

Verðbólguþætti gegn fastgengi

Vísitölu neysluverðs má skipta í tvennt; annars vegar þann hluta sem er upprunninn innanlands, s.s. verð á þjónustu og húsnæði og hins vegar þann hluta sem felst í erlendum vörum sem stjórnað af gengissveiflum krónunnar og erlendu verðlagi.

$$\pi_t = \gamma_u U_t + \gamma_I I_t$$

Þar sem π = almenn verðbólga, U er innlend verðbólga sem ræðst af kostnaði við framleiðslu hér innanlands, I er erlend verðbólga sem stafar bæði af gengisbreytingum og erlendum verðbólguvöldum, s.s. hækkun olíuverðs, γ_u er hlutfall innletrar verðbólgu í vísitölu neysluverðs og γ_I er hlutfall erletrar verðbólgu í vísitölu neysluverðs. (Athugið að $\gamma_I + \gamma_u = 1$). Verð á erlendum vörum hér innanlands ræðst af erlendum vöruhækkunum annars vegar og gengisþróun krónunnar hins vegar. Við getum þá ritað $I_t = \pi_e + \Delta E_t$. Seðlabankanum ber síðan skylda til þess að halda almennri verðbólgu innan ákveðinna vikmarka $\bar{\pi}$.

$$\bar{\pi} \geq \pi_t$$

Þar með höfum við nægar upplýsingar til þess að rita upp sambandið á milli innletrar verðbólgu og gengisins.

$$\bar{\pi} \geq \gamma_u U_t + \gamma_I (\pi_t^* + \Delta E_t^e)$$

Vitað er að þolmörk verðbólguþættisins eru 4% og vægi erletrar verðbólgu um 40% í vísitölu neysluverðs ef miðað er mat greiningardeildar á gengisleka (e. pass-through) innan árs. Það hlýtur því að fela í sér að innlend verðbólga hafi um 60% vægi í vísitölunni, verðbólga í helstu nágrannaríkjum er um 2%, þá getum við ritað niður lausn fyrir jöfnuna með neðangreindum hætti.

$$4\% \geq 0,6U_t + 0,4(\pi_t^* + \Delta E_t^e)$$

Og við getum ritað upp hvernig innlendur verðbólguþætti setur mörk á hreyfingar gengisins.

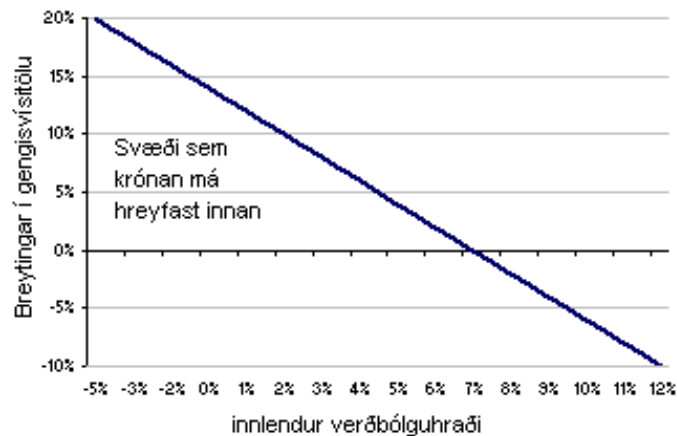
$$8\% - 1,5U_t \geq \Delta E_t^e$$

Þetta þýðir með öðrum orðum að eftir því sem innlend verðbólga eykst þrengist það svigrúm sem krónan má lækka í verði án þess að gengið sé á svig við þolmörk verðbólguþættisins.

Hægt er að sýna þetta með myndrænum hætti.

Skorðurnar sem verðbólguþætti setur á gengi krónunnar

- samkvæmt metnum gengisleka og innlendum verðbólguþrýstingi



Vitanlega er hér um mikla einföldun að ræða. Fyrir það fyrsta er gengislekinn ekki fullkominn til skamms tíma. Í öðru lagi hlýtur aukid vaxtaaðhald að lækka innlenda verðbólgu. Hins vegar er innlendum verðbólguþrýstingur rekinn áfram af mörgum þáttum sem standa utan við valdsvið peningamálastefnunnar, s.s. umsvifum ríkisins, stóriðjuframkvæmdum og eignaverðshækkunum. Þetta sést vel á neðangreindri mynd sem sýnir innlenda verðbólgu frá árinu 1998.

Ókeypis hádegisverður?

Í framhaldi af þessu er ágætt að minna á óvarið vaxtafjafnvægi (e. uncovered interest parity) sem segir að ef vaxtamunur við útlönd er meiri en $i_t - i_t^*$ sem nemur væntri gengislækkun hlýtur að felast hagnaður í því fyrir útlendinga að kaupa íslensk skuldabréf eða fyrir Íslendinga að taka erlend lán og gera hið sama.

$$i_t - i_t^* = \Delta E_t^e$$

Nú er vaxtamunur við útlönd 7,7% ef miðað er við þriggja mánaða millibankavexti sem er töluvert meira en sem nemur leyfilegu gengisfalli samkvæmt verðbólguþætti Seðlabanka Íslands, ef miðað er við núverandi innlendan sem og erlendan verðbólguþrýsting. Þetta hefur því þau áhrif að högnun er möguleg ef vaxtahækkunir Seðlabankans vinna ekki þeim mun hraðar á innlendu verðbólgunni. Með öðrum orðum svo lengi sem nafnvaxtamunur við útlönd er meiri en sem nemur 10% að frádreginni 1,5*(innlendra verðbólgu) borgar sig að taka lán með erlendum vöxtum og kaupa innlend skuldabréf

$$i_t - i_t^* > 10\% - 1,5U_t$$

Áhrifin af högnuninni eru því tvíþætt. Annars vegar mun nafnvaxtakrafan lækka hérlendis og hins vegar mun gengi krónunnar hækka til þess að auka það svigrúm sem gengið getur fallið með hliðsón af verðbólguþröngunni.

$$\downarrow i_t - i_t^* > \Delta E_t^e \uparrow$$

Raunvaxtamunur við útlönd

Hægt er að setja þetta upp með sama hætti fyrir verðtryggðan raunvaxtamun.

$$r_t - r_t^* + \pi_t - \pi_t^* = \Delta E_t^*$$

Ef því bragði er aftur beitt að skipta vísitöluneysliverðs í tvo hluta eftir innlendri og erlendri verðbólgu og vikið verðbólguþröngunni eru gerð bindandi líkt og áður fæst eftirfarandi jafna.

$$r_t - r_t^* = \pi_t^* - 0,6U_t + 0,6(10\% - \pi_t^* - 1,5U_t)$$

Sem hefur síðan neðangreinda lausn:

$$r_t - r_t^* = 0,4\pi_t^* + 6\% - 1,5U_t$$

Ef við reiknum aftur með því að erlendar verðhækkningar séu um 2% á ári og innlend verðbólga sé um 5%, þá kemur í ljós að raunvaxtamunur við útlönd ætti að vera neikvæður! Þar sem verðbólga er mun hærri hérlendis en erlendis og gengishreyfing krónunnar leiðréttir ekki fyrir þeim mun.

Hér er vitaskuld ekki tekið tillit til seljanleikaálags, áhættuálags, óvissu og svo framvegis. Það sem þetta felur þó í sér er að við núverandi áferði í íslenskum efnahagsmálum [haustið 2005] þar sem saman fer mikill innlendur verðbólguþröngun, háir vextir og yfirlýsing Seðlabankans um að halda genginu stöðugu getur mikill högnunarábati falið í kaupum á erlendum skuldabréfum. Slíkt högnungartækifæri getur í raun ekki haldið til lengdar. Ef til vill kann að vera að margir fjárfestar álíti að Seðlabankinn verði ekki jafn staðfastur og orð hans gefa til kynna þegar uppsveiflan hefur gengið niður og vaxtaaðhaldið fer að kosta atvinnuleysi og gjaldþrot. Einnig má velja því fyrir sér hvort Seðlabankinn muni raunverulega hafa stjórn á atburðarásinni þegar þar að kemur. Hins vegar er ljóst að í augum margra útlendinga lítur þessi staða út eins og ókeypis hádegisverður og hefur án efa rekið áfram þá miklu erlendu skuldabréfaútgáfu í íslenskum krónum sem nú er staðreynd.