

## Inngangur

# Vextir óbreyttir að sinni

Verðbólga hefur reynst meiri og þrálátari á undanförunum mánuðum en vonast hafði verið til. Mæld sem tólf mánaða hækkun neysluverðs fór verðbólga stigvaxandi á síðasta ári og varð 9,4% frá upphafi til loka þess. Verðbólga á fjórða ársfjórðungi var heldur meiri en Seðlabankinn spáði í nóvember síðastliðnum en frávikíð var þó vel innan skekkjumarka. Ársfjórðungslegar verðbólguþáttir hafa reynst of lágar allt síðan í febrúar á síðasta ári. Ástæðan er ekki sist sú að gengi krónunnar lækkaði nánast stöðugt frá miðju ári 2000 þar til snemma í desember 2001, en í spám bankans hefur jafnan verið reiknað með óbreyttu gengi frá spádegi til loka spátímabilsins. Rætur gengislækkunarinnar jafnt sem verðbólgunnar sjálfar liggja hins vegar í þeirri ofpenslu eftirspurnar sem varð á árunum 1998 til 2000 og launahækkunum langt umfram vöxt framleiðni sem héldu áfram af fullum krafti 2001.

Gengi krónunnar lækkaði í kjölfar 0,8% vaxtalækkunar Seðlabankans 8. nóvember sl. og náði lágmarki 28. nóvember. Það var þá orðið tæplega 4½% lægra en miðað var við í verðbólguþáttinum sem bankinn birti í nóvember sl. Góðar fréttir af utanríkisviðskiptum og afkomu útflutningsgreina undir lok nóvember og síðar samkomulag aðila vinnumarkaðar um frestun á endurskoðun kjarasamninga sneru þróuninni hins vegar við. Við bættist síðan ákvörðun um auknar aflaheimildir og undir lok janúar var krónan nærri 8% sterkari en þegar hún náði lágmarki í nóvember. Mun betra jafnvægi hefur ríkt á gjaldreyrismarkaði undanfarnar vikur en lengst af á síðasta ári. Til marks um það er að óvænt 0,9% hækkun vísitölu neysluverðs í janúar olli ekki nema mjög tímabundinni ókyrrð. Styrking krónunnar undanfarnar

vikur veldur því að verðbólguþátturinn sem birtist í þessu hefti *Peningamála* byggist á herra gengi en miðað var við í síðustu spá og er það í fyrsta skipti síðan í maí árið 2000 sem gengisviðmiðun hefur hækkað þegar ný verðbólguþáttur er gerð.

Sennilegt er að endurbætur sem gerðar hafa verið að undanförunum á mörkuðum sem Seðlabankinn vinnur á hafi leitt til betra jafnvægis og minni sveiflna á gjaldreyrismarkaði. Settur hefur verið á laggirnar millibankamarkaður með gjaldreyrisskiptasamninga og er þess vænst að hann stuðli að skilvirkari miðlun lauss fjár og marktækara vaxtarófi á millibankamarkaði. Einnig hefur bankinn átt viðskipti við viðskiptavaka á gjaldreyrismarkaði framhjá markaðnum vegna sérstakra og óvenjulegra tilefna. Þá hafa endurhverf viðskipti við Seðlabankann á undanförunum misserum að fullu bætt úr þeim lausafjárskorti sem orðið hefur vegna inngrípa Seðlabankans á gjaldreyrismarkaði og hækkunar bundinna innstæðna lánastofnana vegna bindiskyldu. Einstakar stofnanir eiga því að geta mætt lausafjárþörf innan núverandi kerfis án þess að til sértækra aðgerða komi af hálfu Seðlabankans.

Eins og áður hefur komið fram í *Peningamálum* taldi Seðlabankinn að gengi krónunnar hefði verið orðið mun lægra en efnahagslegar aðstæður gáfu til efni til. Í nóvember voru því forsendur fyrir töluverðri styrkingu þess. Sem fyrr segir snerist gengisþróunin við í byrjun desember. Bankinn telur líkur á framhaldi þessarar þróunar á næstunni. Áætlanir benda til að viðskiptahallinn í ár verði jafnvel enn minni en spáð var í desember sl., eða á bilinu 4% til 4½% af landsframleiðslu. Þá benda kannanir bankans til að bankar, Landsvirkjun, sveitarfélög og

opinberir sjóðir áformi erlendar lántökur í ár umfram afborganir sem eru ríflega það sem þarf til að fjármagna áætlaðan viðskiptahalla ársins og ústreymi vegna beinnar fjárfestingar og verðbréfafjárfestingar. Þetta byggist á þeirri forsendu að lífeyrissjóðir og aðrir fari sér hægt í slíkri fjárfestingu á næstunni. Fjármögnun áætlaðs viðskiptahalla á þessu ári virðist því að óbreyttu vera borgið hvort sem kemur til sérstakrar erlendar lántöku ríkissjóðs eða ekki.

Til lengri tíma litið ræðst gengispróunin af því hvernig til tekst að ná niður verðbólgu og innlendum kostnaðarhækkunum. Samningur Alþýðusambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins frá 13. desember sl. um frestun á endurskoðun kjarasamninga vegna verðlagsákvæða þar til í maí var jákvætt skref til að draga úr óvissu í launa- og verðlagsmálum og styrkja þannig forsendur fyrir herra gengi. Það dró úr líkum á víxlhækkun launa, erlends gjaldeyris og verðlags, sem hefur verið ein mesta ógnunin við að verðbólgu markmið næðist á næstu misserum. Aðgerðir margra til að reyna að tryggja að verðlagsviðmiðun samnings ASÍ og Samtaka atvinnulífsins náist í maí, þrátt fyrir mikla hækkun vísitölu neysluverðs í byrjun janúar, geta stuðlað að lægra verðlagi um hríð og/eða flýtt fyrir áhrifum herra gengis. Þær hafa hins vegar ekki umtalsverð áhrif á verðbólgu til lengri tíma litið, en hún ræðst af aðhaldi peningastefnunnar í samspili við eftirspurn í þjóðarbúskapnum.

Samkvæmt verðbólguþáttum sem birt er í þessu hefti *Penningamála* hafa horfur um verðbólgu á þessu ári batnað frá því í nóvember og er nú spáð 3% verðbólgu yfir árið í stað rúmlega 4% þá. Ástæðan er styrking gengisins annars vegar og horfur um verðlækkun í alþjóðaviðskiptum hins vegar. Á móti kemur meira launaskrið á síðasta ári og væntanlegar kostnaðarhækkunir vegna samnings ASÍ og Samtaka atvinnulífsins í desember. Samkvæmt spánni eru

líkur á að verðlagsviðmiðun kjarasamninga í maí náist ekki. Frávikið verður þó lítið og markmiðið gæti náðst ef gengi krónunnar styrkist frekar og/eða átak til lækkunar verðlags skilar marktækum árangri. Horfur um verðbólgu á næsta ári hafa hins vegar að óbreyttum forsendum versnað nokkuð. Stafar það m.a. af því að spár gera ráð fyrir að verðlag í alþjóðaviðskiptum hækki umtalsvert á ný þegar heimsbúskapurinn réttir úr kútnum og að launakostnaður mun hækka nokkru meira en áður var talið. Verðbólga verður í kringum 3% út spátímabilið og markmið um 2½% verðbólgu 2003 næst því ekki að óbreyttu. Þá er það einnig umhugsunarefni varðandi verðlagshorfur á þessu og næsta ári að líkön sem byggjast á langtímasamböndum verðlags við kostnaðarþætti og taka tillit til þróunar framleiðsluspennu benda til að verðbólguhjöðnunin gæti gengið hægar fyrir sig en hér er reiknað með. Eins og nú horfir virðist því sem frekari hækkun gengis eða meiri framleiðslulaka á næstu misserum en nú er fyrir séður þurfi til að ná markmiði um 2½% verðbólgu á næsta ári.

Seðlabanki Íslands telur í ljósi aðstæðna ekki til efni til að lækka vexti að sinni. Verðbólga hefur verið mikil að undanförmu. Mikilvægt er að grafa ekki undan gengi krónunnar til að tryggja framgang verðlagsmarkmiðs kjarasamninga og verðbólgu markmiðs Seðlabankans. Útlit er fyrir að hagvöxtur hafi verið meiri á síðasta ári en áður var talið og horfur eru á að landsframleiðsla dragist minna saman í ár en spáð var í desember sl. Framleiðsluspenna mun því slakna hægar en áður var talið. Þá bendir verðbólguþáttur til að aðhaldsstig peningastefnunnar megi ekki slakna um of á næstunni. Forsendur gætu hins vegar breyst tiltölulega hratt. Þar mun þróun gengis og verðlags á næstu vikum og mánuðum hafa mikið að segja.