

Enn eru forsendur fyrir slökun í peningamálum

Verðbólga hefur hjaðnað ört undanfarna mánuði. Verðbólguþéttun bankans náðist í nóvember 2002. Kjarnavísitölur, sem eru mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu, voru þá enn yfir verðbólguþéttuninni, en fóru undir það í janúar. Eins og við var búist hjaðnaði tólf mánaða hækkun neysluverðs frekar og varð aðeins 1,4% í janúar. Að hluta til stafaði það af mikilli hækkun neysluverðs í janúar 2002 og mun tólf mánaða verðbólga mælast meiri á næstu mánuðum. Verðbólga á fjórða ársfjórðungi 2002 var nokkurn veginn í samræmi við spá Seðlabankans frá því í nóvember sl. Þá spáði bankinn að á fjórða ársfjórðungi 2002 yrði neysluverð 2,3% hærra en á sama tíma árið áður en niðurstaðan var 2,2%.

Þróun framleiðslu og eftirspurnar hefur verið heldur veikari en reiknað var með fyrir í vetur. Landsframleiðsla dróst verulega saman á þriðja ársfjórðungi 2002 frá sama tíma árið áður og vísbendingar eru um að hún hafi lítið aukist á fjórða ársfjórðungi. Því er líklegt að landsframleiðsla hafi dregist lítillega saman á síðasta ári í heild. Þá hefur eftirspurn á vinnumarkaði haldið áfram að slakna og vísbendingar eru um að vinnuafleiðingunni muni enn dragast saman á fyrstu mánuðum þessa árs og atvinnuleysi aukast. Þessi aukni slaki hefur áhrif á nýja þjóðhagsspá bankans. Meginbreytingin frá síðustu spá bankans felst þó í því að nú er reiknað með byggingu álvers á Reyðarfirði og tilheyrandi raforkuverum. Þá hefur það einnig áhrif á spána að miðað er við gengi undir lok janúar, sem var nærri 5% hærra en reiknað var með í spánni í nóvember og að aflaheimildir hafa verið auknar.

Á þessum forsendum er því spáð að hagvöxtur verði 1¾% á þessu ári en 3% árið 2004. Þrátt fyrir stóriðjuframkvæmdir er þetta aðeins lítillega meiri hagvöxtur á þessu ári en spáð var í nóvember síðastliðnum og sá sami á næsta ári. Ástæðurnar eru meðal annars meiri slaki um þessar mundir en áður var talið og hærra gengi, en einnig ber að hafa í huga að meginþungi stóriðjuframkvæmda verður ekki fyrir en á árunum 2005 og 2006. Á heildina lítið mun ríkja nokkuð gott jafnvægi í þjóðarþúinu næstu tvö ár samkvæmt spánni. Spáð er að viðskiptahalli verði langt innan sjálfbærra marka þrátt fyrir innflutning fjárfestingarvarnings vegna stóriðjuframkvæmda. Þótt nokkur slaki verði í hagkerfinu á næstu mánuðum, sem birtist m.a. í því að spáð er að atvinnuleysi verði að meðaltali 3½% á þessu ári, verður hann fremur lítill á árinu í heild og á næsta ári mun atvinnuleysi minnka en framleiðsluspenna verður þó enn mjög lítil. Miðað við þessar forsendur og óbreytt gengi og peningastefnu frá því í lok janúar er því spáð að verðbólga verði rétt rúmlega 2% á þessu og næsta ári, þ.e.a.s. lítillega undir verðbólguþéttun bankans.

Í þessu hefti *Peningamála* birtist úttekt Seðlabankans á fyrirhuguðum stóriðjuframkvæmdum á Austurlandi. Þessar framkvæmdir eru mjög stórar að tiltölu við hagkerfið og munu auka framleiðsluspennu og verðbólguþéttun í hagkerfinu, sérstaklega á árunum 2005 og 2006 þegar 2/3 hlutar þeirra munu eiga sér stað. Án innri viðbragða hagkerfisins, t.d. með hærra gengi, og aðgerða í hagstjórn eru verulegar líkur á því að verðbólga fari umtalsvert út fyrir þölmörk peningastefnunnar. Úttektin bendir

hins vegar til þess að með viðeigandi hagstjórnarviðbrögðum verði hægt að halda verðbólgu vel innan þolmarka þegar hún stefnir hæst. Ef ekki kemur til gengisaðlögunar og aðgerða í ríkisfjármálum mun álag á peningastefnuna þó verða mikið. Seðlabankavextir gætu þannig að óbreyttu þurft að verða a.m.k. 10% þegar þeir verða hæstir. Með gengisaðlögun og raunhæfum aðgerðum í ríkisfjármálum dregur hins vegar verulega úr þörfinni á hækkun Seðlabankavaxta sem þá þyrftu ekki að verða hæstir nema rúmlega 7%. Eigi peningastefnan að vera nægilega framsýn þurfa Seðlabankavextir að hækka umfram það sem ella hefði orðið í síðasta lagi á næsta ári, en gengisþróun getur haft nokkur áhrif á tímasetninguna. Reyndar bendir margt til þess að hluti hugsanlegrar gengisaðlögunar vegna stóriðjuframkvæmda sé þegar kominn fram.

Gera verður mikla fyrirvara við niðurstöður þessara útreikninga. Þeir byggjast á margvíslegum forsendum sem gætu brugðist, svo sem um væntingar heimila og fyrirtækja og tiltölulega mjúk viðbrögð fjármálamarkaða. Þá ríkir mikil óvissa um gengisþróun. Því ber að undirstrika að stefnan í peningamálum verður jafnan mótuð á grundvelli heildarmats á ástandi og horfum í efnahagsmálum sem gæti orðið annað en nú er ætlað.

Gengi krónunnar hefur hækkað umtalsvert undanfarnar vikur. Undir lok janúar var það um 7% hærra en í lok október. Margir þættir hafa sjálfsagt stuðlað að þessari hækkun, svo sem gott jafnvægi í utanríkisviðskiptum að undanfögnu, fjárfestingu erlendra aðila á innlendum fjármagnsmarkaði og auknar aflaheimildir. Hins vegar er líklegt að meginskýringin liggi í fyrirhuguðum stóriðjuframkvæmdum. Þeim mun fylgja mikið gjaldeyrisinnstreymi á komandi misserum og hærri stýrivextir. Á framsýnum markaði ættu báðir þessir þættir að hækka gengi nú þegar, þar sem framkvæmdirnar eru fyrirséðar. Á hinn bóginn býr hækkun gengisins í haginn fyrir framkvæmdirnar því að hún dregur úr verðbólgu og eykur framleiðslulaka í aðdraganda þeirra. Hugsanlegt er þó að markaðsaðilar ofmeti eitthvað nálægð og mikilvægi stóriðjuframkvæmda en vanmeti þann slaka sem þegar hefur myndast og

gengisstyrkingin byggist því að einhverju leyti á óraunsæjum væntingum. Engar forsendur eru hins vegar fyrir því á þessu stigi að fullyrða að þessir þættir hafi skipt sköpum um styrkingu krónunnar að undanfögnu. Seðlabankinn ákvað í janúar og febrúar að nota ríkjandi aðstæður á gjaldeyrismarkaði til að auka kaup sín á gjaldeyri á millibankamarkaði sem miða að því að bæta gjaldeyrisstöðu bankans.

Seðlabankinn hyggst á næstunni kynna lánastofnunum breytingar á reglum um bindiskyldu og verða þær áfangi í því að samræma starfsumhverfi hérlendra lánastofnana starfsumhverfi sambærilegra stofnana í flestum löndum Evrópu. Breytingar verða í tveimur áföngum. Í fyrri áfanga verða bindihlutföll lækkuð nokkuð og í síðari áfanga verða reglur Seðlabankans um bindigrunn og bindihlutfall færðar til samræmis við reglur sem Seðlabanki Evrópu hefur sett lánastofnunum sem starfa í aðildarlöndum Efnahags- og myntbandalags Evrópu. Fyrirhugað er að fyrri áfanga verði hrundið í framkvæmd á næstu vikum en síðari áfanganum ekki síðar en um næstu áramót. Áfangarnir munu væntanlega hvor um sig leiða til áþekkrar lækkunar bindiskyldu í heild.

Verðbólguþátturinn sem hér er birt gefur tilefni til frekari lækkunar stýrivaxta bankans, þar sem hún er undir markmiði hans allt spátímabilið. Seðlabankinn hefur því ákveðið að lækka vexti sína í endurhæfingum viðskiptum við lánastofnanir um 0,5 prósentur frá og með 18. febrúar nk. Eftir þessa lækkun verða vextir bankans orðnir lægri en nokkru sinni síðan á árinu 1994, þegar verðbólga var aðeins 1½% og mun meiri slaki var í hagkerfinu en nú. Raunvextir bankans verða eftir breytinguna orðnir um 2¾%, sem er nokkuð undir núverandi mati á jafnvægisvöxtum, og lægra en nokkru sinni síðan vorið 1996, en þá var meiri slaki í hagkerfinu en nú. Fyrirhugaðar breytingar á bindiskyldu munu einnig fela í sér nokkra slökun á aðhaldi peningamála. Hvort og í hvaða mæli verður um frekari slökun í peningamálum að ræða mun sem fyrr ráðast af framvindu og horfum. Þar togast á mismunandi tilhneigingar sem óvíst er hversu sterkar eru og munu breytast í rás tímans. Þar skiptir mestu annars vegar óvissan um umfang slakans í hagkerfinu á fyrstu mánuðum þessa árs og

hins vegar hversu hratt hagkerfið tekur við sér vegna fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda eða annarrar þróunar. Í þessu sambandi skiptir einnig máli þróun alþjóðlegra efnahagsmála sem er fremur óviss um þessar mundir.

Seðlabankinn telur að ekki sé mikil hættá á eiginlegri verðhjöðnun hér á landi, samanber umfjöllun í kaflanum um þróun og horfur hér á eftir, og því ekki tilefni til snarprar slökunar í peningamálum af þeim sökum. Þá telur bankinn að ekki sé tilefni til mikillar lækkunar vaxta bankans með það eitt að markmiði að

stuðla að lækkun á gengi krónunnar. Hluta af hækkun þess má líklega rekja til hækkunar jafnvægisgengis. Því er næsta víst að það krefðist töluvert lægri vaxta en samrýmist verðbólguþröngun bankans að vinda ofan af hækkun gengisins síðustu mánuði. Þá væri hætt við að safnað yrði í bálköst næsta ofpenslu- og óstöðugleikatímabils í íslenskum efnahagsmálum. Bankinn mun því áfram ákvarða vexti með hliðsjón af verðbólguþröngun einu og hann er skuldbundinn til.