

## Inngangur

# Vaxtahækkun miðar að minni verðbólgu

Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína um 0,8 prósentustig þann 1. nóvember síðastliðinn. Við það hækkaði ávöxtun í endurhverfum viðskiptum bankans við lánastofnanir í 11,4%. Þetta eru hærri stýrivextir en þekkt hafa hér á landi eftir að verðbólga hjaðnaði í byrjun tíunda áratugarins. Þetta eru einnig hærri vextir að tiltölu við verðbólguvæntingar og erlenda skammtíma vexti en lengi hafa þekkt hér. Á móti kemur að gengi krónunnar lækkaði umtalsvert á haustmánuðum. Sú lækkun stafaði þó ekki af slökun í peningamálum heldur af lækkun jafnvægisgengis krónunnar í framhaldi af minni aflaheimildum og verri efnahagshorfulum. Aðhaldsstig peningastefnunnar er líklega meira um þessar mundir en nokkru sinni síðan núverandi skipan fjármagnsmarkaðar og peningastjórnunar komst á um miðjan tíunda áratuginn.

Ákvörðun Seðlabankans var tekin í ljósi þess að horfur um verðbólgu á næsta ári höfðu versnað vegna lækkunar á gengi krónunnar og áframhaldandi mikillar spennu á vöru- og vinnumarkaði. Lækkun gengisins stafaði auk þess sem áður er nefnt af því að skammtíma vaxtamunur gagnvart viðskiptalöndum hafði rýrnað um rúmt hálf prósentustig frá miðju sumri vegna vaxtahækkana í viðskiptalöndum, eða úr tæpum 6½% eftir vaxtahækkun bankans í júní í tæp 6% þann 31. október. Gengi krónunnar var í lok október 7,3% lægra en í byrjun ársins. Áhrifa vaxtahækkunarinnar gætti strax í gengi krónunnar sem hækkaði um 0,6% þann 1. nóvember.

Verðbólga varð mun minni á þriðja ársfjórðungi en spáð var. Mæld sem tólf mánaða hækkun verðlags hjaðnaði verðbólga því verulega frá því í vor. Einnig er nú minni munur á verðbólgu hér á landi og í við-

skiptalöndum heldur en var í vor þar sem verðbólga hefur ágerst erlendis m.a. vegna hækkunar olúverðs. Verðlagshorfur hér á landi á næsta ári hafa hins vegar versnað, þar sem gengi krónunnar er lægra nú en síðla sumars. Seðlabankinn spáir nú að verðbólga verði rúm 5% á milli árána 2000 og 2001 en 4,6% yfir árið 2001. Miðað við óbreytt gengi eru hins vegar horfur á að verðbólga hjaðni í 3% á árinu 2002. Áhrif síðustu vaxtahækkunar Seðlabankans eru hins vegar ekki komin fram nema að hluta og því hugsanlegt að þau nægi til að koma verðbólgu á árinu 2002 niður á svipað stig og í viðskiptalöndum, eins og stefnt er að.

Mikil og vaxandi spenna er á vinnumarkaði. Hún birtist í fleiri lausum störfum en áður hefur mælst og sögulega mjög litlu mældu atvinnuleysi. Hættan er sú að þessi spenna brjótist út í vaxandi launaskriði. Mikill innflutningur erlendis vinnuafis hefur hins vegar átt þátt í að koma í veg fyrir þá þróun hingað til. Hugsanlegt er að verri afkoma í atvinnurekstri og hærri vextir muni halda aftur af launaskriði á næstunni. Spennan á vinnumarkaði er hins vegar mikilvægur áhættuþáttur varðandi verðlagshorfur. Sama má segja um áframhaldandi mikinn viðskiptahalla sem ásamt miklu gjaldeyrisústreymi vegna fjárfestingar lífeyrissjóða og annarra aðila hefur tilhneigingu til að grafa undan genginu. Þá er það áhyggjuefni að vísbendingar eru um að verulega hafi hægt á framleiðni aukningu. Verði framhald á því er hætt við að launahækkunar valdi fremur verðbólgu.

Velta hefur aukist minna en á síðasta ári og töluvert hefur dregið úr umsvifum á húsnæðismarkaði. Hvað fasteignamarkaðinn varðar koma hér að hluta til áhrif hærri vaxta m.a. vegna aðhaldssamrar pen-

ingastefnu. Verri horfur um útflutningsframleiðslu, hærra vaxtastig, lægra verð hlutabréfa, vaxandi greiðslubyrði af skuldum, meiri skattbyrði og almennt minni bjartsýni mun að líkindum stuðla að enn meiri hjöðnun eftirspurnaraukningar á næsta ári. Því er líklegt að hagvöxtur minnki umtalsvert frá því sem er á þessu ári. Að þessu stuðlar einnig að aðhald í ríkisfjármálum hefur aukist á síðustu tveim árum og hefði innlend eftirspurnarþensla orðið mun meiri án þess. Í ljósi mikillar innlendra eftirspurnar og viðskiptahalla væri reyndar æskilegt að auka aðhaldið frekar. Á næsta ári eykst aðhaldsstigið lítillega til viðbótar því sem þegar er.

Útlánaþensla hefur enn ekkert hjaðnað. Reyndar var tólf mánaða aukning útlána innlánsstofnana til loka september meiri en hún var á fyrri hluta ársins. Að einhverju leyti gæti það skýrst af áhrifum lægra gengis á gengisbundin útlán bankanna og beinum útlánnum innlendra lánastofnana til erlendra aðila. Mikil útlánaaukning er áhyggjuefni ekki aðeins sakir þess að hún kyndir undir ofþensluna innanlands heldur ekki síður vegna þess að hún felur í sér aukna hættu fyrir innlent fjármálakerfi ef hagvöxtur og aukning kaupmáttar minnkar verulega eða snýst í hreinan samdrátt. Áfram er erlend fjármögnun bankanna ein helsta undirrot útlánaukningarinnar. Það felur í sér viðbótarhættu fyrir fjármálalegan stöðugleika,

sérstaklega ef hún byggist á mikilli skammtímafjármögnun. Í þessu hefti *Peningamála* er í sérstakri grein fjallað um þróunina á þessu ári varðandi þá þætti sem mestu skipta varðandi fjármálastöðugleika.

Sem fyrir segir er stefnan í peningamálum um þessar mundir aðhaldssamari hvað vextina varðar en nokkru sinni síðan núverandi skipan fjármálakerfis og peningastjórnunar komst á. Raunstýrivextir Seðlabankans eru nú 5½% miðað við verðbólguálag ríkisskuldabréfa og skammtíma vaxtamunur gagnvart útlöndum er tæp 6½%. Að auki hafa erlendir vextir hækkað og vaxtaálög sem innlendir lántakendur sæta ofan á þá. Einnig er mikilvægt að verðtryggðir langtímavextir hafa hækkað umtalsvert að undanfögnu og óverðtryggðir vextir bankanna höfðu fyrir vaxtahækkun Seðlabankans hækkað nokkru meira en Seðlabankavextir frá áramótum. Því er orðið erfiðara að komast framhjá aðhaldi hærri Seðlabankavaxta í gegnum erlendar lántökur eða með verðtryggðum innlendum lánnum. Áhrifa hærri stýrivaxta Seðlabankans gætir því nú með fullum þunga og stuðla að því að draga úr eftirspurn og treysta forsendur verðstöðugleika á næstu misserum. Seðlabankinn mun reka aðhaldssama peningastefnu þar til ótvíræð merki sjást um að úr ofþenslunni dragi og að verðbólga stefni örugglega á það stig sem er í viðskiptalöndum.