

## Inngangur

# Seðlabankinn mun halda gengi krónunnar innan vikmarka

Eftir að Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína um 0,8 prósentustig 1. nóvember sl. varð aðhald peningastefnunnar meira í gegnum vaxtastigið en nokkru sinni síðan núverandi skipan fjármálakerfis og peningastjórnunar komst á um miðjan síðasta áratug. Frá því í nóvember hefur aðhaldið aukist enn frekar sakir þess að verðbólga og verðbólguvæntingar hafa minnkað. Skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum hefur hins vegar haldist mjög svipaður. Undir lok janúar voru raunstýrivextir Seðlabankans rúmlega 6½% ef miðað er við verðbólguálag ríkisskuldabréfa, og skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum hefur að undanfögnu verið tæp 6½%. Bankavextir hafa hins vegar haldist óbreyttir eftir hækkun þeirra í nóvember sl.

Þótt stýrivextir Seðlabankans hafi hækkað hefur gengi krónunnar haldið áfram að lækka og var undir lok janúar orðið um 3½% lægra en í byrjun nóvember sl. Lækkun gengis má að nokkru leyti skýra með því að skerðing aflaheimilda og lakari efnahagshorfur fólu í sér lækkun á jafnvægisgengi krónunnar. Eigi að síður taldi Seðlabankinn nauðsynlegt, miðað við ríkjandi efnahagsaðstæður, að hamlar gegn lækkun krónunnar. Ástæður þessa eru einkum þrjár. Í fyrsta lagi taldi Seðlabankinn að sakir þeirrar miklu spennu sem hefur ríkt í hagkerfinu hafi verið líkur á að lægra gengi leiddi til meiri verðbólgu. Jafnvel þótt færa mætti einhver rök fyrir því að raungengi krónunnar hafi verið of hátt, er nauðsynlegt að forðast ótímabæra gengisaðlögun. Forsenda þess að lækkun gengis geti farið saman við litla verðbólgu er að áður hafi verulega dregið úr spennu í þjóðarbúskapnum. Í öðru lagi telur Seðlabankinn að meginorsaka hins mikla viðskiptahalla sé ekki að leita í háu raungengi. Því sé

frekari gengislækkun krónunnar alls ekki óumflýjanleg. Í þriðja lagi taldi bankinn mikilvægt að koma í veg fyrir óhóflega snarpa lækkun gengisins, m.a. vegna hugsanlegra slæmra afleiðinga fyrir fjármálagan stöðugleika. Hann greip því inn í gjaldeyrismarkaðinn í því skyni að hindra að til þess kæmi enda gæti slík framvinda leitt til meiri tímabundinnar lækkunar á gengi krónunnar en samrýmist langtíma-jafnvægi.

Frá því að gengi krónunnar tók að lækka hefur Seðlabankinn hækkað vexti og selt gjaldeyri í því skyni að verja gengið. Síðast seldi bankinn gjaldeyri á millibankamarkaði undir lok janúar sl. Seðlabankinn mun beita þeim aðferðum sem hann ræður yfir til þess að halda gengi krónunnar innan vikmarka. Nýlega gerði Seðlabankinn samning um óskilyrta lán-tökuheimild að fjárhæð um 21½ ma.kr til að efla getu sína til þess að verja gengið og bætist það við fyrri viðbúnað.

Verðbólga á seinni hluta síðastliðins árs var minni en flestir bjuggust við. Hún hjaðnaði úr u.þ.b. 6% á ári á vormánuðum 2000 í 3½% í byrjun þessa árs, þrátt fyrir umtalsverða lækkun á gengi krónunnar á seinni hluta ársins 2000. Þótt dregið hafi úr verðbólgu breytir það ekki miklu um verðbólguþá Seðlabankans til loka þessa árs. Spáð er rúmlega 4½% hækkun neysluverðs yfir árið, eins og í nóvember. Ástæða þess að ekki er spáð áframhaldandi hjöðnun er sú að reiknað er með að áhrifa lægra gengis gæti að lokum í verðlagi. Þau komi hægar fram en áður en hverfi ekki. Færð eru rök fyrir þessu í greininni um þróun og horfur í efnahagsmálum. Um þetta er auðvitað óvissa. Hugsanlegt er að hluti gengislækkunnar komi ekki fram í verðlagi og einnig að tafirnar

verði meiri en hér er reiknað með. Verðbólga yrði þá minni en spáð er á næstunni en myndi sækja í sig veðrið síðar. Á móti kemur að mikil spenna á vöru- og vinnumarkaði gæti enn brotist út í aukinni verðbólgu. Að gefnu óbreyttu gengi hafa verðlagshorfur fyrir árið 2002 batnað nokkuð frá því í nóvember og er nú spáð 2,7% verðbólgu frá upphafi til loka þess árs. Forsenda þess er að ofpensla hjaðni þegar líður á þetta ár.

Seðlabankinn telur að enn sem komið er séu ekki forsendur til að slaka á aðhaldi í peningamálum. Fyrir því eru tvær ástæður. Í fyrsta lagi, eins og nánar er rökstutt í næstu grein, hafa enn ekki komið fram ótvíræðar vísbendingar um að ofpenslan sé tekin að hjaðna. Í öðru lagi er hugsanlegt að lækkun stýrivaxta bankans myndi við núverandi aðstæður stuðla að frekari lækkun á gengi krónunnar og færa það óþægilega nærri vöðum.

Eins og áður hefur komið fram er það skoðun Seðlabankans að hinn mikli viðskiptahalli sem nú er til staðar feli annars vegar í sér vísbendingu um ofpensluna í þjóðarbúskapnum og hins vegar áhættu fyrir stöðugleika gengis og fjármálakerfis. Helsta viðfangsefni íslenskrar efnahagsstjórnar um þessar mundir er því að vinna bug á ofpenslunni sem er ástæða viðskiptahallans. Jafnvel þótt hátt raungengi sé ekki meginorsök viðskiptahallans gætu afleiðingar hans eigi að síður orðið ótímabær lækkun á gengi krónunnar og meiri verðbólga en æskilegt er. Miklar gengisbreytingar, sem oft eru fylgifiskur óhóflegs viðskiptahalla, geta grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins. Það var meðal annars álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í janúar og er að finna í þessu hefti *Peningamála*.

Sem fyrr segir telur Seðlabankinn ekki að hækkun raungengis hafi verið meginorsök viðskiptahallans. Raungengið hækkaði mun minna í þeirri uppsveiflu sem er að renna sitt skeið en alla jafna í uppsveiflum síðustu áratuga og er nú, eftir umtalsverða lækkun frá síðastliðnu vori, komið niður í 20 ára sögulegt meðaltal. Mikill viðskiptahalli nú er að nokkru leyti ráðgáta í ljósi mikils afgangis á ríkis-

sjóði. Orsaka hans er líklega fyrst og fremst að leita í þeim þáttum sem kynt hafa undir vexti eftirspurnar og dregið úr sparnaðarhneigð. Óhófleg útlánaaukning sem fjármögnuð var að verulegu leyti með erlendu lánsfé á þar stóran hlut að máli. Verði gripið til aðgerða á komandi mánuðum og misserum sem beinast að rótum viðskiptahallans með því að stuðla að meiri þjóðhagslegum sparnaði, draga úr þjóðarútgjöldum, minnka spennu á vinnumarkaði og slá á útlánaþenslu má koma í veg fyrir frekari gengislækkun.

Í álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er lagt til að formleg vöðum gengisstefnunnar verði afnumin, beint verðbólguþvöðum verði grundvöllur peningastefnunnar og að Seðlabankinn fái fullt sjálfstæði til að beita tækjum sínum til að vinna að því markmiði. Seðlabankinn hefur kannað þennan kost gaumgæfilega um nokkurt skeið og skrifað hefur verið um verðbólguþvöðum í ritum hans. Bankinn telur margt mæla með því að tekið verði upp verðbólguþvöðum. Það yrði rökrétt framhald af þróun í átt til sveigjanlegri gengisstefnu og aukinnar áherslu á verðstöðugleika, sem hófst árið 1995 með vöðum vöðum gengisstefnunnar. Ákvörðun hefur ekki verið tekin um að stíga þetta skref og hún myndi í öllu falli eiga sér aðdraganda. Leggja verður áherslu á að verði tekið upp verðbólguþvöðum er ekki gefið að gengið fari í kjölfarið út fyrir núverandi vöðum. Í opnu hagkerfi hefur gengið sterk áhrif á verðlag. Peningastefnan myndi af þeirri ástæðu eftir sem áður þurfa að taka tillit til gengisþróunarinnar. Hugsanlegar breytingar á ramma peningastefnunnar hafa heldur engin áhrif á það mat á stöðu gengisins sem greint var frá hér að framan. Markaðsaðilar hafa því fulla ástæðu til að taka á næstunni mið af núverandi vöðum gengisstefnunnar.

Seðlabankinn telur tvímælalaust þörf á aðhaldsamri stefnu í peningamálum enn um sinn til að halda aftur af verðbólgu. Einnig telur bankinn brýnt að hér dragi úr almennri eftirspurn svo viðskiptahalli ógni ekki í senn verðstöðugleika og fjármálastöðugleika.