

Strangt peningalegt aðhald lengur en væntingar standa til

Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum hefur aukist frá því að *Peningamál* komu síðast út 3. júní sl. og er það meira um þessar mundir en um langt skeið. Aðstæður í þjóðarbúskapnum nú eru að ýmsu leyti áþekkar þeim sem ríktu á árunum 1999 og 2000. Töluverðar sviptingar fylgdu í kjölfarið þegar efnahagslífið leitaði jafnvægis á ný á árunum 2001 og 2002. Ójafnvægið er jafnvel meira nú: viðskiptahalli meiri, raungengi hærra, íbúðaverð lengra yfir langtímajafnvægi og skuldsetning heimila, fyrirtækja og þjóðarbúskaparins í heild töluvert meiri. Ýmislegt er frábrugðið. Mikill vöxtur einkaneyslu sl. tvö ár hefur fremur verið knúinn áfram af skuldasöfnun heimilanna en vexti ráðstöfunartekna, sem jukust töluvert hraðar árin 1998 til 2000 en nú. Áhrif aukins launakostnaðar á verðbólguna eru ekki jafn mikil, en þáttur hækkunar húsnæðisverðs er áhrifameiri. Ytri skilyrði þjóðarbúsins eru einnig töluvert ólík. Á árunum 1999 og 2000 lagðist aukið aðhald í helstu viðskiptalöndunum á sveif með auknu aðhaldi Seðlabankans, en nú eiga óvenju lágir vextir í Evrópu og víðar snaran þátt í að kynda undir innlendri útlánþenslu. Þeir hafa tafið miðlun peningastefnunnar og beint henni að stórum hluta um gengisfarveginn. Vandamálin sem við er að glíma nú eru því jafnvel meiri en um aldamótin. Á móti kemur að gjörbreytt umgjörð peningastefnunnar frá fyrra tímabilinu felur í sér aukið svigrúm hennar til þess að takast á við verðbólgu.

Á næstu árum verða aðstæður í þjóðarbúskapnum óvenju erfiðar frá sjónarhóli peningastefnunnar. Hvernig tekst að beita henni til þess að koma í veg fyrir að verðbólga umfram markmið festi rætur verður nokkur prófsteinn á hve vel núverandi umgjörð hennar hentar litlu, opnu hagkerfi. Seðlabankinn telur brýnt að peningastefnan standist þessa prófraun og að verðbólga víki ekki nema skamma hrið umtalsvert frá verðbólgu markmiði hans. Að öðrum kosti er hætt við að trúverðugleiki bankans og peningastefnunnar bíði skaða sem erfitt getur reynst að bæta úr.

Það eru því nokkur vonbrigði að þrátt fyrir verulega hækkun stýrivaxta bankans allt frá því í maí á sl. ári eru verðbólguhorfur til næstu tveggja ára enn óviðunandi, einkum þegar einnig er tekið tillit til þeirrar verðbólguhættu sem fólgin er í mögulegri lækkun gengis krónunnar. Verðbólguhorfur til næsta árs hafa beinlínis versnað frá því fyrr á árinu þrátt fyrir að sterk króna hafi haldið aftur af hækkun vöruverðs. Leggst þar allt á eitt: mikil húsnæðisverðbólga sem byggð er inn í vísitöluna næstu mánuði, áhrif hratt vaxandi eftirspurnar, aukin framleiðsluspenna og meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu en áður var talið. Þessir þættir vega þyngra en styrkur krónunnar.

Krafturinn í vexti innlendrar eftirspurnar hefur hvað eftir annað komið á óvart. Einkum hefur vöxtur einkaneyslu verið hraður

undanfarna þrjá ársfjórðunga. Á öðrum fjórðungi þessa árs nam ársvöxtur einkaneyslu 14%, en það er meiri vöxtur en nokkru sinni frá því að hafið var að birta ársfjórðungslega þjóðhagsreikninga. Viðskiptahallinn á sama fjórðungi nam 14% af landsframleiðslu. Ekkert bendir til þess að dregið hafi að marki úr vexti einkaneyslu á þriðja fjórðungi ársins eða að viðskiptahallinn sé farinn að hjaðna. Þvert á móti má gera ráð fyrir enn meiri viðskiptahalla á síðari hluta ársins. Þótt töluverður hluti hallans skýrist af fjárfestingu í áliðnaði og virkjunum sem mun auka útflutningstekjur til frambúðar má áætla að þegar honum er sleppt standi eftir halli á þessu ári er nemur allt að 7% af landsframleiðslu. Því verður að telja ólíklegt að aðlögunarpörfin nú verði minni en í kjölfar þensluskeiðsins 1999 til 2000.

Þar með er ekki sagt að aðlögunarferlið verði eins. Fyrir utan ófyrirsjáanlegar breytingar á ytri skilyrðum, sem kunna að hafa umtalsverð áhrif á hve hröð aðlögun að jafnvægi verður, mun breytt umgjörð peningastefnunnar móta aðlögunarferlið. Aðhald hefur verið aukið hraðar og gengi krónunnar óhindrað hækkað meira en árin 1999 til 2000. Það hefur dregið úr verðbólgu og verðbólguvæntingum og úr getu fyrirtækja til að hækka laun og velta hækkun kostnaðar út í verðlag. Jafnframt hefur það gert erlenda lántöku óhagstæðari en ella að teknu tilliti til gengisáhættu. Ef peningastefnan væri enn í fjötrum fastgengisstefnu væru verðbólga og verðbólguvæntingar enn meiri. Við núverandi aðstæður á vinnumarkaði fæli það í sér meiri hækkun launakostnaðar sem fyrirtæki ættu auðveldara með að velta út í verðlag. Slík þróun leiðir að lokum til versnandi samkeppnisstöðu, grefur undan gengisstefnunni og leiðir í versta falli til gjaldeyriskreppu.

Slík hætta er síður fyrir hendi nú. Hins vegar er ekki útilokað að gengisaðlögun verði á einhverju tímabili hraðari en samrýmist verðbólgu markmiðinu. Seðlabankinn gæti þurft að bregðast við þeirri framvindu með því að hækka stýrivexti. Erfitt er að sjá fyrir hve háir vextirnir þurfa að verða á aðlögunarskeiðinu. Í spám ýmissa rýnenda á markaði virðist í mörgum tilvikum gengið út frá því að bankinn muni ekkert aðhafast þótt gengisþróun samrýmist ekki verðbólgu markmiði hans. Slík háttsemi væri hins vegar ekki í samræmi við lögboðna skyldu Seðlabankans.

Mikilvægt er að draga lærdóma af framkvæmd peningastefnunnar í kringum aldamótin. Tvennt ber þar hæst. Í fyrsta lagi er ljóst að fastgengisstefnan leiddi til þess að peningalegt aðhald var of lítið þegar þensluskeiðið stóð sem hæst.¹ Í öðru lagi var aðlögunarpörf gengis krónunnar eftir að hún fór á flot lengi vel vanmetin og það leiddi einnig til ónógs peningalegs aðhalds. Að hluta til skýrist þetta af því að Seðlabankinn hafði þegar gengið töluvert á gjaldeyrisforða sinn til þess að verja krónuna falli áður en horfið var frá fastgengisstefnunni í mars 2001.

Líklegt er að aðlögunin hefjist fyrr að þessu sinni, verði ekki eins hröð og gefi Seðlabankanum meira ráðrúm til að bregðast við og tryggja framgang verðbólgu markmiðsins. Um aldamótin urðu

6. Þó verður að minnast þess að full vitneskja um hve mikil ofþenslan var á árinu 2000 lá ekki fyrir fyrr en nokkuð var liðið á árið 2001.

stýrivextir Seðlabankans hæstir 11,4% og raunstýrivextir ríflega 7%. Nokkuð vantar enn á að aðhald peningastefnunnar sé orðið álíka mikið og það varð mest á þessu tímabili. Jafnframt er ljóst að ofpenslan á þessu ári mun verða enn meiri en þá. Vert er að huga vel að þessu því að eftir á að hyggja virðist aðhald peningastefnunnar á árunum 1999 til 2001 ekki hafa verið nægilegt.

Ef verðbólguvæntingar hefðu haldist í samræmi við verðbólguþéttmiðið mætti hugsanlega ná sambærilegu aðhaldi með lægri stýrivöxtum. Annað er hins vegar uppi á teningnum. Verðbólguvæntingar umfram markmið virðast hafa grafið um sig, jafnvel til lengri tíma lítið. Greiningardeildir og aðrir sem móta viðhorf virðast gera ráð fyrir því að Seðlabankinn muni leyfa verðbólgu að aukast langt upp fyrir verðbólguþéttmið bankans og haldast þar án þess að aðhafast nokkuð. Fyrir vikið gæti hann þurft að hækka stýrivexti sína meira en áður hefur þótt sennilegt til að ná verðbólguvæntingum niður í átt að markmiðinu. Jafnframt er líklegt að lengur þurfi að beita ströngu aðhaldi en áður hefur verið talið. Væntingar markaðsaðila um að stutt sé í að stýrivextir nái hámarki og muni fljótlega lækka á ný eru óraunsæjar og tefja fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið.

Í september var verðbólga í annað skipti á þessu ári meira en 1½% yfir verðbólguþéttmiði Seðlabankans. Greinargerð til ríkisstjórnarinnar sem birt var hinn 19. þessa mánaðar af því tilefni er að finna í ritinu. Samkvæmt grunnspánni sem kynnt er í þessu hefti *Peningamála* verður verðbólguþéttmiðinu ekki náð fyrr en á árinu 2008 verði stýrivextir ekki hækkaðir frekar. Það er lengri tími en hægt er að sætta sig við, sérstaklega í ljósi þess að gert er ráð fyrir að gengi krónunnar haldist mjög sterkt í þeirri spá. Seðlabankinn mun því ótrauður vinna áfram að því að verðbólguþéttmiðinu verði náð á ný á spátímabilinu. Til þess hefur bankinn nægilega öflug tæki þótt sviptivindar á gjaldeyrismörkuðum kynnu að bera verðbólgu tímabundið af rétttri leið. Spá sem byggist á markaðsvæntingum um vexti og breytilegu gengi undirstrikar óvissuna sem tengist gengisþróuninni.

Verðbólguþéttmiðir eru hins vegar aðeins tæki til greiningar – ekki endanlegur sannleikur. Óvissan um líklega langtímaaðlögun gengis krónunnar, eignaverðs, ytri jafnaðar og erlendra vaxta veldur því að spár til tveggja ára kunna að gefa ranga mynd af því sem þá verður uppi á teningnum. Nýlegir hagvísar og verðbólguhorfur benda þó ótvírætt til þess að þörf sé á að auka aðhald enn frekar. Bankinn hefur því ákveðið að hækka stýrivexti sína um 0,75 prósentur. Með því að taka svo stórt skref að þessu sinni tekst vonandi að sannfæra einstaklinga, fyrirtæki og fjármálamarkaðinn um að Seðlabankanum sé full alvara með að halda verðbólgu sem næst verðbólguþéttmiði bankans á næstu tveimur árum og til lengri tíma þótt það kunni um tíma að koma hart niður á ýmsum atvinnugreinum. Dýrkeyptara verður að láta reka á reidanum og leyfa verðbólgunni að festa sig í sessi því að þá verður enn kostnaðarsamara að ná henni niður síðar. Draga má úr hliðaráhrifum strangs peningalegs aðhalds með aðhaldi í atvinnulífi og hjá hinu opinbera og síðast en ekki síst með varfærni í útlánum lánastofnana.