



18. febrúar 2005

## Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram þolmörk

### Ágrip

Verðbólga mælist nú 4,5%, eða yfir þolmörkum sem kveðið er á um í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands frá mars 2001 um verðbólguþolmörk og tilhögun peningamála. Í eftirfarandi greinargerð eru ástæður verðbólgunnar raktar til þess að innlend eftirspurn hefur vaxið mun meira en gert var ráð fyrir. Það stafar einkum af meira umfangi stórfamkvæmda en fyrr var áætlað, sérstaklega í ár, og kerfisbreytingum á innlendum fasteignalánamarkaði sem leiddu til stórauðs framboðs lánsfjár. Seðlabankinn hefur þegar gripið til umtalsverðra aðgerða til að bregðast við þessum nýju aðstæðum. Verðlagshorfur til næstu tveggja ára hafa batnað nokkuð eftir að bankinn hækkaði vexti í desember sl., en ekki nægilega til að tryggja framgang verðbólguþolmörksins. Því telur bankastjórn Seðlabankans þörf á að auka aðhald peningastefnunnar enn frekar. Hækkun vaxta bankans um 0,5 prósentur frá 21. febrúar n.k. er liður í þeim aðgerðum. Með nægu aðhaldi telur bankinn unnt að ná verðbólguþolmörkinu innan tveggja ára. Að líkindum mun verðbólgan verða komin undir þolmörkin á ný í sumar og með nægu aðhaldi nálægt verðbólguþolmörkinu á næsta ári. Seðlabankinn mun ekki hvika frá því markmiði.

### 1. Inngangur

Samkvæmt lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands er meginmarkmið stjórnar peningamála stöðugleiki í verðlagismálum. Í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 var bankanum sett verðbólguþolmörk, þ.e.a.s. að hann skuli stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Í yfirlýsingunni er Seðlabankanum veitt fullt svigrúm til að beita stjórnáttækjum sínum til þess að ná verðbólguþolmörkinu. Þá er í yfirlýsingunni einnig kveðið á um með hvaða hætti Seðlabankanum er ætlað að standa ríkisstjórninni og almenningi reikningsskil gerða sinna. Það er meðal annars gert með því að skilgreina svokölluð þolmörk sem nú eru 1½% til hvorrar áttar frá verðbólguþolmörkinu. Verði þolmörkin rofin ber bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar. Í henni skal koma fram mat bankans á ástæðum fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur að það muni taka að ná verðbólguþolmörkinu að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega. Þolmörkin fela ekki í sér neina aðra formlega kvöð um viðbrögð af hálfu Seðlabankans. Rétt

er að áréttta að markmið peningastefnunnar er að halda verðbólgu sem næst 2½% verðbólgu markmiðinu, en ekki aðeins innan þolmarka.

Nú í febrúar mældist tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 4,5%. Þolmörk verðbólgu markmiðsins voru því rofin og er það tilefni þessarar greinargerðar. Í öðrum kafla greinargerðarinnar er fjallað stuttlega um reynsluna af verðbólgu markmiðinu til þessa. Í þriðja kafla er fjallað um nýlega verðbólguþróun og þær efnahagslegu aðstæður sem hafa haft áhrif á verðbólguna. Í fjórða kafla er fjallað um horfurnar til næstu tveggja ára með áherslu á þær breytingar sem hafa orðið frá því Seðlabankinn gaf síðast út verðbólguþspá í byrjun desember sl. Í fimmta kafla er fjallað um peningastefnuna og aðgerðir sem Seðlabankinn telur nauðsynlegt að gripa til í því skyni að ná verðbólgu markmiðinu á ný.

## 2. Reynslan af verðbólgu markmiðinu til þessa

### *Góð reynsla af verðbólgu markmiðinu*

Tæplega fjögur ár eru liðin frá því verðbólgu markmið leysti fastgengisstefnu af hólmi. Reynslan hefur í meginatriðum verið góð, þótt ótímabært sé að kveða upp endanlegan dóm. Aðstæður í upphafi voru reyndar erfiðar. Mikið ójafnvægi hafði myndast í þjóðarbúskapnum á árunum 1998 til 2000, sem peningastefnan var vanbúin til að takast á við, enda bundin af fastgengisstefnu eins og hún var skilgreind á þeim tíma, auk þess sem bankinn naut ekki þess sjálfstæðis sem hann nýtur nú samkvæmt lögum. Þrátt fyrir að efri þolmörk hafi tímabundið verið rýmri árið 2001, eða 6%, tókst ekki að halda verðbólgunni innan þeirra á því ári, enda lækkaði gengi krónunnar verulega þegar dró úr innstreymi fjár sem hafði fjármagnað mikinn viðskiptahalla árin á undan. Endurtekin inngrip á gjaldeyrismarkaði megnuðu ekki að stöðva lækkun krónunnar. Í nóvember 2001 hafði gengi krónunnar fallið um tæplega 30% frá hámarki þess vorið 2000.

### *Þrátt fyrir að þolmörk væru rofin árið 2001 náðist verðbólgu markmiðið fyrr en upphaflega var að stefnt*

Ástæðum þess að þolmörk voru rofin árið 2001 er nánar lýst í greinargerð til ríkisstjórnarinnar sem birt var 20. júní 2001. Verðbólgan náði hámarki í ársbyrjun 2002 og var þá 9,4%. Þrátt fyrir mikið frávík fyrsta árið eftir að verðbólgu markmið var tekið upp náðist markmiðið um 2½% verðbólgu í nóvember 2002, ári fyrr en ætlað var. Inn fyrir þolmörkin var verðbólgan komin í júlí sama ár. Lykillinn að þessum góða árangri, þrátt fyrir erfiða byrjun, var aðhaldssöm peningastefna, sem leiddi til þess að gengi krónunnar styrktist hratt á ný þegar nægilega hafði dregið úr innlendri eftirspurn og viðskiptahallanum sem grafið hafði undan stöðugleika krónunnar.

Eftir því sem verðbólga hjaðnaði slakaði Seðlabankinn á aðhaldi peningastefnunnar og má ætla að raunstyrivextir bankans hafi verið komnir niður í eða jafnvel undir náttúrulega raunvexti í ársbyrjun 2003. Jafnframt var dregið úr bindiskyldu innlánsstofnana í tveimur áföngum, í mars og í lok árs 2003. Lækkun bindiskyldu var kerfisbreyting, sem fyrirheit höfðu verið gefin um fyrir nokkrum árum og miðaði að því að jafna samkeppnisskilyrði innlendra og erlendra fjármálastofnana, en ekki peningapólitísk aðgerð, enda hafa seðlabankar almennt horfið frá því að beita bindiskyldu sem peningalegu stjórnþæki. Áhrifin voru þó ótvírætt til örvunar sem ekki var áhyggjuefni í ljósi slaka sem virtist vera til staðar í þjóðarbúskapnum þegar ákveðið var að lækka bindiskyldu. Í því sambandi má nefna að ekki varð ljóst fyrr en komið var töluvert fram á árið 2004 að hagvöxtur árið 2003 var mun meiri en fyrirbyggjandi haggögn höfðu bent til. Haustið 2002 hafði bankinn hafið að kaupa erlendan gjaldeyri til að byggja upp gjaldeyrisforða sinn sem hafði nánast horfið árið 2001 ef frá eru talin erlend skammtímalán sem tekin voru til þess að halda erlendri lausafjárstöðu í viðunandi horfi. Reynt var að haga kaupunum þannig að áhrif á gengi krónunnar yrðu sem minnst, og minnkandi endurhverf viðskipti Seðlabankans við lánastofnanir vógu að verulegu leyti á móti lausafjáráhrifum gjaldeyriskaupanna (sjá umfjöllun í *Peningamálum* 2004/4, rammagrein 1 á bls. 46-47).

### 3. Verðbólguvandinn

#### *Reyna mun á skipan peningamála á næstu árum*

Á næstu árum mun reyna mjög á hina nýju skipan peningamála. Framkvæmdir við virkjanir og álbræðslur, sem til samans slaga að umfangi upp í þriðjung landsframleiðslu eins árs, fela í sér meira umrót í þjóðarbúskapnum en nokkurt annað land sem hagar peningastefnunni með svipuðum hætti hefur þurft að glíma við. Seðlabankinn mat áhrif þessara framkvæmda í *Peningamálum* 2003/1. Niðurstaðan var í stórum dráttum á þá leið að með samstilltu aðhaldi á sviði peningamála og ríkisfjármála yrði mögulegt að halda verðbólgu í skefjum. Þótt nokkrar breytingar hafi orðið á áætlunum um framkvæmdir frá því þetta mat var gert er ástæða að ætla að sú niðurstaða standi í meginatriðum.

Almennt ætti framsýn peningastefna á borð við verðbólgu-markmið að vera betur til þess fallin en t.d. fastgengisstefna að mæta þeirri röskun á þjóðarbúskapnum sem stórfamkvæmdir munu leiða af sér. Verðbólgu-markmið gefur færi á að bregðast fyrr við merkjum um ójafnvægi í þjóðarbúskapnum, einmitt vegna þess að peningastefnan er ekki bundin af þeirri skyldu að halda gengi krónunnar föstu. Á hinn bóginn verður ekki fram hjá því horft að umtalsverð óvissa ríkir um áhrif framkvæmdanna á þjóðarbúskapinn, enda hefur hann ekki áður fengið

á sig jafn stóran hnykk við núverandi skipan efnahagsmála, þ.e.a.s. óheftar fjármagnshreyfingar, fljótandi gengi og opinn vinnumarkað. Því verður að reikna með því að peningastefna víki stundum frá því sem eftir á að hyggja gæti talist besta framkvæmd, þó svo að á hverjum tíma taki hún mið af því sem best er vitað.

#### *Kerfisbreyting á lánsfjármarkaði magnar vandann*

Óvissan sem ríkir um áhrif stórframkvæmda á þjóðarbúskapinn snertir ekki síst samspil þeirra og annarra afla sem hafa áhrif á þjóðarbúskapinn. Á síðastliðnu ári urðu t.d. breytingar á lánamarkaði. Veruleg áhrif þeirra bættust við áhrif framkvæmdanna á innlenda eftirspurn. Aðgangur einstaklinga að lánsfjármagni jókst til muna þegar innlendir bankar tóku að bjóða fasteignaveðlán með lægri vöxtum, til lengri tíma og með meiri veðsetningu en áður hefur þekkt. Viðbrögð almennings við þessum breytingum hafa verið sterkari en nokkurn óraði fyrir. Í janúarlök höfðu innlánsstofnanir lánað u.þ.b. 138 ma.kr. til tæplega 12.500 einstaklinga í formi fasteignaveðlána. Að miklu leyti hefur þessum lánum verið varið til þess að greiða upp eldri óhagkvæmari lán, en jafnvel þótt aðeins broti tekinn lána verði varið til annarra útgjalda geta áhrifin orðið afgerandi. Í því sambandi má hafa í huga að haldi útlánin áfram með svipuðum hraða í heilt ár og ef 10% þeirra er varið til einkaneyslu yrði einkaneysla í heild u.þ.b. 10% meiri en ella. Með því að stórauka húsnæðiseftirspurn hafa breytingar á lánamarkaði átt töluverðan þátt í því að verðbólga mælist nú yfir þolmörkum.

#### *Hækkun húsnæðisliðar skýrir um helming verðbólgunnar undanfarna tólf mánuði*

Áhrif aukins framboðs lánsfjár á neysluloverðlag hafa til þessa einkum komið fram í húsnæðislið vísitölu neysluloverðs. Í byrjun febrúar hafði húsnæðisliðurinn hækkað um 14% á einu ári og hefur húsnæðisverðbólga ekki verið meiri frá árinu 2000. Meginástæðan er hækkun markaðsverðs húsnæðis, sem undanfarna tólf mánuði hefur hækkað um 17%. Ekki eru öll kurl komin til grafar í þeim efnum. Mikil hækkun fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu undir lok sl. árs er ekki að fullu komin fram í vísitölunni, þar sem í henni er miðað við þriggja mánaða meðaltöl. Af 4,5% hækkun vísitölunnar undanfarna tólf mánuði stafar u.þ.b. helmingur af hækkun húsnæðisliðarins.

Annar þáttur vísitölunnar sem hækkað hefur töluvert umfram aðra er verðlag opinberrar þjónustu. Eftir þó nokkra hækkun í febrúar nam tólf mánaða verðhækkun opinberrar þjónustu 7,2%. Verðlag þjónustu einkaaðila hefur einnig hækkað töluvert umfram verðbólgu markmiðið, eða um 3,6%. Þar sem þjónusta einkaaðila vegur þungt í vísitölunni,

eða rúmlega 23%, hefur hækkun þessa liðar lagt umtalsverðan skerf til hækkunar vísitölunnar (sjá mynd 3).

Verulega hefur dregið úr þætti verðhækkunar bensíns og olíu í hækkun vísitölunnar undanfarna mánuði. Bensínverð var í febrúar 4,9% hærra en fyrir ári og áhrif þeirrar hækkunar á tólf mánaða hækkun vísitölunnar námu tæplega 0,2%. Ef horft er framhjá áhrifum hækkandi verðlags húsnæðis, opinberrar þjónustu og bensíns var verðbólgan tæplega 2% á undanförunum tólf mánuðum eins og sést af mynd 4.

Með nokkrum undantekningum hefur verðlag vöru haldist tiltölulega stöðugt undanfarið ár. Auk bensíns hefur verðlag innlendrar búvöru, einkum kjötvöru, hækkað verulega. Að frátöldu bensíni hefur verðlag innfluttrar vöru hjaðnað um ríflega 1%.

*Verðlag hefur hækkað mest á vörum og þjónustu í greinum sem ekki sæta erlendri samkeppni*

Verðlagsþróun undanfarinna mánaða fylgir kunnuglegu mynstri. Í byrjun uppsveiflu gætir aukinnar eftirspurnar, einkum í verðlagi á þeim sviðum þar sem erlendir samkeppni gætir minnst, enda hefur gengið tilhneigingu til að hækka í byrjun uppsveiflu. Gengishækkunin veitir viðnám gegn hækkun verðlags á sviðum þar sem erlend samkeppni er fyrir hendi. Það á hins vegar ekki við um íbúðamarkaðinn, töluverðan hluta þjónustu einkaaðila, búvöru eða opinbera þjónustu. Vaxandi ójafnvægi í ytri jöfnuði þjóðarbúskaparins veikir hins vegar stöðu gjaldmiðilsins og þar með verðbólguhorfur til lengri tíma.

*Verðbólgan undanfarið ár var í meginatriðum eftirspurnardríf*

Verðbólga getur til skemmri tíma ýmist verið eftirspurnardríf, ráðist af kostnaðarbreytingum, eða af samspili hvors tveggja. Á síðasta ári átti kostnaðarþróun utan áhrifasviðs innlendrar peningastefnu, þ.e.a.s. verðhækkun eldsneytis á erlendum mörkuðum, lengi vel töluverðan hlut að máli. Að því leyti var verðbólgan síður áhyggjuefni, því líkur voru á að áhrifin myndu fjara út tiltölulega fljótlega eða hækkunin jafnvel ganga til baka, sem nú hefur gerst að nokkru leyti.

Ef laun hækka til muna hraðar en framleiðni getur slíkt valdið aukinni verðbólgu. Því má þó ekki gleyma að hve hratt slík áhrif koma fram ræðst einnig af eftirspurn og að vöxtur eftirspurnar hefur áhrif á atvinnustig og þar með launaþróun. Þegar kjarasamningar helstu stéttarféлага lágu fyrir í mars á sl. ári lagði Seðlabankinn mat á launaþróun (sjá *Penningamál* 2004/1 bls. 1 og 9). Niðurstaða bankans var að kjarasamningarnir gætu í meginatriðum samrýmst verðbólgu markmiðinu. Launaþróunin til þessa virðist ekki benda til þess að það mat hafi verið rangt. Atvinnusköpun virðist hafa verið tiltölulega hæg í upphafi uppsveiflunnar og erlent vinnuafli gegnt stærra hlutverki við virkjunar-

framkvæmdir en reiknað var með. Því hefur launaskrið til þessa verið tiltölulega lítið miðað við hagvöxtinn, að því er virðist. Jafnframt felur tiltölulega hæg atvinnusköpun á sama tíma og hagvöxtur hefur verið ör í sér að framleiðni hafi vaxið hratt á undanförunum árum. Áætlað er að á árunum 2003 og 2004 hafi launakostnaður á framleidda einingu lítið aukist á milli ára. Um þetta ríkir reyndar umtalsverð óvissa sakir margvíslegra vandamála við túlkun gagna, en með hliðsjón af þekktum dæmum bendir flest til þess að framleiðni hafi aukist hratt á undanförunum árum.

Gengisþróunin að undanförunu hefur verið verðlagsþróun hagstæð. Það sem af er ári hefur gengi krónunnar að meðaltali verið tæplega 7% hærra en á sama tíma í fyrra. Kemur þetta glögglega fram í hjöðnun verðlags innfluttrar vöru, einkum ef áhrifum bensínverðs er haldið til hliðar.

Af ofansögðu virðist einsýnt að undirliggjandi kostnaðarþróun skýrir ekki vaxandi verðbólgu að undanförunu ólíkt ofpensluárunum 1998 til 2001, þegar laun á framleidda einingu jukust að meðaltali um 4½% á ári. Ör vöxtur eftirspurnar, viðskiptahalli og vaxandi spenna á vinnu-markaði sem af miklum vexti leiðir kann hins vegar að leiða til slíks kostnaðarþrýstings síðar, en án frekari aðgerða gæti slíkt aukið enn á verðbólguvandann.

#### 4. Verðbólguhorfur

##### *Spá Seðlabankans í desember sýndi versnandi verðbólguhorfur*

Í byrjun desember sl. birti Seðlabankinn verðbólguþspá sem sýndi umtalsvert lakari verðbólguhorfur næstu tvö ár en spá sem bankinn birti í byrjun júní og endurmat á þeirri spá sem birtist í september. Í *Peningamálum* 2004/4 er greint frá ástæðum þessarar þróunar: hraðari vexti innlendar eftirspurnar en áður var reiknað með, auknum stóriðjuáformum, sérstaklega 2005, og auknu framboði íbúðalána til einstaklinga á lægri vöxtum en áður buðust. Spáin sýndi umtalsverða hættu á að þolmörk yrðu rofin á fyrsta fjórðungi þessa árs. Þótt horfur hafi verið taldar á nokkurri hjöðnun síðar á árinu sýndi grunnspáin verðbólgu töluvert yfir verðbólguþmarkmiðinu allt spátímabilið og vaxandi undir lok þess, þ.e.a.s. að því gefnu að vextir og gengi héldust óbreytt. Verðbólguþupsveiflan undir lok tímabilsins helgaðist af mikilli framleiðsluspennu á árinu 2006, sem talin var geta orðið álíka mikil og á fyrri ofpensluskeiðum undanfarinna áratuga. Ennfremur var talið líklegra, ef ekkert yrði aðhafst, að verðbólgan yrði meiri en í grunnspánni fremur en að hún yrði minni. Helgaðist það meðal annars af hættu á að gengi krónunnar tæki að veikjast undir lok spátímabilsins og af því að verðbólguþspáin benti til þess að veruleg hættu væri á meiri hækkun launa en í forsendum spárinnar í kjölfar hugsanlegrar endurskoðunar á launalið kjarasamninga í nóvember næstkomandi.

*Vaxtahækkun bankans og hækkun gengis hafa bætt horfurnar...*

Til þess að bregðast við þessum verðbólguhorfum sá Seðlabankinn sig knúinn til að hækka stýrivexti óvenju mikið um leið og verðbólguþátturinn var birt í desember sl., eða um 1 prósentu, í 8,25%. Jafnframt gaf bankinn til kynna að búast mætti við frekari aðhaldsaðgerðum. Vaxtahækkunin og gengishækkunin sem fylgdi í kjölfarið breytti vitaskuld forsendum verðbólguþáttarinnar umtalsvert. Áhrif aðgerða í peningamálum taka alllangan tíma að koma fram og eru því ekki mikil til skamms tíma, ef undan eru skilin áhrif herra gengis krónunnar á nokkra gengisnáema þætti neysliverðsvísitölunnar. Því var ljóst að aðgerðir bankans hefðu tiltölulega takmörkuð áhrif á líkur þess að verðbólgan færi yfir þolmörk á fyrsta fjórðungi ársins 2005. Að auki hafa aðgerðir Seðlabankans til þessa ekki megnað að hafa áhrif á vexti íbúðaveðlána, sem er meginástæða þess að verðbólga hefur aukist eins og raun ber vitni. Möguleikar Seðlabankans til þess að hafa áhrif á eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði og þar með húsnæðislið vísitölu neysliverðs eru því takmarkaðir til skamms tíma. Vaxandi tólf mánaða hækkun húsnæðisliðarins á undanförunum mánuðum ræðst að nokkru leyti af svokölluðum grunnáhrifum (e base effect), þ.e.a.s. því að liðurinn hækkaði mjög lítið á sama tíma fyrir tólf mánuðum. Hækkun húsnæðisliðarins í hverjum mánuði hefur því komið sem hrein viðbót við árshækkun hans. Á tímabilinu mars til júní 2004 hækkaði húsnæðisliðurinn um tæplega 1½% í hverjum mánuði. Til þess að framlag húsnæðisliðarins til verðbólgunnar hætti að aukast má hækkun hans í hverjum mánuði ekki verða meiri á þessu tímabili í ár. Miðað við hækkun húsnæðisliðarins undanfarna fjóra mánuði, sem hefur verið á bilinu 1-2½% í hverjum mánuði, og að lífleg fasteignaviðskipti eru oft á vormánuðum má þó telja töluverðar líkur á að árshækkun húsnæðisliðarins eigi eftir að aukast enn frekar. Að endingu mun hins vegar vaxandi framboð nýbygginga leiða til þess að þessi hrina verðhækkana stöðvast eða snýst jafnvel við. Enn sem komið er virðast eftirspurnaráhrifin þó hafa yfirhöndina og ekki fyrirsjáanlegt að það breytist í bráð.

*...en ekki nóg til þess að verðbólguþátturinn bankans náist á spátímabilinu án frekara aðhalds*

Hærra gengi og vextir munu hafa töluverð áhrif á verðbólguþróunina þegar líða tekur á þetta ár og á því næsta og vega á móti áhrifum hækkandi verðlags í þeim geirum sem starfa í skjóli fyrir erlendri samkeppni. Endurmat á efnahags- og verðbólguhorfum miðað við þessar nýju upplýsingar bendir til þess að verðbólga muni verða nokkru minni á næstu tveimur árum en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Helgast það einkum af beinum áhrifum herra gengis krónunnar til

skamms tíma litið og því að hærri vextir og gengi leiða til nokkru minni framleiðsluspennu til lengri tíma litið. Þó virðist enn ljóst að jafnvel miðað við núverandi gengi og vexti verði verðbólga yfir verðból gumarkmiðinu allt spátímabilið og vaxandi undir lok þess. Möguleikar bankans til að hafa áhrif á hækkun húsnæðisliðarins virðast enn fremur takmarkaðar til skamms tíma og engin merki eru enn um að farið sé að draga úr hækkuninni. Í ljósi ofangreinds er nokkur hætta á að samið verði um auknar launahækkanir við endurskoðun á launalið kjarasamninga í nóvember næstkomandi, en það myndi ýta enn frekar undir verðbólgu á næsta ári. Með það og hugsanleg áhrif veikara gengis er fram líða stundir í huga verður að álykta að líkur séu á því að verðbólga verði að óbreyttu töluvert yfir markmiði á næsta ári.

## 5. Peningastefnan

### *Hefði mátt hefja hækkun vaxta fyrr?*

Eðlilegt er að spurt sé hvort koma hefði mátt í veg fyrir þá miklu verðbólgu sem nú blasir við ef peningastefnunni hefði verið beitt af enn meiri framsýni. Ef þróun stýrivaxta Seðlabankans er skoðuð í ljósi einfaldrar Taylor-reglu, sem athuganir sýna að fer nærri því sem einkennt hefur atferli seðlabanka sem náð hafa góðum árangri, má draga þá ályktun að hefja hefði mátt hækkun stýrivaxta nokkru fyrr og skarpar en gert var. Ekki er sjálfgefið að líta beri á slíkt sem mælikvarða á gæði peningastefnunnar.<sup>1</sup> Hér verður að hafa í huga að það sem virðist augljóst miðað við nýjustu upplýsingar um efnahagsþróunina var ekki augljóst áður en þau gögn lágu fyrir. Eins og áður segir kom ekki í ljós fyrr en nokkuð var liðið á sl. ár að hagvöxtur árið 2003 hafði verið mun meiri en áður var talið og jafnvel þá ríkti töluverð óvissa um hvort um væri að ræða viðvarandi ástand. Fyrst eftir að tölur um hagvöxt á fyrsta fjórðungi ársins birtust í júní sl. varð ljóst að stefndi í mun meiri hagvöxt á árinu í heild en áður var talið. Hin mikla hækkun húsnæðisverðs á rót sína að rekja til atburða á sumar- og haustmánuðum sem komu flestum í opna skjöldu. Hve viðbrögðin urðu sterk kom ekki síður á óvart. Um leið og þau urðu ljós brást Seðlabankinn hart við og hækkaði stýrivexti um 1,5 prósentur í nóvember og desember. Þessu til

<sup>1</sup> Til eru ýmsar útgáfur af Taylor-reglum, en almennt séð byggjast þær á því að stýrivextir seðlabanka ráðist af fráviki verðbólgu frá markmiði og framleiðsluspennu. Útreikningar í mynd 6 byggjast á því að náttúrulegir stýrivextir Seðlabankans séu 5,5% og að viðbragðsteygni stýrivaxta við fráviki verðbólgu frá markmiði sé 1,5 og viðbragðsteygni við framleiðsluspennu sé 0,5. Myndin sýnir ársfjórðungsleg meðaltöl og byggist á árlegu hlaupandi meðaltali framleiðsluspennu síðustu fjögurra ársfjórðunga. Sýndar eru tvær útgáfur af reglunni þar sem önnur miðast við verðbólguþvö árið og hin miðar við spá Seðlabankans um verðbólgu tvö ár fram í tímann. Nánari umfjöllun um Taylor-reglur er að finna í *Peningamálum* 2002/2, rammagrein 5, bls. 23-25. Myndin sýnir einnig framvirka stýrivexti miðað við fölgna framvirka markaðsvexti þann 2. febrúar sl.



viðbótar má nefna breytt stóriðjuáform. Framkvæmdirnar eru stærri umfangs og fyrr á ferðinni en áður var ráðgert þannig að meginþungi þeirra verður í ár en ekki 2006. Þar með er stærri hluti þeirra óvænt kominn nær í tíma en svo að peningastefnan hafi umtalsverð áhrif á innlenda eftirspurn til mótvægis.

Eftir á að hyggja má því færa rök fyrir því að hefja hefði mátt vaxtahækkunarferlið fyrr og hraðar en raun varð á. Það var hins vegar ekki augljóst þegar ákvarðanir í peningamálum voru teknar á sínum tíma. Frávikið er að auki ekki stórt og Seðlabankinn hefur þegar tekið mikilvæg skref til að leiðrétta það.

### *Tilfni til enn frekara aðhalds í peningamálum*

Miðað við verðbólguhorfurnar nú virðist ærið tilefni til enn frekara aðhalds í peningamálum. Verðbólgan hefur aukist frá því síðasta spá var gerð, einkum undirliggjandi verðbólga. Þótt hingað til hafi mátt rekja aukna verðbólgu að mestu leyti til húsnæðisliðarins hefur að undanfögnu gætt vaxandi þrýstings á verðlag þjónustu einkaaðila. Jafnframt er innflutt verðbólga sem rekja má til hækkunar eldsneytisverðs á erlendum mörkuðum nú minni þáttur verðbólgunnar en áður, eins og komið hefur fram. Jafnan hefur þótt ástæða til að horfa framhjá þeim hluta verðbólgunnar sem er af erlendum rótum, utan áhrifasviðs peningastefnunnar og líklegur til að vara tiltölulega skamma hríð. Slíkum þáttum er síður til að dreifa nú.

Nokkur umræða hefur verið um hvort æskilegt sé að miða verðbólgu-markmiðið við vísitölu neysluverðs án húsnæðis, en verðbólga án húsnæðis var í byrjun febrúar enn í námunda við verðbólgu-markmiðið.<sup>2</sup> Í því sambandi er rétt að minna á að ef verðbólgu gætir jafnan fyrst í geirum sem ekki verða fyrir erlendri samkeppni, kynni slíkt að tefja viðbrögð peningastefnunnar og kalla fram harðara aðhald á tímum þegar gengi og önnur eignaverð lækka. Þannig benda rannsóknir Seðlabankans til þess að húsnæðisverðbólga sé leiðandi vísibending um almenna verðbólgu síðar meir.<sup>3</sup>

Fátt bendir til þess að draga muni umtalsvert úr vexti eftirspurnar á næstu mánuðum. Eftir vísbendingar um heldur hægari vöxt sl. haust og snemma vetrar virðist aftur hafa hert á vextinum undir lok sl. árs.

<sup>2</sup> Í þessu samhengi er þó rétt að hafa í huga að 2½% verðbólgu-markmið bankans er miðuð við vísitölu neysluverðs með húsnæði. Væri tekin ákvörðun um að miðað peningastefnuna við vísitölu neysluverðs án húsnæðis þyrfti að endurskoða verðbólgu-markmiðið í því ljósi og þá væntanlega til lækkunar. Þannig má nefna að þegar Englandsbanki breytti viðmiðun verðbólgu-markmiðs síns um síðustu áramót í samræmda vísitölu Evrópubandalagsins (HICP) í takt við vilja stjórnvalda til aukinnar samræmingar við stefnu evrópska seðlabankans, var verðbólgu-markmið bankans lækkað úr 2½% í 2%.

<sup>3</sup> Þórarinn G. Pétursson (2002), “Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar”, *Peningamál*, 2002/4, bls. 52-61.

Mikið framboð húsnæðisveðlána á lægri vöxtum en áður gefur einstaklingum færi á að létta greiðslubyrði, auka skuldir eða taka fjármuni úr húsnæðiseign sinni. Allt þetta og verðhækkun íbúða sem af því leiðir ýtir undir einkaneyslu.

Þrátt fyrir hækkun stýrivaxta um næstum 3 prósentur á sl. ári eru áætlaðir raunstýrivextir enn ekki til muna hærrí en líklegir náttúrulegir raunvextir á Íslandi. Þetta stafar af því að verðbólguvæntingar hafa hækkað í samræmi við liðna verðbólgu. Meðan verðbólguvæntingar haldast svo háar dregur það verulega úr áhrifamætti hærrí stýrivaxta.

Hærrí gengi krónunnar mun stuðla að því að færa verðbólguna nær verðból gumarkmiðinu á þessu ári. Þó er ekki víst að það muni duga til þess að tryggja óbreyttan launalið kjarasamninga, né heldur virðist líklegt að aðhald peningastefnunnar sé orðið nægilegt til þess að koma í veg fyrir að verðbólga taki að rísa á ný á næsta ári, þegar framleiðsluspenna nær hámarki, ef að líkum lætur. Til þess að ná verðból gumarkmiðinu er því nauðsynlegt að auka enn aðhald peningastefnunnar.

#### *Erfiðleikar í atvinnulífi óhjákvæmileg hliðaráhrif*

Aukið aðhald peningastefnunnar mun á næstu mánuðum óhjákvæmilega hafa hliðaráhrif sem verða útflutnings- og samkeppnisgreinum erfið. Aukið aðhald leiðir til aukins vaxtamunar við útlönd, haldist erlendir vextir lágir. Vaxtamunurinn kallar á innstreymi lánsfjár og hækkun á gengi krónunnar uns væntingar um lækkingu gengis síðar gera erlend lán og innlend jafn hagkvæm. Á meðan framboð erlends lánsfjár er jafn mikið og raun ber vitni er óhjákvæmilegt að miðlun peningastefnunnar eigi sér að verulegu leyti stað í gegnum gengisbreytingar. Útflutningsfyrirtæki og önnur fyrirtæki í erlendri samkeppni verða því að búa sig undir erfiða tíma um sinn. Rétt er að hafa í huga að minna aðhaldssöm peningastefna kemur ekki endilega í veg fyrir hækkun raungengis. Það kann að hækka síðar og þá fyrir tilstilli aukinnar verðbólgu og launahækkana fremur en nafngengishækkunar. Ef sú leið er farin er hætt við að stjórnvöld peningamála standi að lokum frami fyrir jafnháu raungengi en með meiri verðbólgu einmitt á þeim tíma sem líklegt er að gengi krónunnar taki að veikjast á ný. Hærrí vexti en ella þarf til þess að kveða niður verðbólguna við slíkar aðstæður og hætta á fjármálalegum óstöðugleika er mun meiri. Í því sambandi er rétt að minna á að á þeim árum sem fastgengisstefnu var fylgt hér á landi voru hátóppar í raungengi síst lægri en nú er. Munurinn felst fyrst og fremst í því að þá hækkaði raungengið eingöngu fyrir tilstilli meiri verðbólgu og launahækkana en í viðskiptalöndunum, en ekki sakir hækkunar nafngengis. Í ljósi þess hve verðtryggðar skuldir eru orðnar miklar í hlutfalli við tekjur gæti slík framvinda verið til muna háskalegri nú en þá. Framkvæmdir þær sem standa yfir munu óhjákvæmi-

lega hafa umtalsverð ruðningsáhrif í för með sér. Peningastefnan getur í mesta lagi ráðið einhverju um tímasetningu þeirra en ekki komið í veg fyrir þau. Tilraunir til að fresta ruðningsáhrifunum munu að öllum líkindum aðeins gera þau erfiðari viðfangs. Til dæmis gæti það leitt til vinnudeilna og meiri launahækkana en ella og því meiri verðbólgu á næsta ári. Á hinn bóginn myndi meira aðhald í fjármálum hins opinbera en nú er fyrirhugað draga úr þörfinni fyrir aukið aðhald í peningamálum og þar með óæskilegum hliðaráhrifum þess.

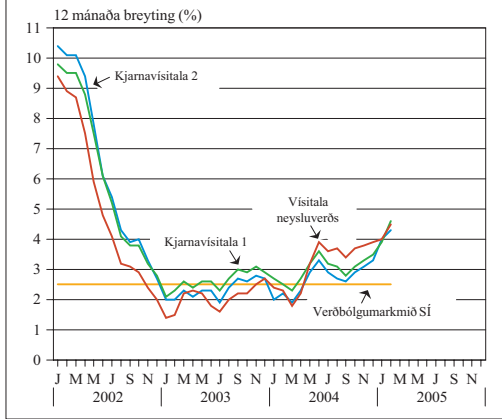
Þeirri skoðun hefur verið varpað fram að hækkun bindiskyldu kynni að vera heppilegri aðgerð en hækkun vaxta til að draga úr framboði lánsfjár. Seðlabankinn er ósammála þessu. Í fyrsta lagi hafa öflugum innlendum fjármálastofnunum opnast ýmsir möguleikar til að víkja sér undan áhrifum aukinnar bindiskyldu. Í öðru lagi kann aukin bindiskylda að koma mjög misjafnlega niður á einstökum lánastofnunum og gæti t.d. komið sérstaklega hart niður á sparisjóðum sem ekki hafa sömu möguleika til forðast áhrif bindiskyldunnar. Í þriðja lagi sýnir alþjóðleg reynsla að afar erfitt er að sjá fyrir áhrif breytinga á bindiskyldu og afleiðingar fyrir einstakar stofnanir geta verið afdrifaríkar. Það er meginástæða þess að enginn helstu seðlabanka heims notar breytingar á bindiskyldu lengur sem stjórnþæki. Í fjórða lagi eru áhrif breytinga á bindiskyldu á vexti og gengi í stórum dráttum hin sömu og af hækkun stýrivaxta þótt miðlunarferlið kunní að vera með öðrum hætti og koma mismunandi niður á einstökum geirum lánakerfisins. Í fimmta lagi er breyting á bindiskyldu ógagnsæ aðgerð og áhrif á væntingar ófyrirséð. Komi áhrif vaxtahækkunar fram í minni verðbólguvæntingum dregur það úr kostnaði aukins aðhalds.

#### *Stýrivextir hækka um 0,5 prósentur frá 22. febrúar*

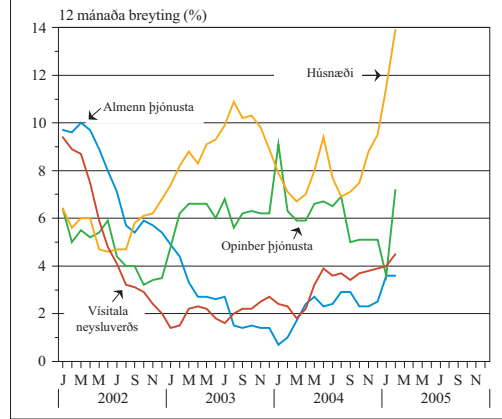
Í inngangi *Peningamála* 2004/4 gaf Seðlabankinn í skyn að nauðsynlegt yrði að hækka stýrivexti bankans enn frekar til þess að ná því markmiði að verðbólga verði því sem næst 2½% á næstu tveimur árum. Að athuguðu máli telur bankastjórn Seðlabankans nauðsynlegt að taka enn eitt skref til aukins aðhalds nú. Því hefur bankastjórnin ákveðið að hækka stýrivexti bankans um 0,5 prósentur frá og með 22. febrúar næstkomandi. Aðrir vextir bankans verða hækkaðir um 0,5 prósentur frá 21. febrúar n.k. Líklegt er að þörf verði á enn frekari aðhaldsaðgerðum á árinu. Með nægu aðhaldi telur bankinn unnt að ná verðbólgu markmiðinu innan tveggja ára. Að líkindum mun verðbólgan verða komin undir þolmörkin á ný í sumar og með nægu aðhaldi nálægt verðbólgu markmiðinu á næsta ári. Seðlabankinn mun ekki hvika frá því markmiði.

Í *Peningamálum* sem gefin verða út 22. mars n.k. verður birt ný þjóðhags- og verðbólgu spá bankans.

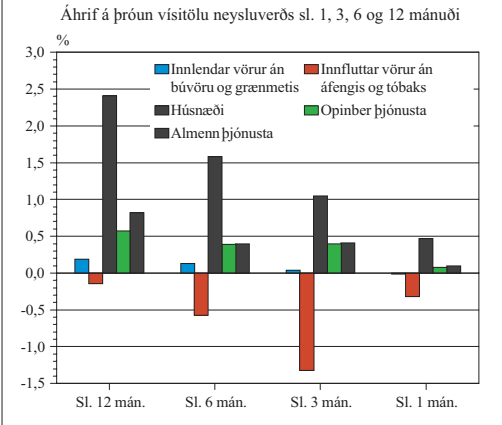
Mynd 1 Verðbólga



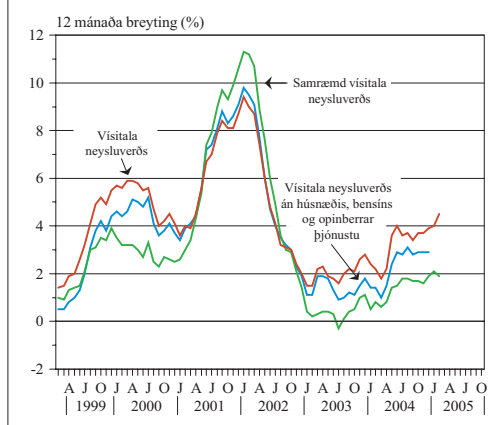
Mynd 2 Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta



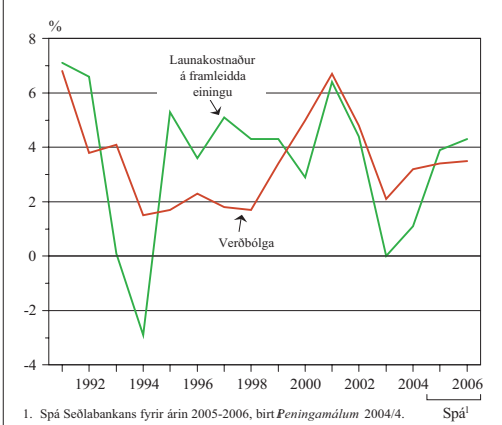
Mynd 3 Nokkrir un dirlíðir vísitölu neysluverðs



Mynd 4 Vísitölur neysluverðs



Mynd 5 Verðbólga og launakostnaður



1. Spá Seðlabankans fyrir árin 2005-2006, birt Peningamálum 2004/4. Spá<sup>1</sup>

Mynd 6 Stýrivextir Seðlabankans og vextir samkvæmt Taylor reglu

