

Inngangur

Bankastjórn Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka stýrivexti bankans um 0,5 prósentur hinn 21. september nk. Vaxtahækkunin er hin fjórða í röð vaxtahækkana sem bankinn telur nauðsynlegar til að bregðast við miklum vexti eftirspurnar og mæta áhrifum mikilla framkvæmda næstu árin á þjóðar- búskapinn og verðbólguhorfur. Alls hafa stýrivextir bankans verið hækkaðir um 1,45 prósentur síðan í maí sl. og verða 6,75% eftir þá hækkun sem nú hefur verið ákveðin. Í þessu hefti *Peningamála* er fjallað um framvindu efnahagsmála og þær aðstæður sem liggja að baki ákvörðun bankastjórnar. Í ritinu er einnig að finna ítarlega greiningu á stöðugleika fjármálakerfisins.

Efnahagshorfur krefjast aukins peningalegs aðhalds

Í *Peningamála* 2004/2, sem komu út í byrjun júní, birti Seðlabankinn þjóðhags- og verðbólguþátt sem sýndi vaxandi verðbólgu, nálægt þolmörkum verðbólguþáttmiðs, á síðari hluta ársins og fram á næsta ár. Helstu ástæður aukinnar verðbólgu voru taldar vaxandi eftirspurn, veikara gengi krónunnar og hækkun eldsneytisverðs. Síðan spáin var birt hefur framvindan í meginatriðum verið í samræmi við forsendur sem byggt var á við gerð hennar. Sem endranær var gengið út frá óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar á spátímabilinu, en frá því að spáin var gerð hefur gengi krónunnar að meðaltali verið ríflega 1% hærra en reiknað var með í spánni. Breytingar á gengi krónunnar hafa því haft lítil áhrif á verðlagshorfur til næstu ára. Þá hefur Seðlabankinn hækkað stýrivexti sína frá því spáin var gerð.

Þótt verðbólga hafi nálgast efri þolmörk verðbólguþáttmiðs fyrr en margir höfðu búist við hafa líkur á að þau verði rofin þegar á þessu ári minnkað. Mestu máli skiptir hins vegar að verðbólguhorfur til næstu tveggja ára virðast í stórum dráttum svipaðar og þær voru í júníbyrjun. Þó virðist hætta á meiri verðbólgu árið 2006 en spáð var í júní í ljósi þess að horfur eru á meiri hækkun innflutningsverðs en gert var ráð fyrir í spánni. Vöxtur innlendrar eftirspurnar stefnir jafnframt í að verða meiri í ár en gengið var út frá í þjóðhagsspánni sem lá til grundvallar verðbólguþáttmiðs. Fremur virðist tilefni til þess að ætla að

vöxturinn næstu tvö árin gæti orðið meiri en spáð var í júní. Þá er enn sem komið er erfitt að meta áhrifin af nýjum verðtryggðum lánum bankanna, en líklegt er að þau örvi eftirspurn.

Fram undan er eitt mesta framkvæmdatímabil Íslandssögunnar. Peningastefnan þarf að vera afar aðhaldssöm á meðan það stendur yfir. Einnig ber að taka tillit til þess að áhrifa framkvæmdanna mun gæta handan sjóndeildarhings verðbólguþáttmiðs. Þótt sjóndeildarhringur verðbólguþáttmiðs sem bankinn birtir sé u.þ.b. tvö ár og ákvarðanir í peningamála miðist að jafnaði við hann, verður ekki fram hjá því horft að hætta á óstöðugleika í verðlagsmálum kann að verða einna mest þegar dregur að lokum framkvæmda, á árunum 2006 til 2008. Sem fyrr hvíla horfur í verðlagsmálum mjög á því að gengi krónunnar haldist sterkt á meðan framkvæmdir standa sem hæst og hamli þannig gegn því að vaxandi framleiðsluspenna leiði til aukinnar verðbólgu. Jafnframt er mikið í húfi að verðlagsforsendur kjarasamninga standist.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur heldur aukist á undanförunum mánuðum og á fyrri hluta ársins dró nokkuð úr atvinnu frá fyrra ári. Víðtæk notkun erlends vinnuafis við virkjunarframkvæmdir á Austurlandi hefur jafnframt dregið úr tekjuáhrifum framkvæmdanna hér á landi. Engu að síður er varasamt að draga þá ályktun að svo mikill slaki sé fyrir hendi á vinnumarkaði að ekki sé hætta á launaskriði þegar framkvæmdirnar færast í aukana og nálgast höfuð-

borgarsvæðið, þungamiðju hins íslenska vinnumarkaðar. Flöskuhálsar á vinnumarkaði geta þá leitt til launaskriðs í ákveðnum geirum sem hafa áhrif út fyrir raðir einstakra starfsstétta. Nýjar upplýsingar sýna enn fremur töluverða fjölgun starfa í boði, sérstaklega á Reykjavíkursvæðinu.

Umtalsverð óvissa ríkir um áhrif stóriðju- og virkjunarframkvæmdanna á þjóðarbúskapinn, meðal annars á gengi krónunnar, þótt umfang þeirra sé í meginatriðum þekkt. Við ákvarðanir í peningamálum þarf að taka tillit til þessarar óvissu og þess að ekki er hægt að beita peningastefnunni til að finnstilla eftirspurn í þjóðarbúskapnum á einstökum stigum framkvæmdanna. Áður hefur komið fram í *Peningamállum* að Seðlabankinn telur litla hættu á ferðum þótt aðhald verði tímabundið meira en verðlagsþróun og vöxtur eftirspurnar gefa beinlínis tilefni til. Of lítið aðhald peningastefnu framan af framkvæmdaskeiðinu kynni hins vegar að hafa alvarlegar afleiðingar í för með sér. Leiði of mikil framleiðsluspenna í upphafi framkvæmda til þess að verðbólga fer á skrið á meðan framkvæmdir standa yfir kann slíkt að krefjast enn meira aðhalds síðar og gæti haft í för með sér harkalega aðlögun og vandamál í fjármálakerfinu.

Eftir að síðasta verðbólguþá Seðlabankans var gerð í lok maí sl. voru stýrivextir bankans sem fyrr segir hækkaðir um 0,75 prósentur, þ.e.a.s. 0,25 prósentur í júníbyrjun og 0,5 prósentur mánuði síðar. Í maí hafði bankinn hækkað vexti um 0,2 prósentur. Líta ber á vaxtahækkunirnar sem fyrstu skrefin í viðleitni bankans til að tryggja að framkvæmdirnar, sem færast munu í aukana á næstu tveimur árum, grafi ekki undan stöðugleika í verðlagsmálum. Með hækkun stýrivaxta brást bankinn einnig við meiri vexti eftirspurnar en áður hafði verið búist við og aukinni verðbólgu. Þótt verðbólgan hafi að hluta til verið af erlendum uppruna og að því leyti utan áhrifasviðs Seðlabankans er ljóst að ör vöxtur eftirspurnar átti einnig umtalsverðan hlut að máli.

Að nokkru leyti má líta á hækkun stýrivaxta nú sem viðbrögð við vaxandi verðbólguvæntingum, sem fólu í sér lækkun raunstýrivaxta frá því að vextir bankans voru hækkaðir í byrjun júní, og öðrum hræringum sem hafa áhrif á fjármálaleg skilyrði. Frá

því að stýrivextir bankans voru hækkaðir í júlí hafa orðið miklar hræringar á íbúðalánamarkaði, sem leitt hafa til umtalsverðrar lækkunar vaxta á íbúðalánnum. Þessar hræringar hafa leitt til þess að fjárhagsleg skilyrði einstaklinga eru líklega minna aðhaldssöm um þessar mundir en áður en Seðlabankinn hóf að hækka vexti. Ekki er heldur hægt að fullyrða að fjárhagsleg skilyrði atvinnu- eða fjármálafyrirtækja hafi orðið marktækt aðhaldssamari. Þróunin á fjármálamörkuðum hefur því unnið á móti aðgerðum Seðlabankans á undanföllum mánuðum. Óhjákvæmilegt er að Seðlabankinn bregðist við þessari þróun í ljósi þess að þungi framkvæmda við virkjanir og álbræðslur mun vaxa ört á næstu mánuðum. Vaxtahækkuninni sem hér er tilkynnt er öðrum þræði ætlað að vinna á móti þeirri slökun á fjármálalegum skilyrðum sem hræringar síðustu mánaða hafa haft í för með sér. Hún er hins vegar ekki síðasta skrefið í aðgerðum Seðlabankans til að skapa peningalegt aðhald sem nægir til að verðbólga haldist sem næst verðbólgu-markmiði bankans á næstu árum. Því má búast við frekari hækkun vaxta á komandi mánuðum, nema framvinda efnahagsmála verði umtalsvert önnur en hagvísar gefa til kynna.

Stefnan í fjármálum ríkisins og hins opinbera í heild mun gegna afar mikilvægu hlutverki á næstu árum. Með aðhaldssamri stefnu í ríkisfjármálum má draga úr líkum á því að nauðsynlegt verði að beita mjög hörðu aðhaldi í peningamálum, sem leitt gæti til versnandi samkeppnisstöðu og erfiðleika í atvinnulífinu. Leggi stefnan í fjármálum hins opinbera of mikla byrði á peningalegt aðhald gæti það í versta falli grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins.

Fjármálakerfið hefur töluverðan viðnámsþrótt til að mæta þjóðhagslegu ójafnvægi

Stöðugleiki fjármálakerfisins á næstu árum mun ráðast mjög af því hve vel tekst að stýra þjóðarbúskapnum í gegnum hina miklu fjárfestingarhrinu sem fram undan er. Mikilvægt er að hindra ofpenslu með tilheyrandi verðbólgu. Að því leyti sem þjóðarskútan siglir nú inn í mikið framkvæmdaskeið með heldur meiri verðbólgu, meiri viðskiptahalla og minni slaka en gert var ráð fyrir í síðustu úttekt á fjármálastöðugleika hefur áhættan aukist nokkuð.

Auk þess framkvæmdaskeiðs sem fram undan er ber að nefna tvennt sem öðru fremur er ástæða til að huga að. Annað er hraður útlánavöxtur og vaxandi skuldir bæði heimila og fyrirtækja. Hitt er hátt eignaverð. Fjallað er um áhættu sem fylgir þessari þróun í grein í þessu hefti. Alþjóðleg reynsla sýnir að þegar þetta tvennt fer saman kann hætta að steðja að stöðugleika fjármálakerfisins. Útlánaþenslan, sem að mestu er fjármögnuð erlendis frá, er enn mun meiri en til lengdar fær samrýmst stöðugleika. Þótt efnahagsreikningur íslenskra heimila og fyrirtækja hafi á síðustu árum orðið berskjaldaðri fyrir sveiflum í eignaverði og gengi gjaldmiðla, virðist staða þeirra vera sterk um þessar mundir. Fyrirhuguð rýmkun opinberra húsnæðislána gæti aukið skuldsetningu heimila og sama má segja um nýleg tilboð banka og sparisjóða um langtímalán á lægri vöxtum. Skuldaaukning fyrirtækja heldur áfram og að hluta með skuldsettum hlutabréfakaupum en góð framlegð fyrirtækja eykur þol þeirra. Áhyggjuefnin varða fyrst og fremst getu heimila og fyrirtækja til að standa af sér meiri háttar afturkipp í þjóðarbúskapnum, sem er þó ólíklegur á næstu árum.

Staða fjármálafyrirtækja þótti tiltölulega traust í síðustu greiningu í mars sl. og það mat er óbreytt nú. Arðsemi banka og sparisjóða var á heildina litið ágæt á fyrstu sex mánuðum ársins og eiginfjárlutfall tiltölulega hátt. Hagfelld verðþróun á innlendum verðbréfamörkuðum og stöðutaka ráða mestu um þessa afkomu. Útrás bankanna hefur breikkað tekjugrundvöll þeirra og áhættudreifingu en engu að síður er meirihluti hagnaðarins enn af innlendum toga. Sókn íslenskra viðskiptabanka á erlendan vettvang hefur verið eindregin á síðustu árum. Þessi alþjóðavæðing bankanna hefur leitt til margháttæðra breytinga á starfi Seðlabankans og aukinna samskipta við innlenda sem erlenda samstarfsaðila en ljóst er að margt er ógert í þeim efnunum. Íslenska fjármálakerfið hefur hleypt heimdraganum, verður sífellt alþjóðlegra og er nú kvikara en áður var.

Mikil erlend fjármögnun bankanna hefur vakið athygli hjá innlendum og erlendum aðilum sem fylgjast með íslenska fjármálakerfinu. Seðlabankinn hefur

brýnt fyrir bönkunum að gæta vel að fjármögnun sinni og lánstrausti. Mikilvægt var að bankarnir hófu að lengja lánstíma gengisbundinnar fjármögnunar sinnar síðla á liðnu ári og er nú rúmt ár liðið án þess að skammtímalántökur þeirra hafi aukist. Einnig er ánægjulegt að lánshæfiseinkunn bankanna hefur hækkað á síðustu tveimur árum. Í samvinnu við Fjármálaeftirlitið efndi Seðlabankinn í sumar til viðræðna við sérfræðinga stærstu viðskiptabankanna um lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Samkomulag varð um þau meginatriði sem stuðla að bestu framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða og mun Fjármálaeftirlitið væntanlega gefa út leiðbeinandi tilmæli þar að lútandi.

Á innlendum verðbréfamörkuðum hafa orðið nokkrar breytingar á framkvæmd viðskipta og uppgjör og reynt hefur á skilvirkni markaðanna á síðustu sex mánuðum. Í aðalatriðum má segja að markaðirnir hafi staðist prófið. Sama má segja um starfrækslu greiðslukerfa. Með þeim breytingum sem gerðar hafa verið á greiðslukerfum hér á landi á undanförunum árum telur Seðlabankinn að verulegur árangur hafi náðst í að takmarka lagaáhættu, greiðsluáhættu, lausafjárahættu og uppgjörásáhættu. Í næsta áfanga verður bæði tækifæri og þörf á að huga vel að stjórnun rekstraráhættu í greiðslukerfunum.

Stöðugleiki fjármálakerfisins er tvíþættur. Annars vegar er sú áhætta sem kerfinu er búin og hins vegar er viðnámsþróttur þess. Áhætta verður ætíð til staðar þótt unnt sé að halda henni í skefjum að vissu marki. Að því marki sem ekki er unnt að forðast áhættu hlýtur verkefni þeirra sem stuðla vilja að fjármála-stöðugleika að vera að efla viðnámsþrótt, þ.e. stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi eins og segir í lögnum um Seðlabanka Íslands. Fyrirsjáanlegt var að þjóðhagslegt jafnvægi myndi raskast af völdum hinna miklu framkvæmda sem hafnar eru og standa munu næstu ár. Af þeim sökum eykst óhjákvæmilega áhættan sem fjármálakerfinu er búin. Ánægjulegt er að viðnámsþróttur fjármálafyrirtækja og markaða hefur eflst og verður að teljast töluverður um þessar mundir.