

Birgir Ísl. Gunnarsson

## Ræða á fundi Verslunarráðs Íslands Föstudaginn 3. desember 2004

Góðir fundarmenn

Bankastjórn Seðlabanka Íslands ákvað í gær að hækka stýrivexti bankans um eina prósentu úr 7,25% í 8,25%. Ég ætla að nota tíma minn hér í dag til að skýra þá ákvörðun og fjalla þá að sjálfsögðu um ástand og horfur í efnahags- og peningamálum og þar með nýja þjóðhagsspá og verðbólguþátt bankans.

Frá því að Seðlabankinn birti síðast verðbólguþátt í júní sl. hafa verðbólguhorfur til lengri tíma litið versnað töluvert. Má einkum rekja það til meiri vaxtar innlendrar eftirspurnar en áður var reiknað með. Nefna má nokkur atriði sem ég mun koma nánar að hér á eftir.

Hagvöxtur er og verður meiri en spáð var í júní sl. Aukin samkeppni á lánamarkaði hefur leitt til þess að aðgangur almennings að lánsfé hefur orðið mun greiðari en áður og vextir verðtryggða húsnæðisveðlana til langs tíma hafa lækkað. Þetta hefur leitt til þess að lánveitingar til einstaklinga hafa vaxið mikið og það aftur leitt til hækkunar á íbúðaverði. Stóriðjuáformin hafa enn vaxið og þjappast meir á næstu tvö ár en áður voru horfur á. Yfirlýsingar um skattalækkun hafa verið staðfestar og áform um aðhald í útgjöldum hins opinbera næstu tvö ár eru nokkuð óljós. Horfur eru á að allir þessir þættir leiði til mun meiri framleiðsluspennu en áður var talið og kyndi undir verðbólgu, einkum á árinu 2006 ef ekkert er að gert. Þá

aukast líkur á að launaliðir kjarasamninga verði endurskoðaðir að ári ef ekki tekst að hafa hemil á verðbólgunni.

Við skulum því næst víkja að verðlagsþróun en stöðugt verðlag er eitt höfuðverkefna bankans samkvæmt lögum og er verðból gumarkmiðið 2½% reiknað sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum. Undanfarna mánuði hefur verðbólgan verið á uppleið og mældist hún 3,8% í nóvember. Þetta var sjöundi mánuðurinn í röð sem verðbólga mældist meiri en 3,5%. Hagstofan birtir tvær vísitölur sem gefa vísbendingu um undirliggjandi verðbólgu. Árshækkun kjarnavísitölu I, sem er vísitala neysluverðs án sveiflukenndra undirliða, búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns, nam 3,3% í nóvember og hafði verið um eða yfir 3% undanfarna sjö mánuði. Kjarnavísitala II sem að auki undanskilur verð opinberrar þjónustu hækkaði um 3,1% á tólf mánuðum til nóvember og hafði árshækkunin sveiflast í kringum 3% undanfarna sjö mánuði.

Verðbólgan er enn bundin við tiltölulega fáa undirliði. Hækkun þeirra má að miklu leyti rekja til vaxandi eftirspurnar, en að hluta til beins kostnaðarþrýstings. Skýrasta vísbending um eftirspurnarþrýsting er hröð hækkun íbúðaverðs undanfarna mánuði og ár. Af 3,8% hækkun vísitölnnar síðastliðna tólf mánuði skýrast 1,3% af hækkun húsnæðisliðar. Önnur 0,6% af hækkun vísitölu neysluverðs skýrast af verðhækkun bensíns, en breytingar á bensínverði á heimsmarkaði koma fljótt fram í bensínverði hér á landi. Þá hefur verð opinberrar þjónustu hækkað meira en vísitalan í heild. Þannig skýrast rúmlega 4/5 hlutar verðbólgunnar undanfarna tólf mánuði af verðhækkun húsnæðis, bensíns og opinberrar þjónustu. Að framangreindum liðum frátöldum hafa verðlagshækkunir verið hóflegar. Verð þjónustu á almennum markaði hafði í byrjun nóvember hækkað um 2,3% á tólf mánuðum, verðlag innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks um 2,5% og innlendarar vöru án búvöru og grænmetis um 1,6%.

Lítið lát hefur orðið á hækkun markaðsverðs íbúðarhúsnæðis og þegar áhrifa aukinnar samkeppni á íbúðalánamarkaði og lækkunar vaxta á fasteignaveðlánum tók að gæta á haustmánuðum hækkaði verðlag íbúðarhúsnæðis hröðum skrefum. Í nóvember hafði húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hækkað um 8,8% á tólf mánuðum sem leiddi til 1,6% hækkunar vísitölu neysluverðs eins og áður greinir.

Hækkun íbúðaverðs undanfarna tólf mánuði hefur verið hröðust á höfuðborgarsvæðinu en hefur einnig verið umtalsverð á landsbyggðinni. Hraðast hefur verð einbýlishúsa og stærri eigna á höfuðborgarsvæðinu hækkað, eða um rúmlega 20% undanfarna tólf mánuði, en verðhækkun íbúða í fjölbýli hefur á sama tíma verið 12%. Undanfarna fjóra mánuði hefur hækkun stærri eigna verið sérlega hröð eða að jafnaði 2-3,5% á mánuði.

Í þjóðhagsspánni sem Seðlabankinn hefur nú birt er spáð töluvert meiri vexti eftirspurnar og hagvexti á næstu tveimur árum en áður hefur verið gert. Við skulum aðeins skoða hvern lið fyrir sig. Í júní spáði Seðlabankinn 5½% vexti einkaneyslu árið 2004. Nú er útlit fyrir að vöxturinn verði umtalsvert meiri. Einkaneysla jókst á fyrri helmingi ársins 2004 um 7,2% frá sama tíma í fyrra og spáð er 7% vexti á árinu í heild. Horft til næstu tveggja ára virðist einsýnt að einkaneysla mun halda áfram að vaxa ört. Spáð er að hún vaxi um 9½% á næsta ári og um tæplega 7% árið 2006. Kemur þar margt til. Viðbrögð heimilanna við íbúðaveðlánnum bankanna hafa verið hröð og flest bendir til að þau muni halda áfram að endurfjármagna skuldir sínar á næstu árum og lengja líftíma útistandandi skulda um leið. Greiðslubyrði útistandi lána mun því léttast umtalsvert. Heimilin munu því hafa meira fé til ráðstöfunar eftir vexti og afborganir en áður og að líkindum verja meginhluta þess til einkaneyslu. Lækkun skatta mun væntanlega hafa sömu áhrif. Til viðbótar er líklegt að heimilin bregðist við léttari greiðslubyrði með aukinni lántöku.

Útlit er fyrir að vöxtur samneyslu á þessu ári verði u.þ.b. 1½% eða svipað og gengið var út frá í þjóðhagsáætlun fjármálaráðuneytisins sem birt var í byrjun október. Þá hefur verið tekið tillit til áhrifa kennaraverkfallsins sem minnkar samneysluútgjöld árið 2004 en eykur þau árið 2005. Í spá Seðlabankans er reiknað með 2,5% vexti samneyslu, heldur meira en fjárlagafrumvarpið gerði ráð fyrir sem reiknaði með 2% vexti hennar. Þar af liggja 3% hjá sveitarfélögum og 2,3% hjá ríkinu. Ástæða þess að vikið er frá forsendum fjárlagafrumvarps um undirliggjandi vöxt samneyslu er í fyrsta lagi sú að útgjaldatölur ársins virðast benda til þess að bæði útgjöld og tekjur fari fram úr áætlunum haustsins. Í þessu sambandi má benda á að vöxtur samneyslu hefur jafnan verið vanmetinn um þetta leyti árs undanfarin ár eða að meðaltali um 1½% á tímabilinu 1998 til 2003. Gangi áætlanir ráðuneytisins hins vegar eftir sem við hljótum að vona, yrði hagvöxtur væntanlega ½% minni árið 2005 en áhrifin 2006 yrðu ekki eins mikil. Ætla mætti að ársverðbólga á næstu 2 árum yrði 0,2 – 0,3 prósentum minni en ella.

Vöxtur fjármunamyndunar markast mjög af vaxandi þunga framkvæmda við virkjanir og stóriðju. Í júní spáði Seðlabankinn að fjármunamyndun myndi vaxa um 17% á árinu 2004 og virðist sú spá geta gengið eftir. Fjármunamyndun á fyrri helmingi ársins jókst um 19% frá fyrra ári. Líklegast hefur vöxturinn verið svipaður á þriðja fjórðungi ársins þótt heldur hafi dregið úr vexti innfluttrar fjárfestingarvöru. Ljóst er að dregið hefur úr fjárfestingum ríkisins eftir því sem liðið hefur á árið og hér er reiknað með að hún dragist saman síðari hluta ársins. Fjárfesting atvinnuvega vex hins vegar mjög hratt vegna virkjunarframkvæmda. Flest bendir einnig til að íbúðafjárfesting muni aukast a.m.k. jafn mikið og í fyrra. Seðlabankinn spáir því að fjárfesting aukist í heild um rúmlega 20% á næsta ári og um tæplega 3% árið 2006. Þetta er mun meiri fjárfesting á næsta ári en gert var ráð fyrir í júní en nokkuð minni vöxtur árið 2006 en þá var spáð. Meiri fjármunamyndun á næsta ári skýrist að stærstum hluta af breyttum tímasetningum og nýjum áformum um

stóriðjuframkvæmdir og af aukinni húsnæðisfjárfestingu sem að hluta má rekja til nýrra aðstæðna á innlendum veðlánamarkaði og áhrifum þeirra á húsnæðisverð sem hvetur enn frekar til íbúðafjárfestingar. Minni fjármunamyndun árið 2006 en í síðustu spá skýrist fyrst og fremst af því að fjárfesting á næsta ári verður meiri en áður var ætlað og vöxturinn milli árana 2005 og 2006 því minni.

Samkvæmt spá Seðlabankans mun hagvöxtur verða 5,4% á þessu ári og 6,1% á því næsta en aðeins dregur úr hagvexti árið 2006 eða í 4,9%. Á næsta ári er því útlit fyrir mesta hagvöxt sem hér hefur verið frá árinu 1987.

Þessi þjóðhagsspá fyrir árin 2004 til 2006 gefur til kynna mikinn og vaxandi viðskiptahalla. Áætlað er að hann vaxi úr 6½% af landsframleiðslu árið 2004 í 10% árið 2005 og rúmlega 11% árið 2006. Þessu fylgir að sjálfsögðu mikil skuldasöfnun og gert er ráð fyrir að erlendar skuldir verði um 112% af vergri landsframleiðslu í lok árs 2006. Hluta þessa viðskiptahalla má rekja til stóriðjuframkvæmdanna eða sem nemur 40 - 50% á tímabilinu. Nýjar álverksmiðjur munu leiða til mjög mikils vaxtar álútflutnings. Árið 2008 þegar öllum framkvæmdum sem tekið er tillit til í spá Seðlabankans verður lokið mun útflutningur áls verða um 160% meiri en hann verður í ár. Gróflega má áætla að verðmæti útflutts áls verði tæplega 100 milljarðar króna á árunum 2008 og hefur þá aukist um 60 milljarða króna frá því sem það verður að líkindum á þessu ári. Þetta mun að sjálfsögðu hjálpa til við að draga úr viðskiptahalla þegar byggingu verksmiðja og orkuvera lýkur.

Ljóst er að framleiðsla næstu tveggja ára verður langt umfram framleiðslugetu hagkerfisins. Miðað við endurmat á eftirspurn og framleiðslugetu undanfarin ár lækkar mat á framleiðsluspennu ársins 2001 niður í 1½% og slaki ársins 2002 er nú talinn hafa verið um 1½%. Sem fyrr er talið að slakinn hafi horfið strax á síðastliðnu ári. Í ár hófst nýtt þensluskeið. Að gefnum forsendum þjóðhagsspárárinnar,

m.a. um óbreytt gengi og óbreytta stýrivexti frá nóvember sl., stefnir í að á næstu árum verði veruleg framleiðsluspenna tæplega 2% á þessu ári, tæplega 4% á næsta ári og u.þ.b. 5% árið 2006. Tilgangur þess að spá framleiðsluspennu til tveggja ára er að meta áhrif eftirspurnar á verðbólgu. Í ljósi mikilla framkvæmda á sama tíma og mun greiðari aðgangs almennings að lánsfé er jafnmikil framleiðsluspenna og hér er sýnd ekki ósennileg. Verði aðhald í efnahagsmálum aukið frá því sem gert er ráð fyrir í spánni, eins og Seðlabankinn hefur þegar gert með hækkun stýrivaxta sem tilkynnt var í gær, mun það draga úr framleiðsluspennu og þar með úr verðbólguþrýstingi.

Ég mun þá víkja að verðbólguþrýstingi Seðlabankans. Ég vil leggja áherslu á að eins og ávallt byggir hún á óbreyttu gengi, sem nú var miðað við vísitöluna 120, og á óbreyttum stýrivöxtum Seðlabankans, þ.e. þeim sem giltu nú í nóvember. Þessi spá sýnir því fyrst og fremst hver verðbólgan yrði ef Seðlabankinn brygðist ekki við. Verðbólguþrýstingin er því tæki sem Seðlabankinn notar til að ákveða vexti sína. Samkvæmt spánni yrði verðbólga yfir verðbólguþrýsting Seðlabankans allt spátímabilið og yfir efri þolmörkum sem eru 4% í lok þess. Horfur eru á að meðalverðbólga þessa árs verði 3,2% sem er í samræmi við spá bankans frá því í júní. Meðalverðbólga næsta árs yrði samkvæmt spánni 3,4%. Árið 2006 er spáð 3,5% meðalverðbólgu en tæplega 4,5% yfir árið. Megindrífkraftur næstu tveggja ára er vaxandi innlend eftirspurn sem leiðir til vaxandi framleiðsluspennu, þ.e.a.s. framleiðslu umfram langtímaframleiðslugetu þjóðarþúsins. Ég vil hins vegar ítreka enn og aftur að ákvörðun Seðlabankans um vaxtahækkun í gær er ætlað að koma í veg fyrir að sú þróun sem spáin bendir til muni í raun verða. Henni er ætlað að stuðla að því að verðbólguþrýstinginu verði náð á ný.

Ég ætla að víkja þá nokkrum orðum að hinni miklu útlánaþenslu, sem hér hefur verið undanfarið misseri, en vöxtur útlána hefur verið mun meiri en getur samrýmst stöðugu verðlagi til langframa. Útlán lánakerfisins í heild jukust um 15,4% á 12 mánuðum til júníloka.

Tölur um lánakerfið í heild til septemberloka liggja ekki fyrir, en fara má nærri um vöxtinn með því að leggja saman útlán innlánsstofnana, Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða. Í septemberlok höfðu útlán þessara aðila aukist um 22% á tólf mánuðum. Útlán til atvinnuvega höfðu aukist sérlega ört. Í júnílok höfðu útlán lánakerfisins til atvinnuvega aukist um rúmlega fimmtung og í septemberlok höfðu útlán innlánsstofnana til atvinnuveganna aukist um hartnær þriðjung. Útlán til einstaklinga hafa einnig vaxið verulega síðastliðna tvo ársfjórðunga. Ársvöxtur samanlagðra útlána innlánsstofnana, lífeyrissjóða og Íbúðalánasjóðs til einstaklinga nam í lok september 14%. Tölur um útlán innlánsstofnana og Íbúðalánasjóðs liggja fyrir til októberloka. Innlend útlán innlánsstofnana jukust um rúmlega 7% í þeim mánuði og höfðu aukist um þriðjung á einu ári. Útlánavöxturinn hjá innlánsstofnunum er að nokkru leyti á kostnað Íbúðalánasjóðs og e.t.v. lífeyrissjóða en ekki liggja fyrir upplýsingar um útlán lífeyrissjóða í október. Í októberlok höfðu útlán innlánsstofnana og Íbúðalánasjóðs til samans aukist um tæplega 23% á einu ári.

Ég mun þá víkja lítillega að breyttri stefnu Seðlabankans varðandi gjaldeyriskaup. Frá byrjun september 2002 hefur Seðlabanki Íslands reglulega keypt gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismarkaði í þeim tilgangi einum að styrkja gjaldeyrisforða sinn, en erlend staða bankans hafði rýrnað verulega, einkum vegna inngrípa hans á gjaldeyrismarkaði á árunum 2000 og 2001. Frá september 2002 og til næstu áramóta verður heildarfjárhæð gjaldeyriskaupa sennilega um 75 milljarðar króna og gjaldeyrisforðinn verður að líkindum um 70 milljarðar króna um áramótin. Seðlabankinn telur ekki efni til að efla forðann frekar eins og sakir standa. Því hefur verið ákveðið að í byrjun árs 2005 verði hætt reglulegum gjaldeyriskaupum til eflingar gjaldeyrisforða bankans. Frá þeim tíma mun Seðlabankinn aðeins kaupa gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismarkaði til að mæta þörfum ríkissjóðs vegna greiðslna af erlendum lánum. Í samræmi við þetta mun bankinn á árinu 2005 kaupa 2,5 milljónir Bandaríkjadala einu sinni í viku á markaði. Seðlabankinn mun kaupa gjaldeyri fyrir hönd

ríkissjóðs ef endurgreiðslur erlendra lána verða meiri en rúmast innan þessara áforma og tilkynna viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði um tilhögun kaupanna með fyrirvara.

Ég vil að lokum fara nokkrum orðum um stefnuna í peningamálum. Vaxtahækkunin nú er að sönnu óvenjumikil. Hana verður að skoða í ljósi þess hve hratt aðstæður á lánamarkaði hafa breyst að undanfögnu, að meginþungi fjárfestingar í virkjunum og álbræðslum er skammt undan og að umsvifin sem þeim tengjast munu aukast hraðar en áður var talið. Þá ber að líta til þess að þrátt fyrir að stýrivextir hafi verið hækkaðir fimm sinnum um samtals tæpar 2 prósentur frá maí til nóvember, voru raunstýrivextir í lok nóvember miðað við verðbólguálag óverðtryggðra ríkisskuldabréfa aðeins lítillega ef nokkru hærrí en metnir náttúrulegir raunvextir á Íslandi, þ.e.a.s. raunvextir sem að meðaltali yfir hagsveifluna má ætla að samræmist jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Verðbólguvæntingar hafa verið meiri en æskilegt er og leitt til þess að vaxtahækkanir Seðlabankans hafa til þessa ekki bitið sem skyldi. Það kann svo aftur að hafa átt þátt í að halda verðbólguvæntingum háum. Með því að hækka vexti meira í einu skrefi nú en venja hefur verið leitast Seðlabankinn m.a. við að tryggja að væntir raunstýrivextir bankans hækki, bæði fyrir tilstilli hærrí nafnvaxta og lægri verðbólguvæntinga. Það endurspeglar þann ásetning bankans að peningastefnan veiti nægilegt aðhald til þess að halda verðbólgu í skefjum þegar framkvæmdaþunginn kemst á enn hærra stig. Vangaveltur sem vart hefur orðið við í opinberri umræðu um að stjórnþæki Seðlabankans býti ekki lengur eru byggðar á misskilningi. Miðlunarferli peningastefnunnar kann að hafa breyst en það er til staðar og peningastefnan mun hafa tilætluð áhrif.

Að gefnum óbreyttum stýrivöxtum bankans frá því sem þeir voru nú í nóvember væru horfur á að verðbólga yrði umtalsvert meiri en 2½% verðbólguþarkmiðið þegar launaliðir kjarasamninga geta komið til endurskoðunar í nóvember á næsta ári. Verðbólguhorfur á því tímabili hafa versnað töluvert frá síðustu spá. Leiði mikil verðbólga til frekari



launahækkana myndu verðbólguhorfur árið 2006 versna enn frekar. Það gæti leitt til þess að grípa þyrfti til meiri vaxtahækkana á árinu 2006. Til þess að hafa nægilega skjót áhrif á verðbólguna á þessu tímabili þarf að bregðast hratt og tímanlega við. Eins og nú horfir er líklegt að Seðlabankinn hækki vexti enn frekar á komandi mánuðum.

#### Góðir fundarmenn

Á næstu árum þarf peningastefnan að glíma við aðstæður sem mjög munu reyna á þanþol þjóðarbúskaparins. Afar mikilvægt er að peningastefnan og stefnan í ríkisfjármálum vinni saman við þessar aðstæður. Því þyngri byrðar sem lagðar eru á peningastjórnina á þessu tímabili, þeim mun meiri verða neikvæð hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu. Seðlabankinn hefur lagt mikla áherslu á að létt verði undir með peningastefnunni með ströngu aðhaldi í ríkisfjármálum og hins opinbera í heild. Frumvarp til fjárlaga fyrir árið 2005 felur í sér nokkuð aukið aðhald miðað við fyrra ár. Eigi að síður er útlit fyrir að hagsveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs á árunum 2005 og 2006 verði töluvert lakari en á ofþensluárunum 1999 og 2000. Aðhaldið þá reyndist ófullnægjandi í ljósi þess að umtalsverð eftirköst ofþenslunnar komu fram á árunum 2001 og 2002. Til þess að vega á móti örvunaráhrifum skattalækkana á næstu árum þarf mjög róttækan niðurskurð á útgjöldum ríkisins sem eflaust mun mæta mótspyrnu. Því er það verulegt áhyggjuefni hve áætlanir um niðurskurð eru óljósar. Flest ár hafa útgjöld hins opinbera haft tilhneigingu til að fara fram úr áætlunum. Við ákvarðanir í peningamálum er því varasamt að treysta á að metnaðarfull áform um niðurskurð útgjalda gangi fyllilega eftir, því gerist það ekki kann að verða of seint að bregðast við afleiðingum þess við þær aðstæður sem framundan eru. Seðlabankinn verður að miða aðgerðir í peningamálum við þá framvindu sem hann telur sennilegasta. Á grundvelli þess hækkaði bankinn vexti nú og er viðbúinn að hækka þá frekar í því skyni að beina verðbólgu sem fyrst að 2½% verðbólgu markmiðinu.