

Inngangur

Vaxandi líkur á að verðbólguþétt bankans náist 2003 – vextir lækka

Þjóðarútgjöld eru tekin að dragast saman og frekari lækkun þeirra er nauðsynleg til að eyða framleiðslu-spennu og ná viðskiptahalla niður á sjálfbært stig. Betra jafnvægi mun þá komast á í íslenskum þjóðar-búskap og forsendur stöðugleika og lítillar verðbólgu munu styrkjast. Samdráttur umsvifa í efnahagslífinu, sem birtast mun á næsta ári í minni landsframleiðslu en í ár, er óhjákvæmilegur fylgifiskur þessarar þróunar. Óvíst er hve mikill samdrátturinn á næsta ári verður. Mjög mikill hagvöxtur á árinu 2000 og á fyrri hluta þessa árs eykur líkurnar á snarpari samdrætti en ella.

Ýmis merki eru um að ofpensla sé að hjaðna. Nefna má samdrátt í innflutningi og í veltu í verslun-argreinum. Þá er mikilvægt að gifurleg útlánaþensla síðustu ára er nú að verulegu leyti hjöðnuð ef horft er framhjá sjálfvirkri hækkun útistandandi lána vegna verðbólgu og lækkunar á gengi. Án slíkrar uppfærslu jukust útlán innlánsstofnana á sex mánuðum til loka september aðeins um 5% miðað við heilt ár og nokkur samdráttur varð síðustu þrjá mánuði. Vís-bendingar eru reyndar um að lífeyrissjóðir og fjár-festingarlánasjóðir hafi aukið útlán sín meira en inn-lánsstofnanir síðustu mánuði. Eigi að síður bendir flest til þess að undirliggjandi útlánavöxtur lána-kerfisins í heild hafi minnkað verulega. Hjöðnun útlánaþenslu er vísbending um frekari hjöðnun eftir-spurnar á næstunni. Vinnumarkaður er enn töluvert spenntur og náði launaskrið á almennum markaði hámarki á þriðja ársfjórðungi. Glögg merki eru hins vegar um að spenna á vinnumarkaði minnki á komandi mánuðum.

Verðbólguþétt Seðlabankans fyrir þriðja árs-fjórðung gekk í meginatriðum eftir. Bankinn spáir

eigi að síður meiri verðbólgu á þessu og á næsta ári sakir meira launaskriðs og lægra gengis en miðað var við í síðustu spá. Nú er spáð 8½% verðbólgu frá upphafi til loka þessa árs en 4% á því næsta saman-borið við tæplega 3% í spá bankans í ágúst. Líkurnar á að verðbólguþétt bankans náist á árinu 2003 eru samt sem áður meiri nú en áður þar sem merki um hjöðnun ofpenslu eru ótvíræðari og útlit er fyrir að framleiðslulaki muni leysa spennu af hólmi þegar líður á næsta ár. Áfram er þó óvissa um framvindu verðlags vegna hugsanlegrar endurskoðunar kjara-samninga á næsta ári.

Gengi krónunnar hefur verið undir nokkrum þrýstingi á undanförunum vikum. Í lok október var það orðið rúmum 5% lægra en í lok júlí sl., þrátt fyrir að Seðlabankinn hafi selt gjaldeyri á tímabilinu sem nemur samtals nærrí 10 ma.kr. til stuðnings krón-unnni. Til skemmri tíma litið gætu markaðsaðstæður orðið óhagstæðar krónunni, sérstaklega ef innstreymi fjár sem nauðsynlegt er til að fjármagna viðskipta-hallann dregst hraðar saman en viðskiptahallinn. Því er engin leið að spá fyrir um þróun gengisins til skamms tíma, fremur en gengi annarra gjaldmiðla. Seðlabankinn hefur áður lýst þeirri skoðun sinni að raungengi krónunnar sé orðið mun lægra en það jafn-vægisgengi sem reikna má með til lengdar. Raun-gengi krónunnar mun því hækka á næstu misserum. Hins vegar er óvíst hvenær þessi þróun muni eiga sér stað og í hvaða mæli hún verður fyrir atbeina herra nafngengis krónunnar eða meiri verðbólgu en í viðskiptalöndum.

Útlit er fyrir að afkoma ríkissjóðs versni á þessu ári umfram það sem minni hagvöxtur gefur tilefni til. Ástæðurnar eru mikil aukning útgjalda vegna

sérstakra ákvarðana og mikilla launahækkana í opinbera geiranum og samdráttur í tekjum sökum minni neyslu og innflutnings. Að óbreyttu getur þessi þróun, ásamt efnahagslægd, rýrt afganginn sem stefnt er að í fjárlagafrumvarpi næsta árs. Seðlabankinn ítrekar þá skoðun sína að enn sé ekki tímabært að slaka á í ríkisfjármálum eða grípa til annarra eftirspurnarhvetjandi aðgerða. Þjóðarútgjöld eru of há og verða það enn samkvæmt fyrirbyggjandi spám á næsta ári. Því er mikilvægt að við afgreiðslu fjárlaga verði teknar ákvarðanir sem tryggja betur þann afgang sem stefnt er að í fjárlagafrumvarpi fyrir næsta ár.

Eins og áður sagði hefur Seðlabankinn ekki talið tímabært að grípa til eftirspurnarhvetjandi aðgerða. Í greinargerð bankans til ríkisstjórnarinnar vegna verðbólguálagmiðs í júní sl.¹ taldi hann að aðgerðir „sem styrkja framboðshlið hagkerfisins, þ.e. auka framboð framleiðsluþátta (vinnuafli og fjármagns), auka framleiðni og efla sparnað myndu hins vegar samtímis skapa forsendur varanlegs hagvaxtar og styðja við verðbólguálagmið bankans“. Tillögur að skattkerfisbreytingum sem ríkisstjórnin kynnti í byrjun október sl. uppfylla að hluta þessi skilyrði. Þær fela í sér minni skattlagningu fjármagns sem bundið er í atvinnurekstri en meiri skattlagningu vinnuafli, sem er skynsamlegt í hagkerfi sem hefur einkennst af umfram eftirspurn eftir vinnuafli og of litlum þjóðhagslegum sparnaði. Þær munu einnig stuðla að fjármagnsinnstreymi vegna beinnar fjárfestingar þótt óljóst sé hve mikil þessi áhrif verða, sérstaklega framan af. Það er hins vegar mat bankans að æskilegt sé miðað við ríkjandi aðstæður að hækka

aðra skatta meira til mótvægis eða skera niður ríkisútgjöld, sérstaklega vegna ársins 2002. Tekjutap ríkissjóðs kemur hins vegar ekki að fullu fram fyrr en 2003 en samkvæmt fyrirbyggjandi spám ætti þá að hafa myndast nokkur slaki í þjóðarbúskapnum. Bankinn telur því ekki að ofangreind áform raski þjóðhagslegu jafnvægi eða stefni verðbólguálagmið bankans í hættu.

Verðbólguvæntingar mældar með verðbólguálagi ríkisskuldabréfa hafa lækkað að undanfögnu. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa er nú í samræmi við verðbólguálag bankans. Trúin á að verðbólguálagmið bankans náist hefur þannig styrkst. Á sama tíma hefur skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum vaxið verulega. Aðhaldsstig peningastefnunnar hefur því aukist og voru raunstyrivextir Seðlabankans undir lok október orðnir ívið hærri en í kjölfar vaxtalækkunar bankans 27. mars sl. Hærri raunvextir Seðlabankans, lægri verðbólguvæntingar, skýr merki um hjöðnun ofþenslu, mun minni útlánavöxtur, versnandi efnahagshorfur og vaxtalækkunir í viðskiptalöndum, horfur á slaka í hagkerfinu og auknar líkur á að verðbólguálagmið bankans náist á árinu 2003 stuðlar allt að því að hægt verði að hefja feril vaxtalækkana á ný. Seðlabankinn hefur því ákveðið að lækka vexti í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir um 0,8 prósentustig. Aðhald peningastefnunnar verður þó áfram mikið enda raunvextir bankans um 6½% eftir breytinguna. Tímasetning og umfang frekari lækkunar vaxta ráðast nú sem endranær af framvindu efnahagsmála og líkum á að verðbólguálagmið bankans náist 2003.

1. Sjá ágústhefti *Peningamála* 2001.