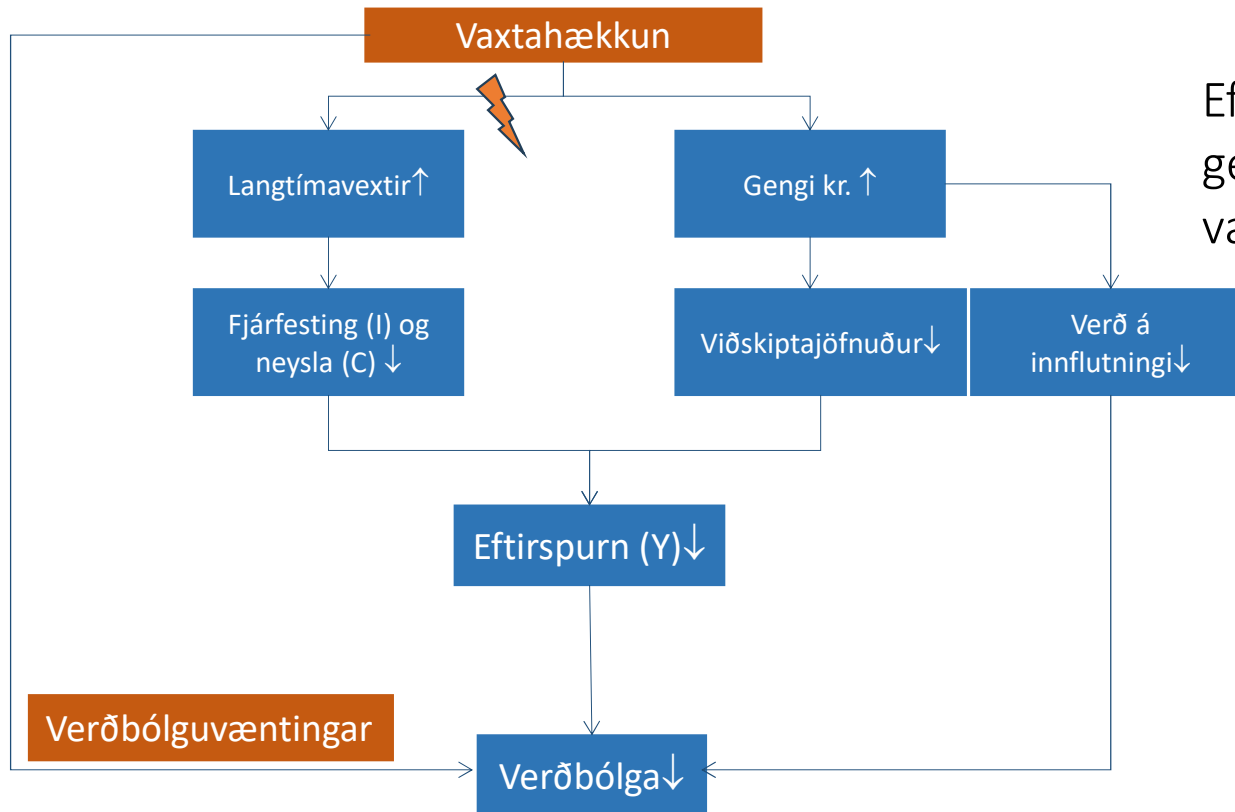


Vísbendingar um ósjálfbæra þenslu í opnum hagkerfum

Málþing í tilefni af sjötugsafmæli Tórs Einarssonar

- *Hvernig mælum við ósjálfbæra þennslu í opnu hagkerfi ... þar sem Mundell Flemming kenningin gildir ekki*
 - Fjármagnsflæði og verðlag.
 - Einfalt líkan Calvo
 - Húsaleiguverð og Húsnæðisverð
 - Umræða

Miðlun Peningastefnu



Ef fjármagnsflæði eykst þá styrkist gengisgangurinn á kostnað vaxtagangsins

... hluti af virkni gengisgangsins á verðbólgu hefur ekki áhrif á eftirspurn
....slær ekki á þennslu

Einfalt líkan

Capital flows and capital-market crises

Guillermo A. Calvo **1998**

- Tenging milli verðlags á þjónustu og fasteignum og fjármagnsflæðis
- Tenging milli eingaverðsbóla og fjármagnsflæðis
- Hagfræðingar horfðu mikið til viðskiptajafnaðar og fjármálaáfalla
 - Pesó krísan í Mexíkó – fjármálaáföllin í Latínu Ameríku
- Lönd sem lentu í fármálaáfallinu í Asíu voru sum hver með viðskiptaafgang

Líkan

- Tvær vörur
 - Vörur í alþjóðlegri samkeppni, C
 - Aðrar vörur, hugsað sem húsnæði, h
- Þrjú tímabil $t=0,1,2$
 - Fjárfestir í h á $t=0$ h
 - Neysla á $t = 1,2$ c_1, c_2
- Tekjur einungis á tíma 2 y_2

Hámörkun

- Einfalt nytjafall og sleppum bara vöxtum

$$U = u(c_1) + u(c_2) + u(h)$$

- Vegna neyslu jöfnunar fáum við ...

$$\text{Max } u(c_1) + u(c_2) + u(h) + \lambda(y_2 - c_1 - c_2 - h)$$

$$c_1 = c_2 = h = y_2/3$$

Verðin eru þá ...

- Verð á húsnæði í jafnvægi:

$$p^h = \frac{u'(h)}{u'(c_1)} = 1$$

- Við fjárfestum í húsnæðinu á $t=0$, $h = \frac{y_2}{3}$
- Hvað gerist ef að alþjóðlegir fjármagnsmarkaði loka svo á $t = 1$

$$c_1 < \frac{y_2}{3}$$

Lokun fjármagnsmarkaða

$$c_1 < \frac{y_2}{3}$$

- Hvað verður um verð á húsnæði ?

$$p^h = \frac{u'(h)}{u'(c_1)} = \frac{u'(y_2/3)}{u'(c_1)} < 1 \quad \text{því nú er } u'(c_1) > u'(y_2/3)$$

- Fasteignaverð lækkar miðað við aðrar vörur
- Þetta magnast svo enn frekar í gegnum hagkerfið því húsnæði er skuldsettasta eignin í því.
 - ... erlendir fjárfestar loka enn frekar á landið

Aðgengi á erlendu lánsfé mikið

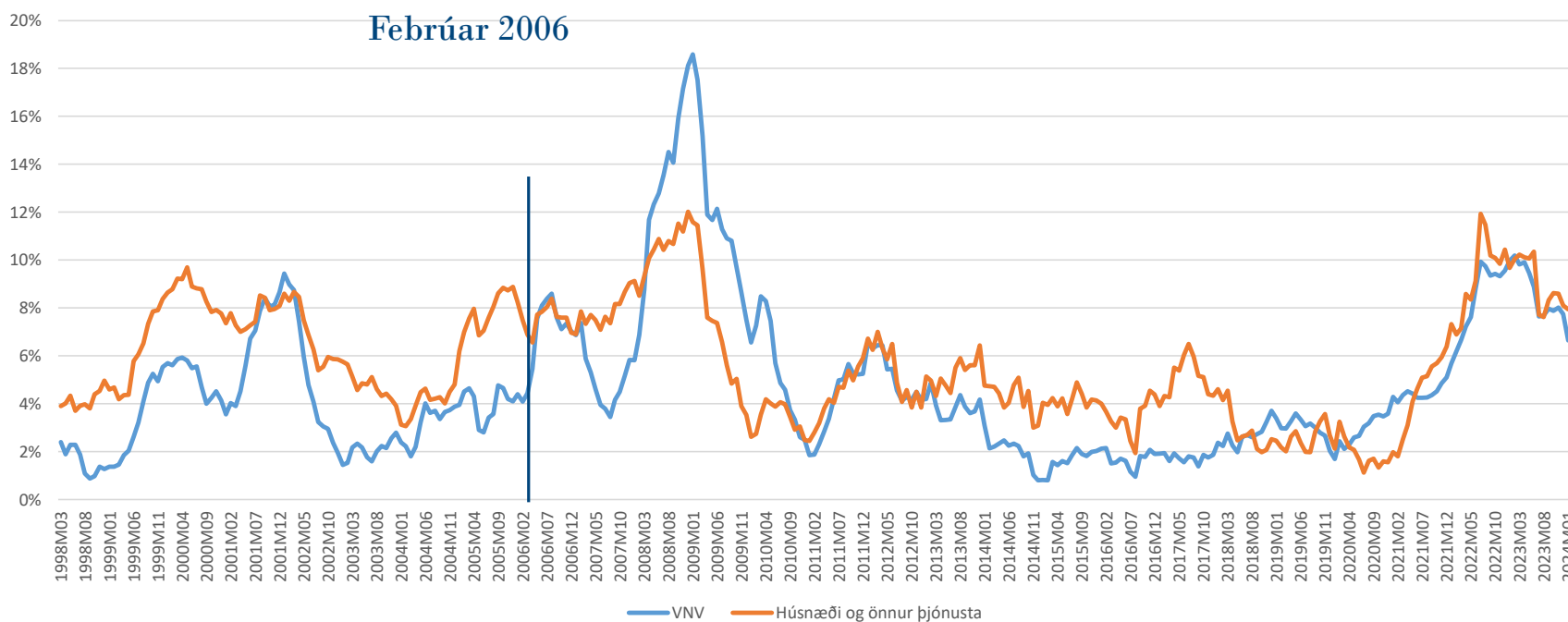
- ... mögnun þennslu eins, fasteignaverð hækkar
 - ... Sterk áhrif því að húsnæði er skuldsettasta eignin í hagkerfinu
- Gert út frá húsnæði vegna skuldsetningar en sveifla í t.d. þjónustu verðlagi hagar sér eins...
- Aukning á lánveitingum frá útlöndum þá hækkar hlutfallslegt verð á þjónustu og húsnæði m.v. útflutningsvörur
 - Mögnun í gegnum skuldsett húsnæði
- Samdráttur í lánveitingum frá útlöndum þá lækkar hlutfallslegt verð á þjónustu og húsnæði m.v. útflutningsvörur
 - Mögnun í gegnum skuldsett húsnæði



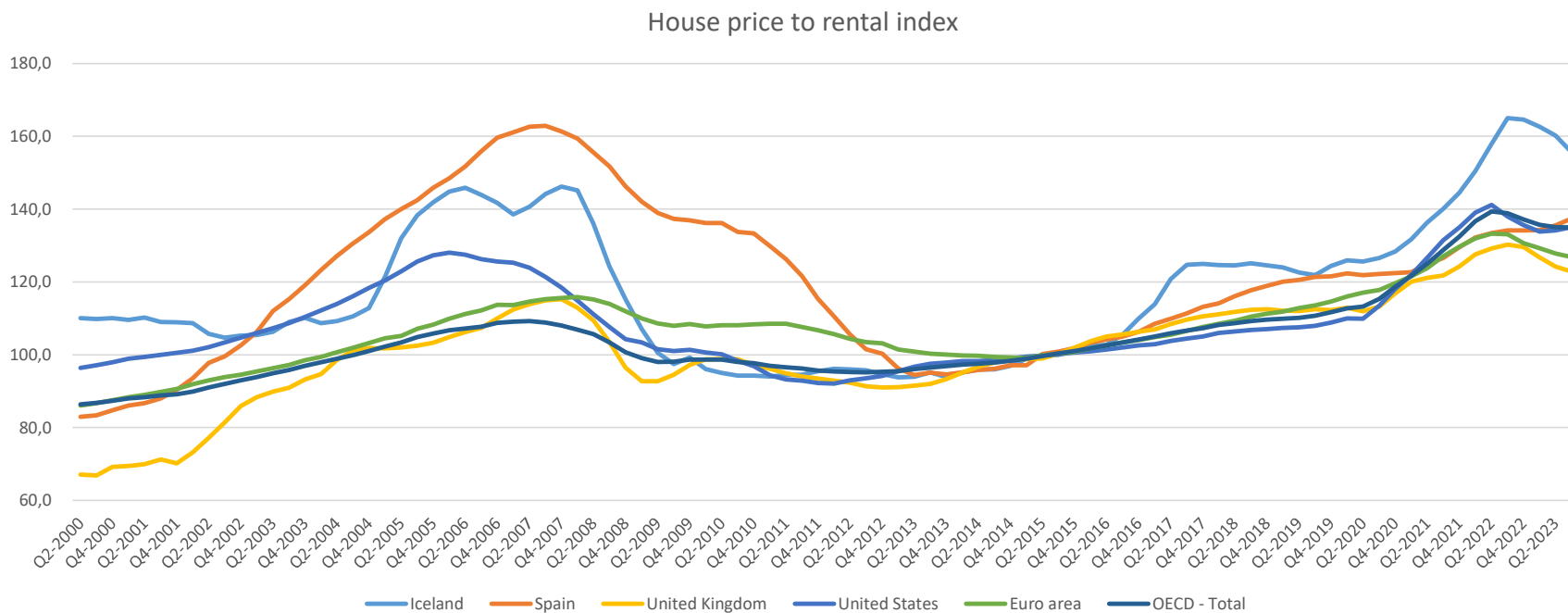
Ísland



VNV og Húsnæði og önnur þjónusta



Hlutfallslegt leiguverð og húsnæðisverð



Rannsóknir



- Þegar þennsla var veruleg í Japan 1980s þá hélst leiguverð mjög stöðugt og þennsla kom því ekki fram í verðbólguælingum
 - 90% af leigu breyttist ekki innan ársins. Mjög seigfljótandi verðlag
 - Breyting á húsaleigu hafði lítil tengsl við almennt verðlag eða verðlagsþrýsting
 - VNV hefði verið 1% hærri í Japan hef að húsaleiguverð væri ekki svona seigfljótandi
 - Shimizu, Chihiro, Kiyohiko G. Nishimura, and Tsutomu Watanabe. "Residential rents and price rigidity: Micro structure and macro consequences." *Journal of the Japanese and International Economies* 24.2 (2010): 282-299.

- Fylgni milli vöxt í peningamagni í umferð/útlánum og verðhækkana húsnæðis eykst í þenslu.
 - Sterk auðsáhrif og “irrational exuberance” it can be concluded that central banks should carefully monitor house prices
- Seðlabankar eiga að fylgjast vel með fasteignaverði til að koma í veg fyrir slæm langtímaáhrif af ósjálfbærri þenslu

In the euro area, the significant, long run, positive, almost instantaneous and close to a one-for-one link between growth of M3 and house price inflation is an argument for the monetary pillar of the European Central Bank.

Rannsóknir



- Mæla með að hafa eigið húsnæði með í mati á verðbólgu (Owner-occupied housing (OOH))
- Mun minnka mun á mati einstaklinga og fyrirtækja á verðbólgu og verðbólguþælingum
- Bæta peningastjórnun hjá Evrópska Seðlanbankanum, þar sem þetta er betri mælikvarði á þennslu
 - Hill, Robert J., Miriam Steurer, and Sofie R. Waltl. "Owner-Occupied Housing, Inflation, and Monetary Policy." *Journal of Money, Credit and Banking* (2023).

Samantekt

- Verð á þjónustu og húsnæði sveiflast með aðgengi að erlendum fjármagnsmörkuðum
 - góður mælikvarði á þenslu, sér í lagi þegar þenslan verður ósjálfbær og kallar á viðbrögð Seðlabanka
- Af hverju erum við að breyta yfir í húsaleigu
- Nær lagi til að bæta PSN og miðlun skilaboða PSN til einstaklinga og fyrirtækja að halda Húsnæðisverði inni
 - ... hvað með að horfa einungis til þjónustu og húsnæðisverðs?