

Birgir Ísl. Gunnarson

bankastjóri og formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands

Seðlabankinn og peningastefnan

Erindi flutt hjá Rotaryklúbbi Reykjavíkur 27. ágúst 2003

Ég hef verið beðinn um að fjalla hér um stöðu og horfur í efnahags- og peningamálum út frá sjónarmiði Seðlabanka Íslands. Áður en ég vík að því tel ég rétt að fjalla nokkuð um umgjörð peningastefnunnar eins og hún hefur verið frá því í mars 2001. Ég geri það vegna þess að í hinni opinberu umræðu gætir enn oft misskilnings um hlutverk Seðlabankans og möguleika hans til að hafa áhrif á einstaka þætti efnahagsmálanna. Þessi vísa virðist því aldrei of oft kveðin.

Í mars 2001 var breytt umgjörð stefnunnar í peningamálum á Íslandi. Ríkisstjórnin og Seðlabankinn gáfu þá út sameiginlega yfirlýsingu um að tekið yrði upp svokallað verðbólgu-markmið sem kjölfesta og umgjörð peningastefnunnar.

Aðaleinkenni þessa fyrirkomulags er að stöðugt verðlag sé meginmarkmið í stjórn peningamála. Jafnframt er gefin yfirlýsing um að verðbólgu verði haldið innan vissra marka á tilteknu tímabili. Seðlabanka er veitt sjálfstæði til að ná því markmiði með þeim tækjum sem hann hefur yfir að ráða. Þessu fylgir einnig að gagnsæi í stjórn peningamála og upplýsingaflæði frá Seðlabanka til almennings og stjórnvalda er aukið. Þeim þjóðum hefur fjölgað mjög sem hafa tekið upp verðbólgu-markmið við stjórn peningamála eftir að Nýja Sjáland tók upp þá stefnu í febrúar 1990. Nú hefur 21 ríki tekið upp formlegt verðbólgu-markmið og meðal þeirra má nefna Kanada, Bretland, Noreg, Svíþjóð, Sviss og Ástralíu. Í flestum löndum hefur þetta haft í för með sér að umræður um stjórn peningamála hafa aukist mjög og seðlabankar, stefna þeirra og aðgerðir eru mun meira

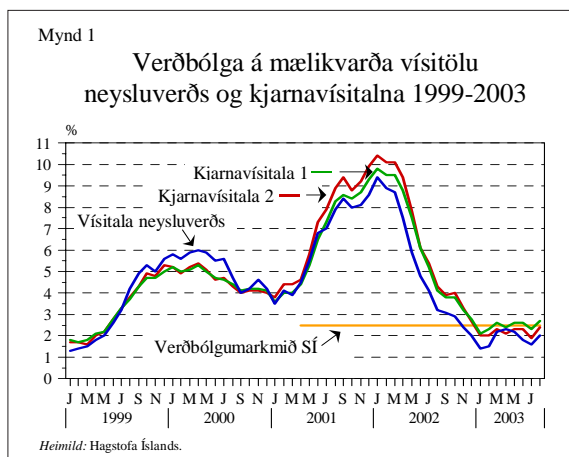
í sviðsljósinu og í opinberri umræðu en áður var. Þar sýnist sitt hverjum eins og gengur.

Ein afleiðing þessarar stefnu er sú að gengisfesta er ekki lengur akkeri peningastefnunnar. Þetta kemur ekki til af því að gengi hlutaðeigandi gjaldmiðils sé létt á metum í þróun efnahagslífsins, heldur hefur reynslan sýnt að þegar fjármagn flæðir frjálst á milli landa duga tæki seðlabanka ekki til að halda gengi stöðugu. Við skilyrði frjálsra fjármagnshreyfinga milli landa er stjórnþæki seðlabanka fyrst og fremst vextir og það stjórnþæki getur til lengdar aðeins náð einu þjóðhagslegu markmiði, þ.e. að tryggja stöðugt verðlag. Raunin er sú að öðrum þjóðum hefur reynst farsælt að taka upp þetta fyrirkomulag.

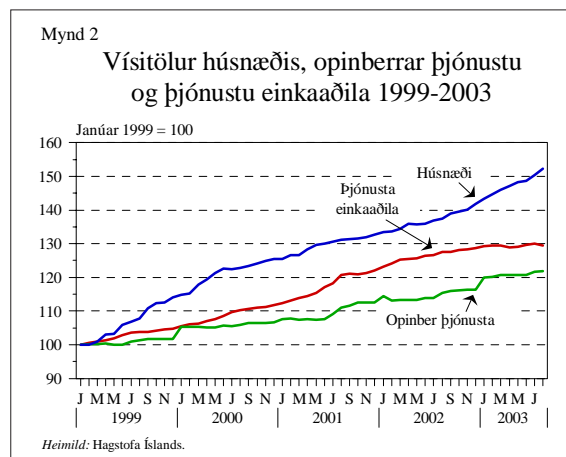
Það var í ljósi þessarar alþjóðlegu reynslu að umgjörð um peningastefnu Seðlabanka Íslands var breytt fyrir tveimur árum og formlegt verðbólgu-markmið tekið upp. Samkvæmt því ber Seðlabankanum að stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum verði að jafnaði sem næst 2½%. Verðbólgu-markmiðið var tekið upp við mikið þensluástand í efnahagslífinu. Þess vegna var bankanum settur aðlögunartími og skyldi stefnt að því að verðbólgu-markmiðið næðist ekki síðar en í árslok 2003. Þeim árangri var þó náð þegar í nóvember 2002. Víkjum þá nánar að verðlagsþróuninni.

Á árinu 2001 steig verðbólgan hratt eða úr 5,6% í byrjun ársins í 9,4% í janúar 2002, þegar hún náði hámarki. Á síðasta ári hjaðnaði verðbólgan svo jafnt og þétt og frá nóvembermánuði sl. hefur verðbólga verið nokkuð undir verðbólgu-markmiði Seðlabank-

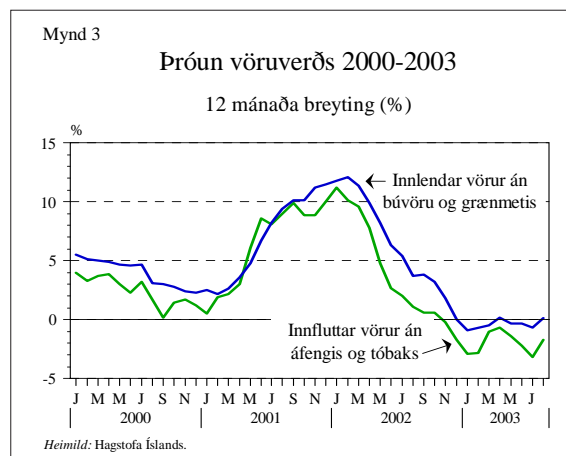
ans, nálægt 2% síðastliðna fjóra mánuði. Í ágústbyrjun mældist 12 mánaða breyting vísitölunnar 2%. Hin opinbera verðbólguviðmiðun er vísitala neysluverðs en jafnframt eru birtar tvær aðrar vísitölur, svokallaðar kjarnavísitölur, til að unnt sé að gera sér betur grein fyrir undirliggjandi verðbólguþróun. Í kjarnavísitölunum eru undanskildir verðþættir sem ýmist eru töluvert sveiflukenndir, meira eða minna utan áhrifasviðs peningastefnunnar eða þeir sýna verðbreytingar sem ekki er að jafnaði æskilegt að Seðlabankinn bregðist við með aðgerðum í peningamálum. Kjarnavísitala 1 undanskilur þannig verð á grænmeti, ávöxtum, búvörum og bensíni og í kjarnavísitölu 2 er til viðbótar undanskilið verð á opinberri þjónustu. Kjarnavísitala 1 hefur undanfarna 12 mánuði hækkað um 2,7% en kjarnavísitala 2 um 2,4%. Hin undirliggjandi verðbólga er þannig nokkru nær verðbólguþróuninni en vísitala neysluverðs.



Fróðlegt er að skoða þróun einstakra þátta vísitölunnar. Þá kemur t.d. í ljós að húsnæðisliður vísitölunnar hefur hækkað um 13,6% á 12 mánuðum og ekkert lát virðist vera á því að húsnæðisþáttur vísitölunnar haldi áfram að hækka. Verð opinberrar þjónustu hefur einnig haft umtalsverð áhrif á vísitölu neysluverðs sl. 12 mánuði en þar hefur dregið úr hækkunum, en ljóst er að þegar menn voru að glíma við rauðu strikin á árinu 2002 var mjög haldið aftur af hækkun á verði opinberrar þjónustu sem síðan tók við sér þegar hættan tengd rauðu strikunum var liðin hjá. Dregið hefur úr 12 mánaða verðhækkun á þjónustu einkaaðila, en sá liður er mjög næmur fyrir launahækkunum innanlands.



Vöruverð er á heildina lítið næmara fyrir breytingum á gengi krónunnar en ýmsir aðrir liðir. Hækkun gengis krónunnar síðastliðið ár kemur glögg fram í vöruverði. Við sjáum á þessari mynd að innfluttar vörur lækkuðu verulega þegar gengið hækkaði á síðastliðnu ári. En á þessu ári hafa verið nokkrar sveiflur í verðþróun bæði innfluttrar og innlendirar vöru.



Áratugum saman var allt of mikil verðbólga eitt helsta vandamál íslensks efnahagslífs. Hún kom illa niður á fyrirtækjum sem áttu erfitt með að gera marktækar áætlanir og hún kom illa niður á heimilum, m.a. vegna þess að mikill hluti heimilisskulda er verðtryggður. Það er vissulega ánægjulegur árangur í íslenskum efnahagsmálum að sigur vannst á verðbólgunni. Mér finnst stundum að menn tali af fullmikilli léttúð um verðbólguna og sumir láta í ljós þá

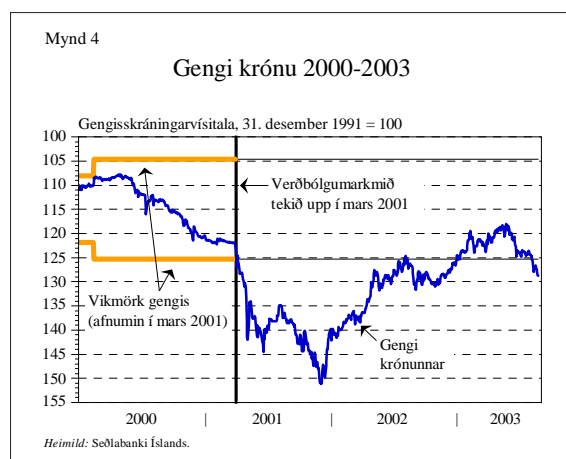
skoðun að of miklu þúðri sé eytt í að halda henni í skefjum. Það er kannske eðlilegt því að nú eru komnar upp kynslóðir sem eru ráðandi í viðskiptalífínu en þekkingu ekki verðbólgunu af eigin raun og skynja ef til vill þess vegna ekki þau miklu vandamál sem henni fylgja. En ég vil vara við þeim sjónarmiðum og tel að hið sama eigi við hér og í öllum þeim iðnríkjum sem við berum okkur saman við, að lítil verðbólga sé einn af hornsteinum hagvaxtar og velmegunar í þjóðféláinu og því eigi Seðlabankinn áfram að hafa það sem aðalmarkmið að halda verðlagi stöðugu eins og gildandi lög, ný lög um Seðlabankann frá 2001, segja fyrir um.

Eins og ég gat um áðan fólst það í hinni nýju umgjörð peningastefnunnar að horfið var frá svo nefndri fastgengisstefnu en gengið var látið fljóta og ráðast á markaði. Gjalddeyrismarkaður var settur hér á fót árið 1993 og þá skyldi Seðlabankinn halda genginu innan þröngra vikmarka eða 2¼% til hvorrar áttar. Eftir því sem frjálstræðið varð meira í gjalddeyrisáttum voru vikmörkin smám saman vikkud út og urðu 9% í hvora átt snemma árs 2000. Engum blandast hugur um að gengi íslensku krónunnar skiptir miklu máli fyrir efnahagslífið. Gengið hefur mikil áhrif á verðlag og afkomu útflutnings- og samkeppnisgreina. Mikil umræða hefur orðið á þessu ári um gengi krónunnar og hefur spjóttum mjög verið beint að Seðlabankanum. Í umræðunni gætir þess misskilnings að Seðlabankinn geti stýrt genginu. Menn verða að átta sig á því að Seðlabankinn hefur takmörkuð áhrif á raungengið til lengdar. Gengið er háð ýmsum þáttum efnahagslífsins. Þar má nefna utanríkisviðskipti, fjárfestingu erlendra aðila innanlands og fjárfestingu innlendra aðila erlendis og síðan ekki síst væntingar um framvindu efnahagslífsins. Lítil vafi er t.d. á því að vonir sem bundnar hafa verið við stóriðjuframkvæmdir hafa haft veruleg áhrif á gengi krónunnar og vist er að gengið hefur verið hærra vegna ákvarðana um stórfellda fjárfestingu í álframleiðslu.

Vextir hafa vissulega áhrif á gengið en reynslan hér og annars staðar sýnir að þau áhrif hverfa þegar frá líður ef peningastefnan miðar til lengdar að svipaðri verðbólgu og í viðskiptalöndum. Á sama hátt getur íhlutun Seðlabankans einungis haft stundaráhrif. Stefni gengið hins vegar með miklum þunga í tiltekna átt getur enginn seðlabanki til lengdar veitt viðnám gegn því. Sú er reynslan hvarvetna

þar sem fjármagnsflutningar eru frjálisir milli landa. Sú var líka reynsla Seðlabanka Íslands þegar hann reyndi að hamlar gegn lækkun krónunnar frá miðju ári 2000 til hausts 2001. Í því sambandi er fróðlegt að lesa grein í febrúarhefti *Peningamála* Seðlabankans sem tveir starfsmenn bankans, Gerður Ísberg og Þórarinn G. Pétursson skrifuðu en þar er rakin saga afskipta Seðlabankans af gjalddeyrismarkaði á þessum árum og áhrif þeirra metin. Eindregin niðurstaða greinarinnar er sú að inngripin hafi í besta falli haft mjög skammvinn áhrif hverju sinni og markaðurinn hafi jafnan leitað skjótt í fyrri horf á ný. Ályktunin er með öðrum orðum sú, að það hafi harla lítil áhrif að gripa inn í gjalddeyrismarkaðinn á móti þungum undirstraumi. Þetta kemur heim við reynslu annarra þjóða.

Krafa um að Seðlabankinn setji sér gengismarkmið er því óraunsæ. Eina ráðið til að festa gengið og halda jafnframt í eigin mynt er að fara í gamla farið og taka upp gjalddeyrishöft en auðvitað vill enginn hverfa aftur til þess fyrirkomulags. Besta ráðið til að koma í veg fyrir miklar gengissveiflur er að halda þannig á hagstjórn að sem best jafnvægi ríki í þjóðarbúskapnum, en þar koma fleiri við sögu en Seðlabankinn einn. Þar varðar miklu að langtímasjónarmið séu höfð að leiðarljósi. Ég vil hins vegar minna á að Seðlabankinn hefur frá því í september sl. keypt gjalddeyri reglulega á gjalddeyrismarkaði til að styrkja gjalddeyrisforðann. Hann var orðinn of lítill eftir inngripin á árunum 2000 og 2001 og því brýn nauðsyn að styrkja hann og að því hefur Seðlabankinn unnið og mun áfram gera og hefur nú keypt gjalddeyri fyrir



30,7 milljarða króna síðan í september sl. og vafalaust hafa þau kaup haft áhrif á gengið, þótt áhrifin til langframa verði hverfandi ef nokkur.

Eins og sjá má á mynd 4 þá lækkaði gengi krónunnar afar mikið á árunum 2000 og 2001 og varð um tíma töluvert lægra en samrýmdist langtímajafnvægi. Þegar þetta gerðist var verð á mikilvægum útflutningsafurðum hátt. Þannig kom það til að árin 2000 og 2001 voru einkar hagstæð fyrir útflutningsgreinar og raunar fyrir samkeppnisgreinar einnig. Skiljanlegt er að fyrirtæki í þessum greinum hafi fundið fyrir hækkun krónunnar fyrri hluta þessa árs. Óeðlilegt væri þó að gera ráð fyrir því að sömu skilyrði sköpuðust í þessum greinum á ný og ríktu t.d. á árinu 2001 og framan af árinu 2002. Gengi krónunnar var býsna stöðugt frá síðasta vori og þar til snemma vetrar, þá tók það að hækka nokkuð og hækkaði jafnt og þétt fram í byrjun febrúar. Seðlabankinn hefur greint frá því mati sínu að gengishækkunin á þessu tímabili hafi öðru fremur komið til vegna áhrifa fyrirhugaðra stórframkvæmda á Austurlandi. Starfræksla nýs álvers veldur því líka að jafnvægisgengi krónunnar verður herra en ella. Þá blasir við að gjaldeyrissinnstremi verður töluvert í tengslum við framkvæmdirnar og vextir innanlands verða hærri en þeir hefðu ella orðið. Allt þetta hefur haft áhrif á markaðsvæntingar og ræður því að gengi krónunnar varð herra. Því má segja að hagkerfið hafi þegar á þessu ári tekið að búa í haginn fyrir væntanlegar framkvæmdir. Á síðustu vikum hefur gengið lækkað á ný. Gengishækkunin var greinilega orðin of mikil en slík yfirskot eru alþekkt á gjaldeyrismörkuðum. Fleira hefur og stuðlað að lækkun gengisins. Þar má nefna vaxandi óvissu um framkvæmdirnar í tengslum við stækkun Norðurláls, óhagstæðan vöruskiptajöfnuð og aukin verðbréfakaup erlendis, en Íslendingar keyptu erlend verðbréf fyrir 14,5 milljarða króna fyrstu sex mánuði ársins en á sama tímabili á sl. ári námu þau kaup 6,8 milljörðum. Þá hafa gjaldeyriskaup Seðlabankans haft áhrif eins og ég gat um áðan. Við slíkum sveiflum er alltaf að búast og rétt að taka fram að þessar sveiflur á gengi íslensku krónunnar eru fjarri því að vera meiri en við sjáum í gengissveiflum annarra gjaldmiðla.

En hvað er framundan? Við skulum aðeins huga að því. Fjórum sinnum á ári sendir Seðlabankinn frá sér þjóðhags- og verðbólguáspá og gefur hana út í tímariti sínu *Peningamálum*. Verðbólguáspár gegna

afar þjóðhagsmiklu hlutverki fyrir stefnu Seðlabankans. Verðbólguáspá er gerð tvö ár fram í tímann, ársfjórðung fyrir ársfjórðung. Vaxtabreytingar seðlabanka hér sem annars staðar eru lengi að hafa áhrif út um hagkerfið. Því er nauðsynlegt að peningastefnan sé framsýn og verðbólguáspáin byggist á bestu aðferðum sem völ er á. Ef verðbólga stefnir fram úr verðbólguáspá bankans þegar horft er fram á veg hækka bankinn vexti en lækkar þá ef stefnir í verðbólgu undir markmiði bankans.

Við skulum fyrst líta á þjóðhagsspána sem skiptir auðvitað verulegu máli þegar hugað er að verðbólgu í framtíðinni. Helstu forsendur eru þær að stýrivextir Seðlabankans 5,3% verði óbreyttir út spátímabilið, en það er venja að bankinn spái alltaf óbreyttum vöxtum út tímabilið. Gert er ráð fyrir að gengi krónunnar verði 3% lægra en í spánni frá því í febrúar og miðað við gengisvísitaluna 124. Gengisvísitalan hefur hins vegar haldið áfram að hækka og gengið því að lækka og er gengisvísitalan nú um 128. Þá er gert ráð fyrir að aðgerðir hins opinbera örví ekki eftirspurn umfram það sem þegar hefur verið ákveðið. Með öðrum orðum byggist spáin á því að áhrif opinberra fjármála verði tiltölulega hlutlaus að frátalinni umtalsverðri aukningu opinberra fjárfestingar á þessu ári en gert ráð fyrir samdrætti á því næsta. Það felur í sér að ekki verði breytingar á útgjalda- og tekjuhlíð ríkissjóðs sem raski afkomu hans. Gert er ráð fyrir að vöxtur samneyslu sé undir sögulegu meðaltali.

Tafla 1 Þjóðhags- og verðbólguáspá:
helstu forsendur

- Stýrivextir óbreyttir 5,3%
- Gengi krónunnar 3% lægra en í síðustu spá (gengisvísitala 124)
- Aðgerðir hins opinbera örví ekki eftirspurn umfram það sem þegar hefur verið ákveðið
- Meiri lækkun sjávarafurðaverðs en meiri aukning framleiðslu en í síðustu spá
- Hagstæðari viðskiptakjör 2003
- Áfram reiknað með framkvæmdum vegna Norðurláls (munar ½% í hagvexti í ár og ¾% á næsta ári)

Forsendur um þróun ytri skilyrða á þessu ári og næstu ár eru þannig að nú er áætlað að verð sjávarafurða lækki um 4% á þessu ári. Gert er ráð fyrir

óbreyttu verði milli ára 2003 og 2004. Þá er gert ráð fyrir nokkrum vexti í útflutningsframleiðslu sjávarafurða á þessu ári eða 3% vegna aukinna aflaheimilda á næsta fiskveiðiári og aukins kolmunnaaflla nú í sumar. Gert er ráð fyrir 5% magnaukningu á árinu 2004. Áætlað er að verðlag áls muni hækka um 4% á þessu ári og er byggt þar á verði framvirkra samninga og verðforsendum álfyrirtækjanna tveggja, Norðuráls og Alcan á Íslandi.

Gert er ráð fyrir að verðlag innflutnings í erlendri mynt lækki um ½%. Horfur um eldsneytisverð eru byggðar á framvirkna samningum. Verðið hefur heldur farið hækkandi á undanförunum vikum þannig að nú er áætlað að eldsneytisverð hækki um 9% á þessu ári en lækki hins vegar um 14% á næsta ári. Búist er við að viðskiptakjör vöru og þjónustu versni á þessu ári um 1¼%. Á næsta ári er reiknað með að viðskiptakjör muni batna frá þessu ári um ¼%. Gert er ráð fyrir að erlendir skammtímavextir verði 3% á þessu ári og 3½% á því næsta.

Tafla 2 Þjóðhags- og verðbólguþá: forsendur og breytingar frá síðustu spá

Breyting frá fyrra ári nema annað sé tekið fram	2003	2004	Breyting frá fyrri spá	
			2003	2004
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða.....	3	5	3	-
Verð sjávarafurða.....	-4	-	-2	-2
Verð almenns vöruinnflutnings.....	-½	½	-	-
Eldsneytisverð.....	9	-14	6	-
Viðskiptakjör vöru og þjónustu.....	-1¼	¼	¼	- ½
Erlendir skammtímavextir (%).....	3	3½	-	-

Samkvæmt þjóðhagsþá Seðlabankans verður 2¾% hagvöxtur á þessu ári og 3½% hagvöxtur á því næsta. Í þessari spá er gert ráð fyrir framkvæmdunum við stækkun Norðuráls. Ef þær frestast myndi hagvöxtur á þessu ári verða 2¼% og 2¾% á næsta ári. Spáð er að einkaneysla vaxi um 2% á þessu ári og 3% á næsta ári. Talið er að samneyslan muni aukast um 2½% bæði árin. Hins vegar er talið að fjármunamyndun þessa árs muni aukast um 10¾% og munar þar mest um stóriðjuna. Reiknað er með 3% aukningu fjárfestingar í íbúðarhúsnæði. Útflutningur eykst

um 2% á þessu ári og um 4% á því næsta samkvæmt spánni. Aukninguna má rekja til aukinna aflaheimilda eins og ég gat um áðan. Talið er að vöxtur innflutnings verði 4½% á þessu ári og 7% á því næsta.

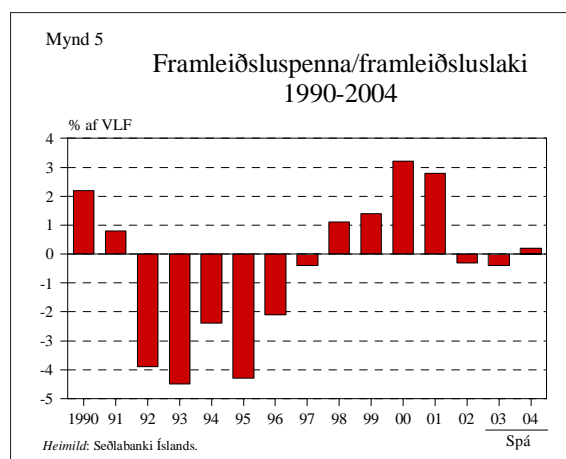
Tafla 3 Þjóðhagsþá Seðlabankans

Magnbreyt. frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram	2003	2004	Breyting frá fyrri spá	
			2003	2004
Einkaneysla.....	2	3	1	-
Samneysla.....	2½	2½	½	-
Fjármunamyndun.....	10¾	11¼	-¾	½
Þjóðarútgjöld.....	3¾	4¾	¼	¼
Útflutningur.....	2	4	¾	¼
Innflutningur.....	4½	7	½	-
Landsframleiðsla.....	2¾	3½	¼	-
Viðskiptajöfnuður ¹	-1¼	-2½	-¼	-¼
Atvinnuleysi ²	3¼	2½	¼	-
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði ³	5	4¼	-	-
Framleiðni vinnuafli ³	2	1½	½	-

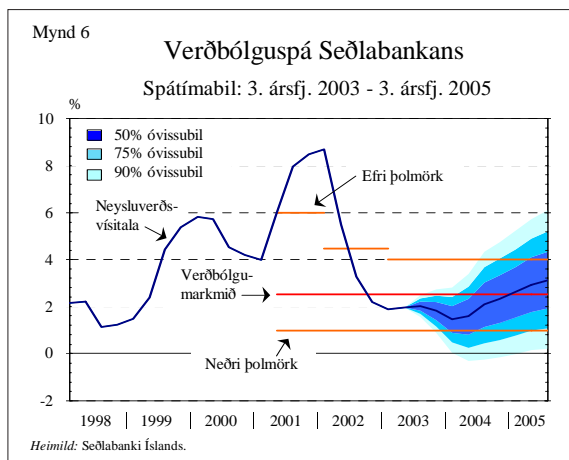
1. % af VLF. 2. % af mannafla. 3. %-breyting milli ársmeðaltala.

Þrátt fyrir heldur meiri hagvöxt á þessu ári en áður hefur verið gert ráð fyrir er talið að atvinnuleysi verði um ¼% meira á þessu ári en talið var í maí sl. eða 3¼%. Slaki á vinnuarkaði á þessu ári er talinn meiri nú en áður var ætlað. Hins vegar er gert ráð fyrir að atvinnuleysi muni minnka og verða 2½% á næsta ári.

Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir meiri hagvexti á þessu og næsta ári er nú gert ráð fyrir nokkrum fram-



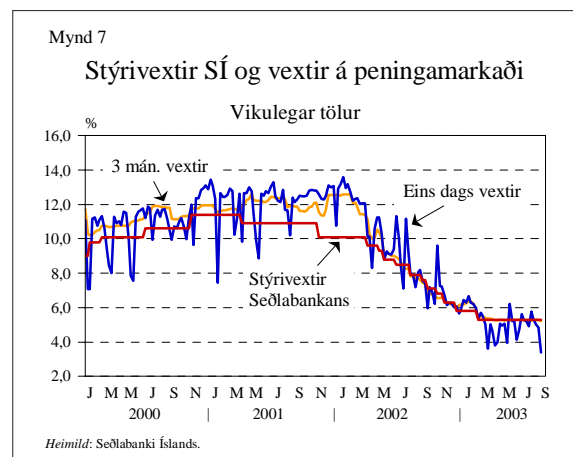
leiðsluslaka. Nú er talið að á síðasta ári hafi verið lítils háttar slaki í hagkerfinu og á þessu ári aukist slakinn enn frekar þar sem hagvöxtur verður undir vexti framleiðslugetu. Á næsta ári er hins vegar talið að slakinn snúist í smávægilega spennu enda hagvöxtur þá nokkuð yfir vexti framleiðslugetu. Mikilvægt er hins vegar að hafa í huga að mat á framleiðsluspennu er háð töluverðri óvissu vegna vandamála við að meta framleiðslugetu hagkerfisins á hverjum tíma. Af þessu má þó ráða að gert er ráð fyrir ágætu jafnvægi á þessu og næsta ári.



Mynd 6 sýnir verðbólguþrá Seðlabankans tvö ár fram í tímann. Eitt ár fram í tímann er nú spáð 1,6% verðbólgu en síðan fari hún smám saman hækkandi og á fyrsta fjórðungi ársins 2005 verði hún við verðbólguþrá Seðlabankans og fari í 2,8% tvö ár fram í tímann. Eftir það verður verðbólga áfram vaxandi að gefnum forsendum spárinnar og þar á meðal óbreyttri peningastefnu. Slíkum spám fylgir að sjálfsögðu mikil óvissa og helstu óvissuþættir þessarar spár til skemmri tíma litið eru t.d. gengisþróunin eins og reyndar ávallt en gengið hefur lækkað nokkuð frá því að þessi spá var gerð. Tafir á framkvæmdum vegna Norðurláls geta dregið úr innlendri eftirspurn og þar með innlendum verðbólguþrá Seðlabankans. Á móti kæmi hins vegar að gengi krónunnar gæti líklega veikst eins og við sjáum reyndar nú vera að gerast þar sem væntingar um gengisstyrkingu tengda innstreymi gjaldeyris vegna framkvæmda hafa að einhverju leyti gengið til baka. Allmikil óvissa er um framvinduna í heimsbúskapnum en sú mikla svartsýni sem einkendí umræðuna

fyrri hluta ársins virðist heldur vera í rénun t.d. í Bandaríkjunum þó að ekki horfi vel í Evrópu.

Eins og ég gat um áðan eru vextir Seðlabankans helsta stýritæki hans til að ná verðbólguþrá Seðlabankans. Seðlabankinn breytti síðast stýrivöxtum sínum 10. febrúar sl. þegar hann lækkaði þá um 0,5 prósentur og hafa því verið 5,3% síðan. Bankinn hefur ekki talið tilefni til breytingar á vöxtum nú í ljósi þeirrar greiningar og verðbólguþrá Seðlabankans sem ég hef hér gert nokkra grein fyrir. Varðandi frávík verðbólgu frá markmiði er mikilvægt að hafa í huga að árangursrík og trúverðug peningastefna veitir langtímasjónarmiðum meira vægi en skammtímasjónarmiðum og ekki er mögulegt né heppilegt að finnstilla framvindu verðbólgunnar með of sveiflukenndum vöxtum. Við teljum það enn líklegt að vextir verði enn óbreyttir um hríð en hækki síðan þegar nær dregur hátoppi stóriðjuframkvæmdanna. 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. Þó veltur þetta eins og alltaf á framvindunni. Í ljósi þess hins vegar hvað verðbólga er nú lítil er ekki hægt að útiloka að breytingar sem draga úr innlendri eftirspurn og innfluttri verðbólgu kalli á tímabundna lækkingu vaxta frá því sem nú er. Þetta gæti t.d. komið til ef ekki verður af framkvæmdum vegna Norðurláls, innlend eftirspurn vegna annars en stóriðjuframkvæmda reynist mun minni en nú er talið eða verðhjöðnun heldur áfram að aukast í umheiminum. Gengislækkun undanfarinna vikna dregur þó úr líkum á vaxtalækkun. Stefnan í peningamálum verður



endurmetin þegar tilefni verður, ekki síst þegar stefnan í ríkisfjármálum og húsnæðismálum liggur fyrir.

Niðurstaða varðandi þróun og horfur í efnahags- og peningamálum er í stórum dráttum sú, að æ fleiri vísbendingar eru um að efnahagsbati sé hafinn og flest bendir til að uppsveifla muni færast í aukana á komandi vetri. Enn er þó nokkur slaki í hagkerfinu. Þá eru ekki skýr merki um að viðsnúningur sé orðinn á vinnumarkaði og árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur enn ekki minnkað. Leiðandi vísbendingar eins og vöxtur útlána, áform fyrirtækja um mannhald, aukin velta og aukinn innflutningur benda hins vegar sterkt til aukningar eftirspurnar á næstunni. Þegar auknar aflaheimildir á nýju fiskveiðiári, meiri opinberar framkvæmdir og stóriðjuframkvæmdir bætast við má

búast við að hagvöxtur geti orðið nokkuð þokkalegur á árinu, en þó undir vexti framleiðslugetu og því mun slaki aukast lítillega frá árinu 2002. Á næsta ári er hins vegar gert ráð fyrir að hagvöxtur verði nokkuð umfram vöxt framleiðslugetu eða 3½%. Spenna gæti því byrjað að myndast þegar líður á það ár. Verðbólga verður þó undir verðbólguþröskulmiði Seðlabankans fram á síðasta ársfjórðung næsta árs samkvæmt spá bankans. Það skýrist af því hversu verðbólga er lítil um þessar mundir og þeim slaka sem er til staðar. Lítið tvö ár fram í tímann er því hins vegar spáð að verðbólga verði lítillega yfir verðbólguþröskulmiðinu. Í heild getum við því lítið björtum augum fram á veginn, en eins og alltaf er nauðsynlegt að ganga hægt um gleðinnar dyr.