

Inngangur

Forsendur fyrir frekari lækkun Seðlabankavaxta

Undanfarinn ársfjórðung hefur verðbólga hjaðnað áfram. Verði framvindan með svipuðum hætti og það sem af er árinu mun verðbólguþáttur Seðlabankans nást fyrir árslok. Samkvæmt verðbólguþáttum bankans, sem kynnt er í ritinu, mun verðlagsstöðugleiki ríkja áfram næstu tvö árin, þótt verðbólga kunnist að aukast tímabundið um miðbik tímabilsins. Til grundvallar verðbólguþáttum liggur þjóðhagsspá Seðlabankans, en bankinn birtir nú eigin spá í fyrsta skipti. Samkvæmt henni dragast þjóðarútgjöld saman um rúmlega 3% í ár, en hagstæð utanríkisviðskipti valda því að hagvöxtur verður nálægt núlli. Hagvöxtur verður dræmur á næsta ári, eða 1½%, en mun glæðast nokkuð þegar líða tekur á árið 2004. Vegna þess að framleiðsla mun líklega vaxa hægar en framleiðslugeta gerir að jafnaði mun gæta vaxandi slaka í þjóðarþúskapnum, ekki síst á vinnumarkaði. Við slíkar aðstæður er líklegt að launabreytingar verði hóflegar. Jafnframt ætti ytri jöfnuður í þjóðarþúskapnum að stuðla að stöðugu gengi krónunnar, en gert er ráð fyrir óverulegum viðskiptahalla næstu tvö árin. Þessar aðstæður munu stuðla að stöðugleika verðlags á tímabilinu. Sem endranær ríkir þó töluverð óvissa um flesta þætti spárinnar, t.d. um ytri skilyrði í þjóðarþúskapnum. Mesta óvissan lýtur þó að hugsanlegum stóriðju- og virkjanaf framkvæmdum.

Verðbólguþátturinn og þjóðhagsspáin gera ekki ráð fyrir að ráðist verði í stórfamkvæmdir við álbræðslur og virkjanir sem eru í bígerð. Ekki lágu fyrir nægar upplýsingar um framkvæmdirnar í tíma til þess að unnt væri að leggja mat á þær, eins og upphaflega voru áform um að gera í þessu hefti *Peningamála*. Það mat verður unnið jafnskjótt og forsendur

verða til þess og mun líklega birtast í næsta hefti *Peningamála*. Þótt ákvarðanir hafi ekki verið teknar um stóriðjuframkvæmdir eru á þeim töluverðar líkur. Það veldur nokkrum vanda við spágerð og mótun peningastefnunnar. Verði af framkvæmdum breytast allar forsendur í grundvallaratriðum. Til greina kæmi að taka nú þegar tillit til hugsanlegra framkvæmda við vaxtaákvarðanir. Seðlabankinn telur það hins vegar ekki tímabært í ljósi þess að óvissa ríkir enn um hvort af framkvæmdum verður. Bankinn byggir þessa afstöðu sína á því að framleiðslu- og atvinnutap vegna of aðhaldssamrar stefnu, ef ekki verður ráðist í framkvæmdirnar á næsta ári, verður líklega meira en ef peningastefnan yrði ekki nógu aðhaldsöm þegar ákvörðunin liggur fyrir. Ástæður þessa eru einkum þrjár. Í fyrsta lagi mun slaki ágerast á næsta ári ef ekki kemur til framkvæmdanna. Aðhaldsstig peningastefnunnar nú er of mikið miðað við þær forsendur. Hætta er á að lægðin í hagkerfinu ágerist meira en efni standa til ef peningastefnan tekur á næstunni að einhverju leyti mið af framkvæmdum sem ekki verður af. Í öðru lagi mun enn líða nokkur tími þar til að ákvörðun um framkvæmdirnar verður tekin og enn lengri þar til að þeirra fer að gæta í verulegum mæli í eftirspurn og verðbólguþrýstingi og það gefur tíma til að bregðast við. Í þriðja lagi getur viðbragðsflýttir peningastefnunnar verið mikill og því hægt að bregðast skjótt við með hærri vöxtum en ella um leið og ákvarðanir verða teknar.

Úttekt á stöðugleika fjármálakerfisins, sem Seðlabankinn gerir á hálfu árs fresti, er birt í þessu hefti *Peningamála*. Þar kemur fram að dregið hefur enn frekar úr ýmiss konar hættum sem kunna að hafa

steðjað að fjármálakerfinu á sl. ári. Það má að miklu leyti þakka hjöðnun verðbólgu og betra innra sem ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum sem rennt hefur styrkari stoðum undir fjárhag heimila og fyrirtækja og stöðugleika í gengismálum. Ekki eru þó öll kurl komin til grafar að því er áhrærir eftirköst ofpensluskeiðsins sem lauk á sl. ári. Fjárhagur margra heimila og fyrirtækja er þaninn til hins ýtrasta og má ekki við miklum skakkaföllum á komandi árum, t.d. ef ytri skilyrðum í þjóðarbúskapnum hrakaði. Fjölgun árangurslausra fjárnáma og gjaldþrota og aukin vanskil hjá lánastofnunum eru til vitnis um viðkvæma stöðu margra heimila og fyrirtækja sem kann að bitna á fjármálakerfinu á komandi árum. Stöðugleika þess virðist þó ekki hætta búin enda hefur eiginfjárstaða helstu fjármálastofnana styrkst frá því að hún var lægst í árslok 2000.

Aðhaldsstig peningastefnunnar eins og það birtist í raunvöxtum Seðlabankans hefur minnkað umtalsvert á síðustu mánuðum, en bankinn lækkaði vexti sína alls fjórum sinnum á tímabilinu frá ágúst til október um samtals 1,7 prósentur. Þessar vaxtalækkunar byggðust á þeirri greiningu og verðbólguþspá sem bankinn setti fram í síðustu *Peningamálum*, og bentu til ört hjaðnandi verðbólgu og aukins slaka í hagkerfinu. Framvindan hefur hingað til staðfest þessa greiningu, eins og fram hefur komið hér að

framan. Vextir Seðlabankans eru þó líklega enn í efri mörkum þess sem telja má jafnvægisvexti, þ.e. þá vexti sem myndu hæfa til lengdar þegar verðbólga er í samræmi við markmið bankans og hvorki framleiðsluspenna né slaki er til staðar. Það helgast af því að stutt er síðan verðbólga var umtalsverð og vegna hennar var svigrúm Seðlabankans til að taka tillit til verri hagvaxtarhorfa mun takmarkaðra en nú er.

Í ljósi þess mats á ástandi og horfum í efnahagsmálum sem hér er kynnt hefur bankinn ákveðið að stíga enn eitt skref í lækkun vaxta. Þar skiptir mestu máli að verðbólga verður að óbreyttu fyrir neðan markmið bankans þegar litið er tvö ár fram í tímann og að slaki á vöru- og vinnumörkuðum mun að óbreyttu ágerast á næsta ári. Vextir í endurhverfum viðskiptum við innlánsstofnanir verða því lækkaðir um 0,5 prósentur frá og með 12. nóvember 2002. Miðað við fyrirbyggjandi spár gætu vextir bankans lækkað enn frekar á næstunni ef framvindan staðfestir þær. Það er þó háð þeim fyrirvara að eftir því sem vextirnir verða lægri, og sérstaklega ef þeir verða augljóslega fyrir neðan jafnvægisstöðu, mun bankinn þurfa að leggja frekara mat á örvunaráhrif þeirra. Þetta er einnig háð þeim fyrirvara að ákvarðanir um stóriðjuframkvæmdir munu leiða til endurmats á peningastefnunni.