

## Inngangur

# Verðbólguhorfur og samdráttur skapa svigrúm til lækkunar vaxta

Á síðustu mánuðum hefur dregið úr verðbólgu. Gengi krónunnar hefur styrkst samfara hraðminnkandi viðskiptahalla. Um leið hefur innlend eftirspurn haldið áfram að dragast saman og útlit er fyrir nokkurn samdrátt landsframleiðslu á þessu ári eftir langt og kröftugt hagvaxtarskeið. Spennan sem ríkti á vöru- og vinnumarkaði hefur hjaðnað ört og er líklega að snúast í slaka um þessar mundir. Þessar aðstæður eru hagstæðar með tilliti til hjöðnunar verðbólgu en fela í sér aðlögunarerfiðleika fyrir fyrirtæki og heimili sem gætu bitnað á fjármálakerfinu.

Verðbólga á síðasta ársfjórðungi var lítils háttar minni en Seðlabankinn spáði í síðasta hefti *Peningamála*, en það skýrist af sérstökum stjórnvaldsaðgerðum og áhrifum breytinga á grunni vísitölu neysluverðs. Án þessara þátta hefði spáin reynst of lág. Eigi að síður hefur dregið mjög úr undirliggjandi verðbólgu eins og síðasta spá bankans gerði ráð fyrir. Ætla má að leiðrétt fyrir ofangreindum þáttum hafi undirliggjandi verðbólga verið um 4% síðustu þrjá mánuði, sem er mun minna en á seinni hluta síðasta árs. Þessi þróun ásamt herra gengi krónunnar veldur því að mjög ólíklegt er að vísitala neysluverðs fari yfir verðlagsmarkmið aðila vinnumarkaðarins nú í maí.

Æ fleiri vísbendingar eru nú um að spennan sem ríkti hér á landi á undanförunum misserum sé á hröðu undanhaldi og hafi jafnvel þegar breyst í slaka. Spennan átti verulegan þátt í mögnun verðbólgunnar á sínum tíma en slakinn mun hjálpa til við að slá á hana. Í þessu sambandi skiptir þróunin á vinnumarkaði verulegu máli. Vísbendingar eru um að launaskrið á almennum vinnumarkaði hafi nánast stöðvast og geti í sumum greinum verið orðið neikvætt. Þá eykst árstíðarleiórétt atvinnuleysi með hverjum mánuði sem líður, vinnutími styttest og atvinnuþátttaka minnkar.

Síðasta verðbólguþspá bankans gerði ekki ráð fyrir að verðbólguþmarkmið bankans næðist að óbreyttu á árinu 2003. Ásamt mikilli verðbólgu mánuðina fyrir gerð hennar hamlaði það möguleikum bankans til að milda samdráttinn í þjóðarbúskapnum með lækkun vaxta. Á það var hins vegar bent að forsendur gætu breyst tiltölulega fljótt hvað þetta varðaði, sérstaklega ef gengi krónunnar styrktist frekar eða spennan í hagkerfinu hjaðnaði hraðar en þá var gert ráð fyrir. Þetta hefur gengið eftir. Verðbólguþspáin sem hér er birt byggir á rúmlega 5% herra gengi en síðasta spá og forsendur um launaskrið hafa verið lækkaðar. Afleiðingin er sú að 2½% verðbólguþmarkmið bankans næst á síðustu mánuðum ársins 2003. Á fyrri hluta árs 2004 verður verðbólga undir markmiðinu miðað við óbreytta peningastefnu. Verðbólgan mun fara inn fyrir efri þölmörk verðbólguþmarkmiðsins, sem eru nú 4½%, þegar á þriðja fjórðungi þessa árs.

Í síðustu *Peningamálum* kynnti Seðlabankinn áætlanir um að flæði á gjaldeyrismarkaði í ár myndi styðja undir frekari styrkingu krónunnar. Það helgaðist af því að útlit var fyrir að viðskiptahalli myndi minnka verulega og verða um 33 ma.kr., að draga myndi verulega úr útstreymi vegna beinna fjárfestinga og verðbréfafjárfestinga, og að áform um lántökur virtust meiri en þurfti til að fjármagna gjald-eyrisútstreymi vegna þessara þátta. Þetta hefur ræst. Gengi krónunnar hefur styrkst verulega að undanförun og var í lok apríl orðið nærri 6½% herra en í lok janúar sl. Þá hefur framvindan staðfest útlit um mun minni viðskiptahalla. Forsendur styrkara gengis eru því enn til staðar.

Framvindan að undanförunu staðfestir það mat Seðlabankans að lækkun gengis krónunnar á síðasta ári hafi að verulegu leyti verið umfram efnahagslegar forsendur til lengri tíma litið. Lækkun gengisins átti

sér auðvitað markaðslegar forsendur í gjaldeyrisútsreymi vegna viðskiptahalla og óhagstæðra væntinga. Hins vegar bæði gat og hlaut viðskiptahallinn að minnka án þess að gengið lækkaði svo mikið sem raun varð á, auk þess sem það er alkunna að gengi hefur yfirleitt tilhneigingu til að skjóta verulega yfir jafnvægið þegar mikil umskipti verða. Það var því mat bankans í nóvember sl. að raungengi krónunnar myndi hækka með einum eða öðrum hætti, enda var það á fjórða ársfjórðungi 2001 komið um 15% niður fyrir 10 ára meðaltal og enn neðar ef lengra tímabil er tekið. Það skiptir máli fyrir horfur um verðbólgu að hækking raungengisins hefur allra síðustu mánuði fremur gerst fyrir tilstilli hærra nafngengis en meiri verðbólgu. Gengi krónunnar í lok apríl var lítillega hærra en í lok apríl í fyrra. Raungengið hefur hins vegar hækkað meira vegna meiri verðbólgu en í viðskiptalöndum og er áætlað að nú á öðrum ársfjórðungi verði það um 5½% hærra en fyrir ári. Það er þó enn töluvert undir meðaltali síðastliðinna tíu ára.

Sá tími kann að koma að Seðlabankinn kjósi að nýta innstreymi gjaldeyris til að efla gjaldeyrisstöðu sína. Við núverandi aðstæður hefur það hins vegar forgang að ná verðbólgu markmiði bankans. Mjög mikil óvissa ríkir einnig um hvert jafnvægisgengi krónunnar er á hverjum tíma og er það einn af kostum verðbólgu markmiðs að yfirvöld peningamála þurfa ekki að mynda sér nákvæma skoðun á því. Erfitt er hins vegar að álykta að gengi krónunnar sé nú þegar komið yfir jafnvægisgengið. Í því sambandi er rétt að hafa í huga að samdráttur viðskiptahalls á ekki einungis rætur að rekja til lækkunar gengisins. Í fyrsta lagi má nefna almennan samdrátt eftirspurnar vegna hárra vaxta og aukinnar skuldsetningar, í öðru lagi metun vegna fyrri fjárfestingar og kaupa á varanlegri neysluvöru og í þriðja lagi útflutningsaukningu í greinum eins og sjávarútvegi sem ekki eru sérlega næmar fyrir gengisbreytingum hvað framleiðslumagn varðar.

Hálfsársleg úttekt á stöðugleika fjármálakerfisins birtist í þessu hefti *Peningamála*. Ytra jafnvægi þjóðarbúsins hefur batnað verulega með minni viðskiptahalla og gengislækkunaráraun er að baki. Neikvæð áhrif þessarar aðlögunar á fjármálakerfið hafa hingað til ekki komið fram heldur náðu fjármálafyrirtæki að styrkja stöðu sína. Staða fjármálakerfisins reyndist betri en horfur voru á í fyrra. Hafa ber þó í huga að góð afkoma margra fjármálafyrirtækja í

fyrra á að töluverðu leyti rætur að rekja til tíma-bundinna þátta. Því er mikilvægt að þau haldi vöku sinni, enda hugsanlegt að þau eigi enn eftir að verða fyrir útlánatapi í kjölfar mikillar útlánaþenslu síðustu ára og vísbendinga um miklar skuldir og greiðsluferfiðleika fyrirtækja og heimila. Samdráttur í þjóðarbúskapnum á þessu ári og aukið atvinnuleysi gæti einnig valdið frekari erfiðleikum í bankakerfinu. Á heildina litið er þó ríkari ástæða nú en áður til að ætla að fjármálakerfið muni ráða sjálft við þá erfiðleika sem kunna að vera framundan.

Sá árangur sem nú virðist vera að nást við að endurreisa stöðugleika og að koma verðbólgu niður á eðlilegt stig er fyrst og fremst afrakstur þeirrar aðhaldssömu peningastefnu sem fylgt hefur verið á undanföllum misserum. Háir vextir hafa dregið úr fjárfestingu og einkaneyslu, sem síðan hefur stuðlað samtímis að minni viðskiptahalla og betra jafnvægi á vinnumarkaði. Afleiðingin er sú að launaskrið hefur stöðvast og fyrirtæki verða að auka framleiðni og minnka kostnað í stað þess að hækka verð. Hér sannast því enn einu sinni að verðbólga er peningalegt fyrirbæri. Frumkvæði aðila vinnumarkaðar á sér stað innan þessa ramma í þeirri merkingu að aðhaldssöm peningastefna stuðlaði að minni verðbólgu og gerði það erfitt að sækja á um launahækkanir til að bæta upp verðhækkanir fyrri tíma. Það breytir því ekki að þetta frumkvæði var ákaflega mikilvægt og stuðlar án efa að því að verðbólguhjöldunin gengur hraðar fyrir sig og að henni fylgir líklega á endanum minni kostnaður í formi glataðs hagvaxtar og atvinnuleysis en ella.

Seðlabankinn hefur nú í tvígang lækkað vexti á stuttum tíma um alls 0,8 prósentur. Þrátt fyrir þessar lækkunir er peningastefnan enn aðhaldssöm ef litið er á verðbólguvæntingar og spár. Í ljósi þess slaka sem nú er að myndast í hagkerfinu er æskilegt að raunvextir Seðlabankans lækki áfram á komandi mánuðum. Meginmarkmið Seðlabankans felst hins vegar í því að halda verðbólgu í kringum 2½%. Fyrirliggjandi verðbólguþá bendir til þess að fljótlega muni skapast forsendur fyrir frekari lækkun vaxta bankans. Næsta skref tengist verðlagsmarkmiði aðila vinnumarkaðar nú í maí. Verði allri óvissu um að núverandi kjarasamningar haldi eytt í þessum mánuði mun bankinn að öllum líkindum lækka vexti sína skjótt í kjölfarið.