

# Stýrivexti þarf að hækka meira en áður var talið

Verðbólguhorfur hafa döknað verulega frá síðasta útgáfudegi *Peningamála* í byrjun desember og frá síðustu stýrivaxtahækkun Seðlabankans 26. janúar sl. Að töluverðu leyti má rekja það til þess að gengi krónunnar hefur lækkað umtalsvert undanfarnar vikur. Einnig skiptir verulegu máli að samkvæmt endurskoðuðu uppgjöri þjóðhagsreikninga ársins 2004 og áætlun fyrir árið 2005 var hagvöxtur undanfarnin tvö ár til muna meiri en áður var talið. Framleiðsluspenna er því meiri og verðbólguhorfur eftir því óhagstæðari en Seðlabankinn hefur reiknað með til þessa, sérstaklega í ljósi þess hve gengisþróunin hefur verið verðbólguþrúðin öndverð að undanförmu. Að auki reyndist viðskiptahallinn í fyrra nokkru meiri en spáð var í desember og launakostnaður hefur aukist langt umfram framleiðni. Launaþróunin og viðskiptahallinn til samans valda því að verðbólguhorfur eru óviðunandi, jafnvel til lengri tíma litið.

Að gefnum óbreyttum stýrivöxtum og gengi virðast nú hverfandi líkur á því að verðbólguþrúðin Seðlabankans verði náð innan tveggja ára. Ef gert er ráð fyrir að stýrivextir fylgi spám greiningaraðila, sem jafnframt fela í sér að gengi krónunnar veikist nokkuð til viðbótar því sem komið er, eru horfurnar enn verri. Í fyrri heftum *Peningamála* hefur verið lögð rík áhersla á verðbólguþrúðina sem felst í því að gengi krónunnar tekur að aðlagast langtímajafnvægi of hratt meðan mikill verðbólguþrúðin af völdum ört vaxandi eftirspurnar og launakostnaðar er enn til staðar. Lögð hefur verið á það áhersla að Seðlabankinn yrði að bregðast kröftuglega við slíkri þróun. Nú hefur það gerst að gengi krónunnar lækkaði fyrir og mun hraðar en flestir gerðu ráð fyrir. Það hefur leitt til þess að verðbólguvæntingar hafa aukist og dregið hefur úr aðhaldsáhrifum peningastefnunnar. Óhjákvæmilegt er að peningastefnan bregðist við því af fullum þunga.

Óvissa er ekki aðeins mikilvægt úrlausnarefni við mótun peningastefnu heldur ráðandi þáttur hennar. Óvissa ríkir um þau haggögn sem liggja til grundvallar ákvörðunum seðlabanka, eins og nýjar og mjög breyttar upplýsingar um fjárfestingu og hagvöxt á árinu 2004 undirstrika. Gerð hagkerfisins er einnig breytingum undirorpin, ekki síst þeir þættir sem lúta að miðlun peningastefnunnar. Þá verður þjóðarbúskapurinn stöðugt fyrir áföllum eða búhnykkjum sem annaðhvort eru ófyrirsjáanlegir eða hafa a.m.k. lítt fyrirsjáanleg áhrif. Af þessum ástæðum hafa flestir seðlabankar verið tregir til að gefa ótvíræð fyrirheit um framtíðarvexti. Nýlega hafa þó nokkrir seðlabankar tekið að birta stýrivaxtaferla sem á hverjum tíma eru taldir samrýmast verðbólguþrúðin viðkomandi banka.

Seðlabankinn spáir nú verðbólgu í fyrsta sinn með hjálp nýs líkans sem gefur færi á að greina nánar en áður áhrif mismunandi stýrivaxtaferla á verðbólgu. Þannig má fá vísbendingar um hve háir stýrivextir gætu þurft að verða til að ná verðbólguþrúðin innan

ásættanlegs tíma. Öllum slíkum ferlum ber að taka með miklum fyrirvara. Þeir gefa hins vegar ótvírætt til kynna að verðbólguþækkningu verður vart náð innan ársættanlegs tíma nema stýrivextir verði hækkaðir verulega frá því sem nú er, e.t.v. um nokkrar prósentur. Hvort svo mikil hækkun verður í reynd nauðsynleg ræðst af framvindu margra þátta. Seðlabankinn mun hins vegar herða aðhald peningastefnunnar uns hann sannfærast um að það sé orðið nægilegt til að beina verðbólgu og verðbólguvæntingum að markmiði bankans. Þótt aðhaldssöm peningastefna kunni að leiða til tímabundins samdráttar í þjóðarbúskapnum, telur Seðlabankinn að of slök peningastefna við ríkjandi skilyrði muni að lokum leiða til harkalegri aðlögunar en strangt aðhald nú.

Á sama tíma og nýjar upplýsingar sýna að ofpenslan í þjóðarbúskapnum sl. tvö ár hafi verið mun meiri en áður var talið hafa vaxandi verðbólguvæntingar dregið broddinn úr aðhaldi peningastefnunnar. Í ljósi þessa er óhjákvæmilegt að taka stærra skref að þessu sinni en ella. Bankastjórnin hefur því ákveðið að hækka stýrivexti um 0,75 prósentur í 11,50%. Hve mörg skref verður nauðsynlegt að taka til viðbótar mun ráðast af framvindu efnahagsmála og áhrifum stýrivaxtahækkunarinnar nú, bæði á gengi krónunnar og verðtryggða og óverðtryggða vexti.

Eitt af því sem gæti stuðlað að hraðari miðlun stýrivaxtahækkunar að þessu sinni er að vextir fara nú hækandi víða um lönd og aðgangur fjármálastofnana að erlendu lánsfé er ekki jafn greiður og áður var. Á meðal þess sem veldur því að áhættuálag bankanna hefur hækkað á alþjóðamörkuðum að undanförmu er vaxandi ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap. Viðkvæmni innlendra fjármálastofnana fyrir ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap virðist ofmetin af mörgum, vegna þess hve stór hluti starfsemi þeirra er erlendis. Vegna þessa ofmats kann lækkun áhættuálags á skuldabréf þeirra að verða torsóttari en ella ef ekki dregur úr ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Því er brýnt að stuðla að betra jafnvægi sem fyrst, m.a. með ströngu aðhaldi í peningamálum.