

Inngangur

Verri verðbólguhorfur kalla á mun meira aðhald

Verðbólguhorfur hafa versnað enn frekar frá síðustu hækkun stýrivaxta Seðlabanka Íslands. Þegar verðbólguþátturinn sem hér er birtur var gerður var gengi krónunnar u.þ.b. 12% lægra en í spánni sem birtist í *Peningamálum* í lok mars um leið og bankinn hækkaði stýrivexti um 0,75 prósentur og u.þ.b. 6% lægra en í maí þegar bankinn hækkaði vexti enn um 0,75 prósentur. Gengislækkunin hefur þegar leitt til mun meiri verðbólgu og mun gera áfram á næstu mánuðum. Samkomulag Samtaka atvinnulífsins og Alþýðusambands Íslands í júní eykur einnig á verðbólguþrýstinginn. Launakostnaður á framleidda einingu hefur um langt skeið hækkað mun meira en til lengdar samrýmist verðbólgu-markmiðinu. Viðbótarlaunahækkun, sem nú hefur verið samið um, eykur á verðbólguþrýsting um sömu mundir og yfirstandandi ofpensluskeið nær hámarki. Lægstu laun hækka mikið. Við núverandi aðstæður á vinnumarkaði er hætt við að launahækkunin dreifist upp launastigann. Kaupmáttur er nú þegar meiri en framleiðslugeta þjóðarvaxta stendur undir. Hækkunin í júlí eykur kaupmátt um skamma hríð, en ástæða er til að óttast að rýrnun kaupmáttar fylgi í kjölfarið, sökum aukinnar verðbólgu umfram hækkun launa eða minnkandi atvinnu. Að óbreyttum stýrivöxtum er líklegt að hin mikla hækkun launa valdi aukinni verðbólgu, fyrst vegna kostnaðarþrýstings en síðar einnig vegna áhrifa á eftirspurn og gengi krónunnar.

Mat Seðlabankans á verðbólguhorfum er nú sett fram með öðrum hætti en gert hefur verið hingað til. Í svokallaðri grunnspá er tekið mið af væntingum markaðarins og spám greiningaraðila um framvindu stýrivaxta í stað þess að gera ráð fyrir að þeir haldist óbreyttir frá spádeggi. Verðbólga eykst samkvæmt þessum forsendum í því sem næst 11% á síðasta fjórðungi ársins, helst nálægt því fram á mitt næsta ár, tekur þá að lækka en er enn langt yfir markmiði bankans í lok spátímabilsins. Samkvæmt grunnspánni verður verðbólgan u.þ.b. 5 prósentum meiri um miðbik spátímans og 2 prósentum meiri við lok hans en gert var ráð fyrir í marsspánni. Þetta eru ekki viðunandi horfur. Fráviksspá með töluvert meiri hækkun stýrivaxta sýnir hins vegar að með aðhaldssamari peningastefnu mætti ná verðbólgu markmiðinu eftir u.þ.b. tvö ár, þótt til skamms tíma séu áhrifin á verðbólgu ekki mikil. Horft til lengri tíma leiðir aðhaldssamari peningastefna ekki til meiri samdráttar í þjóðarvaxtum en aðlögunin verður fyrr á ferðinni, sem stuðlar að minni verðbólgu og kaupmáttarrýrnun en ef aðhaldið væri slakara.

Þjóðhags- og verðbólguþátturinn eru ekki nákvæm vísindi og niðurstöðum einstakra líkana ber ævinlega að taka með fyrirvara. Þær gefa hins vegar hugmynd um það sem framundan kann að vera. Tvennt gæti öðru fremur orðið til þess að stýrivextir þurfi ekki að fara jafn hátt og verðbólguþátturinn gefur til kynna. Í fyrsta lagi gæti miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið gerst hraðar en til þessa. Í öðru lagi er hugsanlegt að hraðar dragi úr eftirspurn og framleiðsluspennu en nú

er gert ráð fyrir, t.d. ef verðlag fasteigna lækkar meira en gert er ráð fyrir í spánni. Aukið aðhald í opinberum fjármálum getur einnig hjálpað til. Að svo stöddu er erfitt að meta áhrif þeirra aðgerða sem tilkynntar hafa verið en öll viðleitni til aukins aðhalds skiptir máli.

Á móti kemur að gengisþróunin gæti orðið óhagstæðari en gert er ráð fyrir í spám bankans. Líklegt er að þrýstings gæti á gengi krónunnar í ljósi gríðarlegs viðskiptahalla og horfur eru á að hann verði meiri í ár en áður var spáð. Hins vegar eru horfur á að hallinn minnki hratt á næstu tveimur árum. Verði gengisþróunin óhagstæðari en felst í spánum gæti verðbólgan orðið enn meiri og hærri stýrivexti þurft en ella til þess að hemja hana. Seðlabankinn mun fylgjast náið með þessum og öðrum vísbendingum sem hafa munu áhrif á ákvörðun stýrivaxta á næstu misserum.

Miðað við upplýsingar sem liggja fyrir er ljóst að núverandi aðhald peningastefnunnar dugir ekki til að verðbólguþröngun náist innan viðunandi tímamarka. Reyndar má ætla að töluvert hafi slaknað á aðhaldinu undanfarna mánuði. Verðbólguvæntingar hafa aukist og vegið á móti 1,75 prósentna hækkun stýrivaxta það sem af er ári. Raunstýrivextir eru því svipaðir eða lægri en þeir voru í byrjun ársins, eftir því við hvaða mælikvarða er miðað. Sé miðað við liðna verðbólgu hafa raunstýrivextirnir ekki verið lægri frá því síðla árs 2004. Gengi krónunnar lækkaði mikið framan af ári og áhrif þess hafa þegar komið í ljós í minna aðhaldi að launaþróun. Þar eð verðbólguvæntingar hafa aukist hafa hærri stýrivextir ekki haft mikil áhrif á vexti verðtryggðra útlána til þessa, þótt framvindan undanfarnar vikur sé í rétta átt.

Verðbólga langt yfir markmiði, mun lakari verðbólguhorfur en í síðustu spá Seðlabankans og vaxandi verðbólguvæntingar benda ótvírætt til að hækka þurfi stýrivexti umtalsvert enn, þótt mikil óvissa ríki um hve hátt þeir þurfi að fara til að kveða niður verðbólguna. Meðan ekki liggja fyrir öruggar vísbendingar um að verðbólgan hjaðni hraðar en nú eru horfur á mun Seðlabankinn því halda áfram að hækka vexti. Bankastjórn Seðlabankans hefur því ákveðið að hækka vexti nú um 0,75 prósentur. Bankastjórnin hefur jafnframt ákveðið að meta þörf fyrir frekara aðhald um miðjan ágúst og tilkynna ákvörðun um stýrivexti.