

Vaxtahækkunar framundan

Framvinda efnahagsmála það sem af er árinu hefur einkennst af miklum vexti þjóðarútgjalda, einkum einkaneyslu og stóriðjufrjárfestingar. Á móti kemur að viðskiptakjör hafa versnað vegna lækkunar á verði sjávarafurða og herra eldsneytisverðs, og útflutningur hefur verið veikur, einkum vegna samdráttar í útflutningi sjávarafurða. Af þessum sökum er því nú spáð að þjóðarútgjöld aukist í ár töluvert meira en spáð var í lok júlí sl., eða um 5¼%, en að hagvöxtur verði minni, eða 2%. Afleiðing þessa er að viðskiptahalli verður mun meiri í ár en reiknað var með í lok júlí, eða 3½% af landsframleiðslu. Viðskiptahallinn er þó enn ekki sérstakt vandamál, enda á hann að hluta rætur að rekja til innflutnings vegna stóriðjuframkvæmda og tímabundins samdráttar í sjávarafla. Vert er hins vegar að gefa viðskiptahallanum gaum á komandi mánuðum og misserum og það er umhugsunarefni hversu hratt neysluvöruinnflutningur hefur tekið við sér á undanförunum mánuðum. Hann kann þó að skýrast af því að vöxtur einkaneyslu hafi á fyrri hluta ársins verið keyrður áfram af of mikilli bjartsýni. Óhjákvæmilegt er hins vegar að viðskiptahalli aukist enn frekar á meðan stóriðjuframkvæmdir eru að ná hámarki. Það er ekki áhyggjuefni svo lengi sem hann eykst ekki verulega umfram það sem framkvæmdirnar gefa tilefni til, t.d. vegna óraunhæfrar aukningar einkaneyslu.

Hagvöxturinn sem spáð er í ár er undir vexti framleiðslugetu og því eykst framleiðslulaki frá því sem var á árinu 2002. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi hefur þess vegna ekki minnkað og áfram er nokkur slaki á vinnumarkaði. Þar sem gengi krónunnar styrktist framan af árinu en hefur að undanförunum verið nokkuð stöðugt hafa þessar aðstæður leitt til þess að verðbólga hefur haldist á þröngu bili, rétt

undir verðbólguþröngu bankans og í mjög góðu samræmi við spár hans fyrir á þessu ári. Kjarnavísitölur mæla verðbólgu hins vegar rétt yfir verðbólguþröngu en verðbólguvæntingar eru nálægt því.

Að þessu sinni birtir Seðlabankinn þjóðhags- og verðbólguþröngu út árið 2005. Að venju byggist hún á óbreyttum stýrivöxtum bankans og óbreyttu gengi. Forsendur um stefnuna í ríkisfjármálum eru í meginatriðum í samræmi við fjárlagafrumvarp og langtímaáætlun ríkisstjórnarinnar fyrir árin 2005 til 2007. Í þjóðhagsþröngunni er ekki reiknað með stækkun Norðurláts á spátímabilinu, eins og gert var í síðustu spá. Líkur á þeim framkvæmdum eru þó trúlega meiri nú en þá. Hins vegar er að sumu leyti um aðra framkvæmd að ræða en áður var ráðgerð og fjárfestingin dreifist með öðrum hætti á spátímabilið. Af þessum ástæðum, og þar sem endanlegar ákvarðanir liggja ekki fyrir, var ákveðið að hafa þessar framkvæmdir ekki með í meginþröngunni. Þá hefur orðið nokkur tilflutningur á milli ára á fjárfestingu í tengslum við Fjarðaál þannig að fjárfesting í álveri og virkjun verður minni árin 2005 og 2006 en meiri 2007 en áður var reiknað með.

Samkvæmt þjóðhagsþröngunni verður hagvöxtur á næsta ári 3%, eða minni en reiknað var með í síðustu spá. Framleiðslulaki mun því ekki hverfa á næsta ári en atvinnuleysi fer þó niður fyrir 3%. Hagvöxtur verður hins vegar kröftugur á árinu 2005 og vel umfram vöxt framleiðslugetu. Framleiðsluspenna myndast því og atvinnuleysi fer niður fyrir 2½%. Það felur í sér að spenna verður byrjuð að myndast á vinnumarkaði. Verðbólga mun því aukast þegar líður á spátímabilið en talið er að hún verði undir verðbólguþröngu Seðlabankans allt næsta ár. Lítið

tvö ár fram í tímann fer verðbólgan hins vegar lítillega upp fyrir markmiðið. Verði af framkvæmdum vegna stækkunar Norðuráls á næstu mánuðum mun hagvöxtur verða ½% meiri hvort áranna 2004 og 2005. Framleiðslulaki hverfur þá þegar á næsta ári og verðbólga mun fara fyrir og meira upp fyrir markmiðið en ella.

Fjárlagafrumvarp 2004 felur í sér töluvert aukið aðhald í ríkisfjármálum frá yfirstandandi ári. Þetta aðhald er nauðsynlegt til að búa í haginn fyrir stóriðjuframkvæmdir og styðja við peningastefnuna. Samkvæmt reynslu undanfarinna ára hefur afkoma ríkissjóðs versnað töluvert á milli frumvarps og endanlegrar niðurstöðu, sérstaklega ef tekið er tillit til hagsveiflunnar, og aðhald þannig orðið minna en að var stefnt. Ákaflega mikilvægt er að þannig verði haldið á málum nú að aukið aðhald í ríkisfjármálum sem felst í frumvarpi næsta árs skili sér óskert. Annars mun reyna meira á peningastefnuna og vextir hækka fyrr og meira en ella, með tilheyrandi afleiðingum fyrir samkeppnis- og útflutningsgreinar.

Þrátt fyrir skattalækkunar mun aðhald í ríkisfjármálum aukast enn samkvæmt áformum á árinu 2005 miðað við hagsveifluleiðrétta afkomu. Ástæðan er sú að aðhald að samneyslu og tilfærsluútgjöldum og niðurskurður framkvæmda vega þyngra. Hins vegar sigur á ógæfuhliðina á árinu 2006, þegar sveifluleiðrétt afkoma versnar umtalsvert sökum þess að þá kemur til framkvæmda annar áfangi skattalækkana og framkvæmdir ríkisins byrja að aukast á ný. Þetta er afar óheppilegt ef af verður. Stóriðjuframkvæmdir verða samkvæmt nýjustu áætlunum í hámarki á árinu 2006 og verða þá meiri en 2005, jafnvel þótt af framkvæmdum vegna Norðuráls verði. Reynslan sýnir að síðasta ár uppsveiflu skapast jafnan mest hætta fyrir efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika og því ekki heppilegt að slakað verði á aðhaldi í ríkisfjármálum á þeim tíma. Þá er hætt við að álagið á peningastefnuna verði mjög mikið á árunum 2005 og 2006. Brýnt er að taka fullt tillit til þessa við endurmat áforma í ríkisfjármálum við gerð fjárlaga á næstu árum.

Í síðustu *Peningamálum* benti Seðlabankinn á að áform um hækkun láns hlutfalls almennra íbúðalána í

allt að 90% af verðgildi eigna og hækkun hámarkslána gætu haft þensluskapandi áhrif. Breytingar af þessu tagi gætu því haft hliðstæð áhrif á gengi og peningastefnu við ríkjandi aðstæður eins og minna aðhald í ríkisfjármálum. Þessi afstaða er óbreytt. Hins vegar er ljóst að skammtímaáhrifin af breytingum af þessu tagi geta orðið meiri heldur en langtímaáhrifin. Þetta bendir til þess að tímasetning muni skipta miklu um áhrif breytinganna. Mikilvægt er að farið verði hægt í sakirnar á meðan reynir á þanþol hagkerfisins vegna stóriðjuframkvæmda. Á þessu stigi er hins vegar ekki hægt að fjalla frekar um þessi áform, enda ekki ljóst hvaða tillögur verða gerðar um breytingar á húsnæðislánum.

Síðla sumars 2002 mat Seðlabankinn það svo að færi hefði skapast til reglulegra kaupa á gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismarkaði í því skyni að styrkja gjaldeyrisstöðu bankans. Á grundvelli þess hóf bankinn kaup á gjaldeyri haustið 2002. Þegar kom fram á veturinn höfðu ákvarðanir um byggingu álverksmiðju og virkjunar á Austurlandi þau áhrif að skilyrði sköpuðust til þess að auka gjaldeyriskaupin og var það gert í áföngum fram í maí sl.

Seðlabankinn telur nú að gjaldeyrisforðinn þurfi að vera um 50 ma.kr. að lágmarki en að óbreyttu mun hann nema ríflega þeirri fjárhæð í lok ársins. Þá sé jafnframt ástæða til þess að stækka hann frekar á komandi árum, m.a. í ljósi erlendarar skuldsetningar. Seðlabankinn metur aðstæður svo að skilyrði verði til þess á næsta ári þótt mun hægar verði farið frá áramótum en síðan í maí sl. Með hliðsjón af því stefnir bankinn að því að kaupa reglulega 5 milljónir Bandaríkjadala í viku hverri á næsta ári á innlendum milli-bankamarkaði. Um það bil helmingur kaupanna mun helgast af þörfum ríkissjóðs vegna afborgana og vaxtagreiðslna af erlendum lánum. Þetta svarar til þess að gjaldeyrisforðinn eflist að öðru óbreyttu um u.þ.b. 10 ma.kr. á árinu. Í byrjun næsta árs minnka vikuleg kaup bankans á gjaldeyri því um 60% frá því sem þau hafa verið síðan í maí sl. og verða til loka þessa árs.

Gjaldeyriskaup Seðlabankans auka að öðru óbreyttu laust fé á innlendum peningamarkaði. Til þessa hefur samdráttur í endurhverfum viðskiptum

lánastofnana við bankann myndað mótvægi við áhrif kaupa Seðlabankans á gjaldeyri. Þetta gerist að nokkru leyti sjálfkrafa þar sem séð er til þess að vextir í endurhverfum viðskiptum breytist ekki þrátt fyrir gjaldeyriskaup. Ekki er hins vegar hægt að treysta að fullu á þetta mótvægi, sérstaklega ekki til skemmri tíma. Bankinn hefur fleiri möguleika til þess að vega gegn lausafjárhrifum gjaldeyriskaupanna. Ef nauðsynlegt reynist mun hann beita slíkum aðgerðum til þess að koma í veg fyrir að kaup hans á gjaldeyri valdi innlendra peningaþenslu. Þessi ásetningur undirstríkar enn frekar þá skoðun bankans að gjaldeyriskaup hans eru ekki hluti af stefnunni í peningamálum né miða þær að því að stýra gengi krónunnar, heldur hafa þau það eitt að markmiði að nota hagstæðar aðstæður til að byggja gjaldeyrisforðann upp í æskilega stærð.

Í síðustu þremur greiningum Seðlabanka Íslands á stöðugleika fjármálakerfisins hefur mat bankans verið að áhætta hafi minnkað frá fyrri greiningu og hæfni kerfisins til að mæta hugsanlegum áföllum eflst. Fjármálafyrirtækin hafa styrkt stöðu sína enn frekar frá síðustu greiningu í maí sl. og viðnámsþróttur þeirra gegn áföllum hefur aukist. Athyglisvert er hvernig eðli fjármálakerfisins hefur breyst á undanförunum misserum í kjölfar einkavæðingar og samruna. Fjármálakerfið er orðið kvikara og verður að hafa eigin burði til að eflast og mæta áföllum.

Fjármálalegum stöðugleika verður búin viss hætta vegna áhrifa stóriðjuframkvæmda sem nú eru hafnar á efnahagslífið og óvissu sem ríkir að þeim loknum. Einnig skipta tímasetning og umfang aðhaldsaðgerða sem grípa þarf til miklu máli. Meðinhættan sem steðjar að fjármálakerfinu á komandi árum felst í að ekki takist að hafa hemil á verðbólgu, sem aftur myndi leiða til sveiflna í raunvöxtum, gengi og eftirspurn. Verði ekki gripið til aðhaldsaðgerða í tíma til að koma í veg fyrir að verðbólga fari úr böndum er hætt við að heimili og fyrirtæki gangi í gegnum harkalegri aðlögun og staða þeirra verði verri að framkvæmdum loknum heldur en ef fylgt verður peningastefnu sem miðar að því að

halda verðbólgu sem næst markmiði meðan á framkvæmdum stendur. Í versta tilviki gætu lausatök er krefðust harkalegri aðgerða síðar ógnað stöðugleika fjármálakerfisins. Það er mat Seðlabankans að stöðugleiki fjármálakerfisins sé viðunandi en á heildina litið séu ekki forsendur til að segja að staðan hafi styrkst frá síðustu greiningu sem birt var í maí sl.

Ný þjóðhags- og verðbólguþá felur í sér að vaxtahækkunarir eru á næsta leiti. Í stað framleiðslulaka myndast spenna í síðasta lagi á fyrri hluta ársins 2005 og verðbólga fer þá upp fyrir markmið ef peningastefnan verður óbreytt. Þetta mun gerast fyrr ef framkvæmdir hefjast vegna stækkunar Norðuráls á næsta ári. Þá hafa þær forsendur horfið sem í síðustu *Peningamálum* voru jafnvel taldar geta leitt til vaxtalækkunar, þar sem innlend eftirspurn hefur vaxið hraðar en reiknað var með og hætta á verðhjöldun í helstu viðskiptalöndum hefur minnkað verulega. Þá eru líkur á stækkun Norðuráls nú orðnar mun meiri en talið var í lok júlí sl. Seðlabankinn telur þó ekki tímabært að hækka vexti nú. Vissulega er mikilvægt að bregðast við aðsteðjandi verðbólguþrýstingi í tíma þar sem allt að ári getur liðið þar til að áhrif aðgerða í peningamálum koma fram í verðbólgu með verulegum þunga og allt að tveimur árum þar til að þau koma að fullu fram. Á móti kemur að verðbólga verður samkvæmt spá undir markmiði allt næsta ár, nokkur slaki er í hagkerfinu og bankinn spáir nú minni hagvexti á þessu og næsta ári en áður. Enn er því svigrúm til að meta á allra næstu vikum hvort framvindan staðfestir horfurnar, þar með talið í hve miklum mæli stóriðjuframkvæmdir skapa spennu á vinnumarkaði, en áhrifin hafa hingað til verið minni en áður var talið.

Líklegast er að til vaxtahækkana komi fljótlega. Hvernig vextir þróast á næstunni mun þó eins og alltaf ráðast af því hver framvinda efnahagsmála verður en einnig því hver ríkisfjármálastefnan verður og hvaða breytingar kunna að verða ákveðnar á húsnaðislánum. Verði af stækkun Norðuráls mun það einnig hafa áhrif.