

# Auka þarf aðhald peningastefnunnar

Að óbreyttum stýrivöxtum Seðlabanka Íslands sýnir ný verðbólguþá að horfur væru á töluvert meiri verðbólgu næstu tvö árin en bankinn hefur áður spáð. Bankastjórnin hefur því ákveðið að hækka stýrivexti bankans um 1 prósentu í 8,25 prósentur frá 7. desember nk. Vaxtahækkunin er hin sjötta á þessu ári og hafa stýrivextir bankans alls verið hækkaðir um 2,95 prósentur síðan í maí sl. Jafnframt hefur bankastjórnin ákveðið að í lok ársins verði hætt gjaldeyriskaupum til styrkingar á gjaldeyrisforða bankans. Gjalddeyriskaup bankans munu frá þeim tíma miða að því einu að standa undir greiðslum af erlendum lánnum ríkissjóðs.

Seðlabankinn birti síðast verðbólguþá í júní sl. Þá var útlit fyrir vaxandi verðbólgu á síðari hluta yfirstandandi árs og fyrri hluta þess næsta, en hjaðnandi verðbólgu um miðbik ársins 2005, uns hún tæki að aukast nokkuð á ný árið 2006. Lagt var mat á horfurnar í þriðja hefti *Peningamála* 2004, sem kom út 17. september. Niðurstaðan var að verðbólguhorfur hefðu batnað nokkuð til skamms tíma en versnað til lengri tíma litið. Þar átti hlut að máli hækkun stýrivaxta og sterkara gengi krónunnar, sem dró úr verðbólgu til skamms tíma litið. Horfur á hraðari vexti innlendra eftirspurnar og framvindan á innlendum lánamarkaði bentu hins vegar til þess að framleiðsluspenna myndi aukast meira á næstu tveimur árum en spáð var í júní og ásamt hækkandi innflutningsverði kynda undir verðbólgu þegar líða tæki á spátímabilið.

Frá því í september hafa töluverðar breytingar orðið á verðbólguhorfum. Flest bendir til þess að inn-

lend eftirspurn muni vaxa enn hraðar en þá var talið líklegt. Umfang stóriðjuáformanna hefur vaxið, einkum á næsta ári, bæði vegna áforma Norðuráls og breytinga á tímasetningum framkvæmda Fjarðaáls. Þá hefur samkeppni á milli lánastofnana á sviði fasteignaveðlána magnast eftir að bankarnir brugðust við auknum umsvifum Íbúðalánasjóðs með því að bjóða einstaklingum fasteignaveðlán og endurfjármögnun eldri lána á lægri vöxtum en áður. Aðgangur almennings að lánsfé er eftir þessar breytingar orðinn mun greiðari en áður og vextir verðtryggðra fasteignaveðlána lægri en um langt skeið. Viðbrögðin hafa ekki látið á sér standa. Útlán til einstaklinga hafa aukist hröðum skrefum og verð stórra fasteigna hefur hækkað skarpt. Loks hafa áform um lækkan skatta á næstu árum verið staðfest, án þess að nákvæmlega hafi verið skilgreint hvar skuli skera niður útgjöld á móti. Því verður að telja verulegar líkur á að aðhald í opinberum fjármálum verði ófullnægjandi. Allt leggst þetta á eitt um að ýta undir meiri þenslu og þar með meiri verðbólguþrýsting en horfur voru á þegar Seðlabankinn hóf að hækka vexti í maí sl. og gerði verðbólguþá sína sem birt var í *Peningamálum* 2004/2 í júní sl.

Í þessu hefti *Peningamála* er spáð mun hraðari vexti innlendra eftirspurnar en í júní. Fyrir vikið verður framleiðsluspenna, þ.e.a.s. munur framleiðslu og metinnar framleiðslugetu þjóðarþúskaþarins, meiri á árunum 2005 og 2006 en í fyrri spám bankans. Árið 2006 er áætlað að framleiðsluspenna muni nema 5% af landsframleiðslu í stað rúmlega 2% í júnispánni. Vaxandi framleiðsluspenna mun kynda

undir verðbólgu síðari hluta spátímabilsins ef ekkert verður að gert.

Mikilvægt er að undirstrika að spáin sem lýst er í þessu hefti *Peningamála* er sem fyrr byggð á þeirri forsendu að stýrivextir Seðlabankans og gengi krónunnar breytist ekki á spátímabilinu. Hún sýnir þá verðbólgu sem talin er líklegust að óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar frá nóvember 2004. Frávíksdæmi sem birt eru auk meginspárinnar sýna mikilvægi þess að Seðlabankinn bregðist hratt við þeim aðstæðum sem framundan eru. Með hækkun stýrivaxta sem kynnt var hér að framan hefur bankinn þegar tekið skref í átt til þess að verðbólga verði minni en felst í spánni.

Vaxtahækkunin nú er óvenju mikil. Hana verður að skoða í ljósi þess hve hratt aðstæður á lánamarkaði hafa breyst að undanförmu, að meginþungi fjárfestingar í virkjunum og álbræðslum er skammt undan og að umsvifin sem þeim tengjast munu aukast hraðar en áður var talið. Þá ber að líta til þess að þrátt fyrir að stýrivextir hafi verið hækkaðir fimm sinnum um samtals tæpar 2 prósentur frá maí til nóvember voru raunstýrivextir í lok nóvember miðað við verðbólguálag óverðtryggðra ríkisskuldabréfa aðeins litlu ef nokkru hærrí en metnir náttúrulegir raunvextir á Íslandi, þ.e.a.s. raunvextir sem að meðaltali yfir hagsveifluna má ætla að samræmist jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Verðbólguvæntingar hafa verið hærrí en æskilegt er og dregið úr áhrifamætti vaxtahækkana Seðlabankans. Það kann svo aftur að hafa átt þátt í því að halda verðbólguvæntingum háum. Með því að hækka vexti meira í einu skrefi nú en venja hefur verið leitast Seðlabankinn við að tryggja að væntir raunvextir bankans hækki, bæði fyrir tilstilli hærrí nafnvaxta og lægri verðbólguvæntinga. Það endurspeglar þann ásetning bankans að peningastefnan veiti nægilegt aðhald til þess að halda verðbólgu í skefjum þegar framkvæmdþinginn kemst á enn hærra stig.

Að gefnum óbreyttum stýrivöxtum bankans eins og þeir voru í nóvember væru horfur á að verðbólga yrði umtalsvert meiri en 2½% verðbólgu markmiðið þegar launaliðir kjarasamninga geta komið til endurskoðunar í nóvember á næsta ári. Verðbólguhorfur á

því tímabili hafa versnað töluvert frá síðustu spá. Leiði mikil verðbólga til frekari launahækkana myndu verðbólguhorfur árið 2006 versna enn frekar. Það gæti leitt til þess að grípa þyrfti til meiri vaxtahækkana á árinu 2006. Til þess að hafa nægilega skjót áhrif á verðbólguna á þessu tímabili þarf að bregðast hratt og tímanlega við.

Sem fyrr segir hafa raunstýrivextir Seðlabankans verið á mörkum þess sem telja má náttúrulega raunstýrivexti á Íslandi. Í reynd hafa fjármálaleg skilyrði innlánsstofnana verið rýmri en sem því nemur. Góð lausafjárstaða þeirra birtist í því að vextir á peningamarkaði hafa verið nokkru lægri en stýrivextir bankans. Rúma lausafjárstöðu má meðal annars rekja til mikils innstreymis erlends lánsfjár. Gjaldeyriskaup Seðlabankans og lækkun bindiskyldu árið 2003 hafa einnig aukið lausafjárframboð. Lækkun á hreinni skuld innlánsstofnana við Seðlabankann í formi endurhverfra viðskiptasamninga og kaup þeirra á innstæðubréfum hafa að miklu leyti vegið upp þessa aukningu lauss fjár, en ekki að fullu. Lausafjárukningin er óheppileg við núverandi aðstæður, auk þess sem gjaldeyrisforðinn er nú kominn í viðunandi stærð. Að auki hefur gætt þeirrar túlkunar meðal markaðsaðila að með gjaldeyriskaupum sínum hafi Seðlabankinn í reynd leitast við að stuðla að stöðugu gengi krónunnar, þrátt fyrir yfirlýst markmið bankans. Í ljósi þess að áhrif stýrivaxta á gengi krónunnar eru mikilvæg miðlunarleið peningastefnunnar þegar aðgangur að erlendu lánsfé er greiður er brýnt að hún sé óhindruð, eins og nánar er skýrt í umfjöllun um stefnuna í peningamálum í kaflanum um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum hér á eftir. Með þetta í huga hefur bankinn m.a. ákveðið að hætta kaupum á gjaldeyri til eflingar gjaldeyrisforðanum.

Áform um skattalækkanir hafa nú verið staðfest í frumvarpi til fjárlaga. Lækkun skatta mun auka enn á ráðstöfunartekjur almennings og hvetja til aukinnar einkaneyslu. Aðhald í útgjöldum hins opinbera er því brýnt. Áform þar um í fjárlögum eru nokkuð metnaðarfull. Í ljósi þeirra umsvifa sem framundan eru verður aðhaldið þó ekki fullnægjandi, jafnvel þótt áformin næðu fram að ganga. Að auki er boðað að-

hald almennt orðað og því hætta á framúrkeyrslum í ljósi sögulegrar reynslu. Fari svo þarf peningastefnan að vera aðhaldssamari en ella og þá er hætt við að neikvæð hliðaráhrif hennar verði meiri. Seðlabankinn mun ekki hvika frá því markmiði að halda verðbólgu sem næst 2½%, eins og honum ber. Líklegt er að bankinn þurfi að grípa til frekari aðgerða á næstu

mánuðum til að tryggja framgang markmiðsins. Ekki verður hjá því komist að ýmsir geirar atvinnulífsins og heimilin finni fyrir því aðhaldi. Þau finna þó minna fyrir tímanlegum aðgerðum í peningamálum þegar upp er staðið en þau gerðu verði verðbólga ekki hamin.