær verðvísitölur sem hér eru til umfjöllunar, þ.e. VNV, VNV án húsnæðis og SVN, eiga allar sameiginlegt að mæla þróun almenns neysluverðs. Þar eð VNV tekur tillit til kostnaðar vegna búsetu í húsnæði ólíkt SVN, þá er hún jafnan talin besti mælikvarði sem við höfum á

<sup>9</sup> Allar greiðslur eru fluttar á fast verðlag með VNV



þróun almenns verðlags. Verðtryggingu er ætlað að eyða óvissu vegna verðbólgu og því er rétt að miða hana við almennt verðlag. Ljóst er að binding lánasamninga við VNV án húsnæðis eða SVN verður þó varla takmörkuð á sömu forsendum og binding lánasamninga við hlutabréfa- eða gengisvísitölur. Hins vegar væri slík binding háð meiri óvissu um framtíðarverðbólgu en binding við VNV.

Þrátt fyrir að í hagfræði sé almennt litið svo á að aukið valfrelsi geti aldrei haft neikvæð áhrif á neytendur þá hafa rannsóknir í sálfræði og atferlishagfræði sýnt að meira valfrelsi er ekki í öllum tilvikum til hagsbóta og þegar valkostirnir verða mjög margir getur kostnaður við frelsið orðið meiri en ábati þess. Aukið valfrelsi getur þannig aukið tíma við ákvarðanatöku fólks, tíma sem fólk hefði heldur viljað ráðstafa öðruvísi, án þess að breyta endanlegri ákvörðun. (Lowenstein, 2000; Schwartz, 2004). Ábati af auknu valfrelsi felst ekki síst í því að fjölbreytt vöruúrval stuðlar að aukinni samkeppni og betra verði fyrir neytendur. Þegar þessum áhrifum er ekki til að dreifa þá virðist sem fjölgun valkosta geti fylgt meiri kostnaður en ábati.

Þetta getur átt við um verðvísitölur eins og annað ef marka má niðurstöður skýrslu um neysluverðsvísitölur í Bretlandi frá ársbyrjun 2015 (Johnson, 2015). Árið 2013 varð VNV<sup>10</sup> megin verðból gumælikvarði Hagstofu Bretlands í stað vísitölu smásöluverðs áður, en aðferðafræði við mælingu þeirrar síðarnefndu þótti gölluð. Í ljósi þeirra galla og í tengslum við skipti Hagstofunnar á verðból gumælikvarða urðu til nokkrar nýjar neysluverðsvísitölur. Þær urðu reyndar svo margar að breskir fjölmiðlar töluðu um vísitölusúpu. Um vísitölusúpu segir eftirfarandi í framangreindri skýrslu:

Fjölgun verðvísitalna í Bretlandi undanfarin misseri hefur reynt ógagnleg. Núverandi ástand hefur valdið ruglingi, sem leitt hefur til þess að margir nota enn vísitölu smásöluverðs, sem þjónar ekki lengur tilgangi sínum.

Þannig að mikill fjöldi neysluverðsvísitalna í Bretlandi varð til þess að einstaklingar notuðu þá vísitölu sem þeir könnuðust við, jafnvel þótt sýnt hefði verið fram á að hún væri gölluð.

Við mat á kostum og göllum aukins valfrelsis lántaka um hvaða neysluverðsvísitala liggja til grundvallar verðtryggingu skuldbindinga takast á sjónarmið um valfrelsi og neytendavernd. Líkt og áður sagði verður binding lánasamninga við þær vísitölur sem hér um ræðir varla takmörkuð á sömu forsendum og binding lánasamninga við hlutabréfa- og gengisvísitölur. Takmarkanir af slíku tagi er þó hægt að rökstyðja með vísun í rannsóknir sambærilegar þeim sem nefndar eru að ofan. Miklum vandkvæðum er þó bundið að áætla hvenær kostnaður við valfrelsi á íslenskum lánamarkaði er orðinn meiri en ábati frekara valfrelsis og ekki er gerð tilraun til þess hér. Ástæða er þó til að árétta að notkun verðtryggingar sem vörn gegn óvissu um framtíðarverðbólgu er háð því að vísitalan sem liggur til grundvallar mæli verðbólgu eins nákvæmlega og kostur er og þar stendur VNV hinum framar.

<sup>10</sup> VNV í Bretlandi er hin sama og SVN í landinu þegar þessi skýrsla er skrifuð. Bretar hafa hins vegar hafið mælingu og birtingu á CPIH sem hægt væri að kalla VNV með búsetu í eigin húsnæði og stefna á að sú vísitala taki við sem megin vísitala neysluverðs í samræmi við Johnson úttektina (2015).

## 5. Áhrif þess að miða verðbólguþækkni við vísitölu án húsnæðis

### 5.1 Tillögur verkefnisstjórnar um endurmat á ramma peningastefnu

Verkefnisstjórn um endurmat á ramma peningastefnunnar skilaði yfirgrípsmikilli skýrslu til forsætisráðherra í júní 2018 (Ásgeir Jónsson; Ásdís Kristjánsdóttir; Illugi Gunnarsson, 2018). Í skýrslunni eru settar fram ellefu tillögur um breytingar á ramma peningastefnu Seðlabanka Íslands, sem ýmist snúa að umgjörð varúðartækja, breytingum á verðbólguþækkni bankans, markvissari beitingu stjórnartækja eða ákvörðunarferli peningastefnunnar.

Þrátt fyrir að þingsályktunin um skipun hópsins tilgreini ekki með nákvæmum hætti hvaða tillögur verkefnisstjórnarinnar hópurnir skal leggja mat á þá er ekki gert ráð fyrir að hópurnir skuli leggja mat á allar tillögurnar, enda má ljóst vera að flestar þeirra hafa engin áhrif á vísitölur og verðtryggingu. Verkefnisstjórn um peningastefnu, þjóðhagsvarúð og fjármálaeftirlit hefur m.a. það hlutverk að rýna tillögur verkefnisstjórnarinnar. Stefnt er að því að hún skili frumvarpsdrögum fyrir febrúarlok 2019. Samhengisins vegna er því lögð áhersla á að meta áhrif á vísitölur, verðtryggingu og vexti af eftirfarandi tillögu verkefnisstjórnarinnar:

**Tillaga 5:** Verðbólguþækkni Seðlabankans skal áfram miðast við 2,5% en sú verðvísitala sem markmiðið miðast við skal ekki taka mið af kostnaði vegna eigin húsnæðis. Verðbólguþækkni skal því undanskilja húsnæðisverð.

### 5.2 Verðbólguþækkni Seðlabanka Íslands

Seðlabankinn hefur það markmið að halda verðbólgu að jafnaði í námunda við 2½%. Miðað er við verðbólgu eins og hún er mæld með tólf mánaða breytingu VNV.

Markmið peningastefnunnar um 2½% hækkun VNV að jafnaði er sett í þeim tilgangi að verðbólga verði hvorki of mikil né of lítil. Mikil og sveiflukennd verðbólga leiðir til óhagkvæmni við verðákvæðanir, tíðra breytinga á hlutfallsverði og sveiflna í kaupmætti. Ákvæðanataka og áætlanagerð í hagkerfinu verður því kostnaðarsamari og ómarkvissari en ella. Lítil verðbólga eða verðhjöldun getur leitt til þess að almenningur fresti útgjöldum auk þess sem hægir á efnahagsstarfsemi. Óvissa um verðþróun veldur einnig óvissu um verðmæti endurgreiðslna af lánum og virði sparnaðar. Verðbólguþækknið er sett með því að vísa í VNV vegna þess að hún er talin besti mælikvarðinn sem við höfum á þróun almenns verðlags. Þá þótti einnig heppilegt að Seðlabankinn hefði það markmið að halda breytingum þeirrar vísitölu stöðugum sem verðtryggðar skuldbindingar heimila miðuðu við.

Þetta þýðir þó ekki að peningastefnan sé rekin á sjálfvirkan hátt með hliðsjón af þróun VNV eða væntinga um hana. Ákvæðanir um stjórn tæki peningastefnunnar eru teknar af fimm manna peningastefnunefnd, að minnsta kosti átta sinnum á ári, þar sem farið er ítarlega yfir þróun og horfur í efnahagslífinu og á fjármálamörkuðum. Peningastefnunefnd horfir jafnframt á fleiri vísitölur en VNV, s.s. VNV án húsnæðis og ýmsar kjarnavísitölur sem Hagstofa Íslands tekur saman, með það fyrir augum að halda verðbólgu við markmið yfir meðallangan tíma. Þannig getur nefndin kosið að líta fram hjá tímabundinni verðþróun einstakra undirlíða sem hafa ekki áhrif á verðbólgu til lengri tíma.

### 5.3 Húsnæðisliður í viðmiðunarvísitölu peningastefnunnar<sup>11</sup>

Til að meta áhrif þess að verðbólguþáttur Seðlabanka Íslands væri breytt í samræmi við framangreinda tillögu er nauðsynlegt að reifa í stuttu máli þau rök sem færð hafa verið fyrir slíkri breytingu og jafnframt þau rök sem mæla gegn henni<sup>12</sup>.

Alþjóðlega fjármálakreppan, sem jafnan er talin hafa átt upptök sín á húsnæðismarkaði í Bandaríkjunum, varð uppspretta mikillar umræðu um hvort Seðlabankar ættu að bregðast við sveiflukenndu eignaverði með vaxtabreytingum. Fyrst um sinn voru margir þeirrar skoðunar að Seðlabankar ættu „halla sér upp í vindinn“ eins og það var kallað og hækka vexti þegar eignabólur mynduðust. Talsmenn þessarar hugmyndafræði gagnrýndu peningastefnu Seðlabanka Bandaríkjanna í aðdraganda fjármálakreppunnar og töldu of lága vexti hafa leitt til eignaverðshækkana umfram það sem undirliggjandi efnahagsstærðir réttlættu. Nú um áratug síðar virðast hins vegar margir þeirrar skoðunar að beiting annarra tækja, s.s. þjóðhagsvarúðartækja, löggjafar og eftirlits á fjármálamarkaði, sé betur til þess fallin að stuðla að fjármálalegum stöðugleika. Ástæðuna má m.a. rekja til þess að beita þarf vaxtabreytingum af hörku til að hafa áhrif á eignabólur, en slíkar vaxtabreytingar hafa mun víðtækari efnahagsleg áhrif en svo að þau beinist aðeins að hækkun eignaverðs.

Húsnæði vegur þungt í VNV á Íslandi. Einn undirliða húsnæðis er reiknuð húsaleiga, þ.e. kostnaður vegna búsetu í eigin húsnæði, og útreikningur á henni byggist m.a. á fasteignaverði sem er eignaverð. Fasteignaverð hefur því óbeint áhrif á VNV. Af því leiðir að viðbragð við sveiflum í eignaverði er að einhverju leyti innbyggð í mótun peningastefnunnar hér á landi, en líkt og fram kom að ofan telja margir að önnur tæki henti betur til að hafa áhrif á þróun eignaverðs. Þó ber að árétta að það sem fram kemur að framan að verðbólguþáttur Seðlabankans kveður á um 2½% verðbólgu að jafnaði, en ekki á hverjum tíma. Það felur í sér að peningastefnunefnd bankans lítur til þróunar fleiri verðvísitalna en aðeins VNV við vaxtaákvæðanir með það fyrir augum að halda verðbólgu í námunda við markmið yfir lengri tíma. Peningastefnunefnd hefur því fullt svigrúm til að líta fram hjá tímabundinni verðþróun einstakra þátta, þ.m.t. húsnæðis, enda hafi hún ekki áhrif á getu Seðlabankans til að halda verðbólgu nálægt markmið að jafnaði.

Þau rök sem einna helst hafa verið nefnd fyrir því að hafa húsnæðisverð, þ.m.t. kostnað vegna búsetu í eigin húsnæði, í viðmiðunarvísitölu peningastefnunnar hafa annars vegar tíundað mikilvægi þess að viðmiðunarvísitalan endurspegli sem best þróun almenns verðlags og hins vegar bent á sveiflujöfnunaráhrif og forspárgildi húsnæðisliðarins á vísitölu neysluverðs (Þórarinn G. Pétursson, 2002).

Sveiflujöfnunaráhrif húsnæðisliðarins má rekja til þess að húsnæðisverð og gengi krónunnar hafa almennt þróast í takt. Húsnæðisverð hefur jafnan hækkað samhliða gengisstyrkingu sem leiðir til lægra innflutts verðlags en ella. Á hinn bóginn hefur húsnæðisverð lækkað, eða a.m.k. hækkað hægar, samhliða veikingu gengisins sem hefur leitt til aukinnar verðbólgu í gegnum hærra innflutt verðlag. Ein helstu rök gegn því að miða peningastefnu við vísitölu með húsnæðisverði eru þau að heppilegt sé að miða verðbólguþáttur við tiltölulega tregbreytilega verðvísitölu og að á þeim forsendum sé rétt

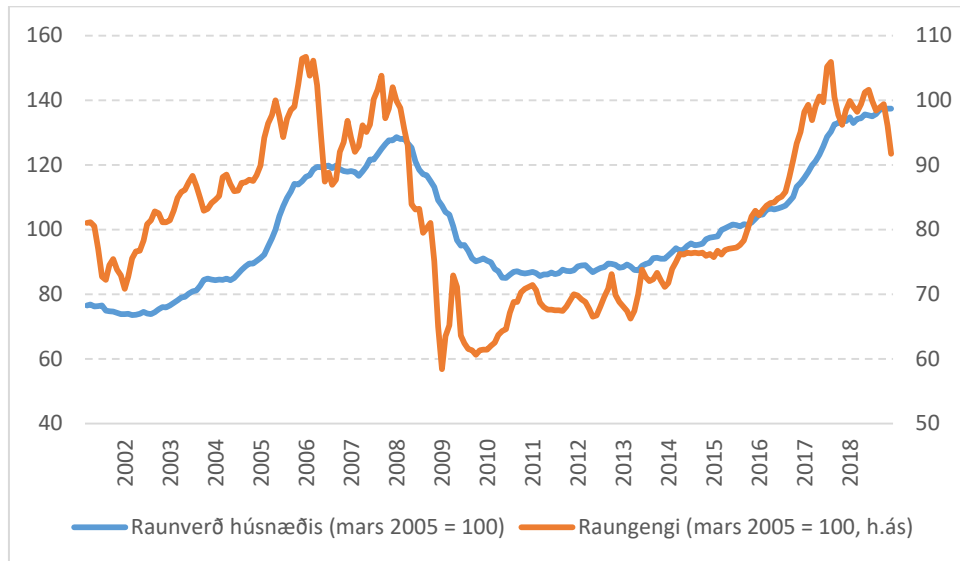
<sup>11</sup> Umfjöllun kaflans styðst að verulegu leyti við skýrslu verkefnisstjórnar um framtíð íslenskrar peningastefnu og skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2018) um efnahagsaðstæður á Íslandi á grundvelli 4. greinar stofnsáttmála sjóðsins.

<sup>12</sup> Umfjöllun um kosti og galla þess að hafa húsnæði inni í viðmiðunarvísitölu peningastefnunnar má m.a. finna í skýrslu Seðlabankans til efnahags- og viðskiptaráðherra (Seðlabanki Íslands, 2010) og í framangreindum skýrslum verkefnisstjórnar og AGS.

að minnka vægi sveiflukennds eignaverðs. Ljóst er að sú röksemdarfærsla heldur ekki á Íslandi.

Ágæt rök eru bæði fyrir því að halda húsnæðisliðnum inni í viðmiðunarvísitölu peningastefnunnar en einnig fyrir því að fjarlægja hann. Hins vegar er það svo að hvort sem formlegt verðbólguþáttur miðast við vísitölu með eða án húsnæðisliðarins þá hefur peningastefnunefnd Seðlabankans svigrúm bæði til að líta til verðþróunar á fasteignamarkaði eða til að líta fram hjá henni. Þ.e. svo lengi sem það hefur ekki áhrif á getu bankans til að halda verðbólgu við markmið að jafnaði. Líklegt er því að framkvæmd peningastefnunnar yrði með svipuðum hætti, óháð því hvora vísitöluna formlegt verðbólguþáttur bankans miðaði við.

### Mynd 7. Húsnæðisverð og gengi krónunnar hafa undanfarið þróast í takt



Tafla 5 sýnir yfirlit yfir húsnæðislið í viðmiðunarvísitölu peningastefnu í þróuðum ríkjum á verðbólguþáttum. Líkt og sést á yfirlitinu er húsnæði hluti af viðmiðunarvísitölunni í öllum ríkjunum. Þá er reiknuð leiga hluti af vísitölunni í flestum ríkjum. Stærsta undantekningin er Seðlabanki Evrópu, sem miðar við SVN þar sem reiknuð húsaleiga er undanskilin. Eins og rakið var í þriðja kafla skýrslunnar þá er reiknuð húsaleiga undanskilin í SVN vegna tæknilegra vandamála við innleiðingu.

Í töflunni sést einnig að húsnæðisverð hefur bein áhrif á mat á reiknaðri húsaleigu hér á landi. Hið sama er uppi á teningnum í Kanada og Svíþjóð, en þar eru húsnæðisverðsbreytingar þó sléttar yfir lengra tímabil við matið (sjá kafla 3).

**Tafla 5. Húsnæðisliður í viðmiðunarvísitölu peningastefnu ríkja á verðbólgu-markmiði<sup>13</sup>**

Ríki	Viðmiðunarvísitala	Er húsnæði í vísitölunni?	Hvaða hlutar þess?	Kostnaður við búsetu í eigin húsnæði		
				Aðferð við mat	Hafa vextir áhrif á matið?	Hefur húsnæðisverð áhrif á matið?
Ástralía	VNV	Já	Leiga og eigið húsn.	Nettókostnaður	Nei	Nei
Bandaríkin	PCE	Já	Leiga og eigið húsn.	Leiguígildi	Nei	Nei
Bretland	SVN	Að hluta	Leiga	-	-	-
Ísland	VNV	Já	Leiga og eigið húsn.	Notendakostnaður	Takmörkuð	Já
Japan	VNV	Já	Leiga og eigið húsn.	Leiguígildi	Nei	Nei
Kanada	VNV	Já	Leiga og eigið húsn.	Notendakostnaður	Já (sléttuð)	Já (sléttuð)
Noregur	VNV	Já	Leiga og eigið húsn.	Leiguígildi	Nei	Nei
Nýja-Sjáland	VNV	Já	Leiga og eigið húsn.	Nettókostnaður	Nei	Nei
S-Kórea	VNV	Að hluta	Leiga	-	-	-
Svíþjóð	VNVF	Já	Leiga og eigið húsn.	Notendakostnaður	Nei	Já (sléttuð)
Tékkland	VNV	Já	Leiga og eigið húsn.	Nettókostnaður	Nei	Nei
Evrusvæðið	SVN	Að hluta	Leiga	-	-	-

#### 5.4 Þróun meginvaxta Seðlabankans miðað við verðbólgu með og án húsnæðis

Til að meta á áhrif þess að breyta viðmiðunarvísitölu peningastefnunnar þannig að hún taki ekki mið af þróun húsnæðisverðs er gagnlegt að bera meginvexti Seðlabankans saman við þá vexti sem hefðu verið við lýði ef peningastefnan miðaði við VNV án húsnæðis. Mynd 8 sýnir meginvexti Seðlabankans og þá vexti sem fást samkvæmt Taylor-reglu, sem jafnan lýsir nokkuð vel hegðun Seðlabanka á verðbólgu-markmiði (Taylor, 1993). Taylor-regluna má rita á eftirfarandi máta:

$$i = (\bar{r} + \pi) + \alpha(\pi - \pi^T) + \beta y$$

þar sem  $i$  eru Taylor-vextirnir,  $\bar{r}$  eru jafnvægisraunvextir (t.d. 3%),  $\pi$  er verðbólga annars vegar miðað við VNV og hins vegar miðað við VNV án húsnæðis,  $\pi^T = 2\frac{1}{2}\%$  er verðbólgu-markmið Seðlabankans,  $y$  er framleiðsluspenna/-slaki og  $\alpha = \beta = 0,5$ .

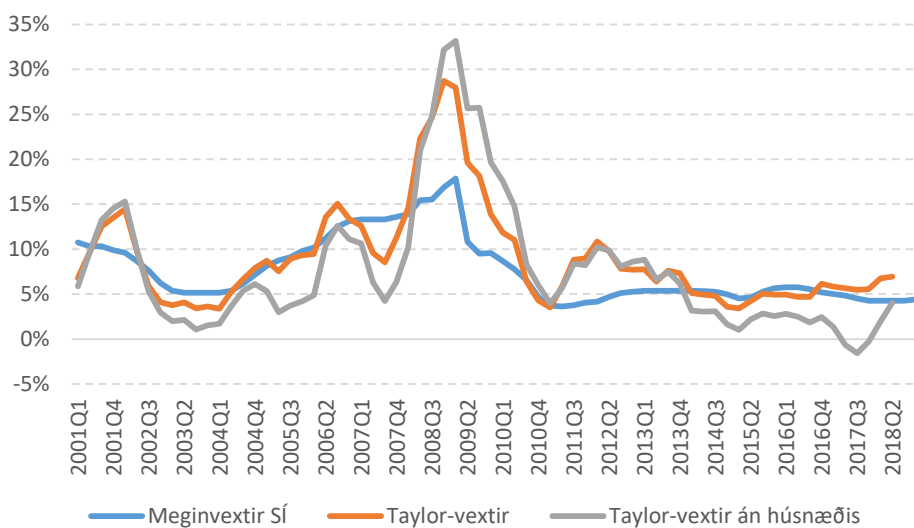
Myndin sýnir að Taylor-vextir miðað við VNV hækkuðu á síðari hluta ársins 2016 þegar framleiðsluspenna jókst. Á sama tíma stuðlaði lág verðbólga að lægra vaxtastigi. Í upphafi árs 2018 jókst verðbólga og nálgadist  $2\frac{1}{2}\%$  markmið Seðlabankans án þess að verulegar breytingar yrðu á framleiðsluspennu. Við það hækkuðu Taylor-vextirnir á ný.

Á myndinni sést enn fremur að þróun Taylor-vaxta miðað við VNV án húsnæðis þróaðist með verulega öðrum hætti en samsvarandi vextir miðað við VNV. Ástæðuna má rekja til þess reiptogs á milli hækkandi húsnæðisverðs og lækkandi innflutts verðlags sem ríkti á þessum tíma og olli miklum mun í þróun VNV og VNV án húsnæðis. Sé húsnæðisliðurinn undanskilinn mældist verðhjöðnun á bilinu 0-3,1% frá 3. ársfjórðungi 2016 fram á 1. ársfjórðung 2018, sem hafði mun sterkari áhrif en framleiðsluspennan á sama tíma og dró Taylor-vextina niður, svo kröftuglega reyndar að þeir voru á tímabili neikvæðir.

<sup>13</sup> Seðlabanki Bandaríkjanna miðar 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 heimila (Seðlabanki Íslands, 2016). Viðmiðunarvísitala Seðlabanka Svíþjóðar er VNV með föstum vöxtum. Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Ef miðað er við Taylor-vexti með húsnæði þá hefði Seðlabankinn í raun átt að bregðast við aukinni framleiðsluspennu haustið 2016 og hærri verðbólgu við upphaf árs 2018 með hækkun vaxta. Meginvextir bankans lækkuðu hins vegar úr 5,5% á þriðja ársfjórðungi 2016 niður í 4,25% á fjórða ársfjórðungi 2017, þar sem þeir voru fram í nóvember 2018 þegar bankinn hækkaði vexti um 0,25 prósentur. Í lok árs 2016 jókst hækkunartaktur húsnæðisverðs ört og hélt hann áfram að aukast fram á mitt ár 2017. Framangreind þróun meginvaxta bankans gefur vísbendingu um að peningastefnunefnd bankans líti að einhverju leyti fram hjá tímabundnum áhrifum tiltekinna þátta á verðbólgu. Þróun húsnæðisverðs gæti verið dæmi um slíkan þátt. Munurinn á milli ársbreytinga vísitalnanna hefur minnkað verulega undanfarin misseri, án teljandi áhrifa á meginvexti bankans.

### Mynd 8. Samanburður stýrivaxta Seðlabankans og Taylor-vaxta



Mynd 8 sýnir einnig að ef verðbólguþröng Seðlabankans miðaði við VNV án húsnæðis þá hefðu vextir þurft að vera lægri í aðdraganda fjármálaáfallsins, þegar mikil spenna var í hagkerfinu, en hærri í kjölfar þess, þegar verulegur slaki myndaðist. Vextir miðað við VNV án húsnæðis myndu því sveiflast meira en sömu vextir miðað við núverandi fyrirkomulag peningastefnunnar, sem endurspeglar sveiflujöfnunaráhrif húsnæðisliðarins á VNV. Framangreind þróun meginvaxta Seðlabankans miðað við VNV án húsnæðis virðist ekki samrýmast ákjósanlegum eiginleikum peningastefnu sem hefur stöðugt verðlag og fjármálalegan stöðugleika að markmiði.

Hins vegar verður að hafa hugfast að einfaldur samanburður Taylor-vaxta segir takmarkaða sögu því rétt eins og peningastefnunefnd virðist að einhverju leyti hafa litið fram hjá skammtímaáhrifum skarpra húsnæðisverðshækkana á verðbólgu þá hefði nefndin hugsanlega einnig litið fram hjá tímabundnum áhrifum mikillar gengisstyrkingar á innflutt verðlag og þ.a.l. haldið vöxtum hærri en Taylor-reglan án húsnæðis gefur til kynna. Þannig er líklegt að samanburður Taylor-reglna miðað við mismunandi neysluverðsvísitölur ofmeti þann mun sem raunverulega yrði á meginvöxtum Seðlabankans. Þá væru sveiflurnar í VNV án húsnæðis, og þ.a.l. í Taylor-vöxtum miðað við sömu vísitölu, líklega minni en raun ber vitni ef Seðlabankinn hefði það markmið að halda breytingum hennar stöðugum.

Staðreyndin er þó sú að sveiflur í VNV voru minni en í VNV án húsnæðis áður Seðlabankinn tók upp verðbólgu markmið.

### 5.5 Áhrif á verðbólgu, verðtryggingu og vísitölur

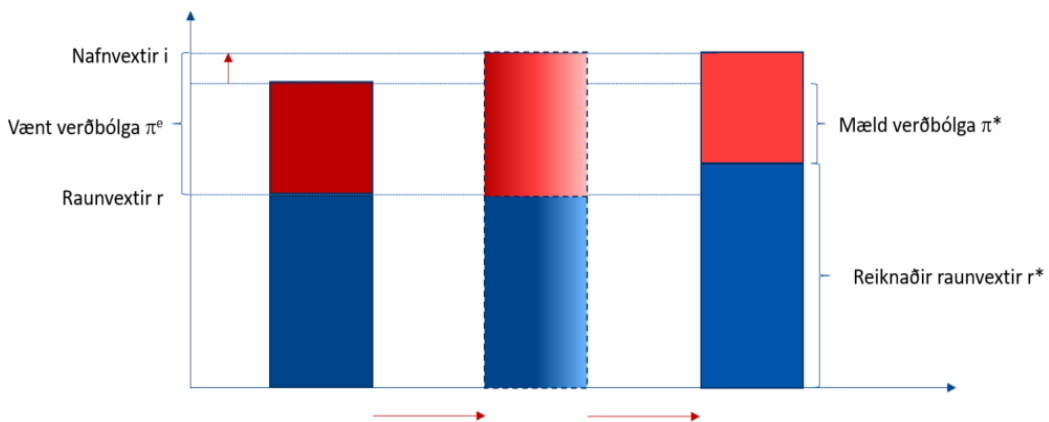
Líkt og fram kemur í inngangskafli skýrslunnar hefur húsnæðisverð að jafnaði hækkað hraðar en annað neysluverð. Þannig hefur meðalverðbólga síðan Seðlabankinn tók upp formlegt verðbólgu markmið árið 2001 numið 4,8% en 4,0% ef húsnæðisliður vísitölunnar er undanskilinn. Við breytingu á viðmiðunarvísitölu peningastefnunnar þannig að hún undanskilji húsnæðisliðinn eru tvær leiðir færar:

1. Stefna að 2½% hækkun VNV án húsnæðis að jafnaði líkt og verkefnisstjórn um ramma peningastefnunnar leggur til. Þar sem húsnæðisverð hækkar að jafnaði hraðar en annað neysluverð fæli breytingin í sér að raunverulegt verðbólgu markmið bankans hækkar.
2. Stefna að minni hækkun VNV án húsnæðis að jafnaði þannig að raunverulegt verðbólgu markmið bankans sé hið sama og áður.

Þar eð húsnæðisverð hækkar að jafnaði hraðar en annað neysluverð þá sýnir samanburður á Taylor-vöxtum að þeir eru að jafnaði hærri ef miðað er við VNV með húsnæði. Þannig voru meðalvextir samkvæmt Taylor-reglu frá ársbyrjun 2001 til annars ársfjórðungs 2018 9,0% miðað við VNV en 7,8% miðað við VNV án húsnæðis. Þrátt fyrir það er ekki hægt að draga þá ályktun að vextir í hagkerfinu verði að jafnaði lægri ef viðmiðunarvísitölu peningastefnunnar yrði breytt í vísitölu sem undanskilur húsnæðisverð.

Verði fyrir leiðin fyrir valinu mun virði peninga rýrna hraðar við verðbólgu markmiðið en áður og verðbólguvæntingar myndu með tímanum aðlagast nýju markmiði. Óbreytt markmið mælt með nýrri vísitölu sem almennt mælir lægri verðhækkanir en VNV jafngildir því að verðbólgu markmiðið hafi verið hækkað. Það þýðir að nafnvextir í jafnvægi hækka, þar sem raunvextir í hagkerfinu eru óbreyttir en rýrnun á verðmæti peninga er hraðari en áður. Að auki fæst að reiknaðir raunvextir lánasamninga sem eru verðtryggðir miðað við VNV án húsnæðis verða að jafnaði hærri en áður (mynd 9). Það stafar ekki af því að raunvaxtastigið í hagkerfinu hækki, heldur því að eftir breytinguna er ekki verðtryggt að fullu þar sem vísitala til verðtryggingar endurspeglar ekki breytingar á virði peninga að fullu.

#### Mynd 9. Áhrif breyttrar viðmiðunarvísitölu peningastefnu á vexti



Að öðru óbreyttu yrðu áhrif hærri verðbólgu á greiðslubyrði verðtryggðra fjárskuldbindinga engin að raunvirði. Hærri verðbólga myndi hins vegar hækka nafnvirði verðbóta slíkra skuldbindinga. Hið sama má segja um laun, sem myndu hækka að nafninu til þrátt fyrir að áhrif á kaupmátt yrðu engin.

Verði síðari leiðin fyrir valinu, þ.e. að skilgreina markmiðið til samræmis við hina nýju vísitölu, ætti að öðru óbreyttu ekki að verða nein önnur áhrif á framkvæmd peningastefnunnar, þ.e. undirliggjandi verðbólga og stýrivextir væru óbreytt. Mæld verðbólga myndi þá taka mið af samsetningu og útreikningi vísitölunnar og myndi almennt mælast lægri ef miðað væri við VNV án húsnæðis en þegar miðað er við VNV. Raunvextir verðtryggðra samninga myndu á sama hátt taka breytingum með hliðsjón af þeirri vísitölu sem notuð er til verðtryggingar (sbr. mynd 2). Ef árleg hækkun nýrrar vísitölu til verðtryggingar er að jafnaði 0,8 prósentum minni en VNV þá má búast við því að reiknaðir raunvextir í lánsamningum og á verðtryggðum innlánnum verði 0,8 prósentum hærri en áður. Líkt og áður sagði er hugsanlegt að vextir og verðbólga sveiflist meira en við núverandi ramma peningastefnunnar, en líklegt er að peningastefnunefnd mynd líkt og hingað til að einhverju leyti líta fram hjá slíkum sveiflum til skamms tíma.

Breyting viðmiðunarvísitölu fyrir peningastefnu Seðlabankans hefði engin áhrif á aðferðafræði Hagstofu Íslands við mælingar á vísitölu neysluverðs eða öðrum vísitölum.

### **Rammagrein 1: Breytt verðbólgu-markmið Englandsbanka**

Verðbólgu-markmið Englandsbanka árin 1997-2003 miðaði við 2½% hækkun vísitölu smásöluverðs að undanskildum vaxtagjöldum á íbúðalánnum. Árið 2003 var farið að miða verðbólgu-markmið Englandsbanka við neysluverð eins og það er mælt með samræmdri vísitölu neysluverðs. Nokkur munur er á þessum tveimur vísitölum hvað varðar útgjaldahópa, vörukörfur og reikniaðferðir. Má þar nefna að samræmda vísitalan er reiknuð út með veldisvogum en línulegar vogir eru notaðar í smásöluvísitölunni. Þessi munur á reikniaðferðum er talinn geta útskýrt um 0,5 prósentustiga mun á mældri verðbólgu að jafnaði, að öðru óbreyttu.

Töluverð umræða varð um mun vísitalnanna, einkum þar sem reiknaður húsnæðiskostnaður í eigin húsnæði er talinn með í smásöluvísitölunni, en ekki í þeirri samræmdu. Á þeim tíma sem breytt var um viðmið í Bretlandi hafði húsnæðisverð hækkað nokkuð hratt og var meginuppspretta munar á þessum vísitölum. Það breyttist reyndar næstu misserin.

Vegna þess munar sem var á vísitölunum varð niðurstaðan að lækka verðbólgu-markmiðið úr 2½% miðað við smásöluvísitölu án vaxta af íbúðalánnum í 2% miðað við samræmda vísitölu neysluverðs, en það var í reynd talinn sambærilegur mælikvarði.



## 6 Heimildaskrá

- Alþingi. (2018). Þingsályktun um mat á forsendum við útreikning verðtryggingar.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2017). Special Data Dissemination Standard Plus, Sweden, Price Index, Consumer Prices.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2018). Iceland Selected Issues. Inflation Targeting in Iceland - The Issue of Housing Costs. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2018). Update of the Consumer Price Index Manual. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.
- Alþjóðavinnuámalastofnunin. (2004). International Guidelines on Consumer Price Index Manual, Theory and Practice. Alþjóðavinnuámalastofnunin.
- Ásgeir Daníelsson. (2009). Verðtrygging og peningastefna. Seðlabanki Íslands.
- Ásgeir Jónsson; Ásdís Kristjánsdóttir; Illugi Gunnarsson. (2018). Framtíð íslenskrar peningastefnu - Endurmat á ramma peningastefnunnar. Forsætisráðuneytið.
- Ásgeir Jónsson; Sigurður Jóhannesson; Valdimar Ármann; Brice Benaben; Stefania Perucci. (2012). Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga. Samtök fjármálafyrirtækja.
- Baldwin, A., Nakamura, A. O., & Prud'homme, M. (2009). Owner Occupied Housing Costs in the CPI: Statistics Canada's Analytical Series. Í A. O. Nakamura, Price and Productivity Measurement: Volume 1 - Housing (bls. 151-160). Trafford Press.
- Bjarni Bragi Jónsson. (1998). Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi. Seðlabanki Íslands.
- Eiglsberger, M., & Goldhammer, B. (2018). Consumer price indices, owner-occupied housing and measures of underlying inflation in monetary policy of selected central banks. European Central Bank.
- Eurostat; European Commission. (2013). European system of accounts, ESA 2010.
- Evrópusambandið. (1995). Regulation (EU) No 2494/95 concerning harmonized indices of consumer prices.
- Evrópusambandið. (2016). Regulation (EU) 2016/792 on harmonised indices of consumer prices and the house price index, and repealing Council Regulation (EC) No 2494/95.
- Forsætisráðuneytið. (2014). Afnáam verðtryggingar af nýjum neytendalánnum. Forsætisráðuneytið.
- Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins. (2018). Report on the sustainability of the owner-occupied housing price index for integration into the harmonised index of consumer prices coverage. Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins.
- Hagstofa Íslands. (1992). Hagtíðindi 77. árgangur nr. 12.
- Heiðrún Erika Guðmundsdóttir; Rósmundur Guðnason. (2017). Nokkur atriði um útreikning á eigin húsnæði á vísitölu á Íslandi og í Svíþjóð. Fundur með nefnd um endurskoðun á ramma peningastefnunnar. Kynning aðgengileg á vef Hagstofu Íslands:  
[https://hagstofa.is/media/50711/20171013\\_um\\_reiknada\\_leigu\\_i\\_vnv\\_a\\_islandi\\_og\\_i\\_svithjod.pdf](https://hagstofa.is/media/50711/20171013_um_reiknada_leigu_i_vnv_a_islandi_og_i_svithjod.pdf).
- Johnson, P. (2015). UK Consumer Price Statistics: A Review.
- Lowenstein, G. (2000). Costs and Benefits of Health- and Retirement-Related Choice. Í S. Burke, E. Kingson, & U. Reinhardt, Social Security and Medicare: Individual vs. Collective Risk and Responsibility (bls. 87-100). Brookings Institution Press.

- Lúðvík Eliasson. (2013). Verðtrygging 101. Seðlabanki Íslands.
- Poole, R., Ptacek, F., & Verbrugge, R. (2005). Treatment of Owner-Occupied Housing in the CPI. Bureau of Labor Statistics.
- Rósmundur Guðnason. (2004). Hvernig mælum við verðbólgu? Fjármálatíðindi, árg. 51, fyrra hefti.
- Sands, H. (2018). Developing the range of consumer price statistics in the UK.
- Schwartz, B. (2004). The Paradox of Choice - Why More is Less. Harper Perennial.
- Seðlabanki Íslands. (2010). Peningastefnan eftir höft: Skýrsla Seðlabanka Íslands til efnahags- og viðskiptaráðherra. Seðlabanki Íslands.
- Seðlabanki Íslands. (2016). Peningamál 2016/4.
- Soumare, A. (2017). Shelter in the Canadian CPI: An overview.
- Statistics Canada. (2017). Tracking the cost of shelter.
- Statistika Centralbyrån. (2018). Konsumentprisindex (KPI).
- (2009). System of National Accounts 2008. Alþjóðabankinn, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Efnahags- og framfarastofnunin, Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, Sameinuðu þjóðirnar.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.
- Xu, A., Yélou, C., & Soumare, A. (2017). New approach for estimating the mortgage interest cost index. Statistics Canada.
- Þórarinn G. Pétursson. (2002). Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar. Seðlabanki Íslands: Peningamál 2002/4.



