

Inngangur

Hjöðnun verðbólgu er meginviðfangsefni peningastefnunnar

Verðbólga fór í júní upp fyrir efri þolmörk verðbólgu markmiðs Seðlabanka Íslands. Samkvæmt yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 27. mars sl. um verðbólgu markmið og breytta gengisstefnu skal bankinn senda ríkisstjórn greinargerð ef verðbólga fer út fyrir þolmörkin. Bankinn sendi ríkisstjórninni því greinargerð þann 20. júní sl. Hún er birt í heild sinni í þessu hefti *Peningamála*. Meginniðurstaða hennar um verðbólguhorfur var að forsenda þess að verðbólga geti náðst niður í 2½% á árinu 2003 sé að komið verði í veg fyrir víxlhækkunir verðlags, launa og erlends gjaldeyris. Mat bankans var að mánaðarlegar hækkunir vísitölu neysluverðs hefðu líklega náð hámarki í júní en að tólf mánaða hækkunir myndu halda áfram að vaxa, a.m.k. fram á haustið. Hækkun vísitölu neysluverðs í júlí var í samræmi við þetta mat. Þá var það mat bankans að verðbólga gæti óbreyttu gengi og peningastefnu verið fyrir ofan þolmörk fram í ársbyrjun 2003. Efri þolmörkin lækka úr 6% í ár í 4½% á næsta ári og verða síðan 4% frá 2003.

Að vanda birtir Seðlabankinn nýja verðbólguáspá í þessu hefti *Peningamála*. Bankinn spáir nú meiri verðbólgu en hann gerði í maí vegna lækkunar á gengi krónunnar í maí og fyrri hluta júní og mikilla verðhækkana síðustu mánuði. Nú spáir bankinn því að verðbólga verði tæplega 6½% milli árána 2000 og 2001 en um 8% frá upphafi til loka þessa árs. Er þá gert ráð fyrir óbreyttu gengi frá 20. júlí sl. Framhaldið ræðst að verulegu leyti af þremur þáttum, þ.e. þróun gengis krónunnar, hvort kjarasamningar verða endurskoðaðir til lækkunar snemma á næsta ári og hversu hratt ofpensla eftirspurnar hjaðnar á næstunni. Komu ekki til launahækkana á næsta ári umfram

þegar gerða kjarasamninga er það mat bankans að verðbólga geti hjaðnað nokkuð hratt á því ári jafnvel þótt nafngengi krónunnar hækki ekki að ráði frá því sem það er nú. Hún gæti þá orðið um 3% frá upphafi til loka árs og færi inn fyrir þolmörk undir mitt ár. Markmiðið um 2½% verðbólgu myndi þá nást um mitt ár 2003. Verðbólguhorfur hafa því batnað nokkuð síðan um miðjan júní og sér þess einnig stað í verðbólguálagi ríkisskuldabréfa.

Spáin er að venju háð verulegri óvissu. Mjög lágt raungengi, lægra í júní en nokkru sinni á undanföllum tveimur áratugum, gæti bent til þess að nafngengi gæti hækkað samfara því að verðbólguvæntingar lækka. Verðbólga yrði þá eitthvað minni. Hjaðni framleiðsluspenna hægar en hér er gert ráð fyrir, verður verðbólga hins vegar að óbreyttu meiri. Mikilvægasti óvissuþátturinn snýr þó að launahækkunum og hugsanlegri endurskoðun kjarasamninga á næsta ári. Eins og kom fram í greinargerð bankans til ríkisstjórnarinnar í júní hafa laun hækkað langt umfram framleiðniaukningu og viðunandi verðbólgu á undanföllum árum, sem má m.a. rekja til mjög mikillar eftirspurnar eftir vinnuafli sakir þeirrar ofpenslu sem ríkt hefur. Þessi hækkun launakostnaðar á veigamikinn þátt í gengislækkun krónunnar og aukinni verðbólgu á undanföllum misserum. Raunlaun hafa hækkað verulega á undanföllum árum og á síðasta ári var hlutur launa í þjóðartekjum orðinn næstum eins hár og á ofpensluárunum 1987 og 1988. Seðlabankinn telur því ekki efnahagslegar forsendur fyrir launahækkunum á næsta ári umfram þegar gerða kjarasamninga.

Miklar sviptingar voru á gjaldeyrismarkaði í maí og júní. Gengið lækkaði um samtals 7,9% frá byrjun

maí til 20. júní sl. þegar það náði lágmarki. Daginn eftir seldi Seðlabankinn gjaldeyri til stuðnings krónunni og 22. júní tilkynnti fjármálaráðuneytið áform um að taka 25 ma.kr. erlent lán í nafni ríkissjóðs í því skyni að styrkja gjaldeyrisforða Seðlabankans. Sama dag var kynnt ákvörðun Seðlabankans um greiðslu bankans fyrir viðskiptavakt á gjaldeyrismarkaði frá 1. júlí til ársloka. Þessar aðgerðir og sú staðreynd að gengið var orðið óeðlilega lágt hafa eflaust átt þátt í því að gengi krónunnar hækkaði um 4,6% frá 20. júní til 20. júlí.

Að mati bankans er meginskýringin á mikilli lækkun krónunnar að undanfögnu þess mikla ójafnvægi sem ríkt hefur í þjóðarþúskapnum, en ekki sú breyting sem gerð var á umgjörð peningastefnunnar undir lok mars né heldur skipulag millibankamarkaðar fyrir gjaldeyri. Það skipulag sem var á gjaldeyrismarkaði kann hins vegar að hafa magnað sveiflur við þær aðstæður sem ríktu í vor, en því er nánar lýst í grein um þróun á mörkuðum hér á eftir og sérstakri grein um uppbyggingu millibankamarkaðar fyrir gjaldeyri. Áfram verður hugað að mögulegum umbótum á reglum og skipulagi þessa markaðar.

Gengislækkun krónunnar, aukin verðbólga og verðbólguvæntingar sem eru töluvert hærri en verðbólguþáttur bankans draga mjög úr svigrúmi hans til að milda hugsanlegan samdrátt í hagkerfinu á næstunni með lækkun vaxta. Í greinargerð bankans til ríkisstjórnarinnar í júní var bent á að auknar verðbólguvæntingar hefðu lækkað raunvexti Seðlabank-

ans verulega umfram það sem var skömmu eftir að bankinn lækkaði vexti í lok mars. Þetta og sú staðreynd að horfur á að verðbólguþáttur bankans næðist á næstunni höfðu verulega spillt hefði jafnvel gefið tilefni til hækkunar nafnvaxta. Bankinn ákvað eigi að síður að halda vöxtum óbreyttum í trausti þess að hjöðnun eftirspurnar yrði tiltölulega ör á næstunni, að viðskiptahalli færi minnkandi og að sú þróun myndi styðja við gengi krónunnar. Jafnframt var ýmislegt talið benda til þess að mjög háir vextir gætu grafið undan stöðu fjármálastofnana. Síðan hafa verðbólguhorfur nokkuð batnað og gengi krónunnar hefur tekið að styrkjast á ný. Á móti kemur að nýjustu tölur um veltu og vinnumarkað benda til þess að eftirspurn hjaðni hæggar en áður var vonast til, sbr. grein hér á eftir um þróun og horfur í efnahagsmálum. Bankinn telur því ekki tilefni til að lækka vexti frekar í bráð. Hann mun hins vegar nú sem endranær vaka yfir öllum þeim vísbendingum sem varpað geta ljósi á horfur í efnahagsmálum. Jafnframt ítrekar bankinn þá skoðun sína að ef takast á að kæfa verðbólguþáttur er óhjákvæmilegt að framleiðsluspenna hjaðni, sem felur í sér að hagvöxtur minnki nokkuð um sinn. Í því sambandi er rétt að minna á að samkvæmt nýjum lögum um Seðlabanka Íslands og sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans skal bankinn fyrst og fremst miða sínar aðgerðir við að verðbólguþáttur bankans muni nást. Hann skal þó hafa hliðsjón af fjármálalegum stöðugleika. Af framansögðu er ljóst að peningastefnan miðar fyrst og fremst að hjöðnun verðbólgu.