

## Inngangur

# Verðbólguhorfur hafa versnað, Seðlabanki Íslands hækkar vexti

Síðustu mánuði hefur framvinna efnahagsmála ein-kennst af kröftugum vexti innlendra eftirspurnar og aukinni verðbólgu. Hagvöxtur og þjóðarútgjöld jukust meira á síðasta ári en Seðlabanki Íslands reiknaði með í spá sinni í mars síðastliðnum. Vísbendingar um þróunina á fyrstu mánuðum þessa árs benda til að vöxtur einkaneyslu hafi verið svipaður og á síðasta ári. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði hefur vaxið töluvert og fjárfesting í öðrum atvinnurekstri en stóriðju virðist vera að taka við sér. Þessi þróun bendir til þess að slakinn í þjóðarbúskapnum muni hverfa fyrr en áður var talið.

Verðbólga hefur aukist síðustu mánuði og fór yfir verðbólguþröng bankans í maí. Að hluta stafar þetta af verðhækkunum á eldsneyti og hrávöru á alþjóðlegum mörkuðum en eðlilegt er að við mótun stefnunnar í peningamálum sé horft framhjá slíkum breytingum. Kjarnaverðbólga hefur þó einnig aukist töluvert og fór yfir verðbólguþröng bankans í maí. Þar veldur áframhaldandi hækkun húsnæðisverðs miklu, en í apríl var íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hærra að raungildi miðað við neysluverð en það hefur verið svo langt sem mælingar ná. Það er því líklega orðið nokkuð ofþanið. Verð vöru- og þjónustuliða í vísitölu neysluverðs hefur einnig hækkað hraðar að undanfögnu.

Útlán innlánsstofnana hafa vaxið mjög hratt á undanfögnu mánuðum. Í heild jukust útlán og markaðsbréfaeign þeirra um 37% á tólf mánuðum til loka apríl. Sýnu mest er hækkun útlána til erlendra lánþega og kaup á erlendum og innlendum markaðsbréfum. Útlán til erlendra lánþega og kaup á markaðsbréfum fela í sér útlána- og markaðsáhættu sem skiptir máli varðandi mat á fjármálastöðugleika

en eru ekki vísbending um né ávísun á aukna innlenda eftirspurn. Útlán innlánsstofnana til innlendra lánþega hafa einnig aukist mjög mikið undanfarna mánuði, eða án gengis- og vísitöluáhrifa um tæp 22% á tólf mánuðum til loka apríl. Það er meiri vöxtur en til lengdar samrýmist lítilli verðbólgu og stöðugleika í þjóðarþróun. Hins vegar eru vissar vísbendingar um að þessi mikli vöxtur hafi að stórum hluta verið tímabundinn og tengst breytingum á eignarhaldi og endurskipulagningu í íslensku atvinnulífi. Auk þess gæti aukin hlutdeild innlends bankakerfis í fjármögnun innlendra fyrirtækja átt hlut að máli, einkum í erlendu lánsfé. Því þurfa aukin innlend útlán að undanfögnu ekki að vera vísbending um aukna fjárfestingu og önnur umsvif í íslensku efnahagslífi. Útlán lánakerfisins í heild hafa vaxið hægar en útlán innlánsstofnana. Jafnframt ætti að draga úr vexti útlána innlánsstofnana í kjölfar umbreytinga í eignarhaldi fyrirtækja eins og raunar gerðist í apríl. Tölur um samsetningu útlána innlánsstofnana styðja þessar skýringar á vissan hátt en þróun næstu mánaða mun leiða í ljós hve traustar þær eru.

Að þessu sinni birtir Seðlabankinn þjóðhagsspá til ársins 2006 og verðbólguþröng til fyrri helmingss þess árs. Spárnar byggjast eins og endranær á óbreyttum stýrivöxtum Seðlabankans og óbreyttu gengi krónunnar sem er rúmum 3% lægra en miðað var við í spá bankans í mars sl. Í ríkisfjármálum er byggt á fjárlögum yfirstandandi árs og á útgjaldaáformum 2005 og 2006 í langtímaáætlun í ríkisfjármálum sem fylgdi frumvarpi til fjárlaga sl. haust og nýlegri áætlunum fjármálaráðuneytisins. Reiknað er með boðuðum skattalækkunum sem nema í heild um 2½% af landsframleiðslu og koma fram í þremur

jöfnum áföngum á árunum 2005 til 2007. Þetta er í samræmi við síðustu langtímaáætlun í ríkisfjármálum en óvissa ríkir enn um útfærslu þessara breytinga. Aðrar forsendur spánna breytast í samræmi við framvindu og nýjustu tiltækar upplýsingar en einnig spár alþjóðastofnana þar sem við á. Veigamest er að horfur um eldsneytisverð hafa stórversnað og rýrir það viðskiptakjör þjóðarinnar í ár og spillir horfum um verðbólgu til skemmri tíma litið.

Spáð er að þjóðarútgjöld og landsframleiðsla vaxi hraðar á þessu og næsta ári en áður var reiknað með. Framleiðsluspenna mun því myndast fyrr en áður var talið og verður að óbreyttu orðin veruleg á árinu 2006. Vegna mikils vaxtar þjóðarútgjalda mun innflutningur vöru og þjónustu aukast umtalsvert á þessu og næsta ári, eða um 11% til 12% hvort ár. Við þetta bætist að jöfnuður þáttatekna mun versna vegna aukinnar skuldsetningar þjóðarbúsins og hærri vaxta erlendis. Viðskiptahalli mun því samkvæmt spánni halda áfram að vaxa og gæti orðið 11% til 12% af landsframleiðslu hvort áranna 2005 og 2006. Gangi það eftir mun hrein erlend staða þjóðarbúsins versna úr neikvæðri stöðu sem nam rúmlega 67% af landsframleiðslu á síðasta ári í um 85% árið 2006. Aðeins um helming viðskiptahallans virðist mega rekja beint eða óbeint til stóriðjuframkvæmda. Með rétttri hagstjórn er hægt að koma í veg fyrir að þessi spá rætist, en hún byggist m.a. á óbreyttri peningastefnu. Aðhaldssamari peningastefna mun hins vegar slá á innlenda eftirspurn auk þess sem önnur hagstjórn þarf að leggjast á sömu sveif. Þá mun innri aðlögun þjóðarbúsins sjálfs í gegnum breytingar á gengi krónunnar og eignaverði hamla á móti. Spáin gefur hins

vegar tilefni til að hagstjórn verði í senn aðhaldssöm og árvökul á komandi misserum. Einkum þyrfti aðhald í ríkisfjármálum að verða meira á árunum 2005 og 2006 en reiknað er með í forsendum spárinnar. Fyrirhuguðum skattalækkunum á þessum árum þarf því að fylgja meiri lækkun ríkisútgjalda en hér er reiknað með þannig að ríkisfjármálin örvi ekki innlenda eftirspurn. Gangi það ekki eftir lendir meginþungi aðhaldsaðgerða á peningastefnunni. Hætt er við að það haldi raungengi krónunnar hærra en ella og þrengi að útflutnings- og samkeppnisgreinum. Slík framvinda gæti leitt til erfiðari aðlögunar í lok núverandi uppsveiflu en ella.

Samkvæmt spá bankans mun verðbólga verða yfir markmiði hans allt spátímabilið. Reyndar er frávikid meira til skamms tíma en til lengri tíma og helgast það af eldsneytishækkunum og lægra gengi krónunnar en í síðustu spá. Verðbólga gæti jafnvel farið yfir þölmörk verðból gumarkmiðsins (4%) á næstu ársfjórðungum. Nokkur atriði geta hins vegar dregið úr líkum á því að það gerist, svo sem hraðari lækkun eldsneytisverðs en hér er reiknað með, lækkun húsnæðisverðs eða hækkun gengis krónunnar. Óvissa ríkir um alla þessa þætti um þessar mundir. Við framkvæmd peningastefnu er unnt að líta framhá þeim hluta þessarar þróunar sem á rætur að rekja til eldsneytishækkana en ekki hinum. Því hefur Seðlabankinn ákveðið að hækka stýrivexti sína um 0,25 prósentur. Horfurnar sem hér eru kynntar gætu gefið tilefni til meiri hækkunar vaxta að þessu sinni. Því má búast við að bankinn hækki stýrivexti sína fljótlega aftur gefi nýjar upplýsingar ekki sterkar vísendingar um betri verðbólguhorfur.