

Svar

forsætisráðherra við fyrirspurn Jóhönnu Sigurðardóttur um mótvægisáðgerðir vegna efnahagslegra áhrifa Noral-verkefnisins.

Forsætisráðuneytið leitaði til Seðlabanka Íslands um svör við fyrirspurninni, enda lúta flestar spurninganna að stefnu Seðlabankans. Svör bankans fara hér á eftir. Í almennum inngangsorðum bankans segir að spurningarnar séu afar umfangsmiklar og ekki sé mögulegt að svara þeim til fullnustu á þeim skamma tíma sem sé til stefnu. Ekki hafi tekist að fá í tíma aðgang að öllum gögnum sem nauðsynleg eru til að leggja sjálfstætt mat á áhrif verkefnisins og því byggist álit bankans í veigamiklum atriðum á athugunum Þjóðhagsstofnunar á þjóðhagslegum áhrifum Noral-verkefnisins. Seðlabankinn leggur á þessu stigi ekkert mat á þessar niðurstöður. Hann tekur þær einfaldlega sem gefnar sem undirstöðu undir mat hans á því hvaða áhrif verkefnið kann að hafa á peningastefnuna, vexti, gengi og aðra þá þætti sem snerta bankann mest.

Þar sem líkur hafa aukist að undanförunu á að Noral-verkefnið geti orðið að veruleika hyggst bankinn leggja ítarlega mat á áhrif þess á peningastefnuna og væntanlega birta í riti sínu *Peningamál* á næstunni. Úttekt á efnahagsáhrifum er forsenda slíks mats og því verður hugsanlega bætt úr annmörkum á eftirfarandi svörum þegar og ef þetta efni birtist.

1. *Hvaða áhrif hefur Noral-verkefnið á möguleika Seðlabanka Íslands til að ná yfirlýstu verðbólguþrýstingnum sínu meðan á framkvæmdum stendur?*

Á heildina litið mun verðbólguþrýstingur aukast af völdum Noral-verkefnisins. Seðlabankinn getur eftir sem áður náð yfirlýstu verðbólguþrýstingnum, en til þess mun peningastefnan þurfa að vera töluvert aðhaldssamari en ella. Þó má búast við að verkefnið leiði til hækkunar á gengi krónunnar í aðdraganda og á fyrstu stigum framkvæmdanna og hafi þannig tímabundin áhrif til að lækka verðbólgu. Þessi gengishækkunaráhrif eru því meiri sem erlend fjármögnun er meiri en því minni sem innflutt aðföng, þ.m.t. erlent vinnuafli, vega þyngra.

2. *Telur Seðlabankinn koma til greina að hækka verðbólguþrýstingnum um tíma og/eða vikka þolmörk peningamálastefnunnar meðan á framkvæmdum stendur? Hvaða áhrif má ætla að slík ráðstöfun hafi á langtímaþróun vaxta, kaupmáttar og hagvaxtar að mati ráðherra og Seðlabankans?*

Seðlabankinn telur alls ekki koma til greina að hækka verðbólguþrýstingnum bankans vegna þessara framkvæmda eða hnika þolmörkum peningastefnunnar. Slíkt mundi grafa undan trúverðugleika verðbólguþrýstingnum og leiða til þess að áhættuálag vaxta hækkaði í langan tíma á eftir. Afleiðingin yrði sú að mun erfiðara yrði að ná verðbólguþrýstingnum bankans á ný sem mundi ásamt hærri vöxtum hafa neikvæð áhrif á hagvöxt og kaupmátt. Leiði framkvæmdirnar til mikillar spennu á vöru- og vinnumarkaði gæti víxlverkun launa og verðlags orðið hröð ef ekki kemur til mótvægisáðgerða í formi aukins aðhalds í ríkisfjármálum og peningamálum. Því er afar mikilvægt að leitast við að halda verðbólgu niðri á framkvæmdatímanum.

Polmörk verðbólguþáttar hafa fyrst og fremst það hlutverk að kalla á ítarlega úttekt — ef þau eru rofin — á ástæðum fráviks frá verðbólguþáttar, horfum á að verðbólga verði aftur innan þolmarkanna og til hvaða aðgerða þarf að grípa svo að markmið bankans náist. Ástæður slíkrar úttektar eru síst veigaminni þegar framkvæmdir standa yfir sem hafa mikil áhrif á þjóðarbúskapinn. Fari svo að verðbólga rjúfi þolmörkin mun Seðlabankinn, eins og samkomulag ríkisstjórnarinnar og bankans frá 27. mars 2001 kveður á um, gera ríkisstjórninni grein fyrir því hvenær hann telji að verðbólga verði á ný komin inn fyrir þolmörkin og hvaða aðgerðir hann telji nauðsynlegar til þess að ná markmiði bankans eins fljótt og auðið er.

3. *Hvaða áhrif telur Seðlabankinn að Noral-verkefnið muni hafa á innlenda vexti, skulda- og hlutabréfamarkað og gengisþróun krónunnar ef ekki verður gripið til mótvægisáðgerða? Hvert er mat ráðherra á þessu?*

Þessi áhrif er almennt erfitt að sjá fyrir og sérstaklega áður en fyrir liggur hvernig verkefnið verður fjármagnað. Þó er ljóst að verulegur hluti fjármagnsins mun koma erlendis frá, í formi láns- og hlutafjár. Því verður að telja líklegt að gengi krónunnar styrkist umtalsvert á einhverju tímabili framkvæmdanna, jafnvel þótt mikill innflutningur vegi á móti. Það mun um hríð leiða til minni verðbólgu og meiri kaupmáttar en ella. Áhrif verkefnisins á innlenda vexti og fjármagnsmarkað geta orðið eftir nokkrum leiðum:

- i. Verði verkefnið að einhverju leyti fjármagnað á innlendum markaði mun það leiða til ákveðinnar samkeppni um innlent lánsfé og hækkunar vaxta. Flest mælir þó með að lánsfé komi að mestu milliliðalaust erlendis frá. Samkeppni við innlend fyrirtæki um erlent lánsfé ætti ekki að vera teljandi, enda að jafnaði ekki um sömu lánveitendur að ræða og nægt framboð erlends lánsfjár til traustra aðila á borð við Landsvirkjun.
- ii. Íslenskum lífeyrissjóðum og fjármálastofnunum hefur verið boðið að taka þátt í fjármögnun verkefnisins. Verkefnið keppir því við aðra innlenda og erlenda fjárfestingarkosti en þar með teljast minni fjárfestingar lífeyrissjóða í erlendum verðbréfum. Verði viðbrögðin jákvæð kann það að draga úr eftirspurn eftir öðrum innlendum verðbréfum og stuðla að lægra verði þeirra en ella, þ.e. hærri vöxtum.
- iii. Verkefnið kann einnig að hafa neikvæð áhrif á verð innlendra hlutabréfa ef raungengi krónunnar hækkar umtalsvert og samkeppnisstaða útflutningsfyrirtækja versnar.
- iv. Verkefnið mun auka innlenda heildareftirspurn, sem að öðru óbreyttu leiðir til hærri vaxta, bæði beint og fyrir tilstilli aðhaldssamrar peningastefnu.
- v. Búast má við að hluti áhrifanna komi fram fyrir tilstilli væntinga. Uppsveifla í væntingum kann að magna enn frekar innlenda eftirspurn og þar með leiða til enn hærri vaxta, en á móti koma áhrif þess að fjármagnsinnstreymi eykst hugsanlega.

4. *Ef tekið er mið af verðbólguþáttar Seðlabankans og þeirri forsendu að kaupmáttur launa skerðist ekki á framkvæmdatímanum, hversu umfangsmiklar þurfa mótvægisáðgerðir ríkisvaldsins og Seðlabanka að vera? Með umfangi er átt við:*

- a. *aðhald í opinberum rekstri og framkvæmdum sem hlutfall af VLF,*
- b. *vaxtastig, þ.e. vexti skuldabréfa umfram grunndæmi (stuttra og langra verðtryggðra ríkisskuldabréfa).*

Noral-verkefnið mun valda þenslu á vinnumarkaði og því er líklegt að það þrýsti launum upp á við. Ekki er því líklegt að kaupmáttur launa skerðist að óbreyttu vegna þess. Hér á eftir er því ekki tekið sérstaklega mið af þeirri forsendu spurningarinnar að kaupmáttur skerðist

ekki. Þá er rétt að hafa í huga að innflutningur vinnuafls gæti dregið úr þeirri þenslu sem ella mundi verða á vinnumarkaði.

- a. Ekki tókst í tíma að fá aðgang að nauðsynlegum gögnum frá Landsvirkjun og Reyðaráli til þess að leggja mat á þörf fyrir aðhald í opinberum rekstri sem mundi vega á móti áhrifum Noral-verkefnisins. Ekki verður því unnt að svara þessari spurningu nú.
- b. Leggja verður ríka áherslu á að það mat sem hér fer á eftir er afar mikilli óvissu háð og aðeins til viðmiðunar. Áhrifin geta að verulegu leyti ráðist af ástandi þjóðarbúskaparins þegar framkvæmdir hefjast og öðrum ytri áhrifum sem þjóðarbúið verður fyrir meðan á þeim stendur. Ef umtalsverð spenna verður á vinnu- og vörumarkaði þegar framkvæmdir hefjast gætu áhrifin á launaþróun orðið mun meiri en ella. Það ræðst þó að verulegu leyti af því í hve miklum mæli aðflutt vinnuafl gæti komið í stað innlands. Einnig ríkir mjög mikil óvissa um áhrif á væntingar sem gætu leitt til stigmögnunar eftirspurnar. Há skuldastaða heimila um þessar mundir mun þó að öðru óbreyttu draga úr uppsveiflu einkaneyslu. Einn stærsti óvissuþátturinn sem tengist framkvæmdunum er áhrif þeirra á gengi krónunnar. Í þeim framreikningi Þjóðhagsstofnunar sem hér er stuðst við er reiknað með óbreyttu gengi krónunnar. Allar niðurstöður hér á eftir verður að skoða í ljósi þess. Sennilegt er að umtalsverðar gengisbreytingar verði fylgifyrirkomur framkvæmdanna þótt erfitt sé að sjá þær nákvæmlega fyrir, hvað þá að tímasetja þær. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað verulega snemma á framkvæmdatímanum og lækkað aftur síðar. Þessar gengissveiflur hefðu umtalsverð áhrif á verðbólguþróunina og veruleg áhrif á raungengi og samkeppnisstöðu útflutnings- og samkeppnisgreina. Á móti kemur að hugsanlegt er að Seðlabankinn muni draga úr þessum sveiflum með inngripum á gjaldeyrismarkaði. Þannig er vel líklegt að tækifærið yrði notað til að efla gjaldeyrisforðann með kaupum á gjaldeyri ef gengið virðist ætla að styrkjast umtalsvert af þessum sökum.

Seðlabankinn mun vinna að því að verðbólga verði sem næst 2,5% á ári. Noral-verkefnið mun því krefjast aukins aðhalds áður en og á meðan framkvæmdir eru sem mestar. Búast má við að áhrif á vexti séu mest við eða fyrir upphaf framkvæmda, en síðan dragi úr þeim. Núverandi framkvæmdáætlanir gera ráð fyrir að mestur þungi verði í framkvæmdum árin 2003–2006 og að þær verði einnig töluvert miklar árin 2009–2012. Ef reiknað er með að áhrif vaxtabreytinga komi fram u.þ.b. 0,5–2 árum eftir að vöxtum er breytt er ekki ósennilegt að á árabílinu 2002–2005 þurfi stýrivextir að jafnaði að vera 1–2,5 prósentustigum hærri en ella vegna verkefnisins og um 2,5 prósentustigum hærri við upphaf tímabilsins. Í jafnvægi þar sem framleiðsluspenna/slaki er engin og verðbólga er í samræmi við verðbólguþróun Seðlabankans má ætla að stýrivextir hans séu á bílinu 5,5–6,5%. Miðað við að grunnþæmið feli í sér slíkt jafnvægi gætu nafnvextir bankans orðið 7–9% á tímabílinu. Þetta felur í sér að raunstýrivextir Seðlabankans hækka um 2% frá grunnþæmi. Er þá gengið út frá því að aðhald í opinberum rekstri sé ekki aukið sérstaklega. Á sama hátt má gera ráð fyrir að á árunum 2006–2007 verði vextir allt að 0,5 prósentustigum lægri en ef ekki væri farið út í verkefnið. Árin 2008–2011 má reikna með að verkefnið leiði að jafnaði til 0,5–1 prósentustigs hækkunar á stýrivöxtum, eða 0,5–1,5 prósentustiga hækkunar raunstýrivaxta.

Áhrif stýrivaxta á skammtímavexti koma jafnan fljótt fram og fylgja stýrivöxtum eftir. Áhrif á langtímavexti eru ekki eins ljós. Þar sem ætla má að langtímavextir séu því sem næst vegið meðaltal skammtímavaxta sem vænt er er líklegt að þeir hreyfist í sömu átt og skammtímavextir en ekki jafnmikið. Að svo miklu leyti sem vaxtahækkun leiðir

til væntinga um minni verðbólgu, og þar með lægri nafnvaxta, er ekki útilokað að langtímavextir hreyfist í gagnstæða átt við skammtímavexti. Ekki er við því að búast að framkvæmdin hafi varanleg áhrif á raunvexti.

5. *Hvaða þýðingu hefur það fyrir aðrar innlendar fjárfestingar á tímabilinu að lánsfé til virkjanaframkvæmda er með ábyrgð ríkis, Reykjavíkur og Akureyrarbæjar og að fjármagnskostnaður er því minni en ella?*

Það hefur engin eða hverfandi áhrif á aðra innlenda fjárfestingu að lánsfé til virkjanaframkvæmda er með ábyrgð ríkisins. Landsvirkjun tekur aðeins að litlu leyti lán hjá sömu lánveitendum og innlendir bankar, fjármálastofnanir eða einkaaðilar. Hafi lántökur Landsvirkjunar einhver ruðningsáhrif (neikvæð áhrif) á aðra innlenda lántakendur ætti það helst við um ríkið. Þess sjást ekki merki og ekki er líklegt að lántökur sem nauðsynlegar eru vegna Kárahnjúkavirkjunar hafi slík áhrif.

Óvíst er hvort ríkisábyrgð hefur nokkur áhrif á aðrar fjárfestingar. Hugsanlegt er að jaðarfjármagnskostnaður í landinu verði lægri en ella vegna ríkisábyrgðar á lánnum til Landsvirkjunar og ruðningsáhrif því minni. Einnig er hugsanlegt að ríkisábyrgð ráði úrslitum um það hvort ráðist verður í verkefnið. Í því tilfelli hefur ríkisábyrgð mikla þýðingu.

6. *Hver er mismunur á framkvæmdakostnaði með og án ábyrgðar ríkis og kemur til greina að veita slíkar ábyrgðir til fleiri áhættuframkvæmda, t.d. byggingar iðnaðarhúsnæðis í eigu einstaklinga?*

Hafa verður í huga að Landsvirkjun og aðrir sem taka lán með ríkisábyrgð greiða árlega 0,25% ábyrgðargjald á höfuðstól lánsins á hverjum tíma. Landsvirkjun hefur að undanfögnu notið lánskjara sem eru LIBOR-vextir án álags á skammtímalánnum. Til samanburðar tók Íslandsbanki nýlega lán að upphæð 375 milljónir evra með LIBOR-vöxtum að viðbættum 0,25%. Hvað eldri útistandandi lán áhrærir til 2,5–3,5 ára bera lán Landsvirkjunar LIBOR-vexti að viðbættum 0,35%, en lán Íslandsbanka bera vexti sem eru með 0,22% álag á LIBOR-vexti. Nýleg lengri tíma lán Landsvirkjunar bera LIBOR-vexti með 0,06–0,08% álagi en lán ríkissjóðs til lengri tíma hafa verið með 0,05% álagi á LIBOR-vexti. Ekki verður því séð að Landsvirkjun njóti betri kjara en bankar þegar tekið er tillit til ábyrgðargjaldsins. Hins vegar má færa rök fyrir því að ríkisábyrgð á lánnum Landsvirkjunar og gott lánsþæfismat (sem m.a. leiðir af ríkisábyrgð) auðveldi henni lánsfjáröflun erlendis vegna þess að fleiri lánveitendur koma til greina eftir því sem lánsþæfi batnar.

Seðlabankinn telur að almennt sé ríkisábyrgð á lánnum óheppileg. Bankinn telur því að frekari ríkisábyrgðir til áhættuframkvæmda væru óheppilegar, þ.m.t. vegna byggingar iðnaðarhúsnæðis í eigu einstaklinga, eins og spurt er um. Slíkar ábyrgðir skekkja áhættumat fjárfestinga og geta skekkt samkeppnisstöðu. Á þessu eru þó alltaf undantekningar sem meta verður í hverju tilfelli, sbr. ríkisábyrgð sem veitt var tímabundið vegna ábyrgðartryggingar á flugflota landsmanna.