

## Inngangur

# Peningastefnan tekur mið af efnahagsbata og lítilli verðbólgu en um leið nokkurri óvissu

Efnahagsbati er hafinn og flest bendir til vaxandi uppsveiflu á komandi vetri. Hagvöxtur var góður á fyrsta ársfjórðungi, eða 3,3%, og vísbendingar eru um áframhaldandi hagvöxt á öðrum ársfjórðungi þótt hann gæti hafa verið eitthvað minni. Enn er þó slaki í hagkerfinu og árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur ekki minnkað. Leiðandi vísbendingar, svo sem vöxtur útlána, benda hins vegar sterklega til áframhaldandi aukningar eftirspurnar á næstunni. Verðbólga hefur verið lítil og undir markmiði bankans allt þetta ár. Kjarnavísitölur neysluverðlags, sem undanskilja sveiflukennða liði og liði sem augljóslega eru utan áhrifasviðs peningastefnunnar, sýna einnig verðbólgu undir markmiðinu en þó mun nær því. Lítil verðbólga um þessar mundir skýrist m.a. af hækkingu gengis krónunnar undir lok síðasta árs og framan af þessu og minni alþjóðlegri verðbólgu en áður var reiknað með.

Vextir, gengi og eignaverð hafa heldur þróast til slökunar aðhalds að eftirspurn síðan *Peningamála* voru gefin út í maí síðastliðnum. Verðtryggðir vextir lækkuðu á skuldabréfamarkaði og í kjölfarið lækkuðu bankar verðtryggða inn- og útlánsvexti. Óverðtryggðir skuldabréfavextir hafa einnig lækkað og sama á við um vexti víða erlendis. Á móti kemur að skammtíma vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur aukist. Gengi krónunnar hefur þrátt fyrir það lækkað síðan í maí, líklega að einhverju leyti vegna aukinna reglulegra kaupa Seðlabankans á gjaldeyri sem tilkynnt var um við útgáfu *Peningamála* í maí en einnig af völdum annarra þátta. Þá hefur hlutabréfa-verð haldið áfram að hækka.

Ekki hafa orðið miklar breytingar á forsendum eða niðurstöðu þjóðhagsspár frá því í maí. Þó er reiknað með lítilliga meiri hagvexti í ár og á næsta ári, m.a. vegna aukins afla á þessu ári og lægra gengis en reiknað var með í síðustu spá. Spáð er að hagvöxtur verði 2¾% á þessu ári en 3½% á því næsta. Þar sem hagvöxturinn í ár er undir metnum vexti framleiðslugetu mun framleiðslulaki aukast lítilliga í ár frá því sem hann var í fyrra en snúast síðan í smávægilega spennu á næsta ári sem síðan mun ágerast eftir því sem á líður. Miðað við þessar forsendur og óbreytt gengi og stýrivexti Seðlabankans er því spáð að verðbólga verði nokkuð undir verðbólgu markmiði bankans allt næsta ár en fari lítilliga yfir það þegar lítið er tvö ár fram í tímann, þ.e. til annars ársfjórðungs 2005.

Eins og jafnan áður er verðbólgu spáin háð margvíslegri óvissu. Þannig er t.d. reiknað með framkvæmdum við stækkun Norðurláls sem þó eru ekki í hendi. Verði ekki af þeim gæti hagvöxtur orðið ½% minni á þessu ári og ¾% minni á því næsta. Framleiðslulaki yrði því meiri í ár og myndi ekki hverfa á næsta ári. Þá gæti erlend verðbólga orðið minni en hér er reiknað með. Á móti kemur að ekki er reiknað með því að vaxandi spenna á vinnumarkaði þegar nær líður stóriðjuframkvæmdum hafi í för með sér umtalsvert launaskrið eða marktæk áhrif á samningsbundnar launahækkanir. Þvert á móti er reiknað með að launahækkanir verði minni á þessu og næsta ári en verið hefur undanfarin ár, þ.e. að launakostnaður á almennum vinnumarkaði hækki um 5% í ár frá fyrra ári og um 4¼% á því næsta. Það felur í sér að launa-

hækkanir verði hóflegar í kjarasamningum í upphafi næsta árs og að flöskuhálsar sem kunna að myndast í einstökum starfsgreinum verði greiðlega leystir með innflutningi vinnuaflds. Bregðist það mun verðbólga verða meiri þegar frá líður en hér er spáð miðað við óbreytta vexti Seðlabankans.

Mikilvægir óvissuþættir lúta að þeirri stefnu sem kynnt verður á næstunni í ríkisfjármálum og húsnæðismálum. Verðbólguþáin er byggð á þeirri forsendu að stefnan í ríkisfjármálum verði ekki til að örva eftirspurn umfram það sem þegar hefur verið ákveðið með flýti framkvæmdum til að auka atvinnu. Þannig er reiknað með að vöxtur samneyslu verði undir sögulegu meðaltali og að ekki komi til aðgerða á útgjalda- eða tekjuhlið ríkissjóðs sem raska afkomu hans. Þá er ekki reiknað með breytingum á húsnæðisfjármögnun sem gætu hækkað húsnæðisverð og örvað almenna eftirspurn.

Verði afkoma ríkissjóðs verri vegna aðgerða á útgjalda- og/eða tekjuhlið verður verðbólga meiri en hér er spáð. Vextir munu þá þurfa að hækka fyrr og meira en ella en það yrði mjög óheppilegt þar sem það myndi stuðla að hærri gengi og þrengja þannig enn frekar að útflutnings- og samkeppnisgreinum. Lítið lengra fram á veginn er nauðsynlegt að ríkið leggi fram áætlun til nokkurra ára til mótvægis við stóriðjuframkvæmdirnar. Fjármálaráðuneytið hefur kynnt að það vinni að slíkri áætlun sem væntanlega verður lögð fram í síðasta lagi í haust samhliða fjárlagafrumvarpi. Efni þeirrar áætlunar mun ráða miklu um hvenær og hve mikið vextir munu hækka hér á landi á næstu misserum. Í því sambandi er mikilvægt að ekki komi til skattalækkana á allra næstu árum nema þær séu fjármagnaðar að fullu með niðurskurði útgjalda eða hækkan annarra skatta.

Í stefnuýfirlýsingu nýrrar ríkisstjórnar í vor var boðað að lánshlutfall almennra íbúðalána yrði hækkað á kjörtímabilinu í áföngum í allt að 90% af verðgildi eigna og rætt hefur verið um hækkun hámarksalána. Ekki liggur á þessu stigi fyrir með hvaða hætti þessi stefna verður útfærð. Hins vegar er mjög mikilvægt að haft sé í huga að breytingar af þessu tagi gætu við núverandi aðstæður haft hliðstæð áhrif á gengi og peningastefnu og hljótast myndu af minna

aðhaldi í ríkisfjármálum. Peningastefnan yrði þá að bregðast við með hærri vöxtum en ella og gengi krónunnar myndi hækka. Við þær aðstæður sem framundan eru myndi það ekki bæta stöðuna ef erlendir aðilar fjármögnuðu húsnæðisviðskipti óbeint með auknum kaupum á húsbrefum, þar sem hætt er við að gengi krónunnar myndi þá hækka enn frekar, a.m.k. um tíma. Það skapar einnig þá hættu að útlendingar dragi úr húsbrefaeign sinni ef tímabundin efnahagslægd vegna loka stóriðjuframkvæmda verður til þess að þeir endurmeta áhættu við fjárfestingu hér á landi. Það gæti magnað gengislækkunarþrýsting sem hugsanlega yrði þá til staðar vegna niðursveiflu í tengslum við lok stóriðjuframkvæmda og langtímavextir myndu hækka þvert á þróun hagsveiflunnar. Til viðbótar vanda við eftirspurnarstjórnun er því hugsanlegt að fjármálagalur óstöðugleiki gæti skapast. Því er mjög mikilvægt að þjóðhagsleg áhrif þessara áforma verði skoðuð rækilega áður en í þau verður ráðist.

Bankastjórn Seðlabankans telur ekki tilefni til breytinga á vöxtum nú í ljósi þeirrar greiningar og verðbólguþá sem hér er birt. Verðbólguþá tvö ár fram í tímann sem er yfir markmiði er því ekki í þessu tilfelli nægjanleg ástæða til vaxtahækkunar. Það verður einnig að líta til þess að frávikið er lítið og óvissan mikil. Þess vegna skiptir máli hversu lítil verðbólgan er um þessar mundir og verður líklega á næstunni. Varðandi frávik verðbólgu frá markmiði er mikilvægt að hafa í huga að árangursrík og trúverðug peningastefna veitir langtímasjónarmiðum meira vægi en skammtímasjónarmiðum og ekki er í raun mögulegt né heppilegt að finnstilla framvindu verðbólgunnar með of sveiflukennendum vöxtum.

Eins og nefnt var í síðustu *Peningamálu* er það enn líklegast að vextir verði óbreyttir um hríð en hækki síðan þegar nær dregur hátoppi stóriðjuframkvæmda. Hins vegar gæti orðið eitthvað lengra en áður var talið í að nauðsynlegt verði að hækka vexti þar sem verðbólga hefur verið mjög lítil að undanfögnu og verður áfram lítil, m.a. vegna lítillar alþjóðlegrar verðbólgu, og metinn framleiðsluslaki er meiri en áður var talið. Þó veltur þetta eins og alltaf á framvindunni og sérstaklega á þeirri stefnu

sem kynnt verður á næstunni í fjármálum hins opinbera og í húsnæðisfjármögnun. Í ljósi þess hvað verðbólga er nú lítil er hins vegar ekki hægt að útiloka að breytingar sem draga úr innlendri eftirspurn og innfluttri verðbólgu kalli á tímabundna lækkun vaxta frá því sem nú er. Þetta gæti til dæmis komið til ef ekki verður af framkvæmdum vegna Norðuráls, innlend eftirspurn vegna annars en stóriðjuframkvæmda reynist mun minni en nú er talið eða að

verðhjöðunarþrýstingur heldur áfram að magnast í umheiminum. Stefnan í peningamálum verður endurmetin þegar tilefni verður, ekki síst þegar stefnan í ríkisfjármálum og húsnæðismálum liggur fyrir. Þá má minna á að seinni áfanganum í lækkun bindiskyldu innlánsstofnana í Seðlabankanum sem kynnt var m.a. í febrúarhefti *Peningamála* verður hrundið í framkvæmd fyrir lok ársins í samræmi við fyrri yfirlýsingar bankans.