

## Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum<sup>1</sup>

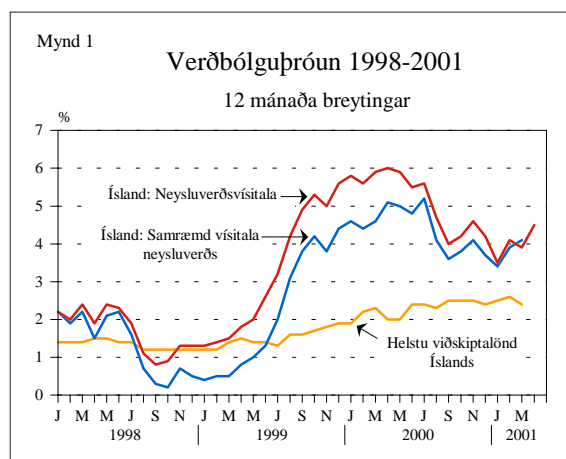
### Verðbólguhorfur verri á næstunni vegna gengissigs

Verðbólga og verðbólguvæntingar hafa aukist á síðustu vikum, m.a. vegna umtalsverðrar lækkunar á gengi krónunnar. Verðbólguhorfur á næstunni hafa því versnað. Seðlabankinn spáir því að verðbólga á seinni hluta þessa árs geti orðið allt að 6% og verði 5,7% yfir árið. Úr því er líklegt að verðbólga minnki samfara því að spennan í hagkerfinu hjaðnar. Það byggist á þeim forsendum að hugsanleg frekari gengislækkun verði tímabundin og að fyrirliggjandi kjarasamningar raskist ekki. Gangi það eftir mun nýsett verðbólguþakmið Seðlabankans nást um mitt ár 2003 en líklegt er að verðbólgan fari út fyrir þolmörkin snemma á næsta ári.<sup>2</sup> Aðhald peningastefnunnar er áfram mikið þrátt fyrir nýlega ½ prósentustigs vaxtalækkun bankans. Viðskiptahallinn hefur grafið undan gengi krónunnar. Seðlabankinn telur þó ekki efnahagslegar langtímaforsendur fyrir frekari gengislækkun. Gengi krónunnar gæti eigi að síður lækkað tímabundið enn frekar vegna viðskiptahalla, sjómannaferkfalls og innbyggðrar tilhneigingar gjaldeyrismarkaða til yfirskota. Verri verðbólguhorfur og þrýstingur á gengi krónunnar munu hamla frekari vaxtalækkun í bráð, jafnvel þótt minni umsvif í hagkerfinu getu gefið til efni til þess. Líkur hafa því aukist á að tímabundinn samdráttur verði fylgifiskur þess að kæfa þá verðbólgu sem nú er í gangi.

#### Verðbólga hefur aukist á ný að hluta vegna lægra gengis

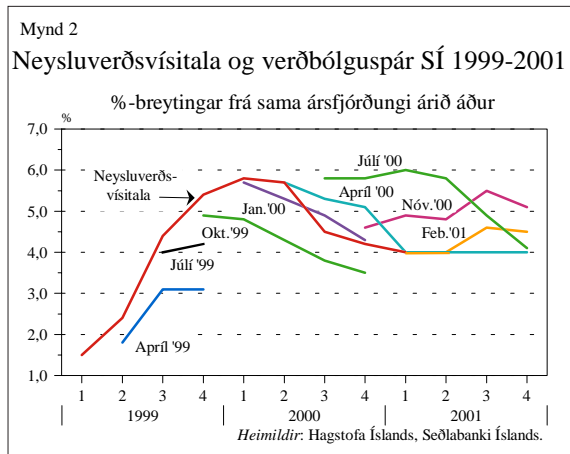
Verðbólgan hefur aukist eftir því sem liðið hefur á árið. Eftir mikla hækkun vísitölu neysluverðs í apríl fór tólf mánaða hækkun hennar í 4½%, en var í byrjun janúar 3½%. Lítil verðbólga í janúar stafaði að hluta af sérstökum breytingum á mælingu fasteignagjalda í vísitölunni.<sup>3</sup> Verðbólga hefur einnig aukist á mælikvarða samræmdrar vísitölu sem notuð er á EES svæðinu. Í mars hafði samræmda vísitalan hækkað um 4,1% á tólf mánuðum, samanborið við 3,4% í janúar. Á sama tíma stóð verðbólga í helstu viðskiptalöndum í stað og var 2,4%. Með aukinni

verðbólgu og lækkun gengis íslensku krónunnar hafa verðbólguvæntingar aukist. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa með 2-3 ára líftíma jókst úr rúmum 4% um áramót í 5% 26. apríl sl.



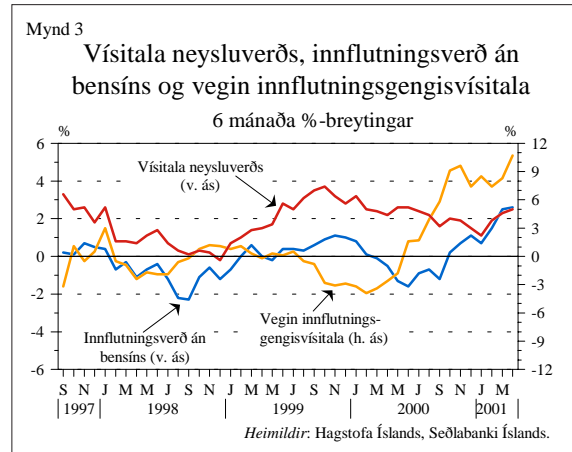
1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru hinn 26. apríl 2001.
2. Þolmörk verðbólgunnar segja til um hvenær Seðlabankanum ber að greina ríkisstjórninni frá ástæðum þess að verðbólga víki svo mikið frá verðbólguþakmiðinu.
3. Sjá umfjöllun í *Peningamálum* 2001/1.

Seðlabankinn spáði í febrúar að vísitala neysluverðs á fyrsta ársfjórðungi yrði 4% hærrí en fyrir ári og gekk sú spá nákvæmlega eftir. Í spá sinni gerði Seðlabankinn þó ráð fyrir meiri hækkun vísitölunnar á fyrri hluta ársfjórðungsins og minni á seinni hluta hans, en raun varð á. Þetta leiddi til þess að tólf mánaða hækkun vísitölunnar var í apríl því meiri en áður var gert ráð fyrir, eða 4,5%. Í apríl ár hvert endurskoðar Hagstofan útgjaldagrunn vísitölu neysluverðs og tekur þá tillit til breytinga sem verða á vægi einstakra liða vísitölunnar vegna hlutfallslegra verðbreytinga eða af sérstöku tilefni. Í ár voru fasteigna- og bifreiðagjöld tekin út úr grunni vísitölu neysluverðs. Er það í samræmi við alþjóðastaðla um að beinir skattar tilheyri ekki neysluútgjöldum.



Síðustu mælingar vísitölu neysluverðs benda til þess að áhrifa gengislækkunar krónunnar á undanförunum misserum sé farið að gæta í verðlagi og fréttir um verðhækkanir á innfluttum vörum hafa verið tíðar í apríl. Í apríl hækkaði vísitala neysluverðs um 1,2% milli mánaða. Þetta var óvenjumikil hækkun í einum mánuði. Þótt greina megi áhrif gengisbreytinga í þessari hækkun áttu ýmis tímabundin áhrif verulegan hlut að máli. Árstíðarbundin hækkun á verndartollum átti þátt í því að verð á innfluttum matvörum hækkaði um 6,1%, sem leiddi til 0,19% hækkunar vísitölunnar. Hækkun á verði ávaxta um 10,6%, sem leiddi til 0,11% hækkunar, má sennilega skýra með gengislækkun krónunnar. Grænmeti o.fl. hækkaði í verði um 14,6% og olli 0,17% hækkun vísitölunnar. Verðhækkun fatnaðar um 4,7% (0,25% áhrif á vísitöluna) má að mestu leyti skýra með því að

vetrarútsölum lauk í mars. Verð á fötum og skóm var í apríl hið sama og fyrir ári og tæpu 1% lægra en það var í desember.



*Húsnæðisverð hækkar áfram andstætt spám en þjónusta á almennum markaði vegur nú þyngra í hækkun neysluverðs en húsnæði*

Vísbendingar af fasteignamarkaði hafa bent til þess að heldur væri farið að draga úr spennu þar. Hækkun á markaðsverði húsnæðis um 1,4%, sem leiddi til 0,14% hækkunar vísitölu neysluverðs í apríl, kom því nokkuð á óvart. Þrátt fyrir þessa hækkun dró áfram úr tólf mánaða hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar, þótt hún væri töluvert umfram hækkun vísitölunnar í heild. Í apríl hafði húsnæðisliðurinn hækkað um 7,4% frá sama mánuði í fyrra og reiknuð húsaleiga af eigin húsnæði hækkaði um 8,2% yfir sama tímabil. Í apríl mátti rekja liðlega fimmtung af 4,5% hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum til verðhækkunar á húsnæði. Vísitala sem sýnir þriggja mánaða meðaltal fermetraverðs íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu hafði í mars hækkað um 10% yfir tólf mánuði. Í febrúar á síðasta ári hafði hún hækkað um rúmlega 22½% á einu ári, en síðan dró jafnt og þétt úr hækkun hennar. Á milli fjórða ársfjórðungs á síðasta ári og fyrsta ársfjórðungs á þessu hækkaði vísitalan um 2%, sem er u.þ.b. 1,2% umfram hækkun almenns verðlags. Húsnæðisverð utan höfuðborgarsvæðisins hefur ekki hækkað eins mikið og á verð á höfuðborgarsvæðinu, sem skýrir minni hækkun húsnæðisliðar neysluverðsvísitölunnar sem tekur mið af því einnig. Haldi áfram að draga úr húsnæðisverðhækkunum með sama hraða og undan-

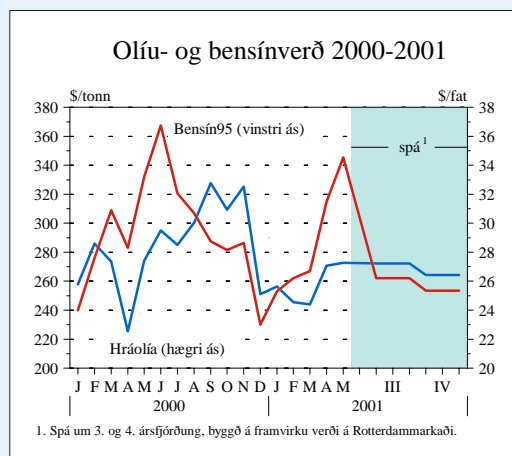
## Ástand og horfur á olíu- og bensínörkuðum

Olúfélögin endurskoða bensín- og olíuverð um hver mánaðamót. Gengisbreytingar og verðbreytingar erlendis hafa því tiltölulega fljótt áhrif á innlent verðlag. Að undanfögnu hefur verð á bensíni á alþjóðamarkaði hækkað töluvert, eða um 30% frá því um miðjan marsmánuð. Verð á hráolíu hefur hækkað mun minna á sama tíma, eða um 15%. Að jafnaði hefur verð á hráolíu leitt verð á bensíni. Breytingar í framleiðslumagni OPEC-ríkjanna ráða því miklu um verðbreytingar á bensíni. Undanfarið virðist bensínverð hins vegar hafa leitt verð á hráolíu, sem bendir til þess að sveiflur í eftirspurn liggja að baki. Árstíðarbundin aukning í bensínsölu yfir sumarið á líklega hlut að máli, en einnig má ætla að framleiðsluvandamál hjá olúhreinsunarstöðvum hafi áhrif á verðið. Mismunur á hráolíuverði og verði á unnu eldsneyti hefur einnig aukist undanfarna mánuði. Olúhreinsistöðvar virðast hafa verið að auka framlegð sína að undanfögnu. Að baki verðhækkuninni núna virðast einkum liggja skammtímaþættir þannig að ætla má að áhrif þeirra muni ganga til baka þegar kemur fram á seinni hluta ársins.

Bensínverð í lok apríl var um 10% hærra en á sama tíma í fyrra, en þá átti bensín eftir að hækka mikið allt fram í júnílok eða um þriðjung. Meðalverð fyrstu fjóra mánuði þessa árs er þó nánast óbreytt frá fyrra ári. Verði venjubundin uppsveifla í verði bensíns á vormánuðum má búast við áframhaldandi hækkunum næstu vikur. Á það er þó að líta að voruppsveiflan byrjaði óvenju snemma í ár og kann henni því að ljúka fyrr en ella. Vegna mikillar eftirspurnar eftir bensíni

sem stuðlar að hækkun hráolíuverðs, er allt eins búist við því að OPEC-þjóðirnar muni ekki leggja til skerðingu í framleiðslu í júní nk. eins og áður var búist við. Í spám IEA Agency frá því í apríl er gert ráð fyrir að bensínverð í sumar verði á svipuðu róli og á sama tíma í fyrra. Jafnframt er gert ráð fyrir að verð hækki fram í sumarbyrjun en lækki það sem eftir er ársins. Bensínverð verður skv. því hið næsthæsta frá árinu 1990.

Miðað við framvirkt verð verður bensínverð á þriðja og fjórða ársfjórðungi u.þ.b fjórðungi lægra en dagverðið í apríllok. Framvirkt verð sl. vikur hefur hækkað mun minna en dagverð, eða 6%, en dagverðið um 30%. Markaðurinn virðist því meta verðhækkunina núna sem tímabundna.



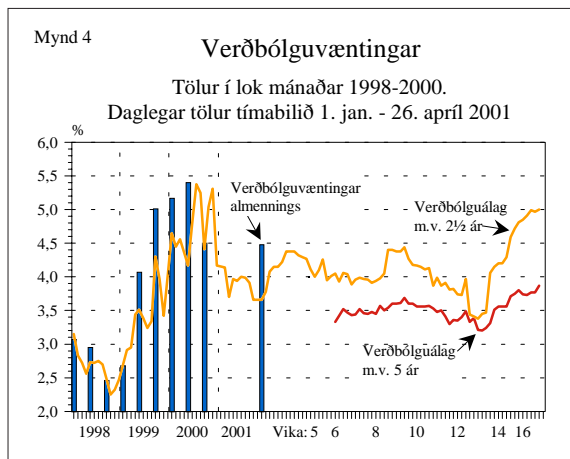
farið er þess ekki langt að bíða að raunverð húsnæðis fari að lækka.

Þjónusta á almennum markaði hefur hækkað töluvert undanfarið. Í apríl hafði almenn þjónusta hækkað um 6,8% á tólf mánuðum og skýrði 1,3% af hækkun vísitölu neysluverðs. Má rekja þá hækkun að mestu leyti til aukins launakostnaðar. Það gæti bent til þess að hækkun þjónustuliðarins hafi verið nálægt toppi í mars þegar tólf mánaða hækkun hennar var 7,2%, enda líklegt að meginþungi áhrifa aukins launakostnaðar vegna kjarasamninga á almennum

vinnumarkaði á síðasta ári sé kominn fram. Ekki er þó hægt að útiloka að lækkun gengis að undanfögnu muni hafa einhver áhrif á þennan lið.

Seðlabankinn fylgist með verðbólguvæntingum annars vegar með því að láta gera þrisvar á ári úrtakskannir á verðbólguvæntingum almennings og hins vegar með því að meta verðbólguálag ríkisskuldabréfa, þ.e. ávöxtun á óverðtrygðum og verðtrygðum ríkisskuldabréfum með svipaða tímalengd. Úrtakskönnun á verðbólguvæntingum almennings var síðast gerð í janúar sl. Þá voru þær að meðaltali um

4½%. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa til 2-3 ára sveiflaðist lengst af á þessu ári í kringum 4%, sbr. meðfylgjandi mynd. Það tók síðan tímabundna dýfu í framhaldi af tiltölulega hagstæðum verðlagsmælingum í febrúar og mars. Síðustu vikur hefur þetta verðbólguálag hins vegar hækkað verulega vegna lækkunar gengis krónunnar og mikillar hækkunar vísitölu neysluverðs í apríl. Er það nú um 5%. Verðbólguálag bréfa með lengri líftíma hefur hins vegar ekki hækkað jafnmikið og er nú um 3,9%. Það er vísbending um að markaðsaðilar hafi trú á því að verðbólga muni lækka á ný þegar áhrif síðustu lækkunar gengis eru gengin yfir.



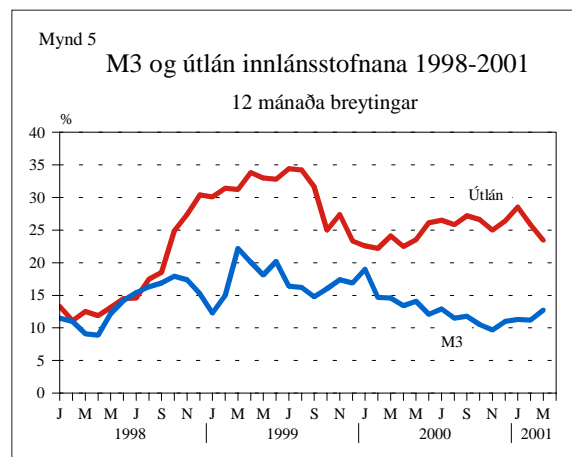
#### Hversu hratt er hagkerfið að kólna?

Skýrustu merkin um að ofpenslan sé byrjuð að hjaðna eru vísbendingar um veltu sem skattinnheimta veitir. Á síðasta ári varð samdráttur í smásöluverslun að raungildi og á seinustu tveim mánuðum ársins var stöðnun í iðnaði án stóriðju og fiskiðnaðar og það sama á við um heildverslun. Helsta undantekningin var byggingariðnaður og þjónusta. Í byggingariðnaði jókst velta í fyrra meira en árið áður og velta í þjónustustarfsemi var áfram umtalsverð. Á fyrsta ársfjórðungi þessa árs var innheimta virðisaukaskatts um 1½% lægri að raungildi en árið áður og innheimta óbeinna skatta um 2% lægri. Þar vegur þyngst gjald-dagi virðisaukaskatts í febrúar vegna veltu á síðustu tveim mánuðum ársins en einnig innheimta virðisaukaskatts af innflutningi í ársfjórðungnum og ýmsir aðrir óbeinir skattar. Almennur innflutningur á fyrsta ársfjórðungi virðist reyndar hafa verið nánast óbreyttur frá sama tíma í fyrra, sbr. töflu 1 á bls 7.

Athyglisvert er að þótt samdráttur hafi orðið í innheimtu óbeinna skatta á fyrsta ársfjórðungi var innheimta skatta í heild næstum 5% meiri að raungildi en á sama tíma í fyrra. Það stafar af því að innheimta tekjuskatta jókst verulega. Þannig var tekjuskattur einstaklinga rúmlega 9% meiri að raungildi og staðgreiðslan jókst um svipað. Því er vöxtur tekna áfram verulegur. Að tekjur haldi áfram að aukast á sama tíma og dregur úr veltu gæti bent til þess að sparnaðarhlutfall heimilanna sé loksins farið að hækka, sem gæti leitt til þess að fari að draga úr viðskiptahallanum þegar útflutningstekjur ná sér aftur á strik eftir að sjómannaverkfalli lýkur. Þótt það sé æskileg og nauðsynleg þróun getur snörp hækkun sparnaðarhlutfallsins magnað samdrátt í hagkerfinu og valdið fyrirtækjum á heimamarkaði og í innflutningi erfiðleikum.

Önnur ummerki um kólnun hagkerfisins eru ekki ýkja sterk. Það bendir til þess að ekki hafi dregið verulega úr ofpenslunni enn sem komið er. Vöxtur útlána innlánsstofnana á tólf mánuðum til loka mars var t.d. rúmlega 23% og hefur lítið hjaðnað frá sama tíma í fyrra. Að vísu stafar hluti hennar síðustu mánuði af hækkun gengisbundinna lána vegna lækkunar gengis krónunnar, en jafnvel þótt tekið sé tillit til þess mælist vöxtur útlána enn í tveggja stafa tölu sem er meira en samrýmist lágri verðbólgu til lengdar. Vöxtur peningamagns (M3) mælist einnig í tveggja stafa tölu, en hefur hjaðnað nokkuð samfellt frá vормánuðum 1999, þegar hann mældist í kringum 20%.

Þvert á væntingar hélt íbúðaverð áfram að hækka fyrstu þrjú mánuði ársins. Raunverð íbúðarhúsnæðis



hefur því ekki enn lækkað en fasteignaverðbólga er ekki eins mikil og fyrir ári. Samdráttur í markaðs- virði afgreiddra húsbreifa bendir hins vegar til þess að fasteignamarkaður sé byrjaður að slakna og það sama má segja um ýmsar óbeinar vísbendingar. Hugsan- legt er að þrýstingur til verðlækkunar birtist fyrst í því að eignir seljist ekki þar sem seljendur sætti sig ekki við lægra verð, en vísitölur Fasteignamats ríkis- ins um fasteignaverð byggjast á gerðum kaupsam- ningum. Lækkun á fasteignaverði gæti því verið fram- undan.

Ástand á vinnumarkaði er mikilvæg vísbending um efnahagsástandið og segir til um hættu á verð- bólguþrýstingi. Vinnumarkaður gefur hins vegar ekki eins tímanlega vísbendingu og ýmsar aðrar stærðir, þar sem samdráttur kemur yfirleitt fram á vöru- og þjónustumörkuðum á undan vinnumarkaði. Vinnu- markaður er áfram mjög spenntur. Mælt atvinnuleysi í marsmánuði var lægra en á sama tíma í fyrra og lítilsháttar tilhneiging til aukningar á árstíðarleiddréttu atvinnuleysi sem virtist gæta í kringum áramótin hef- ur stöðvast í bili. Þá voru veitt atvinnuleyfi til útlend- inga utan EES-svæðis mun fleiri á fyrsta ársfjórðungi en á sama tíma í fyrra og sama má segja um skráð laus störf á vinnumiðlunum. Í vinnumarkaðskönnun Þjóðhagsstofnunar í janúar vildu atvinnurekendur enn fjölga starfsfólki, en ekki eins mikið og í janúar í fyrra. Á landinu öllu töldu atvinnurekendur æski- legt að fjölga starfsfólki um 0,1%, samanborið við 0,3% í fyrra. Mest umskipti urðu á höfuðborgar- svæðinu, þar sem atvinnurekendur vildu fjölga starfsfólki um 0,2%, samanborið við 0,8% á sama tíma í fyrra. Mikil eftirspurn var þó enn í byggingar- iðnaði, samgöngum og þjónustu við atvinnurekstur.

Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar um mánaða- mótin mars og apríl virðist við fyrstu sýn benda til einhverrar slökunar á vinnumarkaði frá sama tíma í fyrra þar sem atvinnuleysi mældist örlitlu meira, eða 2,1% í samanburði við 1,9%, og vikulegum vinnu- stundum fækkar úr 44,3 stundum í 43,5 stundir. Við nánari skoðun kemur í ljós að of snemmt er að draga ályktanir um marktæka slökun á vinnumarkaði af þessum tölum. Munurinn á atvinnuleysi er það lítil að hann er vart tölfræðilega marktækur, auk þess sem sjómannaverkfall kann að hafa skekkt niðurstöð- urnar. Vinnutíminn mældist óvenju langur í fyrra en er nú svipaður og í nóvember sl. og nálægt meðal- vinnutíma á tímabilinu 1995-1999. Sundurgreining á

Tafla 1 Þróun nokkurra vísbendinga

(Miðað við nýjustu gögn um hverja hagstærð)

<i>I Velta og eftirspurn</i> – %-breyting frá fyrra ári	Nýjasta tímabil	1999	2000
Almennur innflutningur <sup>1</sup> .....	Jan. - des.	4,6	3,6
Almennur innflutningur án eldsneytis og stóriðju <sup>1</sup> .....	Jan. - des.	3,4	5,2
Innflutningur neysluvara <sup>1</sup> .....	Jan. - des.	10,4	0,3
Innflutningur annarra neysluvara en bifreiða <sup>1</sup> .....	Jan. - des.	9,0	4,5
Almennur innflutningur, árstíðaleiðréttur <sup>2</sup> .....	Jan. - mars	12,1	0,1
Vöruútflutningur <sup>1</sup> .....	Jan. - des.	7,4	-0,7
Virðisaukaskattsvelta <sup>3</sup> .....	Jan. - des.	6,9	3,4
þ.a. iðnaður án fiskvinnslu og stóriðju <sup>3</sup> .....	Jan. - des.	6,3	3,4
þ.a. smásöluverslun <sup>4</sup> .....	Jan. - des.	5,1	-0,9
Greiðslukortavelta (raunvirði) .....	Janúar	17,5	8,7
<i>II Innheimtir skattar</i> – raunbreyting milli ára (%) <sup>5</sup>			
Skattar alls .....	Jan. - mars	7,2	4,8
þ.a. virðisaukaskattur .....	Jan. - mars	7,7	-1,4
<i>III Vinnumarkaður</i>			
Atvinnuleysi – % af mannafla .....	Mars	1,9	1,5
Veitt atvinnuleyfi .....	Jan. - mars	205	323
Laus störf – meðaltal í mánuði .....	Jan. - mars	385	506
<i>IV Peninga- og lánastærðir</i> – %-breyting frá fyrra ári			
Peningamagn og sparifé (M3) .....	Mars	14,6	12,7
Útlán innlánsstofnana .....	Mars	24,0	23,4
Útlán lánakerfisins .....	Desember	17,7	18,4
<i>V Eignaverð</i> – % breyting frá fyrra ári			
Hlutabréfaverð – þingvísitala aðallista .....	26. apríl	45,3	-34,8
Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu <sup>6</sup> .....	Mars	21,2	10,0
Raunverð fasteigna á höfuðborgarsvæðinu <sup>6</sup> .....	Mars	14,6	6,0

1. Á föstu verðlagi í íslenskum krónum (Fisher-verðvísitölur notaðar).
2. Á föstu verðlagi og gengi.
3. Raunbreyting miðað við neysluverð án húsnæðis.
4. Raunbreyting miðað við neysluverð án húsnæðis og bensíns.
5. Raunbreyting miðað við neysluverð.
6. Miðað við 3 mánaða meðaltal verðs. Raunbreyting reiknuð m.v. neyslu- verðvísitölu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Vinnuálastofnun, Verðbréfa- þing Íslands, Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

milli höfuðborgarsvæðis og landsbyggðar leiðir einnig í ljós að spenna á vinnumarkaði á höfuðborgarsvæðinu virðist lítið hafa slaknað. Þannig var vinnumagn, þ.e. margfeldi vinnutíma og fjölda í störfum, meira á höfuðborgarsvæðinu en á sama tíma í fyrri en minna á landsbyggðinni.

*Rúmlega 4½% aukning kaupmáttar launa á einu ári*  
Launavísitala fyrir alla launþegahópa hækkaði um 3,9% frá fjórða ársfjórðungi 2000 til fyrsta ársfjórðungs 2001. Á sama tíma hækkaði launavísitala á almennum vinnumarkaði um 4,6% og launavísitala opinberra starfsmanna og bankamanna um 2,9%. Mánaðarleg launavísitala fyrir vinnumarkaðinn allan hækkaði um 1,1% milli febrúar og mars og er sú hækking aðallega tilkomin vegna kjarasamninga sem sveitarfélögin hafa gert við t.d. BSRB og leikskólakennara. Einnig gætir í þessum tölum samninga sem ríkið hefur gert við nokkra smærri launþegahópa, t.d. háskólamenntaða starfsmenn í stjórnarráði og flugumferðarstjóra.

Vísitala launa á almennum vinnumarkaði hækkaði um 11,1% frá fyrsta ársfjórðungi sl. árs til fyrsta ársfjórðungs þessa árs. Lauslega áætlað stafa að minnsta kosti 8,8% þeirrar hækkingar af kjarasamningum, sem felur í sér að launahækkanir umfram kjarasamninga hafi verið allt að 2,1%. Kaupmáttur launa jókst töluvert yfir þetta tímabil. Vísitala neysliverðs hækkaði um 4,0% og því er kaupmáttaraukning á almennum markaði 6,8% yfir tímabilið. Kaupmáttur launa opinberra starfsmanna og bankamanna jókst töluvert minna, eða 1,7%. Var það í fyrsta sinn frá því á þriðja ársfjórðungi 1997 sem kaupmáttur launa opinberra starfsmanna jókst minna á einu ári en kaupmáttur launa á almennum vinnumarkaði. Að meðaltali var kaupmáttur launa um 4,7% hærrí á fyrsta ársfjórðungi 2001 en á sama tíma árið áður.

#### *Fyrsta verðbólguþá Seðlabankans eftir breytingar á ramma peningastefnunnar*

Verðbólguþá Seðlabankans er nú gerð í fyrsta skipti í hinu nýja umhverfi peningastefnunnar sem kynnt er nánar í sérkafla. Í grundvallaratriðum breytist spágerð bankans lítið þar sem áfram eru það sömu lykilstærðir sem hafa áhrif á innlent verðlag, þ.e. innlendir launakostnaður, gengi krónunnar og innflutt verðbólga. Á bak við þessar stærðir eru einnig aðrar

stærðir sem hafa áhrif á þróun verðbólgu, eins og eftirspurnarspenna á vinnu- og vörumarkaði og verðbólguvæntingar almennings.

Í fyrsta sinn er spáin gerð við aðstæður fljótandi gengis. Þrátt fyrir að vikmörk gengisstefnunnar hafi verið orðin það víð að þau buðu upp á töluverðan gengissveigjanleika gat Seðlabankinn tæplega gefið sér aðra forsendu um þróun gengis krónunnar en að það héldist óbreytt frá spádegi. Nú er engin slík kvöð á bankanum. Rannsóknir og reynsla gefa hins vegar til kynna að gengi gjaldmiðla sé sú hagstærð sem einna erfiðast sé að spá, a.m.k. til skamms tíma.<sup>4</sup> Því virðist yfirleitt reynast best að gefa sér óbreytt gengi, a.m.k. á meðan engar afgerandi vísibendingar um styrkingu eða frekari veikingu krónunnar liggja fyrir. Ný spá bankans byggist því áfram á forsendunni um óbreytt gengi frá spádegi sem var 26. apríl.

Samkvæmt hinum nýja ramma ber Seðlabankanum að spá verðbólgu næstu tveggja ára, en það er sá tími sem almennt er talinn líða þar til áhrif peningastefnuágerða eru að fullu komin fram í verðlagi. Seðlabankinn hefur hins vegar ákveðið að birta nú verðbólguþá út árið 2003, sem er þremur ársfjórðungum lengra en ofangreindur rammur kveður á um. Er þetta gert til að betur komi fram hvernig verðbólguþáin samræmist langtíamarkmiði peningastefnunnar.

#### *Ný verðbólguþá: Tímabundin aukning verðbólgu í kjölfar veikingar krónunnar*

Spáin sem hér er kynnt endurspeglar áhrif lækkunar krónunnar síðan síðasta spá var gefin út. Þessi lækkun er talin valda tímabundinni aukningu í verðbólgu á þessu ári og á fyrri hluta næsta árs. Spáin gerir hins vegar ráð fyrir að smám saman dragi úr verðbólgu á ný, eftir því sem dregur úr vexti innlendir eftirspurnar.

Í spá bankans í febrúar var gert ráð fyrir að verðbólga milli fyrstu ársfjórðunga árunna 2000 og 2001 yrði 4% og gekk sú spá eftir. Þrátt fyrir þetta gerir spáin nú ráð fyrir nokkru meiri verðbólgu á þessu og næsta ári en þá var spáð. Í meginatriðum skýrist þessi munur af töluverðri lækkun krónunnar frá því að síðasta spá var gerð. Í febrúar gerði bankinn ráð fyrir því

4. Sjá t.d. R. Meese og K. Rogoff (1983), „Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?“, *Journal of International Economics*, 14, 3-24.

Tafla 2 Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungsbreytingar			
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)	Ársfjórðungs­breyting á ársgrun­d­velli (%)	Breyting frá sama árs­fjórðungi árið áður (%)
2000:1	1,1	4,3	5,8
2000:2	1,4	5,9	5,7
2000:3	0,5	2,1	4,5
2000:4	1,1	4,6	4,2
2001:1	0,9	3,4	4,0
2001:2	2,5	10,4	5,1
2001:3	1,4	5,6	6,0
2001:4	0,8	3,4	5,7
2002:1	0,5	2,0	5,3
2002:2	1,1	4,5	3,9
2002:3	0,9	3,8	3,4
2002:4	0,8	3,3	3,4
2003:1	0,1	0,5	3,0
2003:2	0,6	2,3	2,5
2003:3	0,7	2,7	2,2
2003:4	0,7	2,8	2,1

Ár	Ársbreytingar (%)	
	Milli ára	Yfir árið
1998	1,7	1,3
1999	3,4	5,8
2000	5,0	3,5
2001	5,2	5,7
2002	4,0	3,4
2003	2,4	2,1

Skyggt svæði sýnir spá.

að verðbólga yrði 4,6% yfir árið 2001 og 2,7% á næsta ári.<sup>5</sup> Nú er spáð 5,7% verðbólgu í ár og 3,4% verðbólgu yfir árið 2002. Eins og áður hefur komið fram birtir bankinn nú í fyrsta skipti spá fyrir árið 2003. Samkvæmt þeirri spá er gert ráð 2,1% verðbólgu yfir árið 2003. Nánari skýringar á spánni má finna í töflu 2.

Spáð er að verðbólga aukist nokkuð fram á síðasta ársfjórðung þessa árs en fari síðan smám saman

5. Í febrúarspánni var gert ráð fyrir að verðbólga milli meðaltala árunna 2000 og 2001 yrði 4,3% og 3,2% milli árunna 2001 og 2002. Sambærileg spá nú er 5,2% og 4%. Spáð er 2,4% meðalhækkun verðlags milli árunna 2002 og 2003.

Tafla 3 Verðbólguþá annarra aðila og verðbólguvæntingar

	2000		2001	
	Milli ára	Yfir árið	Milli ára	Yfir árið
Meðalspá.....	4,4	4,3	3,8	3,0
Verðbólguvæntingar almennings.....	.	4,5	.	.
Verðbólguálag ríkisskuldabréfa.....	.	5,0	.	.

Þeir sem gefa út verðbólguþá eru Íslandsbanki-FBA, Landsbankinn, Gjaldeyrismál, Kaupþing og Þjóðhagsstofnun. Verðbólguvæntingar almennings eru mældar þrisvar á ári með úrtakskönnun. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa er vaxtamunur rúmlega tveggja ára verðtryggðra og óverðtryggðra ríkisskuldabréfa. Álagið mælir því væntingar markaðsaðila um meðalverðbólgu næstu tveggja ára.

minnkandi þegar áhrif lækkunar krónunnar verða að mestu gengin yfir. Samkvæmt spánni mun draga nokkuð hratt úr verðbólgu þegar líða tekur á næsta ár þegar hægir á vexti innlendrar eftirspurnar, að því gefnu að gengi verði stöðugt. Eins og sjá má í töflu 3 virðist spá Seðlabankans nokkuð há í samanburði við spár annarra stofnana og markaðsaðila. Þó ber að hafa í huga að spár þessara aðila eru nokkuð eldri og margar þeirra voru gerðar þegar gengi krónunnar var töluvert hærra en 26. apríl. Því má búast við því að þessar spár verði endurskoðaðar upp á við á sama hátt og spá Seðlabankans.

Taflan sýnir einnig verðbólguvæntingar almennings og markaðsaðila. Verðbólguvæntingar almennings voru síðast mældar um miðjan janúar en verðbólguálagið er frá 26. apríl. Verðbólguálagið hefur hækkað hratt undanfarnar vikur vegna gengis­lækkunar krónunnar en álagið lækkaði um 0,6 prósentustig daginn eftir yfirlýsinguna um breyttan ramma peningastefnunnar. Líklegt er að næst þegar verðbólguvæntingar almennings verða mældar muni samsvarandi hækkun væntinga koma fram.

#### Forsendur verðbólguþá

Breytingar á forsendum verðbólguþáinnar frá því í febrúar taka meðal annars mið af nýrri spá Þjóðhags­stofnunar um hagvöxt og vinnuafslnotkun og spám alþjóðastofnana um verðlagsþróun í utanríkisvið­skiptum. Er yfirlit yfir meginforsendur spárinnar að finna í töflu 4. Mat á samningsbundinni hækkun launa er byggt á fyrirliggjandi samningum. Um hana er því nokkuð góð víska. Við áætlun launaskriðs á

Tafla 4 Helstu forsendur verðbólguþáttar

Prósentubreytingar milli ársmeðaltala	2000	2001	2002	2003
Samningsbundin laun.....	3,7	5,4	3,7	2,9
Launaskrið.....	2,0	1,7	1,2	1,0
Innlend framleiðni.....	2,2	1,7	1,5	1,5
Innflutningsgengisvísitala krónunnar .....	-1,0	13,6	2,1	0,0
Innflutningsverð í erlendri mynt.....	3,3	2,4	1,0	1,3

innlendum markaði hefur verið tekið mið af aðstæðum á vinnumarkaði. Gert er ráð fyrir að spennan á vinnumarkaði minnki á næstu árum, sem er í samræmi við spá Þjóðhagsstofnunar. Forsendan um innlenda framleiðniþróun er byggð á grunni spár Þjóðhagsstofnunar. Gert er ráð fyrir því að heldur dragi úr vexti á framleiðni vinnuafns á næstu árum með minnkandi hagvexti. Eins og áður hefur komið fram er í spánni gert ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar frá spádegi, þ.e. 26. apríl, en það er rúmlega 6½% lægra gengi en miðað var við í spá bankans sem birt var í febrúar sl. Forsendan um breytingar á innflutningsverðlagi í erlendri mynt tekur mið af spám alþjóðastofnana, en þróun bensínverðs á alþjóðamörkuðum er spáð út frá þróun framvirkra samninga, sbr. umfjöllun í ramma á bls. 5.

Reynsla undanfarinna mánaða virðist gefa til kynna að áhrif gengisbreytinga á innlent verðlag gætu verið með lengri töf en áður, hvort sem sú breyting er tímabundin eða varanleg. Er það í samræmi við reynslu annarra ríkja sem tekið hafa upp sveigjanlega gengisstefnu. Hins vegar eru engin rök, hvorki fræðileg né byggð á reynslu, fyrir því að áhrif varanlegra gengisbreytinga muni ekki koma fram í verðlagi að lokum, í samræmi við söguleg langtímasambönd. Af þessum sökum er gert ráð fyrir að nýleg gengislökkun komi heldur hægar fram en fyrir- liggjandi líkön gera ráð fyrir en að langtímasambandið sé óbreytt.

Gert er ráð fyrir að hækkun húsnæðisverðs stöðvist á næstunni og það verði óbreytt að nafnvirði frá júní til jafnlengdar á næsta ári. Þetta þýðir að gert er ráð fyrir að húsnæðisverð lækki um u.þ.b. 5% að raunvirði á þessum tíma. Þetta er gert í ljósi vísbendinga um að farið sé að draga úr spennu á húsnæðis- markaði, en reikna má með að áhrif þess muni koma

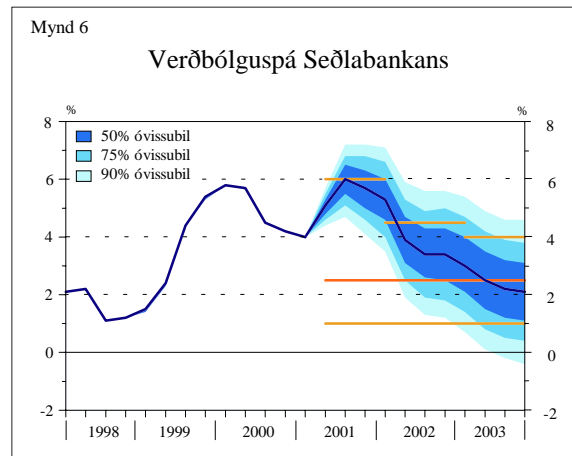
fram í húsnæðisverði þegar viðskipti aukast með þær tegundir húseigna sem mest hafa lækkað.

### Óvissa og áhættuþættir

Mynd 6 sýnir ársfjórðungslega spá bankans og mat á óvissu sem óhjákvæmilega fylgir spágerð. Myndin sýnir mismunandi líkur á að spáin lendi innan ákveðins bils. Þannig sýnir dekksta bilið það verðbólguþátt sem 50% líkur eru á að verðbólga verði innan. Tvö dekkstu bilin sýna samsvarandi 75% óvissubíl og allt litada svæðið 90% óvissubíl. Samkvæmt spánni og óvissubílinu eru t.d. 90% líkur til þess að verðbólga á fjórða ársfjórðungi ársins 2002 verði á bilinu 1-5½%, 75% líkur á að hún verði á bilinu 2-5% og 50% líkur á að hún verði á bilinu 2½-4½%. Óvissan verður því meiri því lengra sem spáð er fram í tímann og endurspeglast það í víkkun óvissubilsins.

Með því að sýna spána ásamt mati á óvissubíli hennar leggur Seðlabankinn áherslu á að allar spár eru háðar óvissu og því sé varhugavert að leggja of mikið upp úr túlkun á einstökum gildum. Því mun bankinn framvegis birta verðbólguþáttar sínar á því formi sem fram kemur á mynd 6.<sup>6</sup>

Eins og endranær er veruleg óvissa um forsendur spárinnar. Mest óvissa er um gengi krónunnar. Hér á



6. Matið á óvissu í verðbólguþáttarinn byggist á sögulegum spáskekkjum bankans þar sem það á við og á einföldum framreikningi á spáóvissu fyrir þær tímalengdir sem bankinn hefur ekki áður spáð. Á sama hátt og spár um einstök gildi eru háðar óvissu er matið á spáóvissu það einnig. Því þarf að fara varlega í túlkun á matinu á spáóvissunni. Þessu mati er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að vera nákvæmt mat á líkindadreifingu verðbólguþáttarinnar.



eftir eru færð rök fyrir því að raungengi krónunnar sé ekki of hátt og að gengislækkun síðustu vikna sé a.m.k. að hluta yfirskot. Eigi að síður getur gengið haldið áfram að lækka eitthvað áfram vegna viðskiptahalla og aukinnar svartsýni, ef ekki koma til jákvæðar fréttir af þeim efnahagsþáttum sem hafa áhrif á það, svo sem útflutningstekjum, viðskiptahalla, fjármagnsstreymi og verðbólgu. Mikill vaxtamunur til 1-2 ára gæti bent til væntinga um meiri gengislækkun, en áhættuálag kynni einnig að hafa aukist. Áhættuálagið er hins vegar líklega mjög hátt um þessar mundir, auk þess sem nýjar fréttir um undirstöður þjóðarþúskaþarins munu breyta vaxtamuninum jafnt sem genginu. Óvissa vegna gengisins getur því verið til beggja átta, sérstaklega þegar litið er lengra fram í tímann. Við þetta bætist óvissa um það hversu hratt áhrifin af lægra gengi koma fram.

Nokkur óvissa er um þróun á íbúðamarkaði á næstu mánuðum. Haldi fasteignaverð áfram að hækka, þvert á væntingar, verður verðbólga á næstunni hærri en hér er spáð. Einnig gæti orðið snörp lækkun á íbúðaverði sem leiddi til minni verðbólgu.

Sé litið lengra fram á veginn er mikil óvissa um verðbólguvæntingar og launamyndun. Ef núverandi verðbólguþing festist í sessi mun það gera verðbólguhjöðnun tregari, m.a. vegna áhrifa á launamyndun. Þá er auðvitað veruleg óvissa tengd hugsanlegri endurskoðun kjarasamninga á næsta ári.

#### Verðbólga gæti tímabundið farið út fyrir þolmörkin

Mynd 6 sýnir áætlaða verðbólguþróun miðað við verðbólguþolmörkin bankans. Í spá bankans er gert ráð fyrir að verðbólga verði mjög nálægt efri þolmörkum stefnunnar á seinni hluta þessa árs og fari út fyrir þau á fyrsta ársfjórðungi næsta árs þegar þau lækka í 4½%. Verði það raunin þarf Seðlabankinn að senda greinargerð til stjórnvalda sem skýrir ástæður þess að verðbólga fór út fyrir þolmörkin og lýsir hvernig bankinn hyggst bregðast við. Samkvæmt spánni varir frávikíð einungis í stuttan tíma, á meðan áhrif gengislækkunarinnar eru að koma fram, og verðbólga verður komin inn fyrir þolmörkin þegar á fyrri hluta næsta árs og verður vel innan þeirra eftir það.

#### Meiri viðskiptahalla spáð skv. nýrri þjóðhagsspá

Í mars sl. gaf Þjóðhagsstofnun út nýja þjóðhagsspá. Helstu breytingar frá áætlun fyrir árið 2000, sem gefin var út í desember sl., eru að vöxtur fjármunamyndunar er nú talinn hafa verið heldur minni (9% í stað 10,8%), en viðskiptahallinn meiri (10,3% af landsframleiðslu í stað 9,1%). Þetta leiðir til þess að vöxtur landsframleiðslu er nú talinn hafa verið 3,6% í fyrra í stað 4%.

Ef litið er til þeirrar spár sem fylgdi þjóðhagsáætlun 1. október 2000 eru breytingar mun meiri. Þá var spáð 2,5% vexti einka- og samneyslu, samanborið við 4% og 3,7% áætlaða útkomu. Einungis var spáð 2,1% vexti fjármunamyndunar og að viðskiptahallinn yrði 4,2% af landsframleiðslu.

Tafla 5 Þjóðhagsyfirlit 1998-2001

Magnbreytingar frá fyrra ári %	Þjóðhagsyfirlit Þjóðhagsstofnunar mars 2001					Spá IMF		Spá OECD	
	1998	1999 <sup>1</sup>	2000 <sup>2</sup>	2001 <sup>3</sup>	Frávik frá des. 2000 <sup>4</sup>	2001	2002	2001	2002
Einkaneysla.....	10,0	6,9	4,0	2,5	0,8	2,2	2,3	1,8	2,4
Samneysla.....	3,4	5,1	3,7	3,1	-0,1	3,0	2,5	2,5	2,0
Fjármunamyndun.....	26,6	-0,8	9,0	-2,5	0,1	-2,4	-0,9	-1,4	1,0
Þjóðarútgjöld, alls.....	12,3	4,6	5,4	1,1	0,2	-	-	1,0	1,9
Útflutningur vöru og þjónustu.....	2,2	4,4	5,1	3,4	3,4	0,3	2,6	0,0	4,0
Innflutningur vöru og þjónustu.....	23,3	5,7	9,3	0,9	2,1	-0,9	1,3	-1,0	2,5
Verg landsframleiðsla.....	4,5	4,1	3,6	2,0	0,4	1,9	2,1	1,5	2,4
Verg þjóðarframleiðsla.....	4,6	4,1	2,9	1,6	0,9	-	-	-	-
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF.....	-6,9	-7,0	-10,3	-10,1	-0,8	-10,6	-8,2	-10,6	-9,7

1. Bráðabirgðatölur. 2. Áætlun. 3. Spá. 4. Mismunur á spá Þjóðhagsstofnunar um árið 2001 í desember 2000 og mars 2001.

Spáð er 2% hagvexti á yfirstandandi ári, sem er heldur meira en spáð var í desember og október sl. (1,6%). Gert er ráð fyrir 2,5% vexti einkaneyslu nú, sem er svipað og í októberspánni, en spáð var 1,7% vexti í desember. Einnig er nú spáð 3½% vexti útflutnings, en í desember var gert ráð fyrir stöðnun. Á móti vex innflutningur um tæplega 1%, í stað þess að dragast saman um rúmlega 1%. Afleiðingin er aukinn viðskiptahalli, þ.e.a.s. 10,1% af landsframleiðslu í stað 9,3%.

Þjóðhagsstofnun áætlar að fjárfesting hafi numið 23,8% af landsframleiðslu árið 2000. Það er hærra hlutfall en árið 1999, en aðeins lægra en árið 1998, þegar það varð hæst. Þjóðhagslegur sparnaður náði sögulegu lágmarki á sl. ári, rúm 13% af landsframleiðslu, og stefnir enn lægra á árinu 2001, eða í 12½%. Á síðasta ári jókst viðskiptahallinn um sem nam 3,3% af landsframleiðslu. U.þ.b. 1% þeirrar aukningar má rekja til meiri fjárfestingar en 2,3% til minni þjóðhagslegs sparnaðar.

Þjóðhagsspánni fylgir áætlun um hugsanlega þróun helstu þjóðhagsstærða til ársins 2005. Þar er gert ráð fyrir að landsframleiðslan aukist svipað og þjóðarútgjöldin næstu árin eða u.þ.b. 3% að meðaltali. Reiknað er með að einkaneysla vaxi að meðaltali um 4% á ári, meira síðustu árin, og samneysla um 2½% á ári. Gert er ráð fyrir samdrætti fjárfestingar í byrjun tímabilsins, en að vöxtur hennar á tímabilinu verði 2% að meðaltali. Þá er gert ráð fyrir að út- og innflutningur vaxi um 3½% á ári, viðskiptahallinn haldist á bilinu 8-8½% af landsframleiðslu og skuldir þjóðarinnar nemi tæplega 130% af landsframleiðslu árið 2005. Gert er ráð fyrir atvinnuleysi á bilinu 2-2½% og verðbólgu á bilinu 3-3½%.

Reiknað er fráviksdæmi þar sem reiknað er með að heimilin auki sparnað sinn eftir skuldasöfnun síðustu ára. Samkvæmt því eykst einkaneysla um 2½% á ári, en fjárfesting stendur í stað. Viðskiptahallinn fer niður í 5½% af landsframleiðslu í lok tímabilsins.

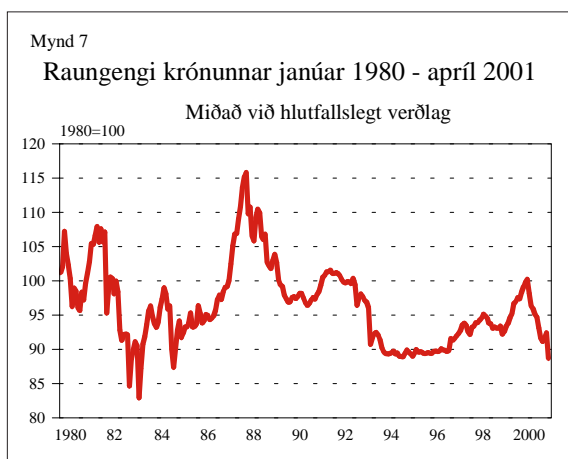
Gildi framreikninga af þessu tagi felst í því að undirstrika þann vanda sem við er að etja í hagstjórn, fremur en segja fyrir um raunverulega hagþróun. Telja verður hæpið að eins mikill hagvöxtur og gert er ráð fyrir í grunddæminu geti haldið áfram án þess að verðbólga fari úr böndum. Eins og fram kemur í grein um fjármálastöðugleika hér á eftir eru íslensk heimili og fyrirtæki nú þegar skuldugri en þau hafa

nokkru sinni verið áður og skuldsetning þeirra orðin afar mikil. Í grunddæminu er gert ráð fyrir að skuldir þjóðarinnar aukist um sem nemur 40% af landsframleiðslu til ársins 2005. Þar sem gera verður ráð fyrir því að ríkissjóður haldi áfram að greiða niður skuldir við svo mikinn hagvöxt, myndi skuldaaukningin öll og gott betur verða hjá heimilum og fyrirtækjum. Vandséð er að þau geti staðið undir þeirri skuldaaukningu. Fráviksdæmið er því að ýmsu leyti líklegur. Jafnvel má gera ráð fyrir að umskiptin geti orðið mun sneggrí, líkt og dæmi eru um hjá öðrum löndum sem farið hafa í gegnum tímabil álfka mikillar ofpenslu.

### *Frekari gengislækkun er óheppileg og umfram efnahagslegar forsendur*

Gengi krónunnar var þann 26. apríl rúmlega 7½% lægra en um áramót og hafði þá lækkað um rúm 5% frá því að vikmörk á gengisþróun voru afnumin. Seðlabankinn hefur að undanförmu lagt áherslu á að ekki séu traustar efnahagslegar langtímaforsendur fyrir frekari gengislækkun, auk þess sem hún sé óæskileg út frá sjónarhóli verðbólguþröngvæðis bankans og jafnvel fjármálastöðugleika. Bent hefur verið á að raungengi krónunnar sé nú töluvert undir meðaltali sl. tuttugu ára. Vísitala raungengis krónunnar var í apríl reyndar hin lægsta frá árinu 1984. Ennfremur hefur verið bent á að ágætur vöxtur sé í þeim útflutningsgreinum sem ekki búa við framboðstakmarkanir. Því er ekki að sjá að hlutfallslegur kostnaður íslenskra fyrirtækja miðað við erlend hafi staðið þeim fyrir þrífum. Þvert á móti er það einmitt gengislækkun krónunnar og aukinn fjármagnskostnaður, sem hafði hvað mest áhrif til hins verra á hagnað fyrirtækja á sl. ári. Vegna þess að íslenskur sjávarútvegur getur, vegna kvótakerfisins, ekki hagnýtt sér sem skyldi lægra gengi krónunnar með því að auka útflutning er ávinningur lægra gengis einnig minni en ella, auk þess sem gengistap skuldsettra fyrirtækja vegur á móti. Einkenni of hás gengis birtist þegar til lengdar lætur í langvarandi dræmum hagvexti og vannýtingu innlendra framleiðsluþátta. Því fer fjarri að um slíkt sé að ræða um þessar mundir. Þvert á móti hafa innlendir framleiðsluþættir verið ofnýttir, skortur verið á vinnuafli og laun hækkað óhóflega hratt. Við slíkar aðstæður væri afar óráðlegt að stuðla að frekari lækkun gengisins. Full ástæða er því til að áréttu að lækkun gengisins er nú þegar óæskilega

mikil. Á hinn bóginn gefur viðskiptahallinn til kynna að umtalsverðrar aðlögunar sé þörf. Vandinn liggur fyrst og fremst í of mikilli innlendri eftirspurn og lágum þjóðhagslegum sparnaði, sem er rót viðskiptahallans.



Úr innlendri eftirspurn þarf að draga svo stöðugleiki komist á gengi krónunnar. Í aðlögunarferlinu er þó fólgin ákveðin hættu á að þrýstingur myndist á gengi krónunnar. Í því sambandi er rétt að minna á að Seðlabankinn hefur ítrekað bent á að hinn óhóflegi viðskiptahalli gæti til lengdar grafið undan genginu og þar með sett verðstöðugleika í hættu. Þetta virðist því miður vera að koma fram. Síðustu vikur hefur sjómannaverkfall einnig veikt krónuna.

Gengi gjaldmiðla til skamms tíma ræðst hins vegar aðeins að takmörkuðu leyti af undirliggjandi efnahagsþróun. Gengi gjaldmiðla er eignaverð sem ræðst einnig af væntingum um framtíðarefnahagsþróun. Um hana eru ófullkomnar upplýsingar og væntingar því breytilegar. Eins og á öðrum eignamörkuðum er viss tilhneiging til yfirskota og öfga-fulltra viðbragða. Viðbrögðin geta jafnvel verið sjálfmagnandi ef lækkun á gengi veldur vantrú á gengi gjaldmiðils og verður til þess að markaðsaðilar ákveða þess vegna að selja gjaldmiðilinn og stuðla þar með að enn frekari lækkun hans. Sveiflurnar geta verið þeim mun öfgakenndari sem markaðir eru grynri og þ.a.l. meiri líkur á að upp komi sú staða að mótaðili, sem er reiðubúinn að kaupa krónur þegar annar vill selja, sé ekki fyrir hendi.

Þrátt fyrir þetta ræðst gengi gjaldmiðla að endingu af undirliggjandi efnahagsþróun. Aðlögun sem

þörf er á í þjóðarbúskapnum skyldi hins vegar ekki vanmetin. Peningastefnan þarf að miðast við framgang verðbólguþröngsins og Seðlabankinn getur því ekki látið sér gengisþróunina í léttu rúmi liggja, þótt formleg vikmörk sem skuldbinda hann til inn-gripa hafi verið afnumin.

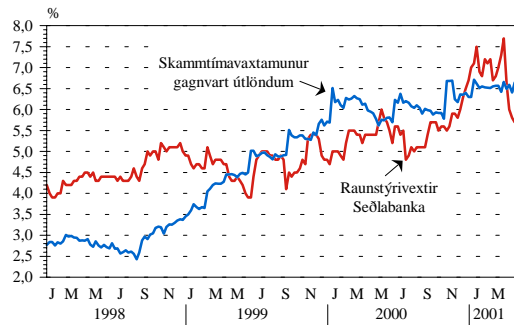
#### Aðhald peningastefnunnar er áfram mikið

Seðlabankinn kynnti þann 27. mars lækkun stýri-vaxta sinna um ½ prósentustig, eða úr 11,4% í 10,9% á endurhverfum viðskiptum bankans við lánastofn-anir. Við að horfið var frá gengismarkmiði og pen-ingastefnunni sett beint verðbólguþröngmið varð óhjákvæmileg breyting á forsendum vaxtaákvæðana bankans. Vaxtastefnan er ekki lengur bundin af því að halda gengi krónunnar innan vikmarka og getur þess í stað tekið tillit til verðbólguhorfna. Það voru því einkum fjórir þættir sem lágu að baki þessari ákvörðun bankans. Í fyrsta lagi samrýmdist verð-bólguþröng bankans frá því febrúar því að nýsett verð-bólguþröngmið myndi nást, enda var þá spáð tæplega 3% verðbólgu yfir árið 2002. Gengi krónunnar hafði að vísu veikst nokkuð síðan sú spá var gerð, en bank-inn taldi að ekki væru traustar efnahagslegar for-sendur fyrir þeirri veikingu enda virtist hún fyrst og fremst tengjast óvissu vegna yfirvofandi kerfisbreyt-ingar. Hægt var því að binda vonir við að hún gengi að einhverju leyti til baka þegar liði á árið. Á móti kom svo að verðbólga hafði verið minni í febrúar og mars en gert var ráð fyrir í spá bankans og verð-bólguvæntingar höfðu lækkað. Í öðru lagi voru komin fram fyrstu merki þess að ofþenslan væri byrjuð að hjaðna, einkum í veltutölu og innflutn-ingi. Í þriðja lagi hafði Þjóðhagsstofnun skömmu áður spáð að verulega myndi draga úr vexti inn-lendrar eftirspurnar og hagvexti. Að mati bankans benti spáin til þess að framleiðsluspenna yrði horfin á árinu 2003. Í fjórða lagi var aðhaldsstig í gegnum vextina mjög mikið þar sem vaxtamunur gagnvart útlöndum var rúmlega 6½% og raunstýrivextir höfðu hækkað upp í 7½%. Hafði bankinn áhyggjur af því að svo mikið peningalegt aðhald myndi leiða til meiri samdráttar en verðbólguþröngmið krefst.

Vaxtalækkunin fól í sér nokkru minna aðhaldsstig en ella. Því til viðbótar hafa verðbólguvæntingar aukist að undanförunni vegna lækkunar gengisins og mikillar hækkingar vísitölu neysluverðs í byrjun apríl. Raunstýrivextir bankans eru því nú undir 6%. Vaxta-

Mynd 8

Raunstyrivextir og skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum janúar 1998 - apríl 2001



munur hefur hins vegar lítið lækkað og er nú um 6½% þegar miðað er við ríkisvixlavexti en um 7½% ef miðað er við vexti á millibankamarkaði. Á þann mælikvarða hefur vaxtamunurinn aldrei verið meiri, en það á sér skýringu í þeim lausafjárskorti sem ein-

kennir peningamarkaðinn um þessar mundir. Um hann er nánar fjallað í grein hér á eftir um þróun á mörkuðum og aðgerðir Seðlabankans. Það er því ljóst að aðhaldsstig peningastefnunnar er áfram mikið.

*Áframhaldandi slökun í peningamálum háð verðbólguhorfum og gengisþróun*

Verði gengislækkun undanfarinna vikna viðvarandi mun verðbólga á næstu misserum aukast. Þetta endurspeglast í verðbólguþróun sem birt er í þessari grein. Áframhaldandi þrýstingur á gengi krónunnar mun því hamlar því að Seðlabankinn geti lækkað vexti frekar í bráð, jafnvel þótt minnkandi umsvif í efnahagslífinu gætu gefið tilefni til þess. Lækkun á gengi krónunnar er því líkleg til að leiða til harkalegri aðlögunar en ella. Auknar líkur eru því á að tímabundinn samdráttur verði fylgifiskur þess að kæfa þá verðbólgu sem nú er í gangi.