

Horfur varðandi vexti mjög svipaðar og í nóvember

Undanfarna mánuði hefur verðbólga verið lítillega undir 2½% verðbólguþrýstingur Seðlabankans og heldur minni en þegar *Peningamál* komu síðast út. Samkvæmt verðbólguþrýstingur sem birt er í þessu riti verður verðbólga undir markmiði þar til á seinni hluta árs 2005. Um það leyti má gera ráð fyrir að hún fari upp fyrir markmiðið, miðað við óbreytt gengi og stýrivexti Seðlabankans. Þegar lagt er mat á verðlagsþróun og horfur er hins vegar mikilvægt að hafa í huga að gengi krónunnar er að öllum líkindum nokkru sterkara um þessar mundir en sennilegt er að haldist til langframa. Nýleg verðlagsþróun og spár sem byggðar eru á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist áfram hátt kunna því að fela í sér vanmat á duldu verðbólguþrýstingur. Fjármagnsinnstreymi á næstu tveimur árum kann að vísu að halda genginu fremur sterku, þótt ekki sé hægt að ganga að því vísu meðal annars sakir þess að aðstæður gætu breyst.

Umtalsverður framleiðnivöxtur á sl. ári virðist hafa stuðlað að lítilli verðbólgu að undanfögnu, þrátt fyrir meiri hagvöxt en reiknað var með í spá bankans í nóvember. Haldi framleiðni áfram að aukast meira en vant er mun það létta á verðbólguþrýstingur á næstunni. Kjarasamningar sem nýlega voru undirritaðir og í stórum dráttum virðast geta samrýmt verðbólguþrýstingurinu fela í sér ákvæði er gætu ýtt undir frekari hagvöxt. Að undanfögnu hefur það einnig létt á verðbólguþrýstingur að ör vöxtur þjóðar-útgjalda hefur fyrst og fremst fundið sér farveg í meiri innflutningur. Hann hefur því þrýst minna á innlenda framleiðsluþætti og verðlag en ella, en birst í vaxandi viðskiptahalla, sem nam u.þ.b. 5½% af landsframleiðslu á sl. ári. Viðskiptahallinn skýrist að

hluta af þeirri miklu fjárfestingu sem nú er hafin ásamt stöðnun í útflutningur, en er nokkru meiri en gert var ráð fyrir í fyrri spám. Óhóflegur viðskiptahalli gæti til lengri tíma litið grafið undan gengi krónunnar og leitt til aukinnar verðbólgu, en hætta virðist ekki mikil á tímabilinu sem verðbólguþrýstingur sem hér er birt nær til.

Þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er að þessu sinni er ekki heildstæð spá, þar sem farið er yfir allt sviðið, heldur uppfærsla á nóvembersspá bankans. Veigamesta frávikur frá nóvemberspánni er að nú er reiknað með framkvæmdum vegna stækkunar Norðurláls, sem leiðir til þess að hagvöxtur verður nokkru meiri en áður var spáð, 3½% 2004 og 4½% 2005. Vegna herra gengis, mikillar framleiðni- aukningar í fyrri og hárrar hlutdeildar erlends vinnuafis við stóriðjuframkvæmdir verður þrýstingur á innlenda framleiðsluþætti og verðlag minni en ella.

Stýrivextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í rúmt ár. Aðhald peningastefnunnar sem í þeim felst er líklega nálægt því að vera hlutlaust og eru vextirnir svipaðir og í þeim verðbólguþrýstingur- löndum sem eru í líkri stöðu. Í síðustu *Peningamálum* var sagt að vaxtahækkunir væru líklega framundan, jafnvel þótt ekki kæmi til stækkunar Norðurláls, enda fór verðbólga samkvæmt spánni sem þá var birt upp fyrir verðbólguþrýstingur bankans eftir tvö ár að óbreyttri peningastefnu. Til þessa hefur Seðlabankinn þó ekki talið tímabært að hækka vexti. Verðbólga var að vísu meiri á fjórða ársfjórðungur 2003 en bankinn spáði í nóvember, en hjaðnaði á fyrstu mánuðum þessa árs og var í byrjun mars 1,8% eða nokkru undir verðbólguþrýstingur bankans. Gengi krónunnar tók enn fremur að hækka undir lok

síðasta árs. Vísbendingar um verulega framleiðni- aukningu og meiri undirliggjandi slaka á vinnu- markaði á sl. ári en gert var ráð fyrir gáfu enn fremur tilefni til að fara hægt í sakirnar. Einnig voru fjárlög samþykkt með meiri afgangi en fólst í fjárlagafrum- varpinu og ákvarðanir hafa enn ekki verið teknar um umfang og fyrirkomulag breytinga á húsnæðislánum.

Verðbólguþáinn sem hér er kynnt bendir ekki til þess að verðbólga fari upp fyrir verðbólgu markmiðið fyrir en á síðari hluta næsta árs. Aðstæður eru að því leyti mjög svipaðar og í nóvember sl. Í því sambandi er þó mikilvægt að hafa þrennt í huga. Í fyrsta lagi er í spánni sem hér birtist miðað við gengi sem er 5% hærra en í nóvemberþánni. Óvíst er að gengið haldist svo hátt. Í öðru lagi er nú skemmra til þess að framkvæmdir við byggingu virkjana og álbræðslna komist í hámark. Í þriðja lagi eru yfirgnæfandi líkur á að af stækkun álbræðslu Norðuráls verði, eins og gengið er út frá í spá bankans nú. Þótt áhrifanna gæti minna í spánni en ætla mætti vegna hærra gengis krónunnar og óvenju mikillar framleiðniaukningar á sl. ári, sem dregur úr verðbólgu um hrið, eru þau engu að síður umtalsverð. Einnig ber að leggja áherslu á þá óvissu sem ríkir um áhrif framkvæmda sem framundan eru á þjóðarbúskapinn. Þær eru ein- stakar í sögunni bæði að því er snertir umfang og þau skilyrði sem þær verða við, þ.e.a.s. óheftar fjár- magnshreyfingar og fljótandi gengi.

Að mati Seðlabankans er stöðugleiki fjármála- kerfisins viðunandi en ástæða er til að hafa áhyggjur af útlánum, erlendum skuldum og eignaverði. Í greiningu bankans á stöðugleika fjármálakerfisins er athygli nú beint að stöðugleika markaða með skýrari hætti en áður. Laga- og regluumhverfi markaða hefur verið mótað á undanförunum árum og telst vera í góðu horfi. Rekstraröryggi er í nokkuð góðu lagi en helstu veikleikar íslenskra markaða eru smæð þeirra og fæð markaðsaðila.

Þjóðhagsleg skilyrði fyrir fjármálastöðugleika eru á heildina litið góð og hafa lítið breyst frá síðustu greiningu. Sama á við um stöðu heimila og fyrirtækja þótt skuldir þeirra hafi enn vaxið. Arðsemi fjármála- fyrirtækja hefur aldrei verið meiri en nú, en hana má að miklu leyti rekja til annarra þátta en hefð-

bundinnar bankastarfsemi. Framlag á afskriftareikn- ing útlána jókst verulega á síðasta ári. Staða mikilvægustu fjármálafyrirtækja er tiltölulega traust og viðnámsþróttur þeirra til að mæta áföllum við- unandi. Helstu áhyggjuefni eru þensla í útlánum, sem að mestu er fjármögnuð erlendis, og hátt eigna- verð. Útlánaaukningin er mest til fyrirtækja og erlendra lánþega. Innlend útlán hafa aukist hratt á undanförunu ári og meira en til lengri tíma samrýmist stöðugleika verðlags og efnahagslífs. Skuldsett kaup á skráðum sem óskráðum félögum eru ein skýringin á þeirri þróun.

Í kjölfar greiningar bankans á stöðugleika fjár- málakerfisins í nóvember sl. hélt bankastjórn fundi með stjórnendum viðskiptabankanna og stærsta sparisjóðsins. Á fundunum ítrekaði bankastjórnin áhyggjur sínar af hraðri aukningu útlána og mikilli erlendri fjármögnun til skamms tíma. Bankastjórnin sá ástæðu til að fylgja sjónarmiðum sínum eftir með bréfi til viðmælenda sinna sem síðar var gert opinbert. Hið opinbera og Seðlabankinn hafa bætt erlenda stöðu sína en staða annarra hefur versnað á síðustu árum. Í ljósi þessarar þróunar er mikilvægt að viðskiptabankarnir hafa á undanförunum misserum náð betri dreifingu á erlendri fjármögnun en áður og upp á síðkastið lengri lánstíma í lántökum.

Þótt verðlagsstöðugleiki og fjármálastöðugleiki séu tvö aðskilin verkefni seðlabanka eru þau tengd. Um þessar mundir á sér stað töluverð umræða á alþjóðavettvangi um samspil þeirra. Þessi umræða snertir að vissu leyti þau úrlausnarefni sem peninga- stefnan stendur nú frammi fyrir héraðs. Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu er hátt í sögulegu samhengi og virðist hafa náð hámarki a.m.k. í bili. Verð skráðra hlutabréfa, þ.m.t. fjármálafyrirtækja, hefur hækkað verulega það sem af er þessu ári eftir methækkunir í fyrra. Sú spurning verður áleitnari hverjar afleiðing- arnar yrðu ef eignaverð tæki að lækka. Eins og rætt hefur verið áður í *Peningamálum* er hugsanlegt að mikil og skyndileg aukning á aðhaldi í peninga- málum gæti hrundið af stað lækkuð eignaverðs. Því er mikilvægt að ekki verði ástæða til of harkalegra aðgerða í peningamálum. Í því samhengi er brýnt að stefnan í ríkisfjármálum verði aðhaldssöm á mestu

framkvæmdaárunum og að ekki verði kynt undir útlánaþenslu.

Verðbólguþáin sem birt er í þessu hefti kallar að óbreyttu á hærri stýrivexti bankans á komandi mánuðum, þótt verðlagshorfur séu góðar fram á næsta ár. Sakir þess að peningastefnan þarf að vera framsýn gæti þetta hæglega þýtt að Seðlabankinn hækki stýrivexti sína jafnvel þótt verðbólga sé enn nokkuð undir markmiði bankans. Hinar miklu framkvæmdir á næstu árum leiða til þess að skyggjast þarf lengra fram á veginn þegar ákvarðanir eru teknar í peningamálum en að öllu jöfnu. Sjónarmið sem varða fjármálastöðugleika gefa tilefni til hins sama. Ákvarðanir um hve fljótt eða hratt eigi að hækka vexti þurfa að taka mið af því hvoru fylgi meiri áhætta: að vextir verði tímabundið lægri en þarf til að tryggja framgang verðbólguþáinn eða heldur hærri. Sökum umfangs framkvæmda sem framundan

eru og áhrifa þeirra á almenna eftirspurn er ólíklegt að hægfara vaxtahækkun á næstu mánuðum geti leitt til of mikils aðhalds nema e.t.v. í mjög skamman tíma og ætti því að hafa lítið framleiðslutap í för með sér. Þá áhættu verður að vega á móti áhættu sem stafað gæti af of litlu aðhaldi í upphafi sem myndi krefjast mun harkalegra aðhalds síðar með tilheyrandi afleiðingum. Þetta mun Seðlabankinn meta betur á næstunni. Bankinn mun einnig fylgjast náið með ákvörðunum sem teknar verða um fyrirkomulag húsnæðislána, t.d. hvort samhliða hækkun hámarks-lána og veðmarka verði gerðar breytingar sem vega á móti þensluáhrifum þeirra. Þá skiptir verulegu máli hvort boðað aðhald í ríkisfjármálum á þessu ári gengur eftir og þegar lítið er lengra fram á veg hvernig stefnan í þeim verður á árunum 2005 og 2006.