

Inngangur

Aðhald byrjað að skila árangri sem fylgja þarf eftir

Í kjölfar hækkunar stýrivaxta Seðlabankans um 0,75 prósentur í september sl. urðu nokkur þáttaskil í miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið. Hækkunin skilaði sér að fullu í raunstýrivöxtum og í fyrsta sinn frá því að Seðlabankinn hóf að hækka vexti í maí 2004 hækkaði ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa nokkuð, sem þegar hefur leitt til hækkunar útlánsvaxta banka, sparisjóða og Íbúðalánasjóðs. Mikilvægt er að hækkun stýrivaxta skili sér í hækkun vaxta verðtryggðra útlána í ljósi þess að þorri skulda einstaklinga er verðtryggður. Lækkun þessara vaxta á sl. ári og mjög aukið framboð lánsfjár leystu úr læðingi bylgju endurfjármögnunar og aukinnar eftirspurnar eftir lánsfé, bæði til kaupa á húsnæði og til einkaneyslu. Hækkun fasteignaverðs sem af þessu leiddi kynti enn frekar undir einkaneyslu og fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði. Hækki vextir verðtryggðra útlána áfram dregur enn frekar úr hækkunum húsnæðisverðs og með tímanum úr vexti einkaneyslu.

Dragi nægilega úr eftirspurn mun það auðvelda Seðlabankanum að ná því markmiði að verðbólga verði að jafnaði því sem næst 2½%, eins og honum ber á grundvelli laga og yfirlýsingar ríkisstjórnarinnar og bankans frá árinu 2001. Þótt viðbrögðin við vaxtahækkuninni í september lofi góðu er ótímabært að fagna sigri í baráttunni við verðbólguna. Enn er mikið ójafnvægi til staðar í þjóðarþúskapnum. Þjóðhagsspáin sem kynnt er í þessu hefti *Peningamála* bendir eins og áður til þess að framleiðsluspenna verði það mikil á næstu tveimur árum að verðbólga verði að óbreyttu töluvert yfir markmiði Seðlabankans, þrátt fyrir að gengishækkun krónunnar vegi þar á móti á komandi mánuðum. Að því gefnu að gengi krónunnar haldist áfram hátt eru verðbólguhorfurnar lítið eitt betri en í september. Verðbólguferlum sem reiknaðir eru að gefnu óbreyttu gengi krónunnar ber hins vegar að taka með miklum fyrirvara um þessar mundir, því að ólíklegt er að forsendan um áframhaldandi sterkt gengi standist út spátímabilið.

Horfur eru á að viðskiptahallinn á þessu ári verði jafnvel meiri en spáð var í september. Samkvæmt endurskoðaðri þjóðhagsspá mun hann nema 15½% af landsframleiðslu. Fátítt er að svo mikill viðskiptahalli standi nema um skamma hríð. Alþjóðleg reynsla sýnir að þvílíku ójafnvægi fylgir fljótlega, annað hvort eða hvort tveggja, gengislækkun eða samdráttur innlendrar eftirspurnar sem knýr fram jafnvægi að nýju. Að því marki sem hallinn skýrist af fjármunamyndun útflutningsatvinnuvega má gera ráð fyrir minni aðlögunarþörf en ella. Minna en helming viðskiptahallans í ár og á næsta ári má hins vegar skýra með beinum og óbeinum áhrifum fjárfestingar í álbræðslum og orkuverum. Aðlögunarþörfin verður því mikil á næstu árum og mun að líkindum birtast í þrýstingi á gengi krónunnar. Hátt raungengi eykur líkur á að töluverður hluti aðlögunarinnar muni koma fram í lækkun á gengi krónunnar. Raungengi hefur ekki verið hærra frá árinu 1988

og undanfarna áratugi hefur svo hátt raungengi aldrei varað nema skamma hríð.

Á næstu misserum mun Seðlabankinn þurfa að haga peningastefnunni þannig að aðlögun gengis, sem til lengri tíma litið virðist óumflýjanleg, leiði ekki til meiri verðbólgu en samræmist verðbólgu-markmiðinu. Til þess mun þurfa strangt aðhald svo lengi sem veruleg framleiðsluspenna og spenna á vinnumarkaði valda þrýstingi á verðlag. Vaxtamunur við útlönd þarf jafnframt að vera nægur til að stuðla að hægfara aðlögun gengisins.

Á næstu mánuðum dregur að öllum líkindum nokkuð hratt úr tólf mánaða hækkun húsnæðisverðs. Ef gengi krónunnar helst tiltölulega hátt og stöðugt eru jafnframt töluverðar líkur á hjöðnun vöruverðs. Því eru horfur á að dragi úr verðbólgu á næstu mánuðum. Ef húsnæðismarkaðurinn kólnar hraðar en gert er ráð fyrir í spám Seðlabankans er líklegt að það leiði til enn hraðari hjöðunar húsnæðisverðbólgu en nú er áætlað. Horfur um gengisþróun, áframhaldandi hraður vöxtur einkaneyslu og meiri hækkun launakostnaðar umfram framleiðnbreytingar en áður var gert ráð fyrir vega hins vegar þyngra þegar horft er lengra fram á veginn.

Verðbólguferlar sem reiknaðir eru á grundvelli mismunandi forsendna um þróun vaxta og gengis gefa aðeins grófa vísbendingu um það sem kann að vera í vændum. Til samans gefa þeir sterka vísbendingu um að verðbólgu-markmiði Seðlabankans verði því aðeins náð ef ströngu peningalegu aðhaldi verður beitt um langa hríð.

Seðlabankinn hefur ítrekað varað við hugmyndum um að hægt sé að komast hjá erfiðleikum er óhjákvæmilega fylgja aðhaldssamri peningastefnu með því að víkja tímabundið frá verðbólgu-markmiðinu, eða „hleypa verðbólgunni í gegn“, eins og það hefur verið orðað. Þetta er óraunhæfur kostur. Slík stefnubreyting Seðlabankans myndi umsvifalaust skila sér í hærri verðbólguvæntingum, ýta undir enn meiri launahækkunar og leiða til gengislækkunar og aukinnar verðbólgu. Að endingu þyrfti enn meiri hækkun stýrivaxta til þess að kveða verðbólguna niður. Erfiðleikar sem slíkri stefnu fylgdu fyrir heimili og fyrirtæki yrðu því meiri en ekki minni. Því má heldur ekki gleyma að mikill hluti skulda einstaklinga og fyrirtækja er annaðhvort verð- eða gengistryggður. Þessi sérkenni íslenska fjármálamarkaðarins fela í sér að jafnvel skammtímaávinningur heimila og fyrirtækja af minna peningalegu aðhaldi kann að vera lítill og e.t.v. minni en enginn.

Hið opinbera getur hins vegar stuðlað að átakaminni aðlögun með því að gæta strangs aðhalds í fjármálum. Mikill vöxtur eftirspurnar og hagnaður fyrirtækja hafa skilað ríkissjóði tekjum í ár langt umfram það sem áætlanir gerðu ráð fyrir. Svipuð staða getur orðið uppi á teningnum á næsta ári. Brynt er að stjórnvöld, bæði ríkis og sveitarfélaga, bregðist ekki við slíkum tekjuauka með eftirgjöf á gjaldahlið heldur áformum um aukinn tekjuafgang eins og að virðist stefnt við afgreiðslu fjárlaga.

Fjármálafyrirtæki geta einnig lagt sitt af mörkum með varfærinni útlánastefnu. Nú þegar hafa sum þeirra lækkað hámark veðhlutfalls fasteignaveðlána niður í 80% sem er skynsamlegt, bæði frá sjónarhóli hagstjórnar og út frá hagsmunum þeirra sjálfra.

Verðbólga hefur hjaðnað undanfarna mánuði og áhrifa stýrivaxtahækkana er loks tekið að gæta í ávöxtun verðtryggðra skuldbréfa og þar með að nokkru í vöxtum fasteignaveðlána. Samtímis fer í vaxandi mæli að gæta áhrifa vaxtahækkana í Bandaríkjunum og Evrópu. Enn eru verðbólguhorfur þó ekki nægilega góðar. Bankastjórnin hefur því ákveðið að hækka stýrivexti bankans um 0,25 prósentur. Tveir mánuðir eru frá því að bankinn hækkaði stýrivexti um 0,75 prósentur. Í næsta mánuði metur bankastjórnin aðstæður á ný og birtir ákvörðun sína um vexti, hvort sem þeim verður breytt eða ekki, og rök að baki henni á fyrsta formlega vaxtaákvörðunardegi ársins, 26. janúar nk. Á þessu stigi er erfitt að segja hverjir stýrivextir bankans þurfa að verða til þess að verðbólguþægni náist.

