

Inngangur

Vextir óbreyttir að sinni

Verðbólga hefur haldist lítillega fyrir neðan verðbólguþétt Seðlabankans það sem af er ári og var í byrjun maí 2,2% samkvæmt vísitölu neysluverðs. Hún hefur þó aukist nokkuð frá áramótum og undirliggjandi verðbólga miðað við kjarnavísitölu 1, sem undanskilur sveiflukenna liði úr vísitölu neysluverðs, var 2,6% í maí. Verðbólga var lítillega meiri á fyrsta ársfjórðungi en Seðlabankinn spáði í febrúar sl. en flestir aðrir spáðu jafnvel enn minni verðbólgu en bankinn.

Samdráttur landsframleiðslu var heldur meiri á síðasta ári en spár gerðu ráð fyrir en flestar vísbendingar benda sterklega til þess að uppsveifla eftirspurnar sé hafin á ný, sérstaklega neyslueftirspurnar, enda hefur kaupmáttur launa aukist töluvert undanfarna mánuði. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur þó haldið áfram að vaxa, en vinnumarkaður heldur að jafnaði áfram að slakna um hríð eftir að botni niðursveiflu í framleiðslu er náð og uppsveifla hafin. Hins vegar má greina fyrstu merki um að vinnuafleiftirspurn sé að taka við sér og muni glæðast enn frekar þegar líður á árið.

Í þjóðhagsspá bankans sem birt var í febrúar sl. var tekið tillit til væntanlegra framkvæmda vegna Fjarðaáls og í spánni sem birt er í þessu hefti er að auki gert ráð fyrir framkvæmdum vegna stækkunar Norðuráls. Hafa ber þó í huga að nokkur óvissa er enn um hana. Þessar framkvæmdir, ásamt opinberum framkvæmdum á þessu og á næsta ári umfram það sem fyrir var séð í byrjun febrúar, líklegum auknum aflaheimildum og áhrifum mikillar slökunar í peningamálum á undanförunum mánuðum, valda því að spá bankans um hagvöxt á þessu ári og því næsta hækkar frá því í febrúar. Þó er áfram reiknað með að hagvöxtur í ár verði undir vexti framleiðslugetu, eða 2½%, enda slaknar framleiðsluspenna og atvinnu-

leysi verður meira en það var að meðaltali á síðasta ári. Á næsta ári er gert ráð fyrir að hagvöxtur aukist enn og verði 3¼%. Spáin felur í sér að þökkalegt jafnvægi mun ríkja í þjóðarbúskapnum á þessu og næsta ári.

Í nýrri verðbólguþétt bankans, sem m.a. er byggð á ofangreindri þjóðhagsspá, er reiknað með að verðbólga verði undir markmiði bankans frameftir næsta ári. Undir lok ársins mun verðbólgan hins vegar stefna á verðbólguþéttmið og fara síðan að óbreyttu upp fyrir það á fyrri hluta ársins 2005. Lítil verðbólga næstu misserin á aðallega rætur að rekja til gengishækkunar krónunnar undanfarna mánuði og minni alþjóðlegrar verðbólgu en áður var reiknað með. Spáin byggist á þeirri forsendu að launahækkunarir verði tiltölulega hóflegar á næsta ári og mun minni en undanfarin ár. Þannig er reiknað með að launakostnaður á ársverk hækki aðeins um 4½% á næsta ári. Er það byggt á þeirri forsendu að fyrirstaða verði gegn launahækkunum vegna hás gengis krónunnar og sögulega hás hlutfalls launa í þjóðartekjum um þessar mundir. Gangi þessi forsenda ekki eftir og launahækkunarir verða meiri mun verðbólgan á næsta ári að óbreyttu fara yfir verðbólguþéttmið bankans.

Seðlabanki Íslands lækkaði vexti sína síðast í febrúar sl. og í kjölfarið slaknaði enn á aðhaldi peningastefnunnar. Snemma í maí voru raunstyrivextir bankans um 2½% og höfðu ekki verið lægri síðan snemma árs 1996. Lækkun bindiskyldu leiddi til aukins framboðs á lausu fé og stuðlaði þannig að lækkun vaxta á peningamarkaði. Áhrif þessarar slökunar á aðra vexti eru líklega ekki komin að fullu fram og örvunaráhrifanna á innlenda eftirspurn mun gæta langt fram á næsta ár. Vaxtamunur við útlönd hefur einnig minnkað og hefur ekki verið minni síðan í september 1996. Þrátt fyrir þetta hefur gengi krón-

unnar hækkad og var snemma í maí orðið 2% herra en í byrjun febrúar. Aðgerðir Seðlabankans undanfarna mánuði, þ.e. lækkun vaxta og bindiskyldu auk kaupa gjaldeyris á innlendum millibankamarkaði, stuðla að lægra gengi en ella, a.m.k. um hríð. Peningastefnan hefur því ekki valdið gengishækkuninni að undanfögnu, heldur virðist mega rekja hana til væntinga af völdum fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda.

Hækkun gengisins felur í sér hluta af aðlögun hagkerfisins vegna væntanlegra stóriðjuframkvæmda. Styrkingin sem þegar er orðin hjálpar þannig til við að skapa svigrúm fyrir stóriðjuframkvæmdirnar þar sem hún leiðir til minni verðbólgu en ella og dregur úr hagvexti í aðdraganda þeirra. Gengishækkunin bitnar hins vegar á útflutnings- og samkeppnisgreinum og hefur þegar rýrt afkomu þeirra. Í því sambandi verður þó að hafa í huga að framlegð margra útflutningsgreina var í sögulegu hámarki undanfarin tvö ár. Ástæða er til að hafa áhyggjur af áhrifum frekari hækkunar raungengisins á þessar greinar. Eins og rakið verður í kaflanum hér á eftir myndi vaxtalækkun Seðlabankans við núverandi aðstæður aðeins hafa skammvinn áhrif á gengið ef nokkur. Hið sama myndi gilda um inngríp á gjaldeyrismarkaði og breytingar á vægi erlendra og innlendra skulda ríkisins. Þar að auki myndi vaxtalækkun nú ekki samrýmast verðbólgu markmiði bankans. Nauðsynlegt er því að grípa til annarra ráða til að hemja óæskilega hækkun raungengisins. Áhrifaríkast yrði að auka aðhald í opinberum fjármálum, að teknu tilliti til hagsveiflunnar, sérstaklega með því m.a. að draga úr opinberum framkvæmdum þegar stóriðjuframkvæmdir verða í hámarki. Slíkar aðgerðir draga úr innlendri eftirspurn og leiða til lægra raungengis en ella. Samhliða þessu ætti að auka framboð vinnuafis á framkvæmdatímanum með meiri notkun erlends vinnuafis en ella. Með því drægi úr spennu á vinnumarkaði og hækkun raungengis sem henni myndi fylgja.

Við núverandi aðstæður og horfur yrði því afar óheppilegt að slaka frekar á í opinberum fjármálum því að það mun leiða til frekari þrenginga fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar þar sem raun-

gengi yrði herra en ella. Þá er brýnt að innbyggð sveiflujöfnun sem felst í auknum tekjum hins opinbera í uppsveiflu verði látin virka og tekjuauka verði ekki eytt í aukin útgjöld eða lækkun skatta. Í ljósi þess að líklegt er að lítills háttar tekjuhalli verði á hinu opinbera í ár munu skattalækkunar á allra næstu árum því krefjast niðurskurðar útgjalda.

Jafnan er mikilvægt að ríkisfjármálastefnan og peningamálastefnan vinni vel saman. Það verður enn mikilvægt en ella á komandi árum ef takast á að verja efnahagslegan stöðugleika og halda verðbólgu nálægt markmiði án of mikils hnjasks fyrir útflutningsgreinarnar. Þar sem væntingar hafa leikið stórt hlutverk í þróun gengisins að undanfögnu virðist ljóst að trúverðug áætlun í fjármálum hins opinbera til nokkurra ára sem hefði það að markmiði að mynda mótvægi við stóriðjuframkvæmdirnar myndi halda aftur af frekari hækkun gengisins. Við þær aðstæður þyrfti ekki að beita eins ströngu aðhaldi í peningamálum. Brýnt er því að móta og kynna skýra stefnu í opinberum fjármálum sem allra fyrst.

Peningastefnan og ríkisfjármálastefnan verða að styðja hvor aðra á því skeiði sem senn fer í hönd. Seðlabankinn er reiðubúinn til samstarfs líkt og hvatt var til á ársfundi bankans í mars sl. Það verður þó að byggjast á þeirri meginforsendu að peningastefnan sé á hverjum tíma í samræmi við verðbólgu markmið bankans.

Bankastjórn Seðlabankans hefur ákveðið að auka dagleg kaup gjaldeyris á innlendum millibankamarkaði í 2,5 milljónir Bandaríkjadala frá og með 19. maí nk. Frá því að bankinn hóf regluleg gjaldeyriskaup í september sl. hefur hann keypt gjaldeyri að andvirði 12,8 ma.kr. með þeim hætti, auk einna viðskipta að andvirði 4 ma.kr. Í ágúst sl. þegar áform bankans um gjaldeyriskaup voru kunngjörð tilkynnti hann að til stæði að kaupa jafnvirði 20 ma.kr. fyrir lok ársins 2003. Síðan hafa aðstæður breyst mjög. Innflæði gjaldeyris og hátt gengi krónunnar í kjölfar ákvörðunar um byggingu álvers og virkjana á Austurlandi gefa færi á frekari gjaldeyriskaupum og hyggt bankinn nýta sér það til þess að styrkja erlenda stöðu sína enn frekar. Hún skiptir máli fyrir mat á lánshæfi íslenska ríkisins og annarra innlendra

aðila. Ljóst er að þessi aðgerð kann að hafa áhrif á gengi krónunnar a.m.k. til skamms tíma og eykur jafnframt laust fé í fjármálakerfinu. Henni er lýst nánar í kaflanum um þróun markaða og aðgerðir Seðlabankans.

Eins og jafnan í máli birtist í þessu hefti grein um stöðugleika fjármálakerfisins. Meginniðurstöður hennar eru að þjóðhagsleg skilyrði fjármálastöðugleika hafi batnað enn frekar frá því að síðasta greining var birt í nóvember 2002. Lítil verðbólga, hóflegt vaxtastig og ágætt ytra jafnvægi ættu að stuðla að hagstæðu umhverfi fyrir heimili og fyrirtæki. Þá hefur staða banka og sparisjóða styrkst. Arðsemi er með besta móti, kostnaðarhlutfall hefur lækkað, vanskil virðast í rénun en óvaxtaberandi útlán aukast enn. Eiginfjárlutfall hækkaði í fyrra annað árið í röð. Verið er að efla áhættustýringu í greiðslukerfum og hefur sú vinna skilað sér í bættri lausafjárstýringu lánastofnana. Lánshæfismat ríkissjóðs og metinna fjármálafyrirtækja hefur verið hækkað.

Í ljósi verðbólguþáttarinnar sem kynnt er í þessu hefti telur bankastjórn Seðlabankans ekki tilefni til breytinga á vöxtum nú. Þótt verðbólga virðist verða undir markmiði bankans í næstu framtíð verður hún við verðbólguþáttmiðið eftir tvö ár og þá stígandi með vaxandi umsvifum í tengslum við stóriðjuframkvæmdirnar. Þessar framkvæmdir munu setja æ meira mark sitt á peningastefnuna eftir því sem nær þeim dregur. Spáin sem hér er birt gefur til kynna að vextir geti verið óbreyttir um hríð en taki síðan að hækka. Umfang og tímasetningar þeirra hækkana ráðast ekki síst af þeirri stefnu sem mótuð verður í ríkisfjármálum. Rétt er einnig að minna á að peningastefna tekur jafnan mið af framvindu mikilvægra vísbendinga og ekki er hægt að útiloka óvæntar breytingar sem gætu haft áhrif á framkvæmd hennar.