

Inngangur

Verri verðbólguhorfur og lækkun gengis hamla frekari slökun í peningamálum í bráð

Þann 27. mars sl. var með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands tilkynnt um umfangsmiklar breytingar á umgjörð peningastefnunnar. Vikmörk gengisins voru afnumin. Þess í stað mun Seðlabankinn miða peningastefnuna við að verðbólga verði til frambúðar sem næst 2½%, en í aðlögunarferli frá núverandi verðbólguþingi er gert ráð fyrir að verðbólga geti orðið meiri. Samhliða þessu lýsti ríkisstjórnin yfir að Seðlabankinn fengi fullt svigrúm til að beita tækjum sínum til að ná þessu markmiði og að hún hygðist leggja fram lagafrumvarp sem miðaði að því að festa þessar breytingar í lög.

Yfirlýsing ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans er birt í heild í þessu hefti *Peningamála* ásamt sérstakri grein þar sem breytingarnar eru nánar útskýrðar. Seðlabankinn lýsti því yfir í síðasta hefti *Peningamála* að hann teldi margt mæla með þessari breytingu. Hann hafði reyndar undirbúið hana í nokkurn tíma og með vaxandi þunga eftir að vikmörk gengisstefnunnar voru víkkuð í ±9% í febrúar á síðasta ári. Bankinn hafði sannfærst um að mjög erfitt væri að halda gengi krónunnar innan vissra marka við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga auk þess sem uppbyggingu hagkerfisins hæfir betur sveigjanlegt gengi en fast. Tímasetning breytingarinnar réðst hins vegar af því að á ársfundi bankans var fyrirhugað að kynna frumvarp til laga um bankann sem hefði magnað væntingar um að kerfisbreyting væri framundan og hugsanlega valdið þrýstingi á gengið umfram tilefni, enda fól það í sér skýra heimild til að taka upp verðbólguþingmiðið.

Seðlabankinn tilkynnti um lækkun ávöxtunar í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir þann

27. mars sl. um ½ prósentustig. Vextir voru lækkaðir í ljósi þess að verðbólguþingmiðið bankans frá því í febrúar samrýmdist nýsettu verðbólguþingmiði. Gengi krónunnar hafði að vísu veikst nokkuð síðan sú spá var gerð, en bankinn taldi að ekki væru traustar efnahagslegar forsendur fyrir þeirri veikingu enda virtist hún fyrst og fremst tengjast óvissu vegna yfirvofandi kerfisbreytingar. Hægt var því að binda vonir við að hún gengi að einhverju leyti til baka þegar liði á árið. Á móti kom að verðbólga hafði verið minni í febrúar og mars en gert var ráð fyrir í spá bankans og verðbólguvæntingar höfðu minnkað. Þessu til viðbótar voru komin fram fyrstu merki þess að ofþenslan væri byrjuð að hjaðna, einkum í veltutölum og innflutningi, og Þjóðhagsstofnun hafði skömmu áður spáð að verulega myndi draga úr vexti innlendrar eftirspurnar og úr hagvexti. Að lokum var það mat bankans að aðhaldsstig vaxta væri mjög mikið. Hafði bankinn áhyggjur af því að svo mikið peningalegt aðhald myndi leiða til meiri samdráttar en verðbólguþingmiðið krefst. Þrátt fyrir vaxtalækkunina er aðhald peningastefnunnar enn mikið.

Seðlabankinn hélt daglánavöxtum óbreyttum þegar ávöxtun í endurhverfum viðskiptum var lækkuð í því skyni að draga úr daglánafyrirgreiðslu og örva millibankamarkað. Á undanförunum vikum hafa hins vegar verið lausafjárþrengingar á innlendum peningamarkaði sem birtast m.a. í því að REIBOR vextir til 14 daga eru töluvert fyrir ofan vexti í endurhverfum viðskiptum Seðlabankans og daglánavextir á millibankamarkaði fyrir krónur hafa verið fyrir ofan daglánavexti Seðlabankans. Mikil aukning úti-standandi samninga í endurhverfum viðskiptum Seðlabankans eykur að öðru jöfnu framboð lausafjár.

Á móti hefur komið að inngríp Seðlabankans á milli-bankamarkaði með gjaldeyri til loka mars drógu úr framboði á krónum og lausafjárstaða ríkissjóðs hefur verið góð. Grunnfé hefur því ekki aukist. Seðlabankinn telur ekki tilefni til neinna sérstakra ráðstafana af sinni hálfu til að eyða þessum lausafjárskorti og telur að lánastofnanir eigi að geta ráðið við hann sjálfar með því að draga úr útlánum sínum og nýta sér þá möguleika sem þær hafa til skammtímalántöku.

Próun gengis og verðlags hefur verið óhagstæð síðan breytingar voru gerðar á ramma peningastefnunnar og vextir lækkaðir undir lok mars. Verðbólgu-spá Seðlabankans fyrir fyrsta ársfjórðung gekk að vísu nákvæmlega eftir. Hins vegar lækkaði gengi krónunnar rúm 5% frá 27. mars til 26. apríl. Jafnframt varð hækkun vísitölu neysluverðs í apríl umtalsverð og mun meiri en markaðsaðilar höfðu reiknað með. Samfara þessu hafa verðbólguvæntingar aukist á ný. Verðbólguhorfur á næstunni hafa því versnað. Seðlabankinn spáir því að verðbólga á seinni hluta þessa árs geti orðið allt að 6% og verði 5,7% yfir árið. Úr því gæti verðbólga farið lakkandi samfara því að spennan í hagkerfinu hjaðnar. Það hvílir á þeim forsendum að gengislækkun síðustu daga verði tímabundin og að fyrirliggjandi kjarasamningar raskist ekki. Gangi það eftir mun nýsett verðbólguarkmið Seðlabankans nást um mitt ár 2003 en hugsanlegt er að verðbólgan fari tímabundið út fyrir þölmörkinu snemma á næsta ári.

Í þessu hefti *Peningamála* birtist greinargerð um fjármálalegan stöðugleika. Þar kemur fram að útlánaaukning á undanförunum misserum og óhóflegur viðskiptahalli sem hefur stuðlað að umtalsverðri gengislækkun á síðustu mánuðum fela í sér áhættu fyrir stöðugleika fjármálakerfisins, eins og Seðlabankinn hefur varað við áður. Á sama tíma hefur geta fjár-

málakerfisins til að standa af sér erfiðari aðstæður að ýmsu leyti minnkað. Kemur það fram í verri afkomu og lakkandi eiginfjárlutfalli. Það er eðli fjármálakreppna að þær geta dunið yfir án þess að gera afdráttarlaus boð á undan sér, eins og gerst hefur í nágrannalöndum Íslands og um heim allan. Fjölmargar alþjóðlegar rannsóknir hafa leitt í ljós ýmsar líklegar en ekki öruggar leiðandi vísbendingar um fjármálakreppur. Nokkrar þeirra, t.d. viðskiptahalli, útlánaþensla og hækkun eignaverða, sem tengst hafa fjármálakreppum í öðrum löndum, hafa gefið ákveðnari viðvörunarmerki en áður. Án frekari ytri áfalla er þó vart líklegt að stöðu fjármálastofnana sé hætt.

Seðlabankinn telur ekki efnahagslegar langtímaforsendur fyrir þeirri gengislækkun sem nú hefur orðið, auk þess sem hún er óæskileg frá sjónarhóli verðbólguarkmiðs bankans. Hin mikla lækkun gengis krónunnar undanfarna daga er að mati bankans tímabundin og skýrist meðal annars af tregari fjármögnun viðskiptahalla, sjómannaverkfalli og tilhneigingu gjaldeyrismarkaða til yfirskota. Ljóst má vera að óhóflegur viðskiptahalli grefur til lengdar undan genginu, jafnvel þótt hátt gengi sé ekki meginorsök hans, og getur þar með sett verðstöðugleika í hættu.

Eins og fram hefur komið er aðhald í peningamálum áfram mikið. Jafnframt eru að koma fram skýrari merki um að hagkerfið sé að kólna. Verri verðbólguhorfur og þrýstingur á gengi krónunnar munu hins vegar hamla frekari vaxtalækkun í bráð, jafnvel þótt minni umsvif í hagkerfinu gætu gefið tilfni til þess. Því eru auknar líkur á að peningastefna, sem miðar að því að draga úr verðbólgu á ný, hafi tímabundinn samdrátt í för með sér. Nýsett verðbólguarkmið bankans mun þó nást að lokum þrátt fyrir tímabundinn verðbólguarkmið og harkalegri aðlögun en áður var vonast til.