

Greinargerð til ríkisstjórnarinnar vegna verðbólguþéttis

Send ríkisstjórn 20. júní og birt 22. júní 2001.

Hinn 27. mars sl. var umgjörð peningastefnunnar hér á landi breytt á þann veg að í stað þéttis um að halda gengi innan tiltekinna marka var Seðlabanka Íslands sett verðbólguþéttis, sem birt var í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabanka Íslands 27. mars sl. Samkvæmt því skal að því stefnt að verðbólga, mæld sem hækkun vísitölu neysluverðs yfir 12 mánuði, sé því sem næst 2½%. Skilgreind voru þörmörk sem leyfa 1½% frávik til hvorrar áttar frá verðbólguþéttinu árið 2003 og framvegis. Til loka ársins og á næsta ári verða þörmörkin þó rýmri. Á þessu ári má verðbólgan verða allt að 6% og 4½% á því næsta. Fari verðbólgan út fyrir þörmörkin skal Seðlabankinn, eins og kveðið er á um í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans, senda ríkisstjórninni greinargerð um ástæður þess að verðbólgan fór út fyrir mörkin, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur að það muni taka að ná verðbólgunni inn fyrir mörkin að nýju. Greinargerðin skal gerð opinber. Jafnframt er í yfirlýsingu ákvæði um að bankinn skuli leitast við að ná verðbólgunni svo fljótt sem auðið er inn fyrir þörmörkin.

Miðvikudaginn 13. júní sl. birti Hagstofa Íslands vísitölu neysluverðs fyrir júnímánuð. Hafði hún hækkað um 1,5% frá fyrra mánuði og samtals um 6,8% á tólf mánuðum. Með hækkun vísitölu neysluverðs í júní voru þörmörkin því rofin.

Eftirfarandi greinargerð var samin með hliðsjón af framansögðu. Fyrst er fjallað um aðdraganda þess að umgjörð stefnunnar í peningamálum var breytt 27. mars sl. Þá er fjallað um verðlagsþróunina að undanfögnu og meginástæður þess að verðbólga fór út fyrir þörmörkin. Því næst er fjallað um launaþróun, en hækkun launa langt misfram vöxt framleiðni hefur á undanfögnu misserum átt veigamikinn þátt í vaxandi verðbólgu. Hækkun launa,

ofþensla, óhóflegur viðskiptahalli og ytri áföll eru helstu skýringar gengislækkunar krónunnar á undanfögnu ári. Fjallað er um gengisþróun í sérstökum kafla greinargerðarinnar. Þá gerir bankinn grein fyrir verðbólguhorfum í ljósi síðustu verðbólguþéttis bankans og framvindunnar síðan hún var birt. Ekki verður þó birt ný verðbólguþéttis fyrir en í byrjun ágúst. Hins vegar er gerð grein fyrir því hvenær bankinn telur líklegt að verðbólga komist inn fyrir þörmörk að nýju. Að lokum er fjallað um stefnuna í peningamálum og aðrar hugsanlegar aðgerðir til að bregðast við þeirri stöðu sem nú er upp komin.

Seðlabanki Íslands mun næst gera ítarlega grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahags- og peningamálum og birta verðbólguþéttis í ágústhefti ársfjórðungsrits síns, *Peningamála*, og síðan ársfjórðungslega þar eftir. Það er því skilningur bankans að ný greinargerð af þessu tagi sé ekki nauðsynleg nema verðbólga fari aftur út fyrir þörmörk eftir að hafa verið innan þeirra.

Meginniðurstöður greinargerðarinnar eru eftirfarandi:

1. Forsenda þess að þéttis um 2½% verðbólgu á árinu 2003 náist er að komið verði í veg fyrir víxlhækkunir verðlags, launa og erlends gjalds. Komi ekki til breytinga á núgildandi kjarsamningum eru því enn horfur á að verðbólga verði nálægt 2½% um mitt ár 2003, jafnvel þótt gengi krónunnar hækki ekki frá því sem nú er. Þar sem raungengi krónunnar er nú mjög lágt eru góðar líkur á að gengi krónunnar geti hækkað þegar verðbólguvæntingar hjaðna.
2. Mánaðarlegar hækkunir vísitölu neysluverðs hafa líklega náð hámarki komi ekki til frekari lækkunar á gengi krónunnar. Tólf mánaða hækkunir munu hins vegar halda áfram að aukast, a.m.k.

fram á haustið. Útlit er fyrir að verðbólgan verði að óbreyttu gengi og peningastefnu fyrir ofan þolmörk fram í ársbyrjun 2003.

3. Laun hafa hækkað langt umfram framleiðni- aukningu og viðunandi verðbólgu á undanföllum árum. Þessi þróun er veigamesti þátturinn að baki vaxandi verðbólgu. Hún á rætur að rekja til mikillar innlendar eftirspurnar. Miklar launahækk- anir stuðluðu ásamt skattalækkunum og útlána- þenslu að viðskiptahallanum.
4. Lækkun gengisins á undanföllum mánuðum er nærtækasta skýring þess að verðbólga er nú fyrir ofan þolmörk verðbólguþolmarkmiðs. Sú lækkun á hins vegar rætur að rekja til þess mikla ójafn- vægis sem magnast hefur í íslenskum þjóðar- búskap og birtist m.a. í óhóflegum viðskiptahalla.
5. Breytingin sem gerð var á umgjörð peningastefn- unnar undir lok mars sl. skýrir ekki þá gengis- lækkun og vaxandi verðbólgu sem átt hefur sér stað upp á síðkastið. Breytingin var gerð í ljósi þess að hið nýja kerfi hentaði íslenskum að- stæðum betur til frambúðar og að sjálfstæð fast- gengisstefna er mjög erfið í framkvæmd þegar fjármagnshreyfingar eru óheftar. Þrýstingur á gengið hafði verið viðvarandi um hríð og nánast útilokað hefði verið fyrir Seðlabankann að halda því mikið lengur innan vikmarka með inngrípum á gjaldeyrismarkaði.
6. Seðlabankinn hefur ákveðið að halda vöxtum sínum óbreyttum að sinni, enda þótt aukin verð- bólga og verðbólguvæntingar mæli með vaxta- hækkun. Þessi ákvörðun byggist á því að hjöðnun eftirspurnar verði tiltölulega ör á næstunni og að verðbólga muni hjaðna á næsta ári, auk þess sem vaxtahækkun við núverandi aðstæður gæti grafið undan stöðu fjármálastofnana. Bankinn mun fylgjast náið með þróun mála og hækka vexti, t.d. ef líkur aukast á víxlverkun hækkunar verðlags, launa og erlendra gjaldmiðla.
7. Seðlabankinn telur ekki tímabært að gripið sé til eftirspurnarhvetjandi aðgerða. Aðgerðir sem styrkja framboðshlið hagkerfisins, þ.e. auka framboð framleiðsluþátta (vinnuafli og fjár- magns), auka framleiðni og efla sparnað myndu hins vegar samtímis skapa forsendur varanlegs hagvaxtar og styðja við verðbólguþolmarkmið bank-

ans. Þá myndu bætt fjárfestingartækifæri, m.a. vegna einkavæðingar, stuðla að fjármagnsinn- streymi og herra gengi krónunnar. Aðgerðir sem auka samkeppni munu einnig styðja við verð- bólgumarkmið bankans og draga úr nauðsyn hárar vaxta til að það náist.

Aðdragandi breyttrar stefnu í peningamálum

Áður en fyrrnefndar breytingar á umgjörð peninga- stefnunnar voru gerðar 27. mars sl. hafði um langt skeið verið rekin sveigjanleg fastgengisstefna. Samkvæmt þeirri stefnu var Seðlabankinn skuld- bundinn til að halda gengi krónunnar innan tiltekinna marka, sem gegndi hlutverki nokkurs konar akkeris peningalegrar festu og verðlags. Í kjölfar þess að fjármagnshreyfingar voru gefnar frjálssar víða um heim hefur slíkt fyrirkomulag gengismála átt í vök að verjast og stórfelldar fjármagnshreyfingar stundum borið stefnu stjórnvalda ofurlíði, auk þess sem ástæða er til að ætla að fastgengisstefna hafi ýmist stuðlað að óhóflegu gjaldeyrisinnstreymi eða kynt undir spákaupmennsku gegn gjaldmiðli sem átt hefur undir högg að sækja. Stjórnvöld víða um heim hafa brugðist við þessum vanda ýmist með því að eyða allri óvissu í gengismálum, t.d. með þátttöku í mynt- bandalagi, eða með því að auka sveigjanleika í gengismálum, þannig að gjaldmiðlar verði ekki eins auðveld bráð spákaupmennsku. Hvað Ísland áhrærir var síðari leiðin valin.

Mikið ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap á sl. þremur árum ýtti enn frekar undir nauðsyn þess að taka upp sveigjanlegri stefnu í peningamálum. Á undanföllum árum má segja að skortur á sveigjan- leika í gengismálum hafi hindrað að aðhald í peningamálum væri aukið nægilega tímanlega. Á sl. ári veiktust forsendur stöðugs gengis vegna þeirrar kröfu sem óvenjumikill viðskiptahalli og útstreymi vegna verðbréfafjárfestingar o.fl. gerðu til inn- streymis lánsfjár. Þrátt fyrir að Seðlabankinn hafi rýrt gjaldeyrisstöðu sína verulega til að verja gengi krón- unnar dugði það ekki til og fór þrýstingur á krónuna vaxandi. Skömmu fyrir breytinguna 27. mars var gengi krónunnar komið mjög nærri vikmörkunum og hrein erlend staða Seðlabankans nam aðeins tæpum 7½ ma.kr. í lok mars en það hefði ekki dugað nema fyrir 1-2 mánaða inngrípum til að verja krónuna, sé tekið mið af inngrípum í þeim mánuðum sem þrýstingur á krónuna var hvað mestur. Seðlabankinn

hefur að vísu samningsbundinn aðgang að skammtímalánum sem nema tugum milljarða króna, en það hefði verið túlkað sem veikleikamerki, jafnt innanlands sem á alþjóðavettvangi, að láta hreina gjaldreyristöðu verða neikvæða. Því virtist stefna í að ekki yrði hægt að verja vikmörkin nema með óhóflegum tilkostnaði. Sjómannaverkfall og niðurskurður aflaheimilda sem síðar kom til hefðu gert það nánast útilokað. Hefði tilraun til slíks ekki borið árangur hefði verið hætta á mjög öfgakenndum viðbrögðum á gjaldeyrismarkaði, líkt og fjölmörg dæmi eru um í öðrum löndum á undanförunum árum. Gengi krónunnar hefði þá líklega fallið mun meira en nú er orðið og það án þess að önnur traust umgjörð um peningastefnuna hefði verið til staðar.

Af framansögðu má vera ljóst að ekki er hægt að kenna breyttri umgjörð peningastefnunnar um að gengi krónunnar hefur fallið svo sem raun ber vitni. Gengislækkunin sem fylgdi í kjölfarið er fyrst og fremst afleiðing ójafnvægis sem myndast hafði í þjóðarþúskapnum á undanförunum árum. Seðlabankinn gerði sér grein fyrir að hætta væri á að uppsöfnuð spenna í þjóðarþúskapnum leystist úr læðingi við þessar breytingar og að bankinn myndi ekki geta haft veruleg áhrif á þá þróun til skamms tíma. Þess vegna voru þölmörkin ákveðin tiltölulega há í byrjun, þó ekki svo há að þau yrðu til þess að veikja aðhald peningastefnunnar til skamms tíma.

Verðlagsþróun að undanförunu

Verðbólga hefur aukist hratt sl. þrjá mánuði og má að mestu rekja það til lækkunar á gengi krónunnar. Breytingar á verði olíu og bensíns á heimsmarkaði og hækkun á verði þjónustu á almennum markaði hafa einnig haft nokkur áhrif, en hvað þjónustuna áhrærir gætir sennilega bæði gengislækkunar og umtalsverðra launahækkana. Húsnæði hefur lagt minna til hækkunar vísitölunnar á undanförunum mánuðum og í júní urðu þau umskipti að markaðsverð á húsnæði lækkaði.

Tafla 1 sýnir skýrt þau umskipti sem hafa orðið á sl. einu ári varðandi undirþætti verðlagsþróunarinnar. Í meginatriðum felast þau í tvennu. Í fyrsta lagi skýra verðhækkunar á innfluttum vörum án bensíns nú rúman þriðjung af hækkun vísitölu neysluverðs undanfarið ár og heldur meira ef litið er á hækkun verðlags frá áramótum. Á sama tíma í fyrra var framlag þessa liðar neikvætt, þ.e.a.s. lækkun á verði inn-

Tafla 1. Hlutfallslegt framlag (%) undirliða til hækkunar vísitölu neysluverðs

Allar tölur eru í %	Hækkun			
	12 mánn. hækkun		frá áramótum	
	Júní 2001	Júní 2000	Júní 2001	Júní 2000
Innlendar vörur.....	17,4	14,7	17,8	12,0
Innfluttar vörur án bensíns.....	34,9	-0,6	41,2	-11,0
Bensín.....	8,7	16,9	15,3	19,8
Húsnæði	12,8	37,8	9,8	49,1
Opinber þjónusta.....	3,2	12,5	0,0	1,9
Önnur þjónusta.....	23,0	18,7	15,9	28,2
Samtals.....	100,0	100,0	100,0	100,0
Hækkun vísitölunnar.....	6,8	5,5	5,0	1,8

fluttrar vöru án bensíns vó á móti áhrifum liða sem hækkuðu. Í öðru lagi vegur hækkun á húsnæðis-kostnaði mun minna nú en í fyrra. Fyrir ári skýrði húsnæðisliðurinn allt að helmingi af hækkun vísitölu neysluverðs en nú er framlag þessa liðar til verðbólgunnar u.þ.b. 10%.

Gengislækkun krónunnar hefur sem fyrr segir átt stærstan hlut í aukinni verðbólgu á síðustu mánuðum. Innfluttar vörur alls hafa hækkað í verði um 8,5% undanfarna tólf mánuði og um 8% frá áramótum. Þessar verðhækkunar hafa leitt til 3% og 2,8% hækkunar vísitölu neysluverðs, sem er tæpur helmingur hækkunar hennar undanfarna tólf mánuði og tæplega 2/3 hlutar hækkunarinnar frá áramótum. Þær innfluttu vörutegundir sem hækkað hafa hvað mest eru mat- og drykkjarvörur, nýir bílar og varahlutir og bensín. Þessir liðir hafa hækkað um 8-15% frá áramótum og 11-12% undanfarna tólf mánuði. Verðhækkunar á mat- og drykkjarvörum og bílum og varahlutum má að mestu rekja til gengislækkunar. Af þessum þremur liðum hefur bensín hækkað mest, en því veldur bæði gengislækkun og hækkun eldsneytisverðs á heimsmarkaði á fyrri hluta ársins. Framvirkt bensínverð á heimsmarkaði bendir til lækkunar bensínverðs á seinni helmingi ársins í átt til þess sem það var í ársbyrjun. Það ætti að leiða til lækkunar bensínverðs hér á landi um 6-7 krónur á lítra til ársloka heldist gengi gagnvart Bandaríkjadal óbreytt.

Verð þjónustu á almennum markaði hefur hækkað nokkuð ört sl. ár. Í júní hafði almenn þjónusta hækkað um 7,8% á tólf mánuðum og skýrir sú

breyting 1,5 prósentustig af hækkun vísitölu neysluverðs á þeim tíma. Líklegt er að þjónusta haldi áfram að hækka í verði um sinn því áhrif kjarasamninga frá í fyrra og gengislækkunar krónunnar eru sennilega enn ekki að fullu komin fram.

Í júní dró enn frekar úr tólf mánaða hækkun húsnæðisliðar vísitölnunnar. Hann hækkaði um 6,1%, eða minna en vísitalan í heild. Raungildi húsnæðiskostnaðar hefur því lækkað lítillega. Í verðbólguþá Seðlabankans í maí sl. var gert ráð fyrir að nafnverð húsnæðis myndi nokkurn veginn standa í stað næstu tólf mánuði og því lækka að raungildi. Í maí lækkaði fermetraverð í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu um 3-4% á milli mánaða samkvæmt bráðabirgðatölum. Húsnæðisverð kemur fram í vísitölu neysluverðs sem þriggja mánaða meðaltal undanfarinna þriggja mánaða. Húsnæðisverð í vísitölnni fyrir júní er því meðaltal húsnæðisverðs í mars, apríl og maí. Fermetraverð í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu vegur rúmlega helming í reiknaðri húsaleigu, sem er einn þáttur húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs. Fyrstu áhrif lækkunarinnar í maí komu fram í mælingu á vísitölu neysluverðs nú í júní og mun þeirra einnig gæta í júlí og ágúst. Því er líklegt að húsnæðisliður vísitölnunnar muni draga úr verðbólgu á komandi mánuðum.

Af öðrum þáttum vekur athygli að innlendar mat- og drykkjarvörur og aðrar innlendar vörur hækkuðu töluvert í verði. Verð innlendar mat- og drykkjarvöru hækkaði um 1,9% frá maí til júní, sem er lítið minni hækkun en á innfluttum matvörum (2,1%). Undanfarna tólf mánuði hefur þessi liður hækkað um 7,1%, eða meira en vísitalan í heild. Aðrar innlendar vörur en matvörur hækkuðu um 2,4% á milli maí og júní og um 6,3% undanfarna tólf mánuði. Þótt verð innlendar vöru verði ekki fyrir beinum verðáhrifum af lægra gengi kann að hafa dregið úr beinni eða óbeinni samkeppni frá erlendum keppinautum, auk þess sem launakostnaður hefur hækkað og innflutt aðföng hækkað í verði vegna gengislækkunar. Gengislækkun krónunnar veitir innlendum fyrirtækjum aukið svigrúm til að hækka vöruverð.

Launaþróun

Frá því að kjarasamningar voru gerðir á almennum vinnumarkaði vorið 1997 hefur hækkun launa verið veruleg og langt umfram framleiðniaukningu. Á fyrsta fjórðungi þessa árs voru laun allra launþega

39% hærri en að meðaltali á árinu 1996. Á sama tíma hækkaði vísitala neysluverðs um 15%, þannig að kaupmáttur launa jókst um rúm 20%. Á almennum vinnumarkaði hækkuðu laun um rúm 26% á milli árana 1996 og 2000, eða um 6% á ári að meðaltali. Á sama tíma jókst framleiðni vinnuafis, þ.e. landsframleiðsla á hvern vinnandi mann, um rúm 7%, eða um 1,7% á ári að meðaltali.

Til lengdar myndi þessi framleiðniaukning standa undir 4,2% launahækkun á ári ef verðbólga á að haldast í kringum 2,5%. Til skamms tíma gæti vöxtur framleiðni staðið undir meiri launahækkun ef fyrirtæki eru í stöðu til að taka á sig meiri hækkun raunlauna en sem nemur framleiðniaukningu. Það á helst við þegar raunlaun eru að hækka úr tímabundinni lægð sem hefur leitt til lækkunar á hlutdeild launa í þjóðartekjum. Þetta var líklega raunin á árunum 1996 og 1997, en átti síður við eftir því sem leið á uppsveifluna og laun héldu áfram að hækka umfram framleiðni og eðlilega verðbólgu. Hluttur launa í þjóðartekjum jókst verulega og geta fyrirtækjanna til að taka á sig launahækkanir minnkaði.

Eftir að gengi krónunnar tók að lækka á síðasta ári slaknaði aðhald sem erlend samkeppni veitir verðlagshækkunum. Á sama tíma hvarf líklega alveg geta fyrirtækja til að taka á sig umframlaunahækkanir. Þeim var því velt út í verðlagið í mun ríkari mæli en á fyrri hluta uppsveiflunnar. Verðbólga tók því að vaxa. Þegar við bættust áhrif lækkunar á gengi krónunnar hægði mjög á hækkun raunlauna og gæti aukning kaupmáttar launa stöðvast eða jafnvel snúið við á þessu ári. Kaupmáttur launa jókst t.d. aðeins um 1½% í fyrra og á almennum vinnumarkaði hækkuðu raunlaun minna en framleiðni. Miðað við verðlagshorfur á þessu ári er líklegt að kaupmáttur launa á almennum vinnumarkaði vaxi lítið frá fyrra ári og að hann rýrni nokkuð frá upphafi til loka ársins. Það er óhjákvæmileg afleiðing þess að boginn var spenntur of hátt í launamálum og að framleiðni jókst ekki eins mikið og vonast var til og þurfti til að standa undir hækkun launa.

Mikil hækkun ráðstöfunartekna á undanföllum árum vegna launahækkana og skattalækkana átti verulegan þátt í þeim gífurlega vexti eftirspurnar sem er meginorsök viðskiptahallans. Hún á því að mati bankans þátt í þeirri verðbólgu sem nú er við að glíma. Það hefur annars vegar gerst á þann hátt að hækkun launa umfram vöxt framleiðni hefur verið

Tafla 2. Launaþróun 1996-2001

Breytingar milli ársmeðaltala (%)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	'96-'00
Launavísitala.....	6,4	5,4	9,4	6,8	6,6	8,9 ²	31,4
Laun á almennum vinnumarkaði.....	5,2	5,8	7,1	5,5	5,7	7,2 ³	26,3
Raunlaun m.v. launavísitölu.....	4,1	3,6	7,6	3,3	1,5	4,7 ²	16,8
Raunlaun m.v. almennan vinnumarkað.....	2,9	3,9	5,3	2,0	0,6	0,6 ³	12,3
Framleiðni.....	2,8	2,9	1,1	1,4	1,5	0,6 ³	7,1
Laun á framleidda einingu ¹	2,4	2,8	5,9	4,0	4,1	6,6 ³	17,9
Laun á framleidda einingu að raunvirði ¹	0,1	1,0	4,2	0,6	-0,9	0,0 ³	4,8
Kaupmáttur ráðstöfunartekna.....	4,9	5,0	8,5	4,2	1,9	0,0 ³	21,0
<i>Samkeppnislönd</i>							
Laun.....	3,5	3,3	3,4	3,3	3,2	3,7	13,9
Framleiðni.....	1,5	1,5	1,2	1,2	1,8	1,8	5,8
Laun á framleidda einingu.....	2,0	1,7	2,1	2,2	1,4	1,8	7,6

1. Miðað við laun á almennum vinnumarkaði. 2. Breyting milli 1. ársfjórðungs 2000 og 2001. 3. Áætlun.

beinlínis velt út í verðlagið þegar líða tók á uppsveifluna og óbeint með því að viðskiptahallinn gróf að lokum undan gengi krónunnar. Launahækkningar sjálfar eiga sér síðan rætur í aukinni eftirspurn eftir vinnuafli í uppsveiflunni sem leiddi að lokum til mikillar spennu á vinnumarkaði. Þrátt fyrir að viss teikn séu á lofti um að byrjað sé að draga úr spennunni, er hún enn veruleg að mati Seðlabankans. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi er t.d. enn undir 2% sem bendir til umfram eftirspurnar eftir vinnuafli þegar tillit er tekið til lausra starfa og innflutnings á vinnuafli.

Gengisþróun

Eins og fram hefur komið er lækkun gengis krónunnar helsta ástæða þess að verðbólga er nú komin yfir þölmörkin sem sett voru í mars sl. Gengi krónunnar var nú um miðjan júní rúmlega 13% lægra en þegar umgjörð peningastefnunnar var breytt 27. mars sl. og nærri 8½% lægra en miðað var við í síðustu opinberu verðbólguþá bankans. Þessar lækkanir komu í kjölfar 11% lækkunar á gengi krónunnar frá ársbyrjun 2000 til 27. mars í ár.

Gengi gjaldmiðla ákvarðast af flóknu samspili margra þátta og getur oft verið erfitt að ráða í hvað ræður för, jafnvel eftir að allangur tími er liðinn frá gengisbreytingum. Ástæðan er meðal annars sú að gengi gjaldmiðils er að hluta til eignaverð sem ræðst af væntingum markaðsaðila um framvindu þeirra

efnahagsstærða sem að endingu hafa áhrif á gengi gjaldmiðla. Ýmsir þættir hafa án efa haft áhrif á gengi krónunnar undanfarna mánuði og má nefna eftirfarandi:

1. Raungengi krónunnar kann að hafa verið orðið hærra en samrýmdist langtímajafnvægi í þjóðarbúskapnum og aðlögunin brotist fram í lækkun gengis.
2. Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum sem birst hefur í óvenjumiklum viðskiptahalla er líklegt til að hafa grafið undan stöðugleika gengisins þegar fjármögnun viðskiptahallans tók að þyngjast.
3. Atburðir eins og sjómannaverkfall o.fl. kunna að hafa valdið tímabundinni truflun á innstreymi gjaldeyristekna og aukið svartsýni um horfur í þjóðarbúskapnum og leitt til lægri væntrar jafnvægisstöðu gengisins.
4. Loks er hugsanlegt að um yfirskot hafi verið að ræða eins og algengt er á gjaldeyrismarkaði. Viðbrögð markaðsaðila ráðast þá hugsanlega af væntingum um gengisþróun sem að einhverju leyti kann að byggja á ofmati á þörf fyrir aðlögun gengis, en einnig á „sjálfmagnandi“ væntingum um slík viðbrögð annarra markaðsaðila.

Hvernig fyrsti þátturinn er metinn helgast nokkuð af skilningi á langtímajafnvægi raungengis. Seðla-

bankinn er enn þeirrar skoðunar að fátt bendi til þess að raungengi krónunnar hafi vikið umtalsvert frá þeirri stöðu sem það hneigist að til langs tíma litið. Jafnvel þótt raungengið hafi hækkað umtalsvert á undanförunum árum vék það mun minna frá sögulegri meðalstöðu en oft áður á ofpensluskeiðum, jafnvel þegar það náði hámarki á fyrri hluta sl. árs. Í byrjun júní í ár mældist raungengi á verðlagskvarða hins vegar hið lægsta frá því í júní árið 1983. Í ljósi sögulegrar reynslu verður að telja ólíklegt að svo lágt raungengi geti staðist til lengdar og að það muni hækka á ný, annað hvort fyrir tilstilli gengishækkunar, eða aukinnar verðbólgu, nema hvort tveggja komi til.

Þótt rík ástæða sé til að ætla að núverandi raungengi sé orðið lægra en það hefur tilhneigingu til að vera að meðaltali til langs tíma er ekki sjálfgefið að gengishækkun sé á næsta leiti af sjálfsdáðum. Svo mikið ójafnvægi var orðið í þjóðarbúskapnum á sl. ári að lánsfjárinnstreymi sem nam fimmtungi landsframleiðslunnar og endurtekin inngríp Seðlabankans megnuðu ekki að hamla gegn lækku á gengi krónunnar. Eins mikil þörf fyrir erlent lánsfé og var á sl. ári, bæði til fjármagna viðskiptahallann og halla á jöfnuði beinnar fjárfestingar og verðbréfafjárfestingar, býður heim hættu á gengisóstöðugleika. Verði fjármögnun viðskiptahallans tregari en áður getur það grafið undan gengi gjaldmiðils áður en innlend eftirspurn dregst nægilega mikið saman til að léttu þrýsting af genginu. Þrýstingur á gengi gjaldmiðla er því oft hvað mestur þegar byrjar að draga úr halla á utanríkisviðskiptum, eins og ótvírætt virðist vera að gerast hér á landi um þessar mundir. Þegar mjög mikið ójafnvægi hefur verið í þjóðarbúskapnum getur gengið því lækkað töluvert niður fyrir það sem samrýmist aðstæðum þegar hann er í þokkalegu jafnvægi.

Eflaust hefur sjómannaverkfallið stuðlað að lægra gengi um tíma. Að því marki sem það hafði bein áhrif á gjaldeyriskjör kann þeirra að gæta að einhverju leyti enn. Að öðru leyti ættu áhrifin nú að vera um garð gengin, því ekki verður séð að verkfallið breyti efnahagshorfum til næstu ára svo umtalsvert sé. Áhrif dekkri horfa í sjávarútvegi í kjölfar nýlegrar skýrslu Hafrannsóknastofnunar munu hins vegar líklega vara lengur.

Frá því að gengi krónunnar fór á flot hefur það nokkrum sinnum lækkað mjög hratt á skömmum

tíma en lækkunin síðan gengið tímabundið til baka. Í sumum tilvikum virðist sem um yfirskot hafi verið að ræða sem hafi helgast fremur af óljósum væntingum markaðsaðila og mjög tímabundnum aðstæðum á markaði en undirliggjandi hagþróun. Hætta á ákveðinni sjálfmögnun er mikil þegar gengi gjaldmiðils ákvarðast í mjög litlum viðskiptum fárra aðila. Seðlabankinn og viðskiptavakar á millibankamarkaði kanna nú hvort bæta megi fyrirkomulag gjaldeyrismarkaðarins og með því draga úr hættu á slíkum viðburðum.

Þótt í mörgum tilfellum sé erfitt að fullyrða hvað raunverulega hafi búið að baki einstökum hrinum gengislækkana sl. ár er ljóst að efnahagslegar aðstæður voru með þeim hætti að ekki þurfti að koma á óvart að gengi krónunnar lækkaði. Telja verður að þjóðhagslegt ójafnvægi hafi verið helsti áhrifavaldur gengisþróunarinnar sl. tólf mánuði, hvað sem einstökum atvikum og skemmri hrinum líður. Þjóðhagslegt ójafnvægi síðustu ára hlaut að leiða til aðlögunar eftir annari eða báðum tveggja leiða: Annars vegar var hugsanlegt að nægilega dragi úr vexti innlendrar eftirspurnar til þess að nægur afgangur verði á vöru- og þjónustujöfnuði til að standa undir a.m.k. hluta af vaxtagreiðslum af erlendum lánnum umfram tekjur af erlendum eignum landsmanna. Hins vegar gat aðlögunin átt sér stað fyrir tilstilli lægra gengis. Frá sjónarmiði Seðlabankans er seinni leiðin óæskilegri, þar sem hún leiðir til meiri verðbólgu en hin fyrri.

Getu bankans til að hafa áhrif á gengisþróunina eru hins vegar takmörk sett og snemma á þessu ári varð ljóst að kostnaður þess að reyna að halda gengi krónunnar stöðugu gæti orðið óbærilega há. Það útilokar þó ekki afskipti bankans af gjaldeyrismarkaðnum telji hann þau líkleg til þess að skila tilætluðum árangri og vera nauðsynleg frá sjónarhóli verðlagsstöðugleika eða stöðugleika fjármálakerfisins.

Seðlabankinn hefur ítrekað varað við því að það mikla ójafnvægi í þjóðarbúskapnum sem birtist í miklum viðskiptahalla gæti að lokum grafið undan gengi krónunnar með óheppilegum afleiðingum fyrir bæði verðstöðugleika og fjármálalegan stöðugleika. Í *Peningamálum* 2000/1, sem komu út í febrúar á síðasta ári, sagði að „(m)ikill viðskiptahalli og tiltölulega viðkvæm erlend skammtímastaða þjóðarbúsins eru...veikleikamerki...Hættan er að mikill viðskiptahalli grafi til lengdar undan trausti á efnahagsstefnunna og gengi krónunnar“. Í *Peningamálum* 2000/4,

sem út komu í nóvember sl., var dregin sú ályktun af reynslu annarra þjóða sem gengið hafa í gegnum álfka tímabil ofpenslu og viðskiptahalla að „töluvert sársaukafullrar aðlögunar sé þörf, jafnvel þótt komist verði hjá alvarlegri kreppu“. Einnig má minna á að í inngangsgrein *Peningamála 2001/1* er bent á að „þótt hátt raungengi sé ekki meginorsök viðskiptahallans gætu afleiðingar hans eigi að síður orðið ótímabær lækkun á gengi krónunnar og meiri verðbólga en æskilegt er“.

Á síðasta ári nam viðskiptahallinn 68,2 ma.kr. Til viðbótar kom útstreymi vegna beinna erlendra fjárfestinga og verðbréfafjárfestinga sem nam 64,5 ma.kr. Því þurfti samtals gjaldeyrisinnstreymi með erlendum lántökum upp á 133,4 ma.kr., eða 11,1 ma.kr. á mánuði, til að koma í veg fyrir þrýsting á gengi krónunnar. Um leið og þetta innstreymi varð tregara, m.a. vegna minni bjartsýni og meiri meðvitundar um gengisáhættu, skapaðist þrýstingur á gengi krónunnar sem ekki var hægt að standa á móti með gjaldeyrisinngrípum Seðlabankans einum saman. Þetta er að mati bankans meginástæða þess að gengi krónunnar hefur fallið á undanförunum misserum.

Verðbólguhorfur

Seðlabankinn birtir verðbólguþátt fjórum sinnum á ári í riti sínu *Peningamálum*. Síðasta opinbera verðbólguþátt Seðlabankans birtist í *Peningamálum* í byrjun maí sl. Hún byggðist á tiltækum upplýsingum 26. apríl sl. Spáin var eins og venja hefur verið byggð á þeirri forsendu að gengi héldist óbreytt frá þeim degi til loka spátímans. Samkvæmt spánni hefði verðbólga á seinni hluta ársins orðið mjög nálægt efri þölmörkum og síðan farið tímabundið út fyrir þau í upphafi næsta árs eftir lækkun þölmarkanna í 4½%. Hún hefði hins vegar verið á niðurleið og verið komin inn fyrir mörk á fyrri hluta ársins. Að teknu tilliti til óvissu var því hugsanlegt að verðbólgan færi út fyrir þölmörkin þegar á þessu ári. Síðan spáin var gerð hefur gengi krónunnar lækkað um nærri 8½%, eins og áður er fram komið, og hækkunir vísitölu neysluverðs í maí og júní voru töluvert umfram það sem samrýmdist spánni. Verðbólgan er því þegar komin út fyrir þölmörkin.

Seðlabankinn mun ekki birta eiginlega verðbólguþátt í þessari greinargerð, heldur fjalla um verðlagshorfur í meginráttum með tilliti til þölmarka verðbólguþáttmálsins og að gefnu óbreyttu gengi

og peningastefnu. Endurmat á verðbólguhorfum m.v. gengi krónunnar 15. júní sl. og í ljósi síðustu hækkana vísitölu neysluverðs bendir til þess að draga muni úr mánaðarlegum hækkunum vísitölu neysluverðs ef gengi krónunnar lækkar ekki frekar. Tólf mánaða taktur verðbólgunnar mun hins vegar halda áfram að vaxa, a.m.k. fram á haustið. Er þó gert ráð fyrir að húsnæðisverð haldi áfram að lækka og að bensínverð hafi náð toppi og muni lækka út þetta ár í samræmi við framvirkt verð á alþjóðlegum bensínmarkaðum. Því eru mjög litlar líkur á að verðbólgan fari niður fyrir efri þölmörk á þessu ári ef gengi krónunnar hækkar ekki á næstu vikum og mánuðum. Samkvæmt yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans í mars sl. lækka þölmörkin í byrjun næsta árs í 4½%. Verulegar líkur virðast á að verðbólgan verði fyrir ofan þau mörk mest allt næsta ár haldist gengi krónunnar jafn lágt og það er nú, og er þá gert ráð fyrir að ekki komi til launabreytinga á árinu umfram núgildandi kjarasamninga og áætlað launaskrið. Miðað við óbreytt gengi, óbreytta peningastefnu og þær þjóðhagslegu forsendur sem miðað var við í síðustu verðbólguþátt bankans gæti það dregist fram á fyrstu mánuði ársins 2003 að verðbólgan fari undir efri þölmörkin á ný, sem þá verða 4%.

Forsenda þess að þetta gengi eftir er að tímabundin aukning verðbólgu festi ekki rætur í verðbólguvæntingum almennings. Gerist það er hætt á að verðbólgan verði þrálátari en reiknað var með að framan. Ef t.d. launasamningar verða endurskoðaðir á fyrri hluta næsta árs og samið um meiri launahækkunir en í gildandi samningum gæti verðbólga hæglega orðið töluvert minni. Komi auk þess til nýrra virkjunarframkvæmda er hætt við að framleiðsluspenna aukist á ný og ýti undir verðbólgu á árinu 2003. Á móti kemur að erlend fjármögnun þessara framkvæmda leiðir til fjármagnsinnstreymis, sem stuðlar að hærri gengi. Á hinn bóginn er hugsanlegt að kólnun hagkerfisins sé vanmetin. Hagvöxtur gæti þá orðið töluvert minni á þessu ári og því næsta en gert var ráð fyrir í nýrri þjóðhagsspá Þjóðhagsstofnunar. Það hefði í för með sér minni framleiðsluspennu, eða jafnvel nokkurn framleiðsluslaka og meira atvinnuleysi. Við slíkar aðstæður eru meiri líkur á að verðbólguþáttmáls bankans náist á árinu 2003, sérstaklega ef lækkun launa næstu misseri verður innan ramma gildandi launasamninga.

Komi ekki til breytinga á nágildandi kjarasamningum eru því enn horfur á að verðbólga verði nálægt 2½% um mitt ár 2003, jafnvel þótt gengi krónunnar hækki ekki frá því sem nú er. Verðbólguáhrif lækkunar gengis krónunnar að undanfögnu verða þá yfirstaðin og umframeftirspurnin og framleiðsluspennan sem ríkt hefur í þjóðarbúskapnum á undanfögnu misserum að fullu hjöðnuð.

Í ljósi þessi hve lágt raungengi krónunnar er orðið er ólíklegt að gengi krónunnar lækki til langframa umfram það sem orðið er, nema verðbólga og verðbólguvæntingar skjóti rótum. Hugsanleg endurskoðun kjarasamninga á næsta ári og víxlhækkunar launa, verðlags og erlendra gjaldmiðla er því stærsta ógnin við verðbólguáhrif. Eitt helsta verkefni peningastefnunnar og annarrar hagstjórnar er að bæjja þeirri ógn frá.

Ýmislegt gæti stuðlað að minni verðbólgu á næstu misserum en hér hefur verið reiknað með. Þar ber fyrst að telja hækkun á gengi krónunnar. Hraðari minnkun framleiðsluspennu og minni spenna á vinnumarkaði myndu einnig leggja á sömu sveif. Þá gæti húsnæðisverð lækkað meira en reiknað er með. Meiri vöxtur framleiðni en hér er reiknað með myndi einnig hafa jákvæð áhrif. Þessir þættir eru einnig líklegir til að draga úr líkum á uppsögn gildandi kjarasamninga. Hagstjórn og stefna stjórnvalda í efnahagsmálum þurfa því að leitast við að hafa áhrif á þá.

Stefnan í peningamálum og önnur hagstjórn

Seðlabankinn tilkynnti lækkun stýrivaxta sinna um ½ prósentustig í 10,9% þann 27. mars sl. Lækkunin var ákveðin í ljósi þess að ótvíræð merki voru komin fram um að vöxtur innlendrar eftirspurnar var að hjaðna verulega, horfur voru á að framleiðsluspenna myndi slakna á komandi misserum og aðhaldsstig peningastefnunnar, eins og það kæmi fram í raunvöxtum Seðlabankans, væri orðið meira en þyrfti til að ná verðbólguáhrifum bankans. Eftir vaxtalækkun bankans hafa merki um að ofpensla sé að hjaðna orðið enn skýrari, einkum í tölum um veltu, skattinnheimtu og innflutning. Ofpensla er þó enn til staðar og innlend eftirspurn er meiri en samrýmist jafnvægi í þjóðarbúskapnum, enda viðskiptahalli enn verulegur og vinnumarkaður spenntur. Sumar forsendur vaxtalækkunarinnar hafa hins vegar breyst verulega og skiptir þar mestu að gengi krónunnar

hefur lækkað um rúm 13% og verðbólga og verðbólguvæntingar hafa aukist verulega. Þetta kemur fram í töflu 3 sem ber saman aðstæður 27. mars og nú um miðjan júní.

Tafla 3. Aðstæður í peningamálum 27. mars og 15. júní

%	27. mars	15. júní
Verðbólga.....	3,9	6,8
Verðbólguvæntingar almennings.....	4,5	6,0
Verðbólguálag ríkisskuldabréfa.....	4,0	6,1
Skammtíma vaxtamunur gagnvart útlöndum.....	6,7	6,8
Stýrivextir Seðlabankans.....	10,9	10,9
Raunstýrivextir Seðlabankans.....	6,7	4,5
Skammtímaraunvaxtamunur gagnv. útlöndum ..	5,3	3,0
Raunvextir bankaútlána ¹	13,6	10,5
Gengisvísitala.....	123,6	142,4

1. Meðaltalsvextir óverðtryggðra skuldabréfa.

Með auknum verðbólguvæntingum hafa raunvextir Seðlabankans lækkað mun meira en að var stefnt með vaxtalækkuninni 27. mars sl. Eftir lækkunina þá voru þeir 6,7% en eru nú tæplega 4½%. Þótt nokkur frekari lækkun raunvaxta hafi verið réttlætunleg í ljósi sterkari merkja um minni eftirspurnarþrýsting í hagkerfinu er þetta meiri slökun aðhalds en æskilegt er þar sem verðbólga er nú komin upp fyrir efri þolmörk. Við slíkar aðstæður hlýtur peningastefnan fyrst og fremst að taka mið af verðbólguáhrifum og hefur lítið sem ekkert svigrúm til að milda hugsanlegan samdrátt í efnahagslífinu. Hafa ber í huga að meiri hjöðnun eftirspurnar stuðlar að minni verðbólgu og dregur úr líkum á uppsögn kjarasamninga á næsta ári.

Þótt ýmislegt mæli þannig með hækkun vaxta hefur Seðlabankinn ákveðið að halda þeim óbreyttum að sinni. Þetta gerir bankinn í trausti þess að hjöðnun eftirspurnar verði tiltölulega ör á næstunni, viðskiptahallinn minnki og að sú þróun muni styðja við gengi krónunnar. Ákvörðun um að halda vöxtum óbreyttum er einnig tekin í ljósi þess að ýmislegt bendir til þess að mjög háir vextir geti grafið undan stöðu fjármálastofnana. Bankinn mun hins vegar endurskoða þessa ákvörðun í ljósi framvindunnar. Komi t.d. til endurskoðunar á kjarasamningum með auknum líkum á að skrúfa verðlagshækkana, launa-

hækkana og gengislækkunar nái fótfestu kann hækkun vaxta að verða óhjákvæmileg. Verði hjá slíku komist munu verðbólguáhrif nýlegrar gengislækkunar hins vegar smám saman fjara út og enn frekar ef gengi tekur að hækka á ný. Það að verðbólguvæntingar skuli nú vera um eða yfir 6% sýnir hins vegar að ástæða er til að vera á varðbergi gagnvart þróun sem gæti orðið til þess að verðbólgukrúfa færi í gang. Bankinn mun því fylgjast náið með gangi mála.

Til lengdar ræður stefnan í peningamálum mestu um verðbólguástigið. Önnur hagstjórn, ákvarðanir í launamálum, virkni markaða og samkeppnisstig geta hins vegar haft áhrif á verðbólgunu tímabundið og ráða úrslitum um hversu kostnaðarsamt það mun reynast í forni framleiðslutaps og atvinnuleysis að ná tilteknu verðbólguþröngu. Sé ríkisfjármálum t.d. beitt í því skyni að örva eftirspurn og atvinnustig á sama tíma og peningastefnan leitast við að draga úr eftirspurn í því skyni að vinna gegn verðbólgu, munu raunvextir og raungengi verða mun hærri en ella og aðlögunarþunginn lenda á útflutnings- og samkeppnisgreinum. Sé samið um launahækkunar umfram framleiðniaukningu og verðbólguþröngu Seðlabankans verður hann knúinn til þess að hækka vexti meira en ella og verðbólguþröngu næst við herra atvinnuleysisstig en ella þyrfti. Aukist samkeppni þrýstir það niður verðlagi. Það getur síðan haft jákvæð áhrif á verðbólguvæntingar og ekki þarf eins mikið aðhald að innlendri eftirspurn til að ná tilteknu verðbólguþröngu.

Seðlabankinn varar við að nú sé gripið til eftir-

spurnaraukandi aðgerða í ríkisfjármálum eða á öðrum sviðum. Þótt eftirspurnarþrýstingur sé að hjaðna er innlend eftirspurn enn mun meiri en samrýmist jafnvægi í þjóðarþrýstingnum. Minni eftirspurn í hagkerfinu og slökun spennu á vinnumarkaði eru forsendur þess að verðbólga hjaðni með varanlegum hætti. Eftirspurnarhvetjandi aðgerðir nú myndu því vinna gegn verðbólguþröngu bankans og knýja hann til að halda vöxtum hærri en ella. Hann telur því að umbætur í skattamálum megi ekki við núverandi aðstæður skerða tekjur ríkissjóðs á heildina litið og að þær eigi að miða að því að auka hvata til sparnaðar og styrkja framboðshlið hagkerfisins. Lækkun skatta á fyrirtæki sem mætt yrði með öðrum sköttum gæti samrýmst þessu.

Seðlabankinn telur að við núverandi aðstæður eigi stjórnvöld að leggja áherslu á aðgerðir sem styrkja framboðshlið hagkerfisins, þ.e. auka framboð framleiðsluþátta (vinnuafli og fjármagns) og auka framleiðni og aðgerðir sem stuðla að hækkun gengis krónunnar. Aukið innstreymi erlends fjármagns vegna einkavæðingar og uppbyggingar atvinnustarfssemi ásamt hjaðnun viðskiptahalla munu stuðla að herra gengi krónunnar. Á móti kemur að umfangsmiklar stóriðjuframkvæmdir auka framleiðsluþröngu, eins og fjallað er um í kaflanum um verðlagshorfur. Tímasetning þeirra og mótvægisáðgerðir skipta því máli fyrir verðlagshorfunina. Allar aðgerðir stjórnvalda sem stuðla að aukinni samkeppni og lækkun verðlags án veikingar á stöðu ríkissjóðs myndu einnig styðja við verðbólguþröngu Seðlabankans.