

Stöðugleiki verður ekki tryggður átakalaust

Nokkurt vatn hefur runnið til sjávar frá því Seðlabankinn gerði síðast grein fyrir þróun og horfum í efnahags- og peningamálum í byrjun desember sl. Auk hækkunar um 1 prósentu, sem kynnt var í *Peningamálum* 2004/4, hækkaði bankinn stýrivexti um 0,5 prósentur í febrúar sl. Ástæðum seinni hækkunarinnar var lýst í greinargerð til ríkisstjórnarinnar í tilefni þess að verðbólga fór yfir svokölluð þolmörk í mánuðinum.¹ Að gefnu tilefni er ástæða til að áréttta að verðbólga umfram þolmörk var í sjálfu sér ekki tilefni vaxtahækkunarinnar, enda nokkuð fyrirsjáanleg, heldur gaf greinargerðin bankanum tækifæri til þess að skýra ákvörðun sína, sem tekin var í ljósi mats á verðbólguhorfum til næstu tveggja ára.

Hækkun stýrivaxta undanfarna mánuði ber að skoða í ljósi hraðvaxandi eftirspurnar og versnandi verðbólguhorfa. Horfurnar breyttust verulega til hins verra í kjölfar þess að bankarnir tóku að bjóða fasteignaveðlán á betri kjörum en áður. Hörð samkeppni bankanna og Íbúðalánasjóðs á fasteignaveðlánamarkaði hefur stuðlað að hröðum útlánavexti sem ekki sér fyrir endann á. Auk þess ollu breytingar á tímasetningu stórframkvæmda því að þær munu ná hámarki í ár en ekki árið 2006.

Vaxtahækkunir Seðlabankans um 1½ prósentu frá nóvember eiga þátt í riflega 10% gengishækkun krónunnar frá lokum nóvember. Háir vextir eru þó ekki eina ástæðan fyrir styrk krónunnar, enda eru raunstýrivextir bankans alls ekki háir í sögulegu samhengi. Útflutningsverð hefur einnig hækkað og framkvæmdir við virkjanir og stóriðju færast nú ört í aukana. Eins og Seðlabankinn hefur margsinis áður varað við er óhjákvæmilegt að framkvæmdahrinan og fleira sem nú gengur yfir efnahagslífið leiði til umtalsverðrar hækkunar raungengis, sem er ýmsum atvinnugreinum þungt í skauti. Vegna þess að vextir á erlendum skuldabréfa- og lánamörkuðum eru nálægt sögulegu lágmarki þarf ekki mjög háa stýrivexti hér á landi til þess að vaxtamunur við útlönd verði svo mikill að hann hafi aðdráttarafl fyrir erlenda fjárfesta í leit að ábatasamri en nokkuð áhættusamri skammtímafjárfestingu.

Áhrif peningastefnu á gengi gjaldmiðla eru mikilvæg miðlunarleið hennar í opnu hagkerfi. Við núverandi aðstæður verður þessi miðlunarleið afar virk og áhrifarík. Ef hún væri ekki fyrir hendi hefði peningastefnan ekki sömu áhrif og ella, eins og aðstæður eru nú á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum. Þess vegna er mikilvægt að hindra ekki virkni hennar. Mikil hækkun á gengi krónunnar kemur hins vegar hart niður á samkeppnisgeira þjóðarbúskaparins. Við þessu á peningastefnan fá svör. Hún er almenn aðgerð sem ætlað er að ná til alls þjóðarbúskaparins, þótt ekki sé svo alltaf í reynd vegna þess að vægi

1. Greinargerðin var send ríkisstjórninni 18. febrúar 2005 og birt á heimasíðu Seðlabankans þann dag.

miðlunarleiðanna er mismunandi eftir aðstæðum. Seðlabanki sem miðar að því að ná verðbólguþröskulmarki sem honum hefur verið sett af stjórnvöldum getur ekki leyft sér að reka slakari peningastefnu en hann telur nauðsynlega til að ná markmiðinu af tillitssemi við einstaka geira, fyrirtæki eða einstaklinga, sem gætu orðið fyrir skakkaföllum af völdum hárra vaxta eða gengis. Ruðningsáhrifum þeirra stóru hnykkja sem skekja þjóðarþúfið um þessar mundir verður ekki eytt með minna aðhaldi í peningamálum. Þeim verður í besta lagi frestað og frestun mun líklega skapa enn meiri vanda síðar. Með því væri ríkari hagsmunum almennings og atvinnulífsins af stöðugu verðlagi til lengri tíma fórnað á altari þrengri hagsmuna. Efnahagslífið virðist í tiltölulega góðri stöðu um þessar mundir til þess að glíma við þann vanda sem hátt gengi krónunnar skapar, þótt óhjákvæmilegt sé að einhver áföll verði.

Við ákvarðanir í peningamálum er eðlilegt að tekið sé tillit til aukins aðhalds sem felst í hækkun gengis krónunnar í kjölfar síðustu vaxtahækkana. Í verðbólguþröskulmarki sínum gerir Seðlabankinn jafnan ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar út spátímamann. Aukið aðhald sem leiðir af hækkun gengis krónunnar er því fólgið í verðbólguþröskulmarki sem kynnt er í þessu hefti *Peningamála*. Hún gefur til kynna að aðhaldsaðgerðir Seðlabankans undanfarna mánuði muni skila umtalsverðum árangri, en þó ekki nægum. Miðað við óbreytt gengi mun verðbólgan hjaðna töluvert á þessu ári, niður í verðbólguþröskulmarki bankans um tíma, en aukast á ný þegar áhrif sterkara gengis taka að dvína og framleiðsluspenna nær hámarki.

Spár af þessu tagi eru mikilvægt tæki sem Seðlabankinn notar við ákvarðanir í peningamálum, en ekki óbrigðul kristalskúla. Hversu líklegt er að spáin gangi eftir, eða því sem næst, ræðst að töluverðu leyti af því hve sennilegt er að forsendan um stöðugt gengi krónunnar haldi. Það gerir hún nánast aldrei. Í ljósi þess hve gengi krónunnar er orðið hátt um þessar mundir virðast óvenjumiklar líkur á að það taki að veikjast áður en spátímabilinu lýkur á fyrsta fjórðungi ársins 2007. Þó er hugsanlegt að gengið hækki enn meira áður en það tekur að lækka. Þetta birtist í slagsíðu á líkindadreifingu spárinnar, sem gefur til kynna að töluverðar líkur séu á meiri verðbólgu en spáð er, einkum þegar líður á spátímabilið.

Viðskiptahallinn í fyrra reyndist mun meiri en gert hafði verið ráð fyrir, eða sem nam 8% af landsframleiðslu. Nýlegar vísbendingar benda til þess að hallinn muni enn aukast á næstu mánuðum. Horfur eru á að hann verði meiri á þessu ári og verði rúmlega 12% af vergri landsframleiðslu að óbreyttu gengi krónunnar. Þetta er mun meiri halli en Seðlabankinn hefur áður spáð og mesti halli Íslandssögunnar gangi spáin eftir. Aukinn halla á þessu ári má að töluverðu leyti rekja til þess að stórfamkvæmdir verða umfangsmeiri í ár en áður hafði verið reiknað með. Þetta stafar að einhverju leyti af frestun frá síðasta ári en einkum af því að framkvæmdir sem áður voru áformaðar á næsta ári verða í ár. Framkvæmdirnar ná því hámarki í ár en ekki 2006. Þótt aukinn viðskiptahalla á þessu ári megi því að töluverðu leyti rekja til meiri fjárfestingar en í fyrri áætlunum, er ljóst að svo mikill halli er langt frá því að vera sjálfbær. Þótt verulega dragi úr viðskiptahallanum þegar á næsta ári mun aukinn álútflytningur á næstu árum ekki draga

nægilega úr honum einn og sér. Umtalsverð aðlögun í þjóðarbúskapnum þarf því að eiga sér stað svo viðunandi jafnvægi verði í ytri jöfnuði hans. Líklegt er að verulega þurfi að draga úr vexti innlendra eftirspurnar og gengi krónunnar að lækka. Það gerir stöðuna enn viðkvæmari að vegna mikillar fjárfestingar erlendis veltur núverandi styrkur krónunnar á innstreymi lánsfjár langt umfram það sem þarf til þess að fjármagna viðskiptahallann. Jafnmikið ójafnvægi í utanríkisviðskiptum og nú stefnir í getur grafið undan gengis- og verðlagsstöðugleika til langs tíma og að endingu haft umtalsverðan samdrátt í för með sér. Við þessu á peningastefnan ekki önnur svör en aukið peningalegt aðhald, sem þó verður e.t.v. fremur til að auka á viðskiptahallann fyrsta kastið.

Ein skýrasta vísbendingin um vaxandi ofpenslu í íslenskum þjóðarbúskap er hin hraða hækkun íbúðaverðs, sem að raungildi er töluvert yfir fyrra sögulega hámarki. Hátt eignaverð kyndir undir eftirspurn nú og gæti magnað samdrátt síðar, þegar síst skyldi. Seðlabankinn hefur ekki að markmiði að halda eignaverði stöðugu, en þarf að bregðast við því að svo miklu leyti sem það hefur áhrif á verðbólgu. Það gæti þó flækt framkvæmd peningastefnunnar á næsta ári ef þörf yrði á mun harðara aðhaldi en nú er fyrir séð. Þá yrði hætt við snarpri verðlækkun sem veikt gæti undirstöður fjármálakerfisins. Fjármálastöðugleikasjónarmið mæla því eindregið með tímanlegu aðhaldi peningamála.

Stýrivextir Seðlabankans eru nú 8,75%, eða tæplega 3½ prósentu hærrí en í byrjun maí í fyrra. Þetta eru nokkuð háir vextir í alþjóðlegum en ekki sögulegum íslenskum samanburði. Raunstýrivextir voru til muna hærrí þegar Seðlabankinn barðist við eftirköstin af síðasta ofpensluskeiði fyrir fáum árum. Það sem er fyrst og fremst frábrugðið nú er að gengi krónunnar flýtur á markaði, sem hefur gefið Seðlabankanum færi á að bregðast fyrr við ofpenslumerkjnum en ella. Atvinnulífið fær því að finna fyrir aðhaldinu fyrr í hagsveiflunni en áður, einkum fyrirtæki sem eru í erlendri samkeppni.

Aðhaldið skilar árangri þótt það bitni óæskilega mikið á sumum geirum. Seðlabankinn telur óhjákvæmilegt að halda áfram að auka aðhald peningastefnunnar í ljósi þess mikla hagvaxtar sem nú er spáð og vísbendinga um áframhaldandi og vaxandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Því eru horfur á að verðbólga verði yfir markmiði á síðari hluta spátímabilsins, þrátt fyrir forsendu um áframhaldandi sterkt gengi sem virðist óraunsæ. Nýlegar vaxtahækkunir bankans og umtalsverð gengishækkun krónunnar hafa aukið aðhald sem á eftir að skila sér til fulls. Í ljósi þróunarinnar telur bankastjórn hæfilegt að hækka stýrivexti bankans um 0,25 prósentur að þessu sinni í 9%. Frekari aðhaldsaðgerða kann að verða þörf á næstu mánuðum. Óhjákvæmilegt er því að aðstæður í útflutnings- og samkeppnisgreinum verði áfram erfiðar. Æskilegt væri að auka aðhald í opinberum fjármálum til þess að draga úr neikvæðum hliðaráhrifum peningalega aðhaldsins. Þetta á bæði við um ríki og sveitarfélög. Þá eru bankar og sparisjóðir hvattir til þess að fara gætilega í útlánaákvörðunum sínum og hyggja vel að öryggi og fjármögnun útlána, þ.m.t. fasteignaveðlána. Einnig kann að reynast nauðsynlegt að huga að því hvort samkeppni Íbúðalánasjóðs og bankanna á fasteignaveðlánamarkaði, sem

stuðlað hefur að óhóflega hröðum útlánavexti á óheppilegum tíma, sé háð á eðlilegum forsendum og hvort unnt sé að koma á verkaskiptingu sem treystir í senn undirstöður innlends fjármálakerfis og fyrirgreiðslu við þá sem eiga ekki sama aðgang að íbúðalánnum og almennt gerist.