

Betri verðbólguhorfur haldist gengi krónunnar áfram hátt

Verðbólguþáin sem birtist í þessu hefti Peningamála ber þess merki að stýrivextir og gengi krónunnar hafa hækkað verulega frá því að Seðlabankinn birti síðast þjóðhags- og verðbólguþá í byrjun desember sl. Að því gefnu að stýrivextir og gengi krónunnar haldist óbreytt út spátímabilið er útlit fyrir nokkuð hraða hjöðnun verðbólgu fram á næsta ár, þrátt fyrir að enn hafi bætt í áætlaðar stórframkvæmdir á yfirstandandi ári, auk þess sem hækkun eignaverðs ýtir undir eftirspurn. Á næsta ári fara gengisáhrifin hins vegar að dvína og aukin framleiðsluspenna nær yfirhöndinni. Því eru horfur á að verðbólga aukist á ný á næsta ári og verði meiri en verðbólgu markmiðið. Þessar niðurstöður verður að skoða í ljósi þess að raungengi krónunnar virðist nú orðið mun hærra en staðist fær til lengdar. Viðskiptahallinn er einnig þegar orðinn meiri en áður var reiknað með og mun aukast enn á þessu ári. Því eru meiri líkur á því en áður að gengið lækki og verðbólga verði þá meiri en spáð er þegar líða tekur á næsta ár, þ.e.a.s. miðað við að ekki verði gripið til frekari aðgerða í peningamálum.

I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþá

Forsendur nýrrar spár

Nú sem endranær byggist verðbólguþá Seðlabankans á þeirri forsendu að stýrivextir verði óbreyttir (8,75%) út spátímabilið. Jafnframt er gert ráð fyrir því að gengisvísitala krónunnar haldist í gildi sínu á spádegi 8. mars, þ.e. nálægt vísitölustiginu 109. Eins og í síðustu *Peningamálum* 2004/4 er einnig sýnd verðbólguþá sem byggist á stýrivaxtaferli sem lesa má út úr framvirkum vöxtum og gengisferli, sem tekur mið af framvirkum vaxtamun. Verðbólguþáin nær til fyrsta ársfjórðungs 2007.

Fjárfesting í stóriðju þjappast enn frekar á þetta ár en áhrifa aðhaldssamari peningastefnu er farið að gæta í innlendri eftirspurn

Svo virðist sem fjárfesting í virkjunum og álbræðslum á síðasta ári hafi verið minni en hingað til hefur verið gert ráð fyrir. Jafnframt hafa áætlanir breyst þannig að enn stærri hluti framkvæmdanna færast yfir á þetta ár frá árunum 2006 og 2007. Áfram eru því horfur á kröftugum hagvexti á þessu ári, eða um 6½%. Þetta er aðeins meiri hagvöxtur en spáð var í desember, þrátt fyrir að spáð sé nokkru minni vexti einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar án stóriðju, sem að einhverju leyti má rekja til aðhaldssamari peningastefnu en miðað var við í desember. Vöxtur útflutnings er jafnframt nokkru minni en þá var gert ráð fyrir, enda hefur raungengi hækkað töluvert.

Á næsta ári er spáð nokkru minni vexti innlendrar eftirspurnar en í desember. Það helgast af áðurnefndum áhrifum hærra stýrivaxta, auk þess sem hærra gengi krónunnar beinir eftirspurn út úr þjóðarþáskapnum. Þá hafa stóriðjuframkvæmdir verið færðar fram til þessa

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem lágu fyrir þann 18. mars 2005.

Tafla 1 Þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

	Forsendur um stýrivexti og gengi ¹								
	Núverandi spá			Síðasta spá			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Stýrivextir Seðlabankans (%)	6,14	8,68	8,75	6,10	7,25	7,25	0,04	1,43	1,50
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ³	121,0	109,4	109,0	121,5	120,0	120,0	-0,4	-8,8	-9,2
	Ný þjóðhagsspá								
	Milljarðar króna á verðlagi hvers árs			Magnbreyting frá fyrra ári (%)			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Einkaneysla	496	555	608	7,5	8,0	6,6	0,5	-1,5	-0,2
Samneysla	228	246	265	3,6	2,5	2,5	2,3	-0,6	-
Fjármunamyndun	189	270	264	12,8	33,5	-7,9	-4,5	12,9	-10,7
Atvinnuvegafjárfesting	107	168	152	12,9	52,3	-13,0	-16,4	23,0	-15,3
Án stóriðju, skipa og flugvéla	71	75	76	6,7	2,7	-2,8	-2,6	-1,6	-4,8
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	46	69	81	3,0	19,5	9,6	-10,0	11,2	3,8
Fjárfesting hins opinbera	36	33	31	27,3	-11,0	-8,1	45,7	-7,0	-8,1
Þjóðarútgjöld	910	1.071	1.137	7,7	12,5	2,2	-0,4	1,6	-2,8
Útflutningur vöru og þjónustu	316	329	360	8,3	4,9	9,4	1,8	-0,8	0,5
Innflutningur vöru og þjónustu	367	428	432	14,3	19,6	0,0	0,2	2,4	-8,3
Verg landsframleiðsla	859	973	1.065	5,2	6,4	6,1	-0,2	0,3	1,2
	Hlutfall af VLF (%)						Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
Viðskiptajöfnuður				-8,1	-12,2	-9,3	-1,6	-1,8	2,1
Framleiðsluspenna ⁴				1,1	3,1	4,1	-0,6	-0,6	-0,9
	%						Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
Helstu lykilstærðir vinnumarkaðar									
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %)				4,5	6,0	6,0	-	-	-
Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %)				3,1	2,5	2,4	-0,3	0,4	0,8
Atvinnuleysi (% af mannafla)				3,1	2,3	2,1	-	-0,1	0,3

1. Ársmeðaltöl miðað við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 2. Breyting frá *Peningamálum* 2004/4. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting gengisvísitölu. 4. Framleiðsluspenna er mæld í hlutfalli af framleiðslugetu hagkerfisins.

árs. Hagvöxtur verður hins vegar mikill og ívið meiri en gert var ráð fyrir í desember. Það má fyrst og fremst rekja til meiri útflutnings sökum aukinna aflaheimilda. Að sama skapi verður vöxtur innflutnings töluvert minni en í síðustu spá sem rekja má til áhrifa peningastefnunar og tilfærslna stóriðjuframkvæmda.

Sé litið enn lengra fram á veginn eru horfur á að aðhald peningastefnunnar dragi enn frekar úr innlendri eftirspurn árið 2007, en aukinn álútflutningur heldur þá uppi hagvexti.

Verðbólguhorfur hafa batnað frá síðustu spá en verðbólga verður áfram yfir verðbólguþröskulinn horft tvö ár fram í tímann

Hækkun stýrivaxta og töluverð gengishækkun krónunnar draga úr eftirspurn eftir innlendum framleiðsluþáttum og verðhækkun innfluttrar vöru, sérstaklega til skemmri tíma. Verðbólgan verður því nokkru minni á spátímabilinu en spáð var í desember. Eigi að síður eru áfram horfur á að verðbólga verði yfir verðbólguþröskulinn Seðlabankans litið tvö ár fram í tímann. Eftir eitt ár gerir Seðlabankinn ráð

fyrir að verðbólga verði við 2½% verðbólguþröngun bankans en í desember var spáð tæplega 3% verðbólgu á sama ársfjórðungi. Spáð er rúmlega 3% verðbólgu eftir tvö ár, sem er nokkru minni verðbólga en spáð var í desember, þótt hún verði áfram yfir verðbólguþröngunni.

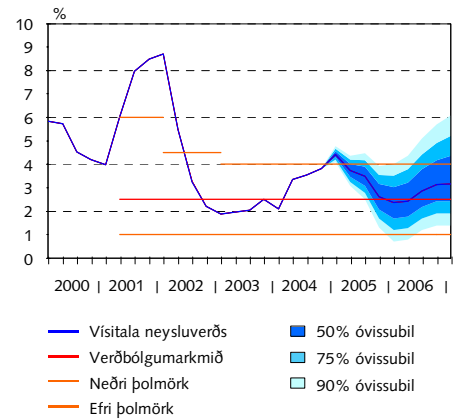
Eins og í síðustu spá er gert ráð fyrir að óvissa spárinnar sé samhverf litið eitt ár fram í tímann en að hún sé skekkt upp á við litið til tveggja ára. Slagsíðan upp á við hefur heldur aukist vegna þess að líkur á gengislækkun eru meiri en í desember.

Mikilvægt er að hafa í huga að ofangreind spá byggist á óbreyttum stýrivöxtum Seðlabankans og álíka sterku gengi krónunnar og það er nú út spátímabilið. Þannig nýtir bankinn spána sem leiðarvísir við ákvarðanir í peningamálum. Spáin gefur til kynna hver framvindan gæti orðið, geri bankinn ekkert umfram það sem hann hefur þegar gert. Áhrifa peningastefnunnar mun samkvæmt spánni gæta í auknum mæli á þessu og næsta ári. Enn frekari samþjöppun stóriðju-áformna í ár veldur því að ofpensla verður í þjóðarbúskapnum út spátímabilið og má því ætla að frekara aðhalds verði þörf af hálfu seðlabankans til þess að kveða niður þá verðbólgu sem henni fylgir. Frávikspá með breytilegum vöxtum og gengi staðfestir þetta mat enn frekar.

Mynd 1

Verðbólguþröngun Seðlabankans

Spátímabil: 1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Verðbólguþröngun Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungs- breytingar (%)	Breyting frá fyrri ársfjórðungi	Ársfjórðungs- breyting á ársgrundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
2003:1	0,7	2,9	1,9
2003:2	0,5	2,0	2,0
2003:3	0,3	1,1	2,1
2003:4	1,0	4,1	2,5
2004:1	0,3	1,3	2,1
2004:2	1,7	7,0	3,3
2004:3	0,5	1,9	3,6
2004:4	1,3	5,2	3,8
2005:1	0,9	3,7	4,4
2005:2	1,0	4,1	3,7
2005:3	0,2	0,9	3,5
2005:4	0,4	1,7	2,6
2006:1	0,7	2,7	2,4
2006:2	1,1	4,4	2,4
2006:3	0,7	2,6	2,9
2006:4	0,7	2,8	3,1
2007:1	0,7	2,9	3,2

Tölur sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

Ársbreytingar (%)	Breyting milli ára	Breyting yfir árið
2003	2,1	2,4
2004	3,2	4,0
2005	3,6	2,6
2006	2,7	3,1

Skyggt svæði sýnir spá.

II Ytri skilyrði

Alþjóðlegur hagvöxtur tekur að dvína

Horfur um hagvöxt í heiminum fyrir árið 2005 eru allgóðar, þótt líklegt sé að hann verði nokkru minni en í fyrra. Á síðasta ári var verðbólga með minnsta móti og vextir áfram lágir, en verðlag húsnæðis og hlutabréfa hækkaði víða um heim, og ýtti það undir hagvöxt. Í ár eru horfur á að nýmarkaðslöndin í Asíu, Suður-Ameríku og Evrópu muni leiða hagvöxtinn í heiminum, drifin áfram af mikilli beinni erlendri fjárfestingu. *Consensus Forecasts* spá 3% hagvexti í heiminum í ár, en hann var um 4% í fyrra.²

Útlit er fyrir að hagvöxtur á evrusvæðinu og í Japan verði dragbítur á hagvöxt í heiminum. Japanskur þjóðarbúskapur er fremur háður útflutningi og útflutningur hefur leitt hagvöxt á evrusvæðinu á síðustu árum. Gengishækkun evru og japanska jensins gagnvart Bandaríkjadal og heldur minni hagvöxtur í heiminum munu draga úr vexti útflutnings og þar með hagvexti í þessum löndum, nema innlend eftirspurn taki við sér.

Á evrusvæðinu hefur lítil einkaneysla í stærstu löndunum haldið hagvexti niðri, sem fyrir vikið er mjög háður útflutningi. Þýskaland og Ítalía, sem glímt hafa við dræman hagvöxt um langt skeið, standa fyrir helmingi framleiðslu á evrusvæðinu. Horfur á efnahagsbata þar í ár eru veikar, en á síðasta ársfjórðungi 2004 varð samdráttur. Umbætur er miða að auknum sveigjanleika á þýskum vinnumarkaði hafa tíma-bundið aukið atvinnuleysi og veikt tiltrú neytenda á framtíðinni.³ Jákvæðari tölur hafa hins vegar komið frá Frakklandi og Spáni, en þar var hagvöxtur á síðasta ársfjórðungi 2004 svipaður og í Bandaríkjunum og horfur um hagvöxt í ár góðar. Hagvöxtur á evrusvæðinu er því nokkuð ójafn. Á Bretlandi, líkt og annars staðar, eru horfur á minni hagvexti í ár en í fyrra. Farið er að draga úr verðhækkun húsnæðis, samdráttur er í smásöluverslun og búist er við að hægi á vexti einkaneyslu.

Í Bandaríkjunum er einnig spáð minni hagvexti í ár en í fyrra, sem var hinn mesti frá árinu 1999. Mikill vöxtur einkaneyslu var ein meginástæða þessa öflugra hagvaxtar, en aukin fjárfesting fyrirtækja átti einnig hlut að máli. Vaxandi viðskiptahalli vó hins vegar á móti vexti þjóðarútgjalda og var það ein helsta ástæða þess að dró úr hagvexti á síðasta fjórðungi síðasta árs.

Hagvöxtur í Kína var 9½% í fyrra og vöxtur utanríkisviðskipta mun meiri, en innflutningur á árinu 2004 jókst um 36%. Nú er svo komið að vaxandi eftirspurn frá Kína skýrir umtalsverðan hluta vaxtar eftirspurnar á heimsvísu. Kínverskur þjóðarbúskapur nemur 2/3 banda-

2. Spár *Consensus Forecasts* eru meðaltal af spám margra aðila. Hér er vísað til meðaltals af spám um hagvöxt í 69 löndum, sem ná til u.þ.b. 85-90% heimsframléislunnar.

3. Um 5 milljónir manna eru nú atvinnulausar í Þýskalandi og líklegt er að þeim eigi enn eftir að fjölga. Einnig er fjármunamyndun í Þýskalandi lítil, þar sem þýsk fyrirtæki kjósa frekar að fjárfesta í nýmarkaðsríkjum Evrópu og Asíu. Utanríkisviðskipti eru stór hluti þýska þjóðarbúskaparins og er verðmæti út- og innflutnings tæplega 70% af vergri landsframléiðslu. Uppsveifla í Þýskalandi hefur því einnig hafist erlendis. Á síðasta ári jukust alþjóðaviðskipti í heiminum og útflutningur, en innlend eftirspurn fylgdi ekki á eftir. Þar sem horfur eru á minni hagvexti í heiminum í ár hafa hagvaxtarhorfur í Þýskalandi ekki batnað.

ríska þjóðarbúskaparins að stærð og því skiptir þróunin þar og í nálægum löndum æ meira máli fyrir heimsbúskapinn. Væntingar eru um að hagvöxtur í ár muni verða heldur minni, en samt sem áður muni kínverskur þjóðarbúskapur halda áfram að vaxa einna hraðast í heiminum. Nokkur hætta er talin á ofpenslu í Kína og hafa stjórnvöld þar leitast við að hægja á hjólum efnahagslífsins en án mikils árangurs. Nýjustu upplýsingar benda til þess að kínverska hagkerfið sé enn þá á góðri siglingu. Einkaneysla og útflutningur aukast áfram hröðum skrefum.

Hækkun hráolíuverðs er ein af ástæðum þess að horfur eru á minni hagvexti í heiminum í ár en í fyrra. Meðalverð hráolíu í fyrra var tæplega 34% hærra en árið 2003. Olíuverð hefur haldið áfram að hækka það sem af er ári og fyrstu tvo mánuði ársins var það að meðaltali 43% hærra en á sama tíma í fyrra. Áhyggjur vegna áframhaldandi kulda í Bandaríkjunum og hugsanlegra sveiflna í framboði hafa ýtt undir hækkun olíuverðs undanfarnar vikur. Framvirkt verð bendir til þess að stundarverð haldist hátt næstu mánuði og var framvirkt verð hráolíu í lok febrúar um 49% hærra en það var fyrir ári. Meðalverð bensíns var í fyrra tæplega 42% hærra en árið á undan. Líkt og verð hráolíu hefur bensínverð haldið áfram að hækka á þessu ári, en þó ekki jafnmikið. Meðalhækkun fyrstu tvo mánuði ársins frá sama tíma í fyrra var um 25%.

Fjármögnun viðskiptahalla Bandaríkjanna veldur áhyggjum

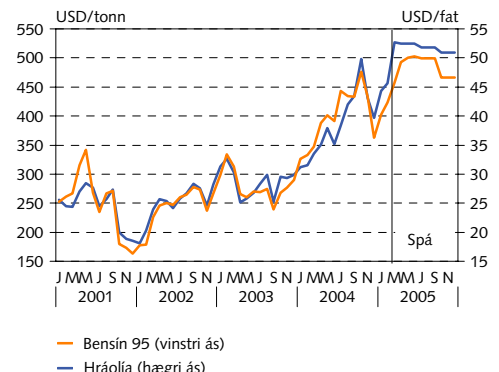
Viðskiptahalli Bandaríkjanna hefur aukist stöðugt á undanförunum árum. Nam hann í fyrra rúmlega 5% af landsframleiðslu og er gert ráð fyrir enn meiri halla á þessu ári. Mikill halli hefur einnig verið á rekstri ríkissjóðs. Óttast margir að „tvíburahallinn“ í Bandaríkjunum geti haft neikvæð áhrif á heimsbúskapinn. Veldur það óvissu á fjármálamörkuðum víðs vegar um heim.

Ýmsar skýringar eru á viðskiptahallanum, meðal annars minnkandi sparnaður einkageirans og aukinn halli á rekstri hins opinbera, en einnig sú staðreynd að þjóðarbúskapur Bandaríkjanna hefur vaxið hraðar en þjóðarbúskapur margra helstu viðskiptalanda þeirra, t.d. Evrópulanda og Japans. Vegna þess að utanríkisviðskipti Bandaríkjanna eru mjög lítil í hlutfalli við stærð hagkerfisins hefur vöxtur innlendrar eftirspurnar minni áhrif á viðskiptahallann en í mörgum öðrum ríkjum. Til þess að draga umtalsvert úr hallanum þurfa því að leggjast á eitt, minni vöxtur innlendrar eftirspurnar, helst fyrir tilstilli aukins aðhalds í ríkisfjármálum, og aukinn hagvöxtur í helstu viðskiptaríkjum Bandaríkjanna, einkum á evrusvæðinu og í Japan. Nægi það ekki kann gengi dalsins að þurfa að falla enn meira en orðið er. Ólíklegt er að dragi úr viðskiptahalla Bandaríkjanna í bráð, því að eins og áður sagði, er lítils hagvaxtar vænst í Evrópu og Japan í ár. Þar að auki hindrar sú stefna margra Asíuríkja að halda gengi gjaldmiðla sinna föstu eða lítt breyttu gagnvart Bandaríkjadal að gengislækkun Bandaríkjadals geti knúið fram næga aðlögun, en stór hluti hallans er einmitt við Kína og önnur Asíulönd.

Aðlögun heimsmarkaðarins að viðskiptahalla Bandaríkjanna hefur til þessa einkum birst í lækkun á gengi Bandaríkjadals, en hann hefur, frá því að hann náði hámarki í febrúar 2002, fallið um 28%

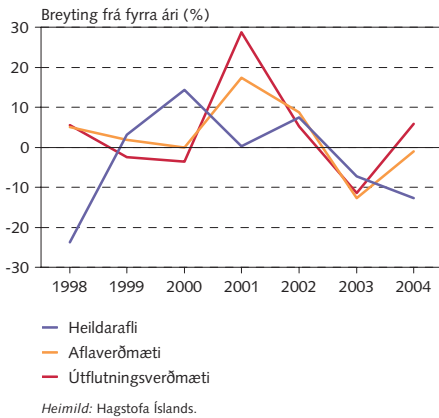
Mynd 2

Olíu- og bensínverð á heimsmarkaði
2001-2005

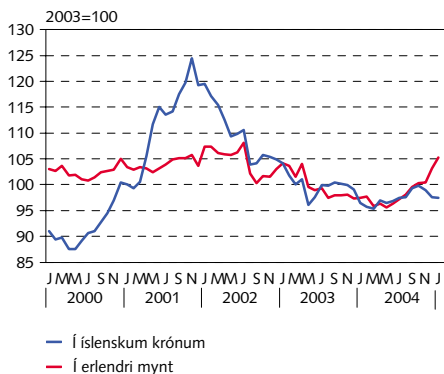


Spá um 2. - 4. ársfj. 2005, byggð á framvirku verði á Rotterdammarkaði.
Heimild: Bloomberg.

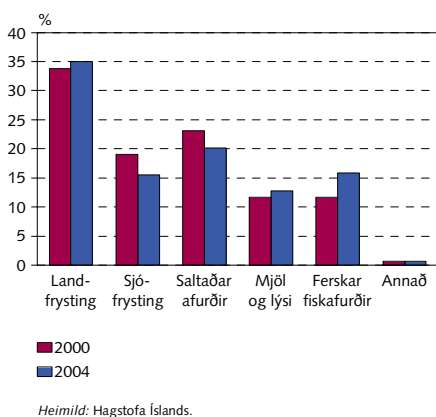
Mynd 3
Aukning aflu, aflaverðmætis og
útflyttingsverðmætis 1998-2004



Mynd 4
Áætlað verðlag sjávarafurða
janúar 2000 - janúar 2005



Mynd 5
Skipting sjávarafurðaframleiðslu
2000 og 2004



gagnvart helstu gjaldmiðlum þróaðra ríkja. Gengislækkunin hefur þó ekki enn haft mikil áhrif á viðskiptahallann, meðal annars vegna þess að útflytjendur helstu viðskiptalanda Bandaríkjanna hafa kosið að taka á sig minni hagnað fremur en að leyfa vörum sínum að hækka að ráði í dölum talið og markaðshlutdeild að minnka. Að auki hafa mörg Asíuríki, eins og áður sagði, haldið gjaldmiðlum sínum föstum gagnvart Bandaríkjadal. Því er ekki hægt að útiloka að töluvert meiri gengislækkunar sé þörf til þess að hafa veruleg áhrif á hallann. Seint á níunda áratugnum féll meðalgengi Bandaríkjadals (vöruviðskiptavegið) um 35%, samanborið við lækkun hans um 15% frá árinu 2002. Þá var viðskiptahallinn þó helmingi minni sem hlutfall af vergri landsframleiðslu en hann er um þessar mundir.

Verðlag sjávarafurða hefur hækkað

Í fyrra dróst heildarafli saman, aðallega vegna samdráttar í afla uppsjávarfisks, en vel aflaðist af botnfiski. Aflaverðmæti upp úr sjó á föstu verði stóð því í stað milli ára þrátt fyrir minni heildarafli. Þrátt fyrir svipað aflaverðmæti og áður jókst útflyttingur sjávarafurða um rúmlega 8% að magni til. Vöxtinn má einkum rekja til breyttrar samsetningar útflyttings. Útflyttingur ferskfisks jókst mikið, en hann skilar að jafnaði meiri virðisauka en önnur framleiðsla. Meiri frysting loðnu- og síldarafurða, í stað bræðslu, jók útflyttingsverðmæti þeirra um 7 ma.kr. Markviss markaðssetning, batnandi nýting hráefnis, betri vinnslutækni og sterkari staða íslenskra útflyttings- og matvælafyrirtækja á helstu mörkuðum Evrópulanda kunna einnig að hafa átt þátt í auknu verðmæti útflyttra sjávarafurða.

Þrátt fyrir fremur dræman vöxt einkaneyslu víða í Evrópu hefur útflyttingsverðlag sjávarafurða hækkað verulega undanfarna mánuði. Verðlag sjávarafurða í erlendri mynt hækkaði um rúmlega 10% undanfarna átta mánuði og mest undanfarna tvo mánuði, en verðlag hafði farið lækkandi frá fyrri hluta árs 2002. Hækkun á gengi krónunnar veldur því hins vegar að afurðaverð hefur lítið breyst í krónum talið.

Verð nær allra afurða hefur hækkaði undanfarna átta mánuði. Hækkunina má rekja til þess að framboð á helstu botnfiskafurðum hefur dregist saman á síðustu árum, en eftirspurn verið stöðug eða aukist. Þá hefur samkeppni meðal kaupenda um eftirsóttar afurðategundir eins og ferskan þorsk aukist. Einnig hefur átt sér stað ákveðin verðleiðrétting á nokkrum tegundum afurða, sérstaklega sjófrystum fiski, eftir verðfall á árunum 2002 og 2003.

Áhrif raungengis mismikil

Gengi krónunnar hækkaði töluvert undir lok síðasta árs. Á árinu 2004 var gengi krónu gagnvart Bandaríkjadal að meðaltali um 8,6% hærra en árið á undan, 2,4% hærra gagnvart sterlingspundi og 0,5% hærra gagnvart evru. Það sem af er ári hefur gengi krónunnar haldið áfram að hækka, meðal annars sökum stýrivaxtahækkana Seðlabankans. Í spá Seðlabankans að þessu sinni er gert ráð fyrir óbreyttu gengi frá 8. mars, en það felur í sér að í ár verði meðalgengi krónu 10,6% hærra en í fyrra. Að óbreyttu innbyrðis gengi gjaldmiðla fæli það í sér að meðaltali 14% hækkun gagnvart Bandaríkjadal, 10% hækkun gagnvart sterlingspundi og rúmlega 8% hækkun gagnvart evru.

Þar sem horfur eru á að innlend verðbólga og hækkun launakostnaðar á einingu verði meiri en í viðskiptalöndunum mun raungengi hækka meira en nafngengi. Að gefnu óbreyttu nafngengi mun raungengi skilgreint sem hlutfallslegt neysluverðlag hækka um rúmlega 13% á þessu ári og um u.þ.b. 2% á árinu 2006, en heldur meira ef miðað er við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu.

Í sögulegu samhengi stefnir í að raungengi á þessu ári verði með hæsta móti. Raungengi ársins 2004 var rúmlega 7% hærra en meðaltal undanfarinna tíu ára og 2½% hærra en meðaltal undangenginna tuttugu ára. Gangi ofangreindar forsendur eftir verður raungengi miðað við neysluverðlag á þessu ári 20% yfir meðaltali sl. tíu ára, 16% yfir tuttugu ára meðaltali og 1% hærra en hágengisárið 1988.

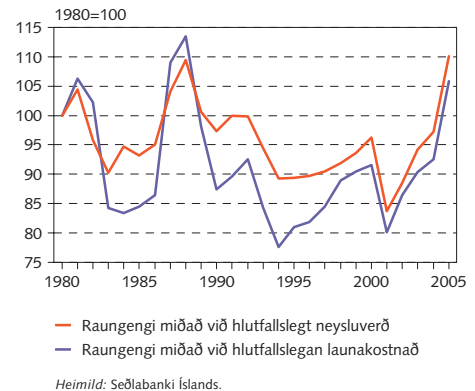
Ólíklegt er að svo hátt raungengi geti staðist mjög lengi. Hátt raungengi hefur neikvæð áhrif á afkomu samkeppnisfyrirtækja, en mismikil eftir hlutfalli innlands og erlends kostnaðar. Hagnaður útflutningsfyrirtækja mun óhjákvæmilega minnka. Aðlögunarhæfni þeirra er þó umtalsverð. T.d. hefur framleiðslusamsetning sjávarafurða á undanförunum árum aðlagast breyttum verðhlutföllum og tækni- framförum, þótt aðrar ástæður komi einnig til, eins og sést á mynd 5.

Ef marka má þróun helstu útflutningsafurða síðastliðna mánuði, t.d. sjávarafurða, áls, lyfja, lækningatækja og búnaðar til matvæla- vinnslu, hefur hækkun raungengis til þessa ekki haft veruleg áhrif á útflutning. Það kann að skýrast af því að ýmis fyrirtæki eiga óhægt um vik að draga úr framboði eða kjósa að halda óbreyttri markaðs- hlutdeild í von um að hátt gengi krónunnar vari ekki mjög lengi. Ál- bræðslur eru tiltölulega ónæmar fyrir gengissveiflum og stór íslensk iðnfyrirtæki eru þegar með vinnuafsfrekasta hluta starfsemi sinnar erlendis.

Horfur á áframhaldandi vexti útflutnings

Horfur eru á áframhaldandi vexti útflutnings á þessu ári, þótt hann vaxi töluvert hægar en í fyrra. Útlit er fyrir að útflutningur sjávarafurða aukist töluvert í ár. Leyfilegur heildarafli botnfisktegunda á yfir- standandi fiskveiðiári (1. september 2004 til 31. ágúst 2005) er um 15 þús. tonnum meiri en á fyrra fiskveiðiári. Búist er við að leyfilegur

Mynd 6
Raungengi krónunnar 1980-2005



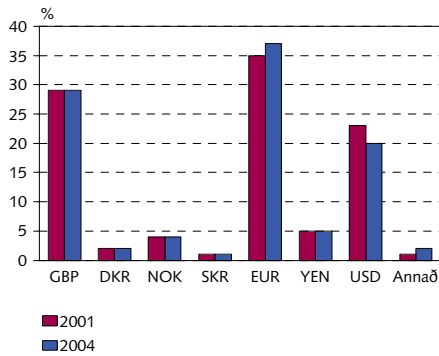
Tafla 3 Helstu forsendur um þróun ytri skilyrða

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	8,1	4,0	4,5	0,6	0,0	3,5
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	-0,9	6,0	2,0	-0,9	1,0	0,0
Verð áls í erlendri mynt	9,6	4,2	-8,2	-3,6	6,9	-1,2
Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt	-3,5	9,7	0,3	-6,2	7,3	0,1
Verð innfluttrar neysluvöru í erlendri mynt	2,5	2,3	2,2	-1,0	0,3	0,2
Þar af eldsneytisverð í erlendri mynt	35,9	33,9	-3,2	8,2	24,6	-1,0
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-2,6	1,9	-1,0	-3,6	0,6	0,5
Erlendir skammtímavextir	2,3	2,6	3,0	0,0	-0,9	-1,0

1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2004/4.

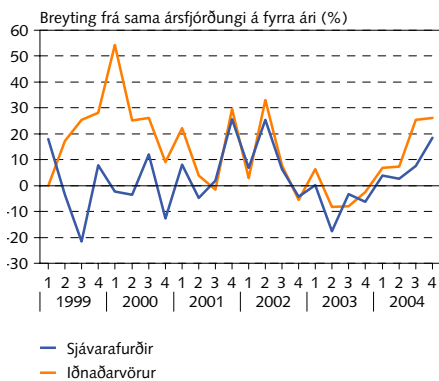
Heimild: Seðlabanki Íslands

Mynd 7
Myntkarfa sjávarútvegs 2001 og 2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8
Vöxtur vöruútflutnings 1999-2004¹



1. Á föstu gengi m.v. vöruútflutningsvog.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

heildarafli loðnu og síldar verði nokkru meiri á þessu ári en í fyrra, en að heildarafli kolmunna verði svipaður. Að því gefnu er gert ráð fyrir að aflaverðmæti muni aukast nokkuð á þessu ári. Þá er talið líklegt að aflahámark í þorski og einnig í öðrum mikilvægum botnfisktegundum muni verða aukið á næsta fiskveiðiári. Aukinn botnfiskafli, betri nýting hráefnis, hærra vinnslustig og aukin sala ferskra fiskafurða gefa tilefni til að reikna með nokkru meiri útflutningi sjávarafurða í ár en í fyrra. Í spánni er reiknað með 4% vexti á föstu verði í ár og 4½% á því næsta.

Á sama tíma er gert ráð fyrir að verðlag sjávarafurða haldi áfram að hækka í erlendri mynt, einkum sjófrystra og landfrystra afurða og saltfisks. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að verðlag sjávarafurða í erlendri mynt muni hækka um 6% milli árana 2004 og 2005, en um 2% á næsta ári.

Gengislækkun Bandaríkjadals gæti haft áhrif á skiptingu útflutnings á markaðssvæði. Ekki hefur þó orðið veruleg breyting á gjaldmiðlaskiptingu útflutnings. Sala í Bandaríkjadöllum hefur dregist saman um 3 prósentur á undanfönum þremur árum, en sala í evrum aukist um 2 prósentur.

Útflutningur annarrar iðnaðarvöru en áls og málblendis jókst verulega í fyrra og gert er ráð fyrir frekari vexti á þessu ári. Því er áætlað að útflutningur vöru og þjónustu aukist um tæplega 5% á þessu ári, sem er heldur minni vöxtur en spáð var í desember. Á næsta ári er hins vegar útlit fyrir meiri vöxt útflutnings, þrátt fyrir hærra raungengi, mestmegnis vegna ofangreindrar aukningar aflaheimilda, en einnig vegna aukins álútflutnings.

III Fjármálaleg skilyrði

Frá nóvember sl. hafa fjármálaleg skilyrði orðið heldur aðhaldssamari á heildina litið. Þau eru þó enn með hagstæðasta móti. Erlendir vextir eru enn afar lágir, þótt skammtíavextir séu farnir að hækka í Bandaríkjunum. Innlendir skammtíavextir hafa hins vegar hækkað í takt við 1½ prósentu hækkun stýrivaxta og hefur það stuðlað að gengishækkun krónunnar og þar með gert erlendar lántökur óhagkvæmari að því gefnu að búist sé við að gengishækkunin gangi til baka. Vextir verðtryggðra skuldabréfa til langs tíma hafa hins vegar ekki hækkað. Því hefur hækkun stýrivaxta ekki haft umtalsverð áhrif á fjármálaleg skilyrði heimilanna, enn sem komið er.

Fjármálaleg skilyrði í heiminum eru enn með besta móti

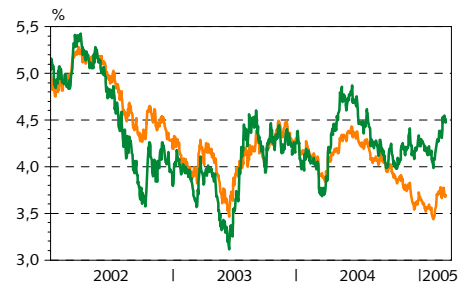
Fjármálaleg skilyrði í umheiminum eru enn með því hagstæðasta sem þau hafa verið í áratugi. Bandaríski seðlabankinn hefur reyndar hækkað stýrivexti um 1½ prósentu frá því að hann tók að draga úr örvun peningastefnunnar sl. sumar, en Seðlabanki Evrópu (ECB) hefur haldið stýrivöxtum sínum óbreyttum í 2% frá sumarmánuðum 2003. Breskir stýrivextir hafa verið óbreyttir frá því í ágúst, eftir nokkra hækkun á fyrri hluta sl. árs. Stýrivextir í Bandaríkjunum eru um þessar mundir 2½%, eða lægri en sem nemur verðbólgu þar. Skammtímaraunvextir í heiminum eru enn almennt nálægt núlli eða neikvæðir. Hækkun stýrivaxta í Bandaríkjunum hefur jafnframt engin marktæk áhrif haft á langtíavexti. Þannig hafa t.d. vextir ríkisskuldabréfa til tíu ára verið nálægt 4% á fyrstu mánuðum þessa árs, eða aðeins lítillega yfir sögulegu lágmarki. Í Evrópu eru langtíavextir 2%. Helstu skýringar á óvenjulágum vöxtum eru lágur verðbólguvæntingar, almennt traust á stjórn peningamála í helstu ríkjum heims og væntingar um að aðhald verði aukið með varfærnnum hætti á næstu árum. Jafnframt hafa seðlabankar í Asíu keypt bandarísk ríkisskuldabréf í miklum mæli og þannig komið í veg fyrir að hallarekstur ríkissjóðs Bandaríkjanna leiddi til vaxtahækkunar. Þá hefur hagnaður fyrirtækja aukist án þess að fjárfesting hafi aukist sem því svarar. Lánsfjárefitirspurn hefur því verið fremur lítil en framboð lánsfjár hins vegar mikið. Fjármálaleg skilyrði í heiminum eru í reynd enn hagkvæmari en sem nemur sögulega lágum vöxtum ríkistryggðra skuldabréfa, því vaxtaálag hefur hvarvetna verið á niðurleið, hvort heldur á vexti skuldabréfa fyrirtækja eða nýmarkaðsríkja.

Stýrivextir í helstu efnahagsveldunum hafa hækkað mun hægar frá því að efnahagsbati hófst fyrir rúmlega tveimur árum en á fyrri bataskeiðum. Enn er í flestum spám gert ráð fyrir hægfara hækkun vaxta á næstu tveimur árum, bæði skammtíavaxta og langtíavaxta. Ýmislegt gæti þó orðið til að flýta fyrir vaxtahækkun. Dragi seðlabankar í Asíu t.d. verulega úr kaupum sínum á bandarískum skuldabréfum, fari verðbólga vaxandi og leiði til þess að auka þurfi aðhald peningastefnunnar hraðar en nú er fyrir séð og takist ekki að koma böndum á mikinn halla ríkissjóðs í Bandaríkjunum gætu vextir hækkað hraðar en almennt er gert ráð fyrir. Slík þróun gæti orðið afdrifarík fyrir framvinduna hér á landi í ljósi þess að hinn hraði vöxtur innlendra útlána hefur að miklu leyti verið fjármagnaður með erlendu

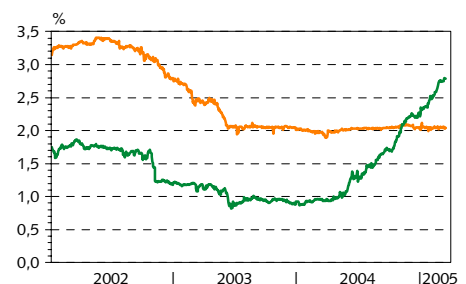
Mynd 9

Erlend vaxtaþróun
2. janúar 2002 - 10. mars 2005
(daglegar tölur)

Ávöxtun ríkisskuldabréfa til 10 ára



Ávöxtun ríkisvixla til 3 mánaða



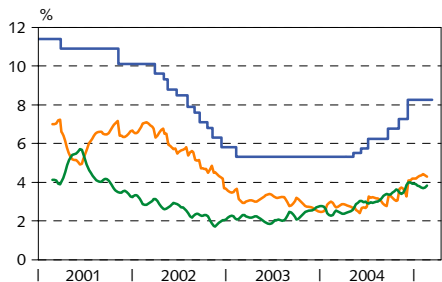
— Bandaríkin
— Evrusvæði

Heimildir: EcoWin, Eurostat.

Mynd 10

Raunstýrivextir Seðlabankans

Vikulegar tölur 2. janúar 2001 - 8. mars 2005

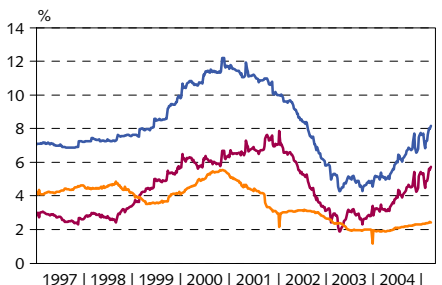


— Nafnstýrivextir
— Verðbólguálag ríkisskuldabréfa til þriggja ára
(20 daga miðsett hreyfanlegt meðaltal)
— Raunstýrivextir miðað við verðbólguálag til þriggja ára
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Innlendir og erlendir skammtímavextir

3 mánaða ríkisvixlar,
vikulegar tölur janúar 1997 - mars 2005

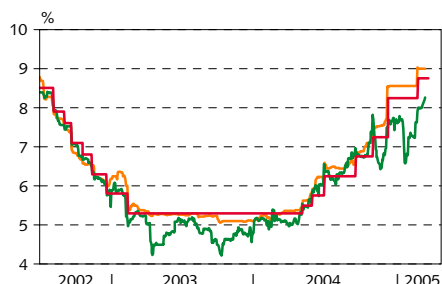


— Vextir þriggja mánaða ríkisvixla erlendis (viðskiptavegnir)
— Vextir þriggja mánaða ríkisvixla, Ísland
— Vaxtamunur
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Stýrivextir og aðrir skammtíamarkaðsvextir

Daglegar tölur 1. júlí 2002 - 10. mars 2005



— Stýrivextir
— Þriggja mánaða ríkisvixlar
— Þriggja mánaða vextir á millibankamarkaði (REIBOR)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

lánsfé, að stórum hluta á breytilegum vöxtum. Mikið framboð lánsfjár, minnkandi álag á vexti og almennt lágir vextir í viðskiptalöndunum geta til skamms tíma litið tafið miðlun stýrivaxtabreytinga um vaxtarófið en ekki komið í veg fyrir hana. Miðlunin verður hins vegar í meiri mæli í gegnum gengisbreytingar (sjá síðar).

Seðlabankinn hækkaði vexti í desember og í febrúar

Frá því að *Peningamál* komu út í byrjun desember hefur Seðlabankinn haldið áfram að herða aðhald. Hækkun stýrivaxta um 1 prósentu var tilkynnt í desember, um leið og verðbólguþá bankans var kynnt, og enn voru vextir hækkaðir um ½ prósentu, í 8,75%, þegar bankinn birti greinargerð til ríkisstjórnarinnar vegna rofs þolmarka.

Eftir hækkunina í febrúar sl. voru stýrivextir Seðlabankans orðnir tæplega 3½ prósentu hærrí en áður en aðhaldsferlið hófst í maí á sl. ári. Aðhaldsstig peningastefnunnar hefur þó ekki aukist svo mikið, því að verðbólga og verðbólguvæntingar hafa einnig vaxið. Raunstýrivextir hafa því hækkað minna en nafnvextir. Enginn einhlítur mælikvarði er á raunstýrivexti. Stýrivextir Seðlabankans hafa bein áhrif á vexti á peningamarkaði og á markaði með skuldabréf til fárra ára eða skemur. Þar sem eftirspurn eftir endurhverfum lánum Seðlabankans ræðst að miklu leyti á þessum mörkuðum er eðlilegt að líta til verðbólguvæntinga þeirra aðila sem stunda viðskipti á þeim við mat á raunstýrivöxtum. Með því að bera saman ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa af samsvarandi tímalengd má fá vísbendingu um þróun þessara væntinga. Sá galli er reyndar á gjöf Njarðar, að um þessar mundir skortir heppilegan flokk verðtryggðra skuldabréfa til viðmiðunar.⁴ Því verður að hafa nokkurn fyrirvara á þessum niðurstöðum. Ef horft er fram hjá skammtímasveiflum í metnu verðbólguálagi má áætla að raunstýrivextir hafi ekki farið að hækka svo að marktækt sé fyrir en síðla hausts 2004, eftir að hafa sveiflast í kringum 3% um nær tveggja ára skeið, og verið að undanfögnu u.þ.b. 1½ prósentu hærrí eða um og yfir 4%.

Þótt algengast sé að meta raunstýrivexti með hliðsjón af verðbólguvæntingum á þeim mörkuðum sem nátengdastir eru Seðlabankanum er einnig við hæfi að skoða væntingar heimila og fyrirtækja, enda verður hluti skulda þeirra og lánskjör skammtímalána nokkuð skjótt fyrir áhrifum stýrivaxtabreytinga. Verðbólguvæntingar heimilanna hafa undanfarið ár verið nálægt 4%. Ef raunstýrivextir eru metnir á þann mælikvarða eru þeir lítilla hærrí en ef miðað er við væntingar markaðsaðila, eða u.þ.b. 4,75%. Væntingar einstaklinga hafa hins vegar tilhneigingu til að elta liðna verðbólgu. Taki væntingar mið af árshækkun vísitölu neysluverðs í mars um 4,7% teldust raunstýrivextir 3,9%. Miðað við væntingar forráðamanna stærstu fyrirtækja (sbr. bls. 40) eru raunstýrivextir um þessar mundir 4,9%. Enn einn mælikvarði á raunstýrivexti er að nota verðbólguþá Seðlabankans í stað verðbólguvæntinga. Þannig metnir eru raunstýrivextir um þessar mundir 6,2%.

4. Skuldabréfaflokkurinn RIKS-05 sem notaður er við útreikninga á verðbólguvæntingum er ekki áreiðanlegur mælikvarði á ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa þar sem hann er á gjalddaga í apríl nk. Því eru hverfandi viðskipti með þann flokk.

Ávöxtunarkrafa tveggja ára ríkisbréfa hefur hækkað nokkuð frá nóvember sl. en ávöxtunarkrafa ríkisbréfa til lengri tíma hefur lækkað

Miðlun breytinga á stýrivöxtum um óverðtryggða vaxtarófið getur verið tafsöm og verður fyrir áhrifum margra ytri þátta. Þar togast m.a. á staðkvæmdaráhrif vegna hækkunar skammtímavaxta, vænt verðbólga og þróun skammtímavaxta og vænt gengisbreyting. Vænt ávöxtun annarra fjárfestingarkosta en skuldabréfa, t.d. hlutabréfa og fasteigna, kann einnig að skipta máli. Vextir ríkisbréfa til tveggja ára hafa hækkað nokkuð frá nóvembermánuði sl. Þetta er eins og vænta má, því að skuldabréf til tveggja ára eða skemmri tíma keppa mjög við ávöxtun á peningamarkaði og fyrirsjáanlegt er að peningavextir verði háir á líftíma þessara bréfa og hækki jafnvel frá því sem nú er. Athyglisvert er að á sama tíma hefur ávöxtunarkrafa ríkisbréfa með u.þ.b. fimm eða átta ára líftíma lækkað. Þessi þróun gæti borið vott um traust á að Seðlabankanum takist það ætlunarverk að halda verðbólgu í skefjum. Hækkun skammtímavaxta verði því aðeins tímabundin og gangi fljótt til baka. Fleiri öfl kunna þó að vera að verki. Lækkun sem orðið hefur á ávöxtun verðtryggðra bréfa til langs tíma hefur áhrif á ávöxtun annarra skuldabréfa. Leiða má líkur að því að lækkun á ávöxtun verðtryggðra langtímaskuldabréfa hafi vakið áhuga fjárfesta, t.d. lífeyrissjóða, á öðrum tegundum skuldabréfa. Geri fjárfestar ráð fyrir að verðbólguþáttur Seðlabankans haldi að meðaltali á líftíma skuldabréfanna er vænt raunávöxtun ríkisbréfa, þrátt fyrir lækkun undanfarna mánuði, töluvert betri en á verðtryggðum ríkis-skuldabréfum.

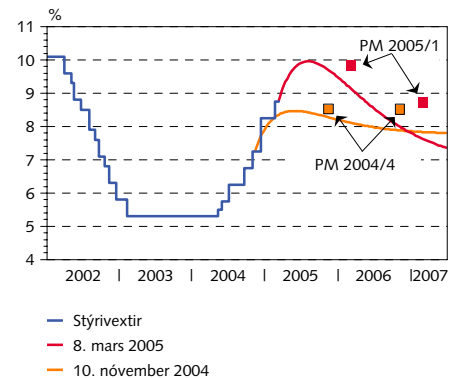
Markaðsaðilar gera ráð fyrir áframhaldandi hækkun stýrivaxta

Væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta næstu missera er hægt að meta út frá fólgnum framvirkum vöxtum sem lesa má út úr vaxtaferli óverðtryggðra vaxta. Samkvæmt þeim vænta markaðsaðilar áframhaldandi vaxtahækkana Seðlabankans sem er í samræmi við yfirlýsingar bankans að undanfögnu. Framvirkir vextir gefa til kynna að stýrivextir bankans nái hámarki snemma í ágúst nk. og verði þá um 10%. Eftir það virðist þess vænst að stýrivextir fari smám saman lækkandi og verði komnir í um 7½% eftir tvö ár. Þetta er nokkru skarpari hækkunarferill en reiknað var með í nóvember sl. í aðdraganda *Peningamála* 2004/4, sem endurspeglar líklega sterkari eftirspurn í hagkerfinu, meiri verðbólgu, og kröftugri viðbrögð Seðlabankans við þessum aðstæðum, en vænst var þá.⁵

Fólgnir framvirkir vextir þurfa ekki að endurspegla nákvæmlega raunverulegar væntingar markaðsaðila að svo miklu leyti sem áhættuþóknun skekkir myndina. Því getur verið gagnlegt að meta væntingar aðila út frá beinum könnunum. Mynd 13 sýnir að greiningaraðilar virðast vænta þess að lækkun stýrivaxta hefjist nokkru síðar og verði hægari en lesa má út úr framvirkum vöxtum (sjá nánar í ramma-grein 3).

5. Framvirki vaxtaferillinn frá 10. nóvember sl. er aðeins breyttur frá því sem sýnt var í *Peningamála* 2004/4 þar sem aðferðafræðin við mat á fólgnum framvirkum vöxtum hefur breyst. Sjá umfjöllun í viðauka 1.

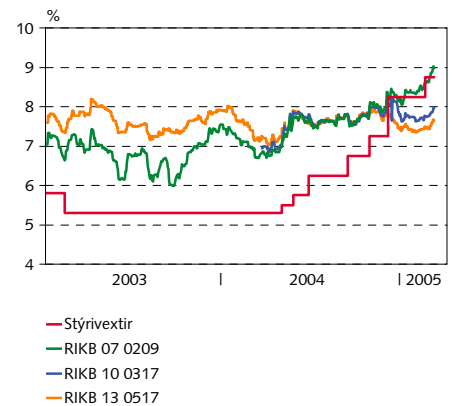
Mynd 13
Stýrivextir Seðlabankans 2002-2007



Gular og rauðar línur sýna framvirka vexti. Kassar sýna vaxtaspar samkvæmt könnunum meðal greiningaraðila fyrir útgáfu *Peningamála* (PM).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14
Stýrivextir Seðlabankans og ávöxtunarkrafa ríkisbréfa

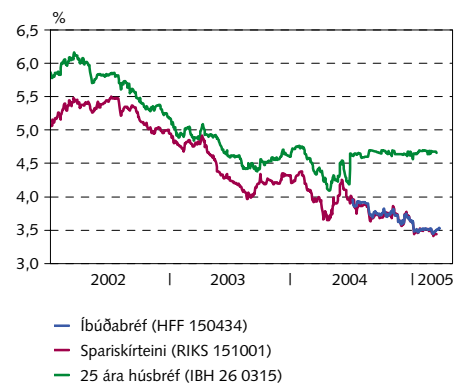
Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 10. mars 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 15
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaskuldabréfa

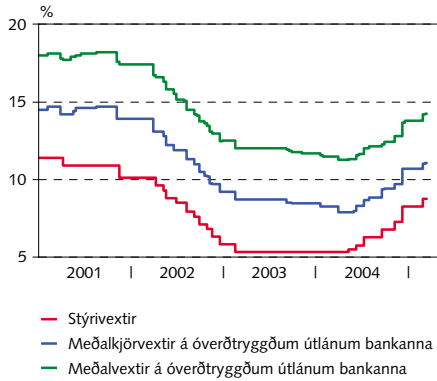
Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 10. mars 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 16
Stýrivextir og óverðtryggðir
útlánsvextir bankanna

Tölur 1., 11. og 21. hvers mánaðar
1. janúar 2001 - 11. mars 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vextir óverðtryggðra útlána bankanna hafa hækkað í takt við stýrivexti en vextir verðtryggðra útlána haldast lágir og vaxtaálag hefur minnkað

Frá því að Seðlabankinn hóf að hækka vexti sl. vor hafa óverðtryggðir útlánsvextir bankanna u.þ.b. fylgt stýrivöxtum Seðlabankans eftir, hvort heldur miðað er við kjörvexti eða meðalvexti. Bilið á milli stýrivaxta og óverðtryggðra kjörvaxta útlána hefur því lítið breyst undanfarið ár, eftir að hafa þrengst nokkuð árið 2003, enda þess ekki að vænta að peningastefnan hafi áhrif á þennan vaxtamun. Vextir verðtryggðra útlána hafa hins vegar haldist óbreyttir frá því á haustmánuðum og eru u.þ.b. einni prósentu lægri en þeir voru í árslok 2003. Hér gætir eflaust áhrifa frá lækkun vaxta verðtryggðra markaðs-skuldabréfa. Ýmis stærri fyrirtæki eiga þess kost að bjóða út skuldabréf á almennum markaði. Vísbindingar eru um að álag á þessa vexti hafi verið að lækka að undanfögnu og er það í samræmi við þróun vaxtaálags erlendis. Einnig virðist hafa dregið úr vaxtaálagi í kjörvaxtakerfi bankanna.

Ekkert lát er á hröðum útlánavexti, hvort heldur til heimila eða fyrirtækja

Frá sl. hausti hefur ársvöxtur útlána lánakerfisins verið álíka mikill og hann varð mestur á árunum 2000 og 2001. Í heild jukust útlán á árinu um fimmtung, eða um 16% að raungildi. Mest jukust útlán til fyrirtækja, eða um fjórðung. Vöxtur útlána til heimila var 14%, eða svipaður og fyrr á árinu. Stórauknum húsnæðisveðlánunum bankanna hefur því að mestu leyti verið varið til þess að greiða niður eldri óhagkvæmari lán. Tölur sem fyrir liggja um útlánavöxt innlánsstofnana, Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða benda til að vöxturinn hafi haldist svipaður það sem af er ári. Umhugsunarefni er að útlánavöxturinn um þessar mundir er umtalsvert meiri en hann var í byrjun ofþensluskeiðsins árin 1998 til 2000 og að í kjölfar fyrri tímabila svo mikils útlánavaxtar fylgdi verulegt bakslag. Það gerist þó tæplega næstu tvö árin.

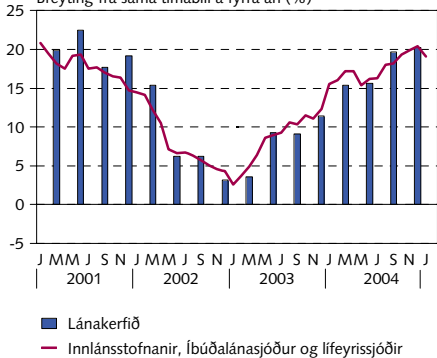
Vöxtur útlána til fyrirtækja var einstaklega ör á sl. ári. Meðal annars jukust gengisbundin lán verulega. Í janúarlok námu útstandandi gengisbundnar skuldir innlendra fyrirtækja við lánastofnanir 456 ma.kr. og höfðu aukist um 38% á einu ári. Mikil sókn í erlent lánsfé er skiljanleg í ljósi hagstæðra vaxta á erlendum lánum, en ætla mætti að sterkara gengi krónunnar dragi heldur úr sókn í erlent lánsfé þegar frá líður. Reyndar hefur hlutdeild gengistryggðra lána í skuldum fyrirtækja við innlánsstofnanir heldur dalað frá því um mitt sl. ár, þegar hún nam u.þ.b. 60%, en óverulega að teknu tilliti til hækkunar á gengi krónunnar. Rétt er að hafa í huga að mikil fjárfesting innlendra fyrirtækja erlendis hefur verið fjármöggnuð að hluta í gegnum innlenda banka. Hraður vöxtur gengisbundinna lána til íslenskra fyrirtækja skilar sér því ekki allur inn í íslenska þjóðarþúið því að hreint innstreymi erlendra lána á sl. ári nam 70% af landsframleiðslu Íslands samkvæmt uppgjöri greiðslujafnaðar.

Nokkuð er um að stærri fyrirtæki sæki lánsfé beint á erlendan markað, en að mestu leyti (og í vaxandi mæli) fer erlend lántaka fram fyrir milligöngu innlendra lánastofnana, sem taka erlend lán og endurlána til innlendra aðila. Á undanfögnu árum hefur erlend lántaka

Mynd 17
Vöxtur útlána janúar 2001 - janúar 2004

Útlán lánakerfis í lok hvers ársfjórðungs, útlán innlánsstofnana, Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar

Breyting frá sama tímabili á fyrra ári (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Breytingar á fjármálegum skilyrðum frá útgáfu *Peningamála 2004/4*

	3 vikna tímabil til		Áhrif eftir geirum ¹			
	19. nóv.	10. mars	Heimili	Útflutnings- og samk.fyrirtæki	Fjármála-fyrirtæki	Önnur fyrirtæki
Raunstyrivextir ²	3,8	4,3	.	.	-	.
Skammtímaraunvextir ³	3,0	3,4	-	-	+/-	-
Verðtryggðir innlendir vextir (ávöxtunarkrafa 40 ára íbúðabréfa)	3,7	3,5	+	.	+/-	.
Meðalvextir óverðtryggðra útlána banka og sparisjóða	12,6	14,0	-	-	.	-
Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða	7,5	7,5	0	0	0	0
Erlendir skammtímavextir (ríkisvixlar til 3 mån.) ⁴	2,1	2,3	-	-	-	-
Erlendir langtímavextir (ríkisskuldabréf til 10 ára) ⁴	3,9	3,9	0	0	0	0
Gengisvísitala krónunnar	120,0	109,5	+	-	+/-	+/-
Gengi hlutabréfa ⁵	3.401,0	3.779,6	+	+	+	+

1. Hér tákna "+" hagstæðari fjármáleg skilyrði, "-" tákna óhagstæðari fjármáleg skilyrði, "+/-" tákna að brugðið geti til beggja átta, "." tákna að samanburður eigi ekki við og "0" tákna enga breytingu eða því sem næst. 2. Miðað við þriggja ára verðbólguálag. 3. Raunvextir þriggja mánaða ríkisvixla, reiknaðir með þriggja ára verðbólguálagi. 4. Vægi evru er 2/3 og Bandaríkjadals 1/3. 5. Miðað er við úrvalsvisítölu Kauphallar Íslands.

Heimildir: EcoWin, Kauphöll Íslands, Seðlabanki Íslands.

bankanna erlendis einkum farið fram með útgáfu markaðsskuldabréfa fremur en með lántöku í erlendum bönkum. Njóta íslensku bankarnir þar aukins aflsmunar eftir samruna undanfarinna ára. Samanlagt jukust verðbréfaútgáfa og útstandandi erlend lán bankanna um rúmlega 82% á síðastliðnu ári. Hafa verður í huga að miklar erlendar lántökur innlendra banka má að hluta til rekja til þess að efnahagsreikningur þeirra hefur þanist út vegna kaupa á erlendum fjármálafyrirtækjum.

Í janúarlok höfðu bankarnir lánað 213 ma.kr. til einstaklinga. Stór hluti af þeirri upphæð var í formi húsnæðisveðlana. Ársaukning þessara útlána nemur 139%. Á sama tíma hefur dregið verulega úr útlánum íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða til íbúðakaupa. Í janúarlok höfðu útlán þessara þriggja aðila til einstaklinga aukist um tæplega 16%.

Vöxtur peningamagns og sparifjár er enn þá gríðarlega ör, þótt heldur hafi dregið úr honum frá því sem hann var mestur síðla árs 2003 og fram á síðasta ár. Þótt vöxtur peningamagns og sparifjár virðist fremur vísbending um samtímanafnvöxt landsframleiðslu en framtíðarverðbólgu, er ljóst að svo mikill vöxtur peningamagns sem verið hefur undanfarin ár og í svo langan tíma fæst með engu móti staðist án þess að hann komi að lokum fram sem aukin verðbólga.

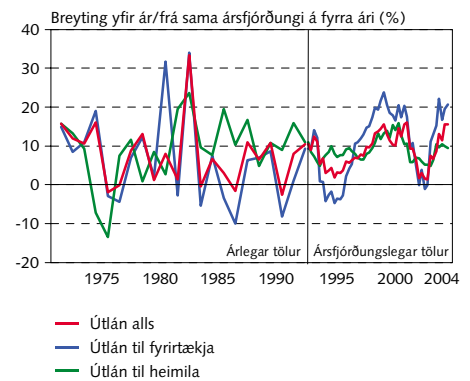
Gengi krónunnar hefur hækkað um tæplega 11% frá því sem gengið var út frá í síðustu spá Seðlabankans

Þrátt fyrir óvenjulaga erlenda vexti um þessar mundir, er ekki þar með sagt að erlend fjármáleg skilyrði hafi verið með öllu ósnortin af aðhaldsaðgerðum Seðlabankans. Í kjölfar vaxtahækkunar bankans í desember hækkaði gengi krónunnar umtalsvert. Eins og fjallað er um nánar á bls. 13 er raungengi krónunnar farið að nálgast fyrri söguleg hámark undanfarinna áratuga. Ætla má að fyrirtæki og einstaklingar sem taka langtímalán á núverandi gengi krónunnar þurfi að gera ráð fyrir töluverðri gengislækkun krónunnar yfir líftíma lánsins. Það hækkar væntan kostnað erlends fjármagns.

Mynd 18

Raunaukning lánakerfisins 1970-2004

Árlegar tölur 1970-1992, ársfjórðungslegar tölur frá árslokum 1992



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fjármálaleg skilyrði á heildina litið heldur aðhaldssamari en í nóvember 2004

Í töflu 4 er yfirlit yfir breytingar á helstu þáttum sem hafa áhrif á fjármálaleg skilyrði heimila, fyrirtækja og fjármálastofnana frá nóvember. Miðað er við sömu vikur og gert var í *Peningamállum* 2004/4. Ekki er gerð tilraun til að veða saman einstaka þætti, en vægi þeirra getur verið mismikið eftir því hvort um er að ræða fyrirtæki, heimili eða fjármálastofnanir. Á heildina litið má ætla að fjármálaleg skilyrði hafi orðið heldur aðhaldssamari frá því í nóvember sl., en óverulegar breytingar hafa orðið á fjármálalegum skilyrðum heimila.

Fjármálaleg skilyrði heimilanna áfram hagstæð

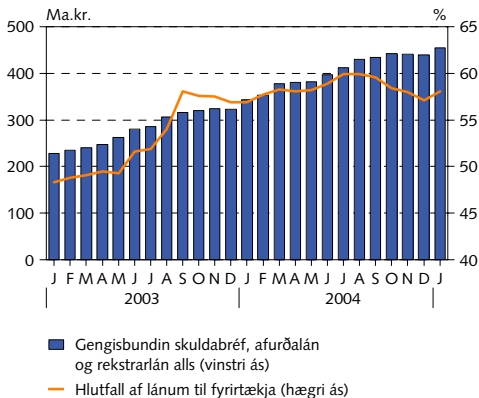
Fjármálaleg skilyrði heimilanna eru áfram með besta móti, þrátt fyrir að skammtíavextir hafi hækkað töluvert frá nóvember. Í efnahagsreikningi heimilanna veða verðtryggðar skuldir langþýngst, eða tæplega 90%. Hefur vægi verðtryggðra skulda vaxið að undanfögnu, en vægi yfirdráttarlána minnkað eftir að bankarnir tóku að bjóða fasteignaveðlán á lægri vöxtum. Einungis tíundi hluti skulda einstaklinga ber breytilega vexti sem taka breytingum nokkurn veginn í samræmi við stýrivaxtabreytingar. Þrátt fyrir að hlutdeild gengisbundinna skulda hafi aukist nokkuð eru þær enn léttvægar á heildina litið, u.þ.b. 7½% af heildarskuldum. Enn eru heimilin að létta greiðslubyrði sína með því að greiða upp eldri óhagkvæmari lán. Áhrif skuldbreytinga veða ótvírætt mun þýngra en hækkan vaxta af skammtíalánum og aukin gengisáhætta vegna erlendra lána.

Hærra gengi leiðir til nokkru lakari fjármálalegra skilyrða fyrirtækja en lækkun vaxtaálags vegur á móti

Hækkun stýrivaxta getur haft meiri áhrif á fjármálaleg skilyrði fyrirtækja en heimila, bæði vegna óverðtryggðra lána á breytilegum vöxtum og vegna þess að stærri hluti heildarskulda þeirra er gengisbundinn. Hækkun stýrivaxta hefur því umtalsverð áhrif á fjármálaleg skilyrði fyrirtækja sakir áhrifa á gengi krónunnar. Við þá staðhæfingu verður þó að gera ýmsa fyrirvara. Í fyrsta lagi er ekki sjálfgefið að hækkun stýrivaxta leiði alltaf til umtalsverðrar hækkunar á gengi krónunnar, aðrir þættir kunna að veða á móti. Vaxtahækkunin í desember hafði þó ótvíræð áhrif á gengið. Í öðru lagi eru fyrstu áhrif hærra gengis að draga úr greiðslubyrði af öllum erlendum skuldum. Mestu máli skiptir þó að óhagkvæmara verður að taka ný erlend lán til að fjármagna nýfjárfestingu, að því gefnu að vænt jafnvægisgengi sé óbreytt. Í þriðja lagi hefur hækkun á gengi krónunnar ýmis önnur áhrif á starfsemi fyrirtækja sem eru mismunandi eftir því hvort þau starfa að innflutningi eða útflutningi, og í hve ríkum mæli starfsemi þeirra byggist á innfluttum aðföngum. Hjá útflutningsfyrirtækjum felur gengishækkun í sé aukið aðhald, en e.t.v. hið gagnstæða hjá fyrirtækjum í innflutningstengdri starfsemi. Í öllum tilfellum eru þó nýjar erlendar lántökur kostnaðarsamari en áður. Hlutabréfaverð er hátt og felur í sér hagstæð fjármálaleg skilyrði. Skráð fyrirtæki öfluðu sér umtalsverðs lánsfjár með útgáfu hlutafjár á sl. ári. Lækkun á verði hlutabréfa sem varð sl. haust hefur u.þ.b. gengið til baka á fyrstu mánuðum þessa árs. Hins vegar hafa skammtíavextir væntanlega hækkað

Mynd 19

Lán til fyrirtækja: Gengisbundin skuldabréf og afurðalán og rekstrarlán 2003-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

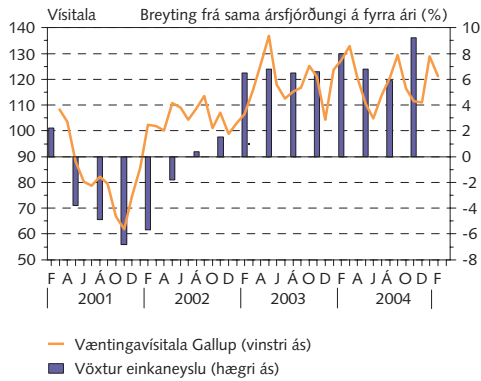
og verðtryggðir langtímavextir staðið í stað. Vísbendingar eru um að álag á vexti fyrirtækja hafi lækkað nokkuð. Í ljósi þess að erlend lán nema 2/5 hlutum skulda fyrirtækja, er það niðurstaðan hér að fjármálaleg skilyrði fyrirtækja séu heldur lakari um þessar mundir en þau voru í nóvember sl, en þó enn hagstæð.

Fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja versna vegna hærri gengis og stýrivaxta

Fjármálafyrirtæki fjármagna útlán sín með erlendum lántökum, skuldabréfaútgáfu í krónum eða erlendum gjaldmiðli, innlánnum eða lántöku í Seðlabanka. Hækkun stýrivaxta hefur áhrif á allar þessar fjárfraleiðir, þótt með mismunandi hætti sé. Á heildina litið má álykta að fjármálaleg skilyrði hafi heldur versnað.

Mynd 20

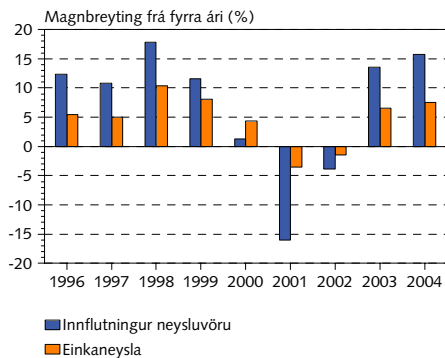
Einkaneysla og væntingavísitala Gallup
febrúar 2001 - febrúar 2005



Heimildir: IMG Gallup og Hagstofa Íslands.

Mynd 21

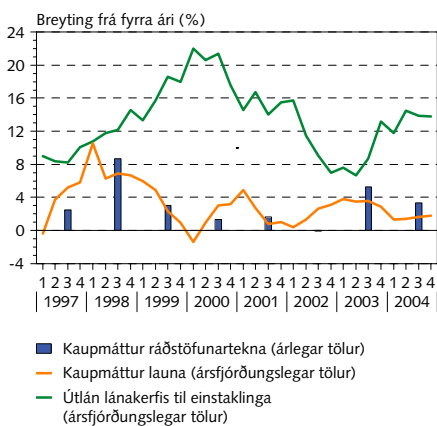
Innflutningur neysluvöru og einkaneysla
1996-2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 22

Kaupmáttur launa og ráðstöfunartekna
og útlán til einstaklinga 1997-2004



Heimildir: Hagstofa Ísland, Seðlabanki Íslands.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Hagstofa Íslands birti 14. mars sl. þjóðhagsreikninga fyrir árið 2004. Hagvöxtur var samkvæmt þeim svipaður og Seðlabankinn spáði í desember, eða 5,2%, en nokkru munar á hvernig hagvöxturinn er saman settur. Einkaneysla, samneysla og útflutningur jukust meira, en fjármunamyndun minna en Seðlabankinn hafði spáð.

Hagvöxtur á síðasta fjórðungi ársins var minni en á fyrri hluta þess og töluvert minni en ársfjórðunginn á undan, eða 3,8%. Ársvöxtur einkaneyslu jókst hins vegar verulega á fjórða ársfjórðungi eða í 9,2%. Hægt hafði á vextinum um mitt ár. Aukin einkaneysla skýrist fyrst og fremst af bifreiðakaupum og útgjöldum erlendis. Nokkuð hafði dregið úr vexti fjármunamyndunar á þriðja ársfjórðungi og hélst sú þróun út árið. Ársvöxtur samneyslu á fjórða ársfjórðungi var einungis um þriðjungur þess sem verið hafði undangengna þrjá ársfjórðunga eða 1,3%. Útflutningur jókst hins vegar verulega, eða um 13,2% frá sama fjórðungi árið á undan. Á sama tíma jókst innflutningur um rúman fimmting. Framlag utánríkisviðskipta til hagvaxtar var því neikvætt, sem skýrir minni hagvöxt í ársfjórðungnum.

Vöxtur fjármunamyndunar var nokkru minni en í desemberspá Seðlabankans eða 12,8% en bankinn hafði spáð 17,3% vexti á árinu. Samneysla jókst um 3,6% frá fyrra ári en Seðlabankinn hafði reiknað með minni vexti eða 1,3%. Viðskiptahalli á árinu 2004 nam 8% af landsframleiðslu þrátt fyrir að útflutningur vöru og þjónustu ykist um ríflega 8%. Innflutningur jókst töluvert meira, eða um rúm 14%, sem er svipað og spáð var.

Einkaneysla

Um mitt síðasta ár hægðist lítilliga á vexti einkaneyslu, en hann jókst á ný undir lok ársins. Vöxtur einkaneyslu frá fyrra ári var ½ prósentu meiri en Seðlabankinn hafði gert ráð fyrir, eða 7,5%. Vísbendingar um veltu það sem af er ári benda til svipaðs vaxtar á þessu ári. Aukið framboð á lánsfé til heimila á lágum vöxtum og auknir möguleikar á að taka fé út úr húsnæði eiga eflaust stóran þátt í aukinni einkaneyslu undir lok ársins, en hækkun eignaverðs og aukinn kaupmáttur ráðstöfunartekna styðja áfram við eftirspurn.

Kaupmáttur launa jókst um u.þ.b. 1½% á síðasta ári frá árinu á undan en kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann um 2%. Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna aukist enn frekar á þessu ári og að vöxturinn verði nokkuð umfram kaupmátt launa, eða um rúmlega 4%, vegna minna atvinnuleysis, lækkunar tekjuskatta og hækkunar skattleysismarka.

Fjármálaleg skilyrði heimila eru svipuð og á haustmánuðum þrátt fyrir töluverða hækkun skammtíma vaxta, enda ber einungis tíundi hluti lána heimilanna vexti sem stýrivextir hafa tiltölulega skjót áhrif á (sjá nánari umfjöllun í kafla III).

Væntingar heimilanna það sem af er ári eru svipaðar og á sama tíma í fyrra, ef marka má væntingavísitölu Gallups. Heimilin virðast þó ekki líta framtíðina eins þjörtum augum og núverandi ástand og gæti aukin verðbólga átt þátt þar í.

Tafla 5 Vísendingar um einkaneyslu 2004 og á fyrsta ársfjórðungi 2005

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Fyrsti ársfj.	Annar ársfj.	Þriðji ársfj.	Fjórði ársfj.	Það sem af er ári (tímabil) ¹	Sl. 3 mán.
Dagvöruvelta (raunbreyting)	3,8	3,4	4,3	3,3	4,5 (janúar - febrúar 2005)	4,0
Greiðslukortavelta (raunbreyting) ²	9,7	9,7	4,9	11,3	16,2 (janúar - febrúar 2005)	14,7
þar af innanlands	8,9	8,6	4,0	4,0	15,3 (janúar - febrúar 2005)	13,6
þar af erlendis	27,3	29,1	18,4	18,4	34,1 (janúar - febrúar 2005)	35,3
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	35,8	28,4	19,5	44,3	30,8 (janúar - desember 2004)	44,3
Almennur innflutningur (magnbreyting) ³	23,7	18,7	13,6	16,0	16,0 (janúar - desember 2004)	16,0
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ³	14,5	15,3	14,5	15,7	15,7 (janúar - desember 2004)	15,7
Bifreiðar til einkanota	24,4	24,2	24,6	35,0	35,0 (janúar - desember 2004)	35,0
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ³	21,7	19,4	16,3	17,1	16,9 (janúar - desember 2004)	16,9
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ³	10,7	9,9	8,8	7,5	8,0 (janúar - desember 2004)	8,0
Mat- og drykkjarvörur	13,8	11,8	10,5	10,2	10,2 (janúar - desember 2004)	10,2
Væntingavísitala Gallup	18,0	-11,7	5,5	-3,2	-0,4 (janúar - febrúar 2005)	1,6
Mat á núverandi ástandi	66,1	13,8	23,1	19,8	21,9 (janúar - febrúar 2005)	23,8
Væntingar til sex mánaða	2,4	-22,3	-3,5	-14,7	-11,9 (janúar - febrúar 2005)	-9,8

1. Breyting frá fyrra ári í % á því tímabili sem sýnt er í sviga. 2. Bæði greiðslukortavelta heimila og fyrirtækja, meginhluta greiðslukortaveltu má rekja til heimila. 3. Ársfjórðungstölur miðast við tölur sem eru uppsafnaðar frá ársbyrjun.

Heimildir: Bilgreinasambandið, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Íbúðalánasjóður, Samtök verzlunar og þjónustu, sementsseljendur, Seðlabanki Íslands.

Þróun eignaverðs styður einnig við einkaneyslu. Lækkun gengis hlutabréfa síðastliðið haust hefur u.þ.b. gengið til baka. Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hefur einnig tekið nýjan vaxtarkipp í kjölfar aukins framboðs lánsfjár.

Útlán lánakerfisins til heimila jukust verulega á árinu, og hafa þau ekki aukist jafn mikið frá árinu 2000. Þær tölur sem fyrir liggja um útlán til heimilanna á þessu ári benda til að vöxturinn sé enn hraður.

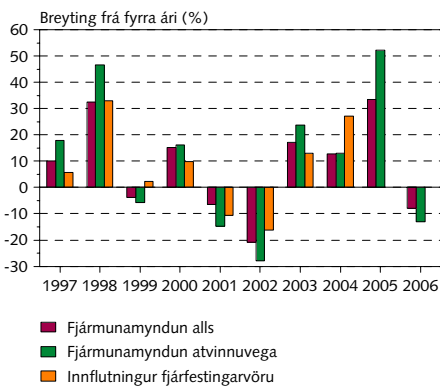
Tölur um bifreiðainnflutning og nýskráningu bifreiða sýna aukinn vöxt á síðasta fjórðungi ársins 2004 en hægt hafði á vextinum á vor- og á sumarmánuðum. Hins vegar hefur heldur hægt á innflutningi annarrar neysluvöru til heimilanna.

Útlit er fyrir áframhaldandi hækkun eignaverðs, aukinn kaupmátt ráðstöfunartekna og betra atvinnuástand á árinu. Það mun stuðla að örum vexti einkaneyslu, en á hinn bóginn má gera ráð fyrir að áhrifa hærrí stýrivaxta fari að gæta í ríkari mæli. Spáir bankinn því minni vexti einkaneyslu á árinu en hann gerði í desember sl. Nokkuð mun hægja á vexti einkaneyslu þegar líður á spátímabilið þegar hápunktur stóriðjuframkvæmda verður að baki. Gert er ráð fyrir að einkaneysla vaxi um 8% frá árinu 2004 til 2005 og um 6½% milli árána 2005 og 2006.

Samneysla

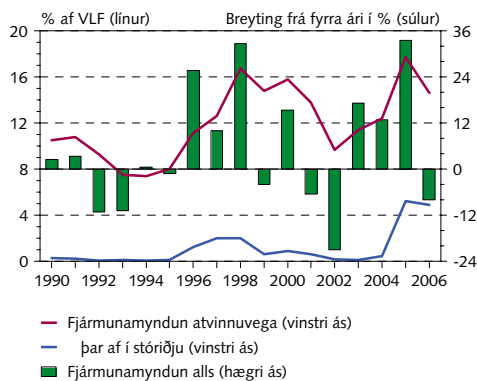
Samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofunnar fyrir árið 2004 er áætlað að samneysla hafi í fyrra vaxið um 3,6% frá fyrra ári. Talið er að samneysla sveitarfélaga hafi vaxið um 7% milli ára, en útgjöld ríkis og almannatrygginga um tæplega 2%. Vöxtur samneyslu var töluvert umfram áætlun, sérstaklega hjá sveitarfélögunum, en samkvæmt fjárlögum fyrir 2004 átti samneysla ríkis og almannatrygginga að vaxa um 1% umfram verðlag og gert var ráð fyrir svipuðum vexti samneyslu sveitarfélaga. Samkvæmt fjárlögum fyrir þetta ár er gert ráð fyrir að samneysla ríkis og almannatrygginga vaxi um 1½%. Áætlanir gera ráð fyrir ½%-1% vexti samneyslu sveitarfélaga á árinu, saman-

Mynd 23
Vöxtur fjármunamyndunar og
innflutnings fjárfestingarvöru 1997-2006¹



1. Spá Seðlabanka um fjármunamyndun 2005-2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 24
Fjármunamyndun atvinnuvega
og í stóriðju 1990-2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

borið við 4,4% meðalvöxt árána 1998-2002. Vegna þess að enn er töluverður útgjaldaþrýstingur hjá sveitarfélögunum vegna aukins kostnaðar við rekstur grunn- og leikskóla og sveitarstjórnarkosningar á næsta ári er í spá Seðlabankans gert ráð fyrir að samneysla hins opinbera vaxi um 2½% á þessu ári. Gert er ráð fyrir svipuðum vexti árið 2006, sem þó er undir meðalvexti síðustu ára, en til þess liggja skýrar yfirlýsingar í langtímaáætlun ríkisstjórnarinnar.

Fjármunamyndun

Nokkuð dró úr vexti fjármunamyndunar eftir því sem leið á árið í fyrra en vöxtur fjármunamyndunar á fyrri hluta ársins var um 18% og um 9% á seinni hluta þess. Fjármunamyndun jókst um tæplega 13% á árinu, en í desemberspá Seðlabankans var gert ráð fyrir rúmlega 17% vexti.

Í þeirri spá sem Seðlabankinn birtir nú er gert ráð fyrir að fjármunamyndun í heild aukist um 33½% á þessu ári, og dragist síðan saman um tæp 8% árið 2006 þegar farið er að draga úr fjárfestingu í virkjunum og álbræðslum. Er það töluvert meiri vöxtur fjármunamyndunar á þessu ári en minni á því næsta en spáð var í desember. Skýrist það að stórum hluta af breyttum tímasetningum stóriðjuframkvæmda, eins og rakið er hér á eftir.

Fjármunamyndun atvinnuveganna

Fjármunamyndun atvinnuveganna jókst um tæp 13% í fyrra en í desember var spáð að hún myndi aukast um tæplega 30%. Frávikkið skýrist af því að ekki virðist hafa fallið til eins mikil fjárfesting í virkjunum og álbræðslum á árinu og áætlað var í spánni. Á síðasta ári var fjárfesting vegna framkvæmda við virkjanir og stóriðjuver u.þ.b. 29 ma.kr. sem er tæplega 3½% af landsframleiðslu. Fjármunamyndun atvinnuveganna án stóriðju fjárfestingar jókst einnig minna en bankinn spáði í desember. Hlutfall stóriðju af heildarfjármunamyndun árið 2004 var því um 15% eða um 27% af fjárfestingu atvinnuveganna.

Framkvæmdir við virkjanir og stóriðju verða megindrífkraftur aukinnar fjárfestingar atvinnuvega á þessu ári. Samkvæmt nýjustu áætlunum mun aukinn þungi framkvæmda við stóriðju færast enn frekar yfir á þetta ár frá árunum 2004, 2006 og 2007 (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 1). Nýjustu áætlanir framkvæmdaáðila gera ráð fyrir að rúmlega þriðjungur heildarfjárfestingarkostnaðar falli til á þessu ári eða sem nemur 85 ma.kr. Áætlað er að stóriðju fjárfesting muni því nema tæplega 9% af landsframleiðslu ársins, tæplega þriðjungur af heildarfjármunamyndun og ríflega helmingi fjárfestingar atvinnuveganna á þessu ári. Gert er ráð fyrir að afgangurinn falli til á næstu tveimur árum, 73 ma.kr. á næsta ári en minnki á árinu 2007 og verði 20 ma.kr.

Heildarkostnaður þessara framkvæmda hefur lækkað um 9% vegna herra gengis krónunnar en kostnaður hefur einnig lækkað að raungildi. Hlutdeild erlends kostnaðar og aðfanga hefur jafnframt aukist svo og notkun erlends vinnuafls, en hlutur þess hefur hingað til verið meiri en upphaflega var ráð fyrir gert.

Á sama tíma og stóriðju fjárfesting eykst er líklegt að dragi úr fjárfestingu á öðrum sviðum. Niðurstöður könnunar sem Gallup gerði meðal veltuhæstu fyrirækja (án orkufyrirtækja) fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið í febrúar benda til þess að svo verði. Mest virðast

Tafla 6 Afkoma fyrirtækja 2003-2004

%	Framlegð/velta		Hagnaður/velta	
	2003	2004	2003	2004
Sjávarútvegur	20,8	17,7	8,5	12,1
Iðnaður	16,7	18,7	8,2	10,4
Fiskútflutningur	3,1	1,5	0,6	0,3
Flutningar	7,0	10,7	2,3	4,1
Samskiptatækni og hugbúnaður	19,2	19,6	4,5	8,2
Ýmsar greinar	26,7	23,5	14,3	11,3
Samtals	12,2	11,7	4,6	6,1

Heimild: Seðlabanki Íslands.

fyrirtæki í sjávarútvegi ætla að draga úr fjárfestingu. Samdráttur í fjárfestingu sjávarútvegs gæti þó verið ofmetinn vegna þess að mikil fjárfesting nokkurra fyrirtækja í togurum hafi ekki komið fram í könnuninni. Fyrirtæki í verslun og þjónustu hyggjast hins vegar auka fjárfestingu sína eins og fyrirtæki í iðnaði og framleiðslu. Þessar niðurstöður eru í samræmi við könnun sem Samtök atvinnulífsins gerðu á fjárfestingaráformum aðildarfyrirtækja sinna í janúar.

Þótt könnun Gallup bendi til minni fjárfestingar innanlands á þessu ári en í fyrra, er a.m.k. staða skráðra fyrirtækja til áframhaldandi vaxtar nokkuð sterk. Mikill vöxtur var meðal skráðra atvinnufyrirtækja á síðasta ári. Uppgjör rúmlega 80% atvinnufyrirtækja sem skráð eru í Kauphöll Íslands sýna rúmlega fjórðungs veltuaukningu milli árána 2003 og 2004 í krónum talið, samanborið við 10% aukningu milli árána 2002 og 2003. Ætla má að um 80% af veltu hafi komið að utan, annað hvort sem tekjur af útflutningi eða vegna starfsemi erlendis. Framlegð sem hlutfall af veltu var nánast óbreytt milli ára, eða tæp 12%, og eiginfjárstaða fyrirtækjanna sem var um 35%, eða svipuð og áður. Veltufé frá rekstri hefur aukist um rúmlega þriðjung milli ára. Afkoma batnar í iðnaði og flutningum en versnar í sjávarútvegi og fiskútflutningi.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja hafa versnað nokkuð frá því *Penningamál* komu út í desember, fyrst og fremst vegna stýrivaxtahækkana og áhrifa þeirra á gengi krónunnar (sjá nánari umfjöllun um fjármálaleg skilyrði fyrirtækja í kafla III). Hærra gengi gerir erlendar lántökur til að fjármagna innlenda fjárfestingu óhagkvæmari. Töluverður hluti lántöku fyrirtækja hefur til þessa hins vegar verið til fjárfestingar erlendis. Útlán til fyrirtækja jukust um tæplega 300 ma.kr. á síðasta ári eða um rúm 25%. Vöxtur gengisbundinna lána var mestur í upphafi síðasta árs, líklega tengdur skuldsettum hlutabréfakaupum, en nokkuð dró úr vextinum frá vormánuðum. Haldist gengi krónunnar hátt má gera ráð fyrir að dragi úr erlendri lánsfjármögnun til innlendra nota.

Seðlabankinn spáir því að atvinnuvegafjárfesting á þessu ári aukist um rúm 52% í heild en án skipa, flugvéla og stóriðju um tæp 3%. Atvinnuvegafjárfesting mun hins vegar minnka milli árána 2005 og 2006, enda dregur þá úr þunga stóriðju- og virkjanaframkvæmda. Gert er ráð fyrir tæplega 13% samdrætti í heild, en tæplega 3% samdrætti án stóriðju, skipa og flugvéla.

Fjármunamyndun hins opinbera

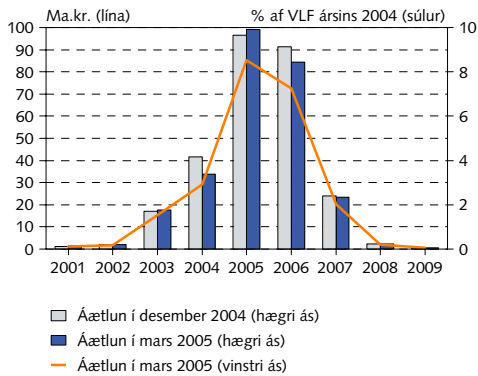
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var fjármunamyndun hins

Rammagrein 1

Staðan í stóriðjuframkvæmdum

Mynd 1
Heildarkostnaður vegna stóriðjuframkvæmda 2001-2009

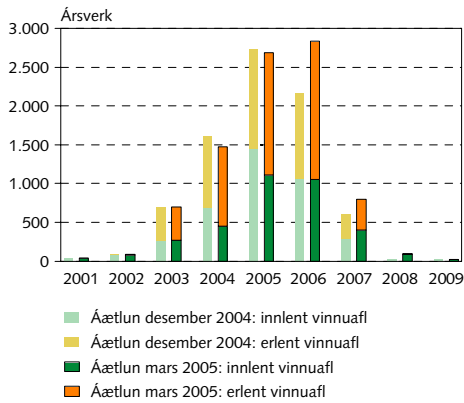
Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Vinnuafslnotkun vegna stóriðjuframkvæmda 2001-2009

Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Framkvæmdir við virkjanir og stóriðjuver standa nú sem hæst. Áætlað er að um 85 ma.kr. verði varið til framkvæmda á þessu ári, eða ríflega þriðjungur af áætluðum heildarframkvæmdakostnaði. Ná framkvæmdir hámarki á þessu ári. Einstakar framkvæmdir eru mismunandi langt komnar miðað við áætlun. Ætla má að rúmlega 40% af framkvæmdum við Kárahnjúkavirkjun sé lokið. Vinna við iðjuverin, stækkun Norðuráls og bygging Fjarðaálsversins er mun skemmra á veg komin, en er samkvæmt áætlunum. Starfsemi á að hefjast í Fjarðaálsverinu á vormánuðum 2007 en stækkuð Norðurálsbræðsla verður tekin í notkun haustið 2006. Hér verður gefin stutt lýsing á gangi þessara framkvæmda og greint frá þeim breytingum sem orðið hafa frá seinasta yfirliti um stóriðjuframkvæmdir í *Peningamálum* 2004/4.

Heildarfjárhæð kostnaðar við allar framkvæmdir, þ.e. stækkun Norðuráls um 122 þús. t/ár og tilheyrandi orkuöflun, Kárahnjúkavirkjun og álver Alcoa (Fjarðaál) er nokkru lægri í krónum talið samkvæmt nýjustu áætlunum en gengið var út frá í þjóðhagsspá í *Peningamálum* 2004/4. Áætlaður kostnaður við byggingu iðju- og orkuveranna hefur lækkað nokkuð að raungildi og hækkan á gengi krónunnar dregur enn frekar úr kostnaði í krónum talið. Lækkun kostnaðar í krónum talið er mest hjá iðjuverunum, enda er erlendur kostnaður mun hærra hlutfall af heildarkostnaði við byggingu álveranna en við byggingu orkuveranna. Þannig eru ríflega 2/3 hlutar kostnaðar við byggingu álveranna af erlendum toga en rúmlega helmingur kostnaðar við byggingu orkuveranna. Þessi lækkun breytir þó litlu um heildarframkvæmdamyndina. Þyngra vegur að framkvæmdakostnaður hefur færst frá árunum 2004, 2006 og 2007 yfir á árið 2005. Því stefnir í að framkvæmdakostnaður í ár muni nema tæplega 10% af landsframleiðslu sl. árs, sem er nokkru hærra hlutfall en áður hefur verið gert ráð fyrir.

Þá er greinilegt að vinnuafslnotkunin er mun meiri en áður hefur verið gert ráð fyrir. Vinnuafslþörf við stóriðjuframkvæmdirnar hefur samtals aukist um 800 mannaár. Þessari viðbótarþörf verður mætt með erlendu vinnuafli og meira en það. Því stefnir í að hlutfeld innlends vinnuafls verði töluvert minni en áður var áætlað. Þannig er nú gert ráð fyrir að u.þ.b. 65% vinnuafslsins verði fengin erlendis frá, en 52% í fyrri áætlun. Mest verður notkun erlends vinnuafsls við Kárahnjúka, en tæplega 4/5 hlutar vinnuafslsins um þessar mundir munu vera af erlendum uppruna. Þá er gert ráð fyrir að allt að 3/4 hlutar vinnuafslsins við byggingu álvers Alcoa verði innfluttur. Erfitt hefur verið að fá íslenska bygginga- og iðnaðarmenn til þessara verka. Þá sýna áætlanir einnig hlutfallslega meiri erlendan kostnað, eða rúmlega 61% í stað 57%.

opinbera 35½ ma.kr. á síðasta ári og óx um rúmlega 27% frá árinu áður sem er umtalsvert meira en áætlað var í spá Seðlabankans sem birt var í desember sl. Þar var gert ráð fyrir 18% samdrætti í opinberri fjárfestingu. Skýringin á þessu misræmi virðist annars vegar vera að fjárfesting ríkisins árið 2003 er nú metin mun minni en áður. Hins vegar er fjárfesting árið 2004 metin mun meiri en gert var ráð fyrir síðastliðið haust, og virðist munurinn einkum liggja í byggingaframkvæmdum sveitarfélaga.

Miðað við fjárlög fyrir árið 2005, fjárukaulög ársins 2004 og það sem vitað er um fjárhagsáætlanir sveitarfélaga er í spá bankans nú gert ráð fyrir að fjárfesting ríkisins dragist saman á þessu ári og fjárfesting sveitarfélaga standi um það bil í stað. Í heild er gert ráð fyrir 11% samdrætti í fjárfestingu hins opinbera á árinu. Árið 2006 er gert ráð fyrir áframhaldandi samdrætti.

Íbúðafjárfesting

Samkvæmt nýju þjóðhagsyfirliti Hagstofunnar jókst íbúðafjárfesting mun minna á árinu 2004 en árið áður eða um 3% samanborið við 13,4% árið 2003. Vöxturinn á árinu 2004 var jafnframt töluvert minni en Seðlabankinn hafði spáð, en upplýsingar frá byggingarverktökum, hátt íbúðaverð, ört vaxandi eftirspurn, aukið lánsframboð og lægri vextir á síðasta ári höfðu bent til meiri fjárfestingar. Enn er þó töluvert óvissa í mati á íbúðafjárfestingu og því hugsanlegt að það kunni að breytast þegar frá líður. Einnig kann hluti þeirrar fjárfestingar sem spáð var árið 2004 að koma fram í gögnum fyrir árið 2005.

Flest bendir til þess að íbúðafjárfesting aukist verulega á þessu ári. Vöxtur eftirspurnar hefur verið að færast í aukana undanfarna mánuði. Áætlað er að ráðstöfunartekjur muni aukast, atvinnuleysi fer minnkandi, íbúðaverð hækkar hraðar og er orðið hærra en það hefur áður verið og lánskjör betri og lánaframboð meira en nokkru sinni fyrr. Minni fjárfesting í íbúðarhúsnæði á síðasta ári en búist var við kann einfaldlega að fela í sér meiri fjárfestingu á þessu ári en áður var spáð. Bankinn spáir því að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist um fimmtung á árinu en um tæplega 10% á árinu 2006.

Það sem hafa mun einna sterkust áhrif á íbúðafjárfestingu á þessu ári er hátt íbúðaverð. Allsterkt samband virðist vera á milli svokallaðs Q-hlutfalls, (sem er hlutfall milli markaðsverðs húsnæðis og vísitölu byggingarkostnaðar), og íbúðafjárfestingar. Þegar íbúðaverð hækkar umfram byggingarkostnað, ætti að myndast hvati fyrir byggingaraðila til að byggja fleiri íbúðir.⁶ Íbúðafjárfesting var í lágmarki árið 1999, rúmlega 3½% af vergri landsframleiðslu, en jókst jafnt og þétt eftir það og var komin í 5½% af landsframleiðslu árið 2003. Fyrstu tvo mánuði ársins hækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu um að meðaltali 30% frá sama tíma fyrir ári. Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu ríflega tvöfaldaðist á tímabilinu frá 1997-2004, samanborið við tæplega 40% hækkun byggingarkostnaðar. Á milli árunna 2003 og 2004 hækkaði húsnæðisverð um rúmlega 13%, en á sama tíma hækkaði vísitala byggingarkostnaðar einungis um rúmlega 6%

Byggingafulltrúar gera ráð fyrir um 12% aukningu íbúðabygginga á árinu í fermetrum talið, en á síðasta ári var aukningin 15%. Byggingarmagn hefur aukist hraðar en fólksfjölgun að undanförunu og skýrist líklega af því að ungt fólk fjárfestir fyrr en áður í nýju húsnæði í staðinn fyrir að leigja og ættu húsnæðislán bankanna, sem gefa kost á hærra veðhlutfalli og lengri endurgreiðslutíma en áður, auk þess sem vextir eru lægri, að styðja við þessa þróun.

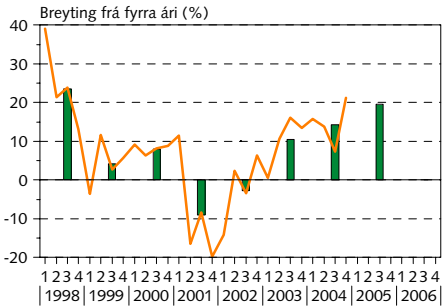
Velta á fasteignamarkaði og fjöldi kaupsamninga jókst verulega eftir að bankarnir tóku að bjóða fasteignaveðlán í lok sumars. Á tímabilinu júlí til desember árið 2004 jókst velta um 84% og kaupsamningum fjölgaði um rúmlega 65% miðað við sama tíma árið áður. Flest bendir til þess að eftirspurn eftir íbúðum verði áfram mjög mikil. Fyrstu tvo mánuði þessa árs jókst velta um 80% og fjöldi samninga um 66% frá sama tíma fyrir ári.

6. Sjá t.d. ítarlega umfjöllun í *Efnahagsleg áhrif breytinga á fyrirkomulagi lánsfjármögnunar íbúðarhúsnæðis*, skýrsla Seðlabanka Íslands til félagsmálaráðherra, 28. júní 2004.

Mynd 25

Vöxtur innflutnings 1998-2006

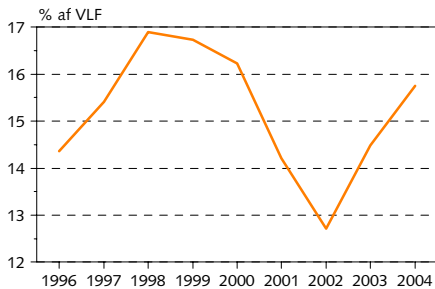
Lína sýnir breytingu frá sama ársfjórðungi árið áður. Súlar sýna breytingu milli árlegra talna.¹



1. Spá Seðlabanka Íslands fyrir breytingu milli ára 2005-2006. Spáð er óbreyttu magni innflutnings árið 2006 og því sést engin súla fyrir það ár. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

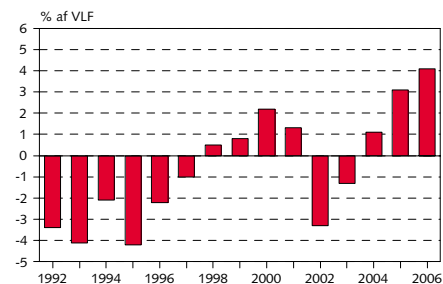
Innfluttar neyslu- og fjárfestingarvörur 1996-2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 27

Framleiðsluspenna/framleiðslulaki 1992-2006¹



1. Spá Seðlabanka Íslands fyrir árin 2005-2006. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Innflutningur

Samkvæmt þjóðhagsreikningum jókst innflutningur um 14,3% á árinu 2004 eða svipað og gert var ráð fyrir í spá Seðlabankans sem birtist í desember. Innflutningur jókst töluvert á síðasta fjórðungi ársins eða um 21,3%, eftir minni vöxt tvo ársfjórðunga þar á undan. Innflutningur neysluvöru var sérstaklega mikill á árinu 2004, mestur á fyrri hluta árs og aftur undir lok ársins. Aukninguna má að mestu rekja til innflutnings fólksbíla og varanlegra heimilistækja. Innflutningur fjárfestingarvöru var einnig mikill á árinu 2004. Um mitt ár hægði á aukningunni en hún tók aftur við sér undir lok árs. Útgjöld vegna ferðaþjónustu jukust um 24,3% á föstu gengi og svipuð aukning varð á útgjöldum vegna samgangna eða 25,4%.

Flestar vísbendingar sýna áframhaldandi kröftugan vöxt innflutnings það sem af er þessu ári. Fyrir árið í heild er gert ráð fyrir tæplega 20% vexti innflutnings. Spáð er miklum vexti í einkaneyslu og verulegri aukningu innflutnings í tengslum við stóriðjuframkvæmdir. Gengi krónunnar á þessu ári er einnig töluvert hærra en í fyrra og það ýtir enn frekar undir innflutning. Ekki er gert ráð fyrir að innflutningur aukist árið 2006, enda hefur innflutningur tengdur stóriðjuframkvæmdum færst fram til þessa árs og verður minni á næsta ári.

Hagvöxtur og framleiðsluspenna

Samkvæmt áætlun Hagstofunnar var hagvöxtur árið 2004 álíka mikill og Seðlabankinn spáði í desember. Þá spáði Seðlabankinn 5,4% hagvexti en áætlunin sýnir 5,2% vöxt. Spáð er meiri hagvexti í ár en gert var í desember, eða tæplega 6½%. Meiri fjárfesting en þá var áætlað er meginskýringin. Á móti kemur hins vegar að einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju vaxa hægar en spáð var í desember, sem að hluta til má rekja til aðhaldssamari peningastefnu en þá var miðað við. Áhrif aukins aðhalds ná hins vegar ekki að vinna upp áhrif aukinnar fjármunamyndunar. Þjóðarútgjöld vaxa því u.þ.b. 1½ prósentu meira en spáð var í desember.

Á næsta ári er nú spáð minni vexti þjóðarútgjalda en í síðustu spá bankans. Þar munar mest um tilfærslu stóriðju fjárfestingar til þessa árs. Einnig verða vaxtahækkningar Seðlabankans farnar að segja enn frekar til sín, sem kemur t.d. fram í minni vexti einkaneyslu og samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu án stóriðju. Nokkru meiri vöxtur útflutnings og verulega minni vöxtur innflutnings gera það hins vegar að verkum að hagvöxtur á næsta ári verður meiri en spáð var í desember.

Þjóðhagsreikningum Hagstofunnar fyrir árið 2004 fylgdi endurmat á eldri þjóðhagstölum. Samkvæmt þeim var verulegur samdráttur í þjóðarþúskapnum árið 2002, eða sem nam 2%. Það er mun meiri samdráttur en áður var talið. Þetta hefur töluvert áhrif á mat á framleiðsluspennu.⁷ Samkvæmt þessu var hún neikvæð um ríflega 3% af landsframleiðslu árið 2002, og rúmlega 1% árið 2003. Þetta kann að skýra ósamræmi sem hefur virst vera á milli ástands vinnumarkaðar annars vegar og framleiðsluspennu hins vegar. Endurmat á framleiðsluspennu sem tekur mið af þessum nýju upplýsingum sem Hagstofan birti í mars,

7. Nánari lýsingu á aðferðarfræði Seðlabankans við mat á framleiðsluspennu er að finna í viðauka 2.

ásamt hærra gengi krónunnar og hærri stýrivöxtum, sýnir framleiðsluspennu sem nemur u.þ.b. 1% af landsframleiðslu í fyrra, 3% í ár og 4% á næsta ári. Þetta er minni framleiðsluspenna en áætluð var í desember síðastliðnum, en þá náði hún hámarki við 5% árið 2006.

Þetta mat byggist á þeirri forsendu að stýrivextir og gengi haldist óbreytt frá spádegi. Þrátt fyrir svo háa vexti og sterkt gengi krónunnar er áfram útlit fyrir verulega og vaxandi spennu í hagkerfinu að öðru óbreyttu. Með meira aðhaldi í hagstjórn verður hins vegar hægt að draga úr spennunni og þar með úr verðbólguþrýstingi.

V Opinber fjármál

Á liðnu ári batnaði afkoma hins opinbera úr 8 ma.kr. halla í 5 ma.kr. afgang samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar, eða um 1,6% af vergri landsframleiðslu. Afkoma sveitarfélaga er talin hafa versnað um 9 ma.kr., en afkoma ríkissjóðs batnaði um 22 ma.kr. eða 2,6% af landsframleiðslu.

Batinn hjá ríkissjóði var heldur meiri en að var stefnt með fjárlögum, í stað 15 ma.kr. Batinn var borinn uppi af mun meiri hækkun tekna og gjalda, sem að hluta má rekja til meiri hagvaxtar og meiri vaxtar þjóðarútgjalda en vænst var í ársbyrjun. Um það er fjallað nánar í rammagrein 2. Tekjur ríkissjóðs (að frátalinni eignasölu) áttu að hækka um 5%, en niðurstaðan sýnist nær 12% eða 8% umfram verðlag. Útgjöld áttu að hækka um ½% og lækka um 3% að raunvirði milli ára, ef gengið er út frá skattaafskriftum og lífeyrisfærslum í meðallagi. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar hefur reyndin orðið 3% hækkun, eða u.þ.b. óbreytt útgjöld að raungildi.

Á fjárlögum ársins 2005 er gert ráð fyrir 5% hækkun tekna og gjalda og óbreyttri afkomu ríkissjóðs. Áfram er stuðst við langtíma-áætlun ríkissjóðs, þar sem gert er ráð fyrir hóflegri útgjaldaaukningu árið 2006 og allnokkurri árið 2007. Þá er hins vegar gert ráð fyrir að hægi á tekjuaukningu við lok stóriðjuframkvæmda, auk þess sem áhrifa skattalækkana gætir. Nokkur halli mun því væntanlega myndast á ríkissjóði.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 5 ma.kr. halli á rekstri sveitarfélaganna á síðasta ári á mælikvarða þjóðhagsreikninga. Versnaði afkoman um rúma 9 ma.kr. milli ára. Samband íslenskra sveitarfélaga hefur tekið saman helstu atriði úr fjárhagsáætlunum sveitarfélaga árið 2005 og endurskoðuðum fjárhagsáætlunum árið 2004. Samanburður bendir til þess að tekjur ættu að hækka um næst-um 12% að nafnvirði milli árána 2004 og 2005, skatttekjur þó ekki nema um 10%. Gjöld að meðtöldum fjármagnsliðum og fjárfestingu eiga að vaxa um 4% að nafnvirði. Samkvæmt því myndi afkoma sveitarfélaganna batna verulega og skriða yfir núllið. Árið fyrir kosningar hefur þó oft reynst sveitarfélögunum þungt í skauti.

Hreinar skuldir ríkissjóðs hafa lítið lækkað undanfarin ár, að nokkru leyti vegna þess að mikil áhersla hefur verið lögð á að bæta stöðuna gagnvart lífeyrissjóðum opinberra starfsmanna. Skuldir við þá hafa ekki verið sýndar á sama hátt og aðrar skuldir, né heldur innstæður í Seðlabankanum. Nettóskuldir ríkisins hækkuðu aðeins árið 2004, þar sem aukagreiðslur til lífeyrissjóða og innstæðuaukning í Seðlabankanum voru meiri en afgangurinn á ríkissjóði að viðbættum gengishagnaði. Heildarskuldir lækkuðu hins vegar talsvert. Árið 2004 vógu afgangur sem nam 8 ma.kr., 25 ma.kr. lánainnheimta og rúmlega 10 ma.kr. gengishagnaður á móti 19 ma.kr. greiðslu inn í lífeyrissjóði og Seðlabanka. Mældar heildarskuldir lækkuðu því um meira en 20 ma.kr.

Slæm afkoma sveitarfélaga á síðasta ári veldur því að skuldir þeirra eru taldar hafa vaxið um 4-5 ma.kr. en hreinar skuldir um 3-4 ma.kr. Undanfarin ár hafa hreinar skuldir sveitarfélaga haldist nálægt 7½% af landsframleiðslu þrátt fyrir að þau hafi verið rekin með halla. Helstu skýringar á þessari framvindu eru sala eigna og vöxtur landsframleiðslu.

Rammagrein 2

Hagsveiflan og ríkisbúskapurinn

Afkoma hins opinbera er talin hafa batnað um 22 ma.kr. milli áranna 2003 og 2004 eða um sem nemur nær 3% af landsframleiðslu. Afkomubattinn stafar einvörðungu af bættri afkomu ríkissjóðs, en afkoma sveitarfélaga virðist fremur hafa versnað en hitt. Að nokkru leyti má rekja batann hjá ríkissjóði til aukins aðhalds að útgjöldum eftir mikinn vöxt árið 2003. Að hluta stafar battinn hins vegar af meiri vexti framleiðslu og eftirspurnar en reiknað var með þegar fjárlög ársins 2004 voru samþykkt. Þá var reiknað með 3½% vexti landsframleiðslu, en þjóðhagsreikningar sýna nú rúmlega 5%. Áhugavert er að skoða að hve miklu leyti má rekja bætta afkomu ríkissjóðs til aukins hagvaxtar og þjóðarútgjalda.

Þegar lagt er mat á áhrif hagsveiflunnar á ríkisbúskapurinn er gengið út frá því að framleiðslugeta þjóðarbúsins vaxi með nokkurn veginn jöfnum eða tregbreytilegum hraða en raunverulegur vöxtur sveiflist í kringum þann feril. Framleiðsla er því ýmist meiri eða minni en sem nemur framleiðslugetu. Munurinn þar á milli er kallaður framleiðsluspenna. (Um mat á framleiðslugetu og framleiðsluspennu, sjá í viðauka 2) Áhrif hagsveiflunnar á ríkisbúskapurinn má þá skilgreina sem breytingu á afkomu ríkissjóðs eða hins opinbera í heild sem rekja má til breytinga á framleiðsluspennu, að öðru óbreyttu.

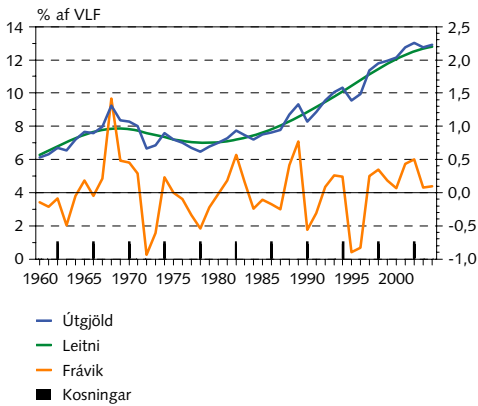
Í útreikningum sem Seðlabankinn hefur notað til að áætla áhrif hagsveiflunnar á fjárhag hins opinbera, er reiknað með því að fyrir hvert 1% sem framleiðsluspenna eykst hækki tekjur hins opinbera um rúmlega 2%.¹ Til að sjá hvað liggur að baki þessari reiknireglu verður hér litið á tvo tekjuþætti, annars vegar tekjuskatt sem einstaklingar greiða til ríkis og sveitarfélaga og hins vegar það sem kalla mætti eyðsluskatta, þ.e. virðisaukaskatt, tolla, vörugjöld og fleira af líku tagi. Rétt er að hafa í huga að reikningar af þessu tagi eru háðir mikilli óvissu, m.a. vegna þess að í þeim er gengið út frá að allar hagsveiflur séu eins. Svo er áreiðanlega ekki.

Hermireikningar benda til þess að þegar meðallaun hækka um 1% hækki heildarafrakstur útsvars, að öðru óbreyttu, um 1% og afrakstur tekjuskatts um 2%. Fjölgun starfa um 1% hækkar hins vegar útsvar og tekjuskatt jafnt ef tekjudreifingin breytist ekki, um 1% eins og tekjustofninn. Forsendur fjárlaga miðuðust við 5% launahækkun, 2% fjölgun starfa og 3½% vöxt landsframleiðslu. Skattleysismörk voru hækkuð um 2½%. Miðað við þetta mátti reikna með að afrakstur tekjuskatta hækkaði um 8½% milli ára og hlutur ríkisins um 10%. Forsendur fjárlaga um laun og fjölgun starfa eru taldar hafa gengið eftir. Fyrstu tölur benda til þess að afrakstur ríkissjóðs af tekjuskatti einstaklinga hafi aukist um 12%, nokkru meira en reikningarnir spá. Í krónum munar þar rúmum milljarði. Tekjur einstaklinga hefðu þó ekki þurft að vaxa nema um 1½% í viðbót við núverandi spár til að skýra þennan mun. Því má hugga sig við að heimildir um tekjuþróun 2004 eru enn af skornum skammti.

Eyðsluskattarnir eru einfaldari viðfangs þar eð þeir eru flatir, án skattstiga eða skattleysismarka af neinu tagi. Þeir skattar sem hér er litið til, gáfu af sér um 105 ma.kr. á árinu 2003 eða um 13,3% af VLF, og áttu samkvæmt fjárlagaáætlunum að skila 5½% meira árið 2004 en árið áður. Útkoman samkvæmt fyrstu greiðslutölum er 13½% hækkun milli ára. Þá má horfa til þess að reynslan sýni að hvert 1% í aukinni framleiðsluspennu virðist að meðaltali hækka hlutfall eyðsluskatta af landsframleiðslu um u.þ.b. 0,13%. Neysla

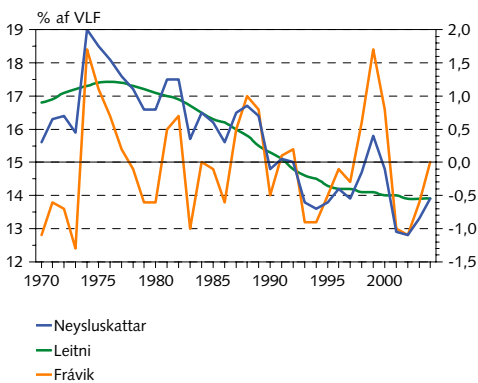
1. Í kaflanum um opinber fjármál í *Peningamálum* 2004/4 var ranglega talað um 1,1% í þessu sambandi. Sú tala á við hlutfall tekna af landsframleiðslu, sem hækkar að sjálfsögðu minna en tekjurnar þegar landsframleiðsla vex.

Mynd 1
Útgjöld sveitarfélaga 1960-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Neysluskattar ríkissjóðs 1970-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

vex gjarnan meira en landsframleiðsla og spenna í uppsveiflum og það skýrir hluta hækkunarinnar. Keimlík hækkun sést þó þegar skatthlutfallið er miðað við einkaneyslu í stað landsframleiðslu. Þeir toppar verða ekki skýrðir af öðru en að neyslumynstrið breytist, t.d. þannig að meira sé keypt af bílum, heimilistækjum og annarri háttollavöru eins og virðist hafa átt sér stað í uppsveiflum árið 1987, árin 1998 til 2000 og á síðasta ári.

Forsendur fjárlaga svöruðu til þess að framleiðsluspenna ykist um ½ prósentu milli árána 2003 og 2004. Nafnvirði landsframleiðslu átti að hækka um 5½%. Samkvæmt því hefðu tekjur af þessum sköttum átt að hækka um rúmlega 6% milli ára og fjárlög sýndu 5½% miðað við fjárukalög 2003. Samkvæmt þjóðhagsspá Seðlabankans nú jókst spennan hins vegar um 2½ prósentur og nafnvirði landsframleiðslu um 12%. Samkvæmt því hefðu tekjur af eyðslusköttum átt að hækka um u.þ.b. 14½% milli ára og gefa ríkissjóði um 10 ma.kr. umfram fjárlög. Bráðabirgðauktoman, 13½%, er ekki lengra frá áætlun en við er að búast af slíkum út-reikningi.

Í sveiflureikningunum, sem minnst var á í upphafi máls, er reiknað með því að útgjöld fylgi vergri landsframleiðslu, þ.e. að hlutfall opinberra útgjalda breytist ekki vegna hagsveiflunnar. Þótt veik merki séu um að útgjöld hins opinbera lækki hlutfallslega í byrjun uppsveiflu, virðist lækkingin ganga til baka á öðru ári hennar. Sú undantekning er gerð að taka tillit til hækkunar á útgjöldum vegna atvinnuleysisbóta. Samhengi atvinnuleysis við hagsveifluna er afar skýrt, þótt það hafi breyst með árunum og jafnvægisatvinnuleysi sé nú meiri en áður. Í sveiflureikningunum er gert ráð fyrir að lækking framleiðsluspennu um 1 prósentu auki atvinnuleysi um 0,2% af mannafla. Áætlað hefur verið að hlutfall bótagreiðslna af landsframleiðslu hækki af þeim sökum um 0,03%, en nýleg þróun bendir til þess að 0,04% kunni að vera nær réttu lagi. Miðað við spá Seðlabankans um framleiðsluspennu hefði mátt búast við minnkuðu aftvinnuleysi og að útgjöld vegna atvinnuleysisbóta lækkuðu um u.þ.b. 1 milljarð milli ára samkvæmt reiknireglunni. Þess í stað hækkuðu greiðslur til Atvinnuleysistryggingarsjóðs um tæplega hálfan milljarð króna milli ára miðað við fyrstu tölur. Það er reyndar í samræmi við önnur gögn um vinnumarkað og alþjóðlega reynslu undanfarinna ára af efnahagsbata án atvinnusköpunar. Hér á landi gerir óvenjumikill innflutningur á vinnuafli núverandi uppsveiflu einnig óvenjulega.

Fjárlög voru samþykkt með því metnaðarfulla markmiði að bæta afkomu ríkissjóðs um 20 ma.kr. og það tókst. Ætla verður að vöxtur framleiðslu og eftirspurnar umfram forsendur fjárlaga hafi skilað ríkissjóði nær 10 ma.kr. aukalega í óbeinum sköttum, auk þess sem tekjur af fjármagnstekjuskatti og tekjuskatti fyrirtækja fóru 5-6 ma.kr. fram úr fjárlögum. Markmið fjárlaga náðust því með verulegri hjálp frá hagsveiflunni, og framlag ríkisfjármálanna til að sporna gegn ofpenslu var því minna en að var stefnt.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Umskipti greinileg á vinnumarkaði

Vísbendingar sýna greinileg umskipti á vinnumarkaði síðastliðið haust. Þótt batinn hafi í upphafi verið hægur má gera ráð fyrir að slaki á vinnumarkaði sé horfinn og vaxandi spennu muni gæta á næstu mánuðum. Atvinnuleysi, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu, hefur minnkað jafnt og þétt frá síðasta sumri og var 2,4% í febrúar. Milli árána 2003 og 2004 minnkaði atvinnuleysi um ½ prósentu og var, eins og Seðlabankinn reiknaði með í desember, eða 3,1%.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar sjást merki um aukna vinnuafslnotkun mælda sem fjöldi starfandi, á fjórða ársfjórðungi 2004, hvort heldur miðað er við ársfjórðunginn á undan eða sama ársfjórðung á árinu 2003. Atvinnuþátttaka og heildarvinnustundafjöldi drógust þó enn saman milli fjórða ársfjórðungs 2003 og 2004. Þróunin er hins vegar nokkuð mismunandi eftir kyni, aldri og búsetu. Aukinn meðalvinnutími í yngsta aldurshópnum (16-24 ára) er skýr vísbending um aukna eftirspurn. Starfandi fólk í elsta aldurshópnum (55-74 ára) fjölgar einnig töluvert og skýrir hún rúmlega helming fjölgunar starfandi fólks á fjórða ársfjórðungi frá sama tíma árið á undan. Vinnuafslnotkun á höfuðborgarsvæðinu jókst en hún dróst saman á landsbyggðinni. Hins vegar virðist atvinnuástandið meðal kvenna á landsbyggðinni versna á alla mælikvarða: atvinnuleysi eykst, starfandi konum fækkar og atvinnuþátttaka minnkar töluvert. Þessi þróun skýrist líklegast að hluta af meiri útflutningi á óunnum fiski á Evrópumarkað en einnig af hagræðingu í verslun og þjónustu á landsbyggðinni.

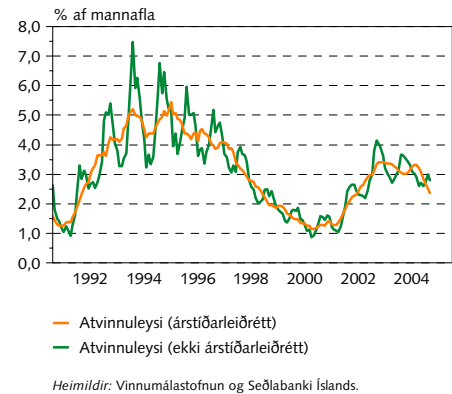
Aðrar vísbendingar um vaxandi eftirspurn eftir vinnuafli eru fjölgun lausra starfa hjá vinnumiðlum og aukin útgáfa atvinnuleyfa. Aðeins um fjórðungur nýrra atvinnuleyfa á síðasta ári var vegna framkvæmda við Kárahnjúka en útgáfa atvinnuleyfa fyrir starfsmenn við fiskvinnslu, iðnaðartengdan landbúnað, sérhæfða byggingavinnu og þjónustu jókst einnig töluvert. Hafa verður í huga að fjöldi atvinnuleyfa vegna Kárahnjúkavirkjunar gefur ekki rétta mynd af umfanginu þar sem starfsmannavelta hefur verið mjög ör þar.

Þörf fyrir aukinn innflutning vinnuafls ef koma á í veg fyrir launaprýsting

Þrátt fyrir að stóriðjuframkvæmdir færast nær höfuðborgarsvæðinu er ekki gert ráð fyrir að hlutfall innlends vinnuafls í þeim eigi eftir að aukast mikið þar sem lítið er um starfsfólk með þekkingu eða reynslu á lausu. Á Austurlandi hafa framkvæmdir við uppbyggingu á Héraði og í Fjarðabyggð verið það miklar að innlent vinnuafli hefur haft nægan starfa og virðist sem svo verði áfram. Þótt mannaflapörf vegna stóriðjuframkvæmda í nágrenni höfuðborgarsvæðisins sé töluvert minni en fyrir austan er verkefnastaða byggingaverktaka á höfuðborgarsvæðinu slík að ólíklegt er að innlent vinnuafli fái til stóriðjuframkvæmda nema að litlu leyti. Hvort launaprýstingur skapast á þessu og næsta ári veltur því að nokkru leyti á umfangi innflutnings vinnuafls.

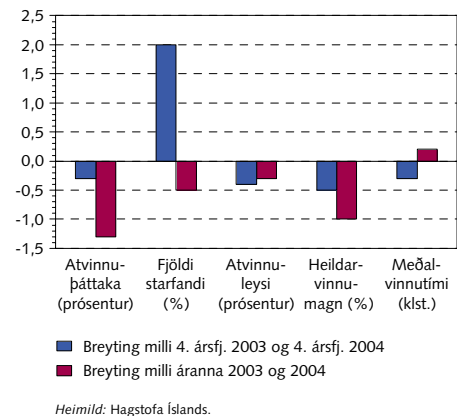
Mynd 28

Atvinnuleysi janúar 1991 - febrúar 2005



Mynd 29

Breytingar á vinnuafli



Eftirspurn í þjónustu eykst

Þjartsýni virðist ríkja í atvinnulífinu ef marka má könnun sem Gallup gerði fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið í febrúar. Heldur fleiri fyrirtæki hyggjast fjölga og færri fækka starfsmönnum næsta hálf árið en fram kom í sambærilegri könnun í september. Meiri fjölgun virðist fyrirjáanleg á höfuðborgarsvæðinu en í síðustu könnun, en því er öfugt farið á landsbyggðinni. Fyrirtæki í iðnaði og þjónustugreinum hyggjast í meira mæli fjölga starfsmönnum en í september, enda benda auglýsingar eftir starfsfólki til vaxandi eftirspurnar eftir fólki til þjónustustarfa. Töluverð breyting er í sjávarútvegi þar sem mun fleiri hyggjast fækka starfsfólki en í undangengnum könnunum og kemur það ekki á óvart í ljósi hárs raungengis og þess að nýir kjarasamningar auka möguleika á hagræðingu í greininni. Niðurstöður Gallupkönnunarinnar eru í takt við könnun sem Samtök atvinnulífsins (SA) gerðu á fjárfestingaráformum aðildarfyrirtækja sinna í janúar.

Launabreytingar enn í samræmi við áætlun

Launabreytingar hafa enn sem komið er verið í samræmi við mat Seðlabankans á kostnaði kjarasamninga en nýjustu tölur um launaþróun á almennum vinnumarkaði benda til að launaþrýstings hafi verið farið að gæta undi lok síðasta árs. Í janúar hafði launavísitalan hækkað um 6,6% og kaupmáttur aukist um 2½% frá sama mánuði 2004. Flest launafólk fékk a.m.k. 3% launahækkun á árinu 2004 og í byrjun janúar sl. fékk launafólk á almennum vinnumarkaði og hluti starfsmanna sveitarfélaga 3% kjarasamningsbundna launahækkun. Samið hefur verið við stærstu hópa starfsmanna ríkisins en áhrif þeirra samninga eru ekki enn komin fram í launavísitölu Hagstofunnar.

Heldur meira atvinnuleysi spáð en í desember en svipaðri launaþróun

Miðað við öflugan hagnöxt undanfarin tvö ár og í sögulegu ljósi hafa launabreytingar að mestu verið hóflegar. Í fyrra hækkuðu laun um 4,7% milli ára. Laun hafa ekki hækkað jafn lítið frá árinu 1995. Þá var atvinnuleysi u.þ.b. 5% en verðbólga minni og jókst kaupmáttur launa því um tæplega 3%, samanborið við 1½% í fyrra. Á næstu tveimur árum mun spennan á vinnumarkaði færast í aukana og þá mun reyna á hvort launaþróun verður í samræmi við það sem samið var um í kjarasamningum. Vegna ákvæða í kjarasamningum um endurskoðun launaliðar í nóvember næstkomandi, með hliðsjón af verðlagsþróun og öðrum kjarasamningum, er útlitið nokkuð tvísýnt. Á hinn bóginn hefur aðhald peningastefnunnar verið aukið verulega. Í meginþáttum er því gert ráð fyrir svipaðri launaþróun og í desember og nánast sama atvinnuleysi í ár en meira atvinnuleysi árið 2006. Framleiðni mun hins vegar aukast heldur meira en þá var gert ráð fyrir.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptahallinn í fyrra reyndist töluvert meiri en áður var áætlað Samkvæmt bráðabirgðauppgjöri Seðlabanka Íslands á greiðslujöfnuði var viðskiptahalli ársins 2004 til muna meiri en reiknað var með í spá bankans í byrjun desember. Hallinn nam tæplega 70 ma. kr., eða sem nemur u.þ.b. 8% af vergri landsframleiðslu, en í desember var spáð að hallinn næmi 6½% af landsframleiðslu. Mismunurinn skýrist að hluta af meiri viðskiptahalla á síðasta fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir, en einnig af endurmati á halla ársfjórðunganna á undan. Þá hefur endurmat á viðskiptajöfnuði fyrri ára leitt í ljós nokkru meiri halla en áður var talið.

Tafla 7 Endurmat á viðskiptajöfnuði

% af landsframleiðslu		2000	2001	2002	2003	1.-2. ársfj. '04 2004	
Viðskiptajöfnuður	endurskoðaðar tölur	-10,5	-4,6	1,1	-5,3	-7,7	-8,1
	fyrri tölur	-10,2	-4,1	1,2	-4,1	-6,6	.
Vöruskiptajöfnuður	endurskoðaðar tölur	-5,7	-0,8	1,8	-2,0	-3,2	-4,3
	fyrri tölur	-5,7	-0,9	1,7	-2,1	-3,2	.
Þjónustujöfnuður	endurskoðaðar tölur	-1,8	-0,2	0,0	-1,1	-2,7	-1,7
	fyrri tölur	-1,4	0,2	0,2	-1,0	-2,3	.
Þáttatekujöfnuður	endurskoðaðar tölur	-2,9	-3,4	-0,8	-2,1	-1,7	-2,1
	fyrri tölur	-2,9	-3,4	-1,1	-1,0	-1,0	.

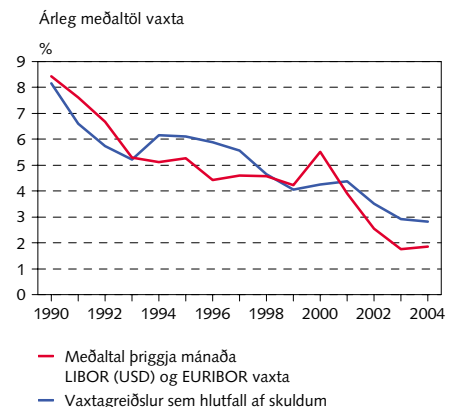
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þjónustujöfnuður versnaði um 5,8 ma.kr. á árinu 2004. Mikil aukning varð í útgjöldum bæði vegna ferðaþjónustu og vegna samgangna. Halli á þáttatekjum nam 17,7 ma. kr., sem er ívið meira en gert var ráð fyrir í desemberspánni. Endurmat þáttatekjuafnaðar á fyrstu þremur ársfjórðungum 2004 leiddi í ljós meiri halla en áður var talið, en einnig jukust vaxtagjöld mikið undir lok ársins. Erlendar skuldir jukust um 40% á árinu 2004. Skýrir það að miklum hluta auknar vaxtagreiðslur, en hækkun erlendra skammtímavaxta hefur einnig haft nokkur áhrif á vaxtabyrðina.

Stefnir í metviðskiptahalla í ár þrátt fyrir að lágir erlendir vextir haldi þáttatekjuhallanum niðri

Það stefnir í enn meiri viðskiptahalla í ár. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að hallinn nemi rúmlega 12% af landsframleiðslu, sem er methalli ef af verður. Þessi mikli viðskiptahalli verður við nokkuð aðrar aðstæður en ríktu á árinu 2000. Raungengi er mun hærra og erlendir vextir hafa verið í sögulegu lágmarki. Halli þáttatekjuafnaðar hefur því ekki aukist í samræmi við vöxt erlendra skulda, sem hafa fjórfaldast á síðastliðnum sjö árum, en á sama tíma hefur vaxtabyrðin einungis rúmlega tvöfaldast. Líklegt þykir að vextir erlendis muni hækka á næstunni, en í spá Seðlabankans er þó gert ráð fyrir hægfare hækkun. Vaxtabyrði og halli á jöfnuði þáttatekna munu því væntanlega aukast nokkuð á spátímanum, en hægt. Hugsanlega gæti hækkun vaxta orðið nokkru hraðari. Fyrir hverja prósentu sem meðalvextir hækka má ætla að halli á þáttatekjujöfnuði aukist um ríflega 1 prósentu af landsframleiðslu. Þetta felur í sér að hverfi vextirnir aftur í

Mynd 30
Vaxtagreiðslur af erlendum skuldum og erlendir vextir 1990-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

svipað horf og fyrir áratug gæti viðskiptahallinn aukist um nokkrar prósentur og orðið enn meiri en spá bankans gerir ráð fyrir.

Gríðarlegt innstreymi lánsfjár til að fjármagna viðskiptahalla og erlenda fjárfestingu vekur spurningar um langtímaforsendur gengisstöðugleika

Framvindan í fyrra líkist árinu 2000 að því leyti að saman fór mikill viðskiptahalli og verulegt útstreymi vegna verðbréfaþinga og beinnar fjárfestingar innlendra aðila erlendis. Svokallaður grunnjöfnuður er skilgreindur sem summan af viðskiptahalla og erlendri verðbréfafjárfestingu og beinni fjárfestingu innlendra aðila. Árið 2000 nam grunnjöfnuðurinn, þannig skilgreindur, 20% af landsframleiðslu. Það hve þjóðarbúskapurinn var orðinn háður innstreymi lánsfjármagns leiddi svo til þess að mikill þrýstingur skapaðist á gengi krónunnar þegar dró úr fjárfestingu og innstreymi fjármagns. Í fyrra var grunnjöfnuður enn neikvæðari en hann var árið 2000, eða sem nam 34% af landsframleiðslu, enda jukust bein erlend fjárfesting (nettó) og verðbréfaþing mikil á sama tíma og halli á viðskiptum við útlönd fór vaxandi. Ólíkt árinu 2000 er hins vegar hægt að slá því föstu að a.m.k. viðskiptahallinn eigi enn eftir að aukast.

Tafla 8 Grunnjöfnuður - samanburður á milli ára

%	1998	2000	2004
Viðskiptajöfnuður	-6,9	-10,5	-8,1
Vöruskiptajöfnuður	-4,4	-5,7	-4,3
Þáttatekujöfnuður	-2,2	-2,9	-2,1
Vaxtajöfnuður	-3,0	-3,6	-2,6
Grunnjöfnuður (viðskiptajöfnuður + bein fjárfesting + erlend verðbréf)	-9,8	-20,8	-34,0

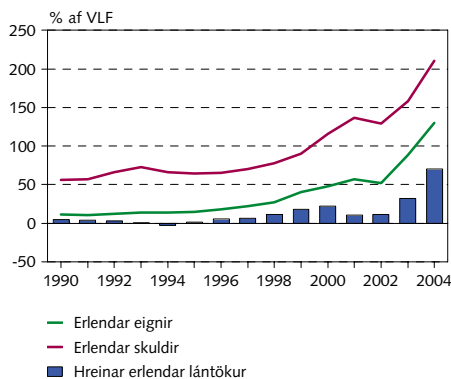
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Aldrei fyrr hefur jafnmikið fjármagn streymt inn til landsins og á sl. ári. Fjármagnshreyfingar ársins 2004 voru þær mestu sem verið hafa, en hreint fjárinnstreymi skv. greiðslujafnaðaruppgjöri nam tæplega 148 ma.kr. Þá verður að vísu að hafa í huga að skekkjuliður greiðslujafnaðar er óvenjustór, eða um 78 ma.kr. Því er margt á huldu um hvað hefur orðið um þetta fjármagn.

Ein meginástæða mikils fjármagnsinnstreymis eru miklar erlendar lántökur innlendra banka, einkum skuldabréfaútgáfa erlendis. Hrein erlend lántaka nam í fyrra 70% af landsframleiðslu. Á móti skuldabréfnun þjóðarinnar hefur auðvitað átt sér stað mikil eignamyndun erlendis. Þar vega þyngst erlend útlán bankanna, sem jukust um tæpa 137 ma.kr. frá febrúar í fyrra þar til í febrúar í ár. Bein erlend fjármunaeign tæplega tvöfaldaðist á milli ára, auk þess sem verðbréfaeign jókst mikið. Í fyrsta sinn í sögunni voru erlendar eignir þjóðarbúsins meiri en landsframleiðslan í árslok. Eigi að síður versnaði hrein staða þjóðarbúsins í fyrra um sem nam ríflega 17% af landsframleiðslu og var í árslok neikvæð um 87% af landsframleiðslu. Erend skuldastaða versnaði enn meira og nam í árslok 131% af landsframleiðslu. Hér verður þó að hafa í huga óvenjustóran skekkjulið greiðslujafnaðar sem kann að þýða að hreina skuldastaðan sé ofmetin.

Mynd 31

Erlendar eignir og skuldir og hreinar erlendar lántökur 1990-2004



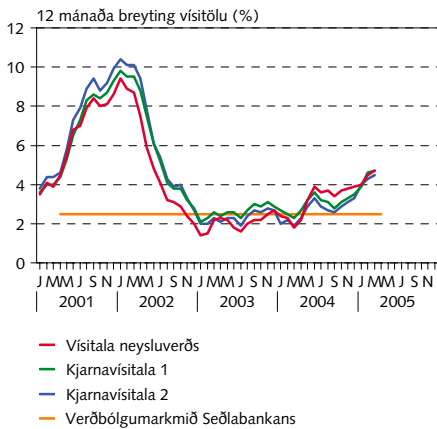
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hin gríðarlega aukning sem orðið hefur á eignum og skuldum þjóðarbúsins á undanförunum árum gerir greiningu á áhrifum gengisbreytinga á þjóðarbúskapinn og áhrifum fjármagnsstrauma á gengi krónunnar vandasama. Eitt er víst að versnandi skuldastaða gerir þjóðarbúskapinn viðkvæmari en hann hefur nokkurn tíma verið fyrir sveiflum í erlendum vöxtum og gengi krónunnar. Jafnframt eykur hinn mikli viðskiptahalli líkur á óhóflegum gengissveiflum.

Eins og komið hefur fram er raungengi krónunnar um þessar mundir með hæsta móti. Með hliðsjón af viðskiptahallanum og reynslu sögunnar virðist aðeins tímaspurning hvenær aðlögun gengisins að langtímajafnvægi hefst. Hvenær eða hve hratt hún mun eiga sér stað er hins vegar afar óvíst. Það er jafnframt stór óvissuþáttur í þeirri verðbólguþá sem hér er birt.

Mynd 32

Verðbólga janúar 2001 - mars 2005

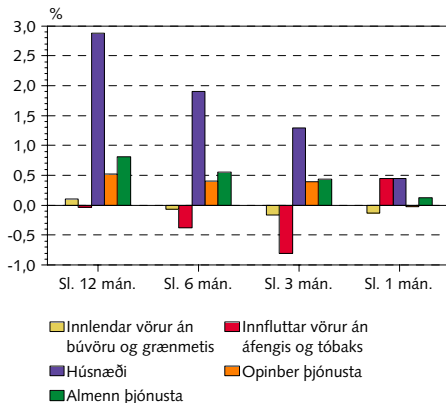


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 33

Nokkrir undirlíðir vísitölu neysluverðs í mars 2005

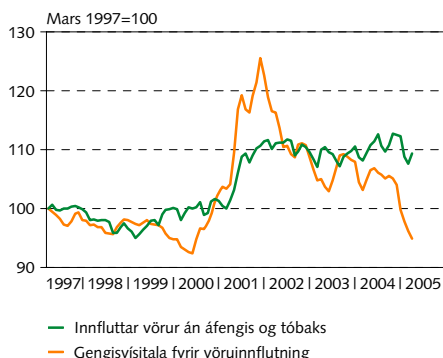
Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 1, 3, 6 og 12 mánuði



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 34

Gengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - mars 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðlagspróun

Verðbólga hefur aukist verulega frá því að síðasta verðbólguþá Seðlabankans var birt í desember sl. Tvennt hefur einkum skipt sköpum um verðlagspróunina á undanförunum mánuðum. Annað er stóruaukin eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði, hitt hækkun á gengi krónunnar. Þessi öfl vega hvort á móti öðru, en eftirspurnarhvati hefur haft yfirhöndina hingað til.

Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi yfir vikmörkum Seðlabankans

Verðbólga hélt áfram að aukast frá lokum liðins árs. Í febrúar fór hún yfir þolmörkin og nam tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 4,5%. Við það rauf verðbólgan efri þolmörk verðbólgu markmiðs Seðlabankans og birti bankinn þá greinargerð í samræmi við sameiginlega yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans frá mars árið 2001 og er hún birt annars staðar í ritinu. Í mars jókst verðbólgan enn frekar í 4,7%. Að meðaltali var verðbólgan á fjórða ársfjórðungi síðasta árs 3,8%, eða 0,1 prósentu meiri en Seðlabankinn spáði í desember.

Hagstofa Íslands birtir tvær vísitölur, svokallaðar kjarnavísitölur, sem gefa vísbendingu um undirliggjandi verðbólgu. Í kjarnavísitölu 1 er horft fram hjá áhrifum nokkurra sveiflукennra liða, þ.e.a.s. búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Kjarnavísitala 2 undanskilur að auki verðlag opinberrar þjónustu. Um miðbik sl. árs breikkaði bilið á milli heildarverðbólgu og kjarnaverðbólgu nokkuð, en það sem af er ári hefur það minnkað á ný og nánast horfið. Í mars var tólf mánaða hækkun kjarnavísitölu 1 u.þ.b. hin sama og heildarvísitölnnar, en kjarnavísitala 2 hækkaði um 4,5%.

Verðlag þorra innfluttrar vöru lægra en fyrir ári ...

Gengishækkun krónunnar undanfarna mánuði hefur sem fyrr segir haldið aftur af hækkun þeirra liða neysluverðsvísitölnnar sem næmastir eru fyrir gengisbreytingum og jafnvel leitt til verðlækkunar. Í lok febrúar nam tólf mánaða styrking krónunnar tæplega 8% ef miðað er við meðaltal mánaðar.

Verðlag innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks var í mars því sem næst óbreytt frá fyrra ári, en hafði lækkað nokkuð ef horft er fram hjá verðhækkun bensíns. Verðlag innfluttrar mat- og drykkjarvöru lækkaði í mars um tæplega 6% milli mánaða og var 7% lægra en fyrir ári. Stafar það að nokkru leyti af sterku gengi krónunnar, en einnig var samkeppni í lágvöruverðsverslun afar hörð um það leyti sem verðkönnunin var framkvæmd.

Í ársbyrjun lækkaði bensínverð verulega eftir lækkun á erlendum mörkuðum og hækkun á gengi krónunnar en verðið hækkaði lítillega á ný í febrúar og mars. Í marsbyrjun var bensínverð u.þ.b. 10% herra en fyrir ári.

Verð innfluttrar varanlegrar neysluvöru er síður næmt fyrir skammtímagengissveiflum. T.d. kom gengislækkunin árið 2001 aðeins að litlu leyti fram í verðlagi innfluttra bifreiða, sem var í mars tæplega 1% herra en fyrir ári, en verðhækkunir sem urðu í fyrra hafa

gengið nokkuð til baka sl. mánuði. Búast má við frekari verðlækkun á næstu mánuðum haldist krónan sterk eða styrkist enn frekar.

Undanfarna tólf mánuði hefur verðlag innlendrar vöru hækkað um 1,8%. Búvöruframleiðsla keppir ekki við innflutning nema með óbeinum hætti og á verðhækkun búvöru töliverðan þátt í hækkun verðlags innlendrar vöru. Verðlag annarrar innlendrar vöru en búvöru og grænmetis hefur hækkað minna, eða um 1,1%.

... en verðlag hækkar þar sem erlendrar samkeppni gætir ekki – einkum húsnæðisverð og opinber þjónusta

Á sviðum þar sem erlendrar samkeppni gætir ekki birtist hraður vöxtur eftirsurnar í hækkun verðlags. Skýrast birtist þetta í hækkun húsnæðisverðs, en verðlag staðbundinnar þjónustu og opinberrar þjónustu hefur einnig hækkað nokkuð umfram verðbólguþáttmiðað.

Undanfarna mánuði hefur hrina verðhækkunar gengið yfir íbúðamarkaðinn. Aldrei fyrr hefur íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað jafn hratt á milli mánaða, en íbúðaverð hefur hækkað ört í öðrum landshlutum einnig. Í mars nam tólf mánaða hækkun markaðsverðs húsnæðis (miðað við þriggja mánaða meðaltal) á landinu öllu 24%. Meginástæða þessarar uppsveiflu er hörð samkeppni á markaði fyrir íbúðaveðlán undanfarna mánuði. Hún hefur leitt til þess að valkostum einstaklinga hefur fjölgað til mikilla muna, vextir verið lækkaðir, hámark hækkað og lánstími verið lengdur (sjá viðauka 4). Hraðast hafa íbúðir í einbýli hækkað, eða um 37% síðustu tólf mánuði, en íbúðir í fjölbýli um 26%. Á landsbyggðinni hefur íbúðaverð hækkað um 13% að meðaltali síðustu tólf mánuði.

Verðlag opinberrar þjónustu hafði í mars hækkað um 7% á tólf mánuðum. Það hefur því hækkað mun meira en vísitalan í heild. Hækkunin nær til ýmissa þátta opinberrar þjónustu, t.d. hækkaði orkukostnaður heimila mikið í upphafi árs, eða um liðlega 12% frá desember í fyrra.

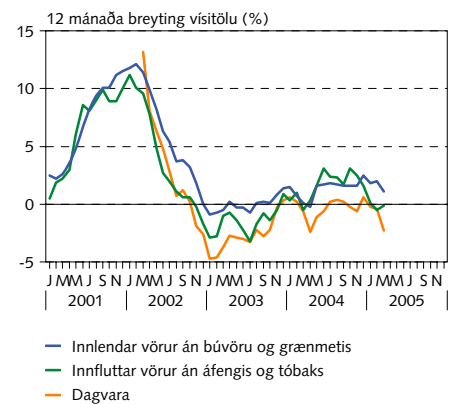
Verðbólguvæntingar svipaðar eða ívið hærri en fyrir þremur mánuðum

Verðbólguvæntingar hafa aukist nokkuð sl. ársfjórðung. Í mars voru þær mældar með verðbólguálagi ríkisskuldabréfa til þriggja og fimm ára 3,8%. Í janúar höfðu þær verið svipaðar. Eins og áður hefur komið fram er mat verðbólguvæntinga hins vegar ekki nægilega traust um þessar mundir vegna þess að heppilegan viðmiðunarflokk verðtryggðra skuldabréfa skortir.

Samkvæmt könnun á verðbólguvæntingum almennings sem IMG Gallup gerir fyrir Seðlabankann fjórum sinnum á ári, síðast um mánaðamótin febrúar/mars, gerir almenningur að meðaltali ráð fyrir 4,1% verðbólgu næstu tólf mánuði, sem er ívið hærri en í könnun sem var gerð í nóvember á síðasta ári, en miðgildi er óbreytt. Athyglisvert er að væntingarnar eru lægri en mæld verðbólga, en venjulega fylgja væntingar almennings mældri verðbólgu eftir. Spá þessi er jafnframt í ágætu samræmi við spá greiningaraðila sem sýnd er í ramma-grein 3. Greiningaraðilar gera hins vegar ráð fyrir nokkru meiri verðbólgu yfir næsta ár.

Mynd 35

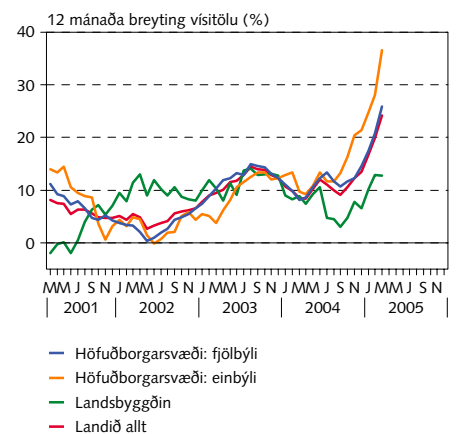
Vöruverð janúar 2001 - mars 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 36

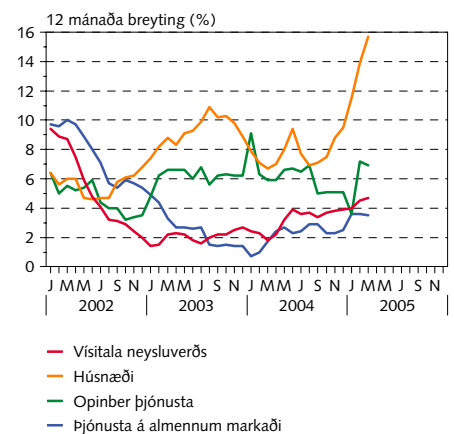
Markaðsverð íbúðarhúsnæðis mars 2001 - mars 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 37

Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta janúar 2002 - mars 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Rammagrein 3

Könnun á mati sérfræðinga á fjármála- markaði á horfum í efnahagsmálum

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru í lok febrúar sl. Sem fyrr voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. Það vekur strax athygli hversu mikill munur er á hæsta og lægsta gildi spánna, einkum fyrir verðbólgu og hagvöxt en einnig gengisvísitölu og úrvalsvísitölu. Sérfræðingana greinir meira á um framvindu efnahagslífsins næstu tvö árin en oft áður.

Efst í töflunni má lesa mat þeirra á verðbólguhorfum í ár og á næsta ári. Verðbólguþá hækkar í samræmi við þróun vísitölu neysluverðs undanfarið sem markast hefur af örri hækkun húsnæðisverðs. Sérfræðingar á fjármálamarkaði telja að verðbólgan yfir árið 2005 verði að meðaltali 4,1% en 4% milli ársmeðaltala 2004 og 2005 og eru báðar spárnar rétt við þolmörk verðbólguþá Seðlabankans. Verðbólguþá Seðlabanka er mun lægri en sérfræðinganna og rétt er að minna á að í henni er reiknað með óbreyttum stýrivöxtum og gengisvísitölu á spátímabili. Bankinn spáir 2,6% verðbólgu yfir árið 2005 og 3,6% milli ársmeðaltala 2004 og 2005. Svarendur hafa mjög ólíkar skoðanir á verðbólguhorfum á næsta ári sem sjá má í töflunni. Að meðaltali álíta þeir að verðbólga yfir árið hækki verulega, í 5,9%, en verði 4,9% milli ársmeðaltala 2005 og 2006. Til samanburðar gerir Seðlabankinn ráð fyrir 3,1% verðbólgu yfir næsta ár en 2,7% milli ársmeðaltala 2005 og 2006.

Markaðsaðilar eru heldur bjartsýnni á hagvöxtinn nú í ár en í nóvember sl. og búast við 5,8% vexti en 4,3% á næsta ári. Sem fyrr segir er allnokkur munur á hæstu og lægstu gildum. Seðlabankinn spáir töluvert meiri vexti: 6,4% 2005 og 6,1% 2006.

Svarendur telja að gengisvísitalan verði 122 stig eftir tólf mánuði sem er töluvert lægra gengi en verið hefur undanfarnar vikur en gengisvísitalan hefur sigið jafnt og þétt frá byrjun desember. Þá gera þeir ráð fyrir að gengisvísitalan standi í röskum 130 stigum eftir tvö ár sem þýðir enn frekari gengislækkun.

Stýrivextir Seðlabanka Íslands voru hækkaðir 22. febrúar sl. í 8,75%. Sérfræðingarnir reikna með frekari vaxtahækkunum næstu mánuði því þeir spá að meðaltali 9,9% stýrivöxtum að ári - og eru þar nánast á einu máli - en gera síðan ráð fyrir lækkun í 8,8% eftir tvö ár.

Þegar ráða á í framtíðarverð hlutabréfa eru uppi afar ólíkar skoðanir. Næsta árið búast tveir við verðhækkun, einn við óbreyttu ástandi og annar við lækkun hlutabréfaverðs. Enn meiri munur er á spám til tveggja ára.

Eins og undanfarið spá allir því að fasteignir hækki áfram í verði, hvort sem horft er eitt eða tvö ár fram á við.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2005			2006		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	4,1	3,2	5,0	5,9	4,5	8,2
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	4,0	3,5	4,8	4,9	3,5	7,3
Hagvöxtur	5,8	4,5	6,5	4,3	2,5	5,5
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	122,0	115,0	130,0	130,6	125,0	137,0
Stýrivextir Seðlabankans	9,9	9,8	10,0	8,8	7,0	10,0
Langtímanafnvextir ²	7,9	7,5	8,8	7,3	7,0	7,8
Langtímaraunvextir ³	3,5	3,2	3,7	3,5	3,3	4,0
Breyting úrvalsvísitölu aðallista	5,0	-15,0	20,0	10,7	-19,3	29,0
Breyting fasteignaverðs	13,8	10,0	20,0	16,5	5,0	26,0

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi og vexti. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í íbúðabréf (HFF 15 0644).

Verðbólguþá Seðlabankans

Frá því að Seðlabankinn birti síðast verðbólguþá hafa stýrivextir bankans hækkað um 1½ prósentu og gengi krónunnar um rúmlega 9%. Eins og ævinlega byggist meginþá bankans á þeirri forsendu að stýrivextir og gengi krónunnar haldist óbreytt frá spádegi.

Létt hefur á undirliggjandi verðbólguþrýstingi frá því í desember ...

Frá því í desember sl. hafa komið nýjar tölur um framvindu efnahagslífsins á síðasta ári og það sem af er þessu ári. Eins og áður hefur verið fjallað um gefa þær til kynna að framleiðslulaki hafi verið meiri frá árinu 2002 en áður var talið. Jafnframt gefur spá bankans um efnahagshorfur næstu tveggja ára til kynna að framleiðsluspenna á tímabilinu verði nokkru minni en síðast var talið, sem helgast bæði af ofangreindri endurskoðun sögulegra gagna og aðhaldssamari peningastefnu en þá var gengið út frá. Eftir sem áður eykst framleiðsla hraðar en framleiðslugeta þjóðarþúsins þannig að framleiðsluspenna fer vaxandi á tímabilinu.

Eins og í síðustu spá bankans er talið að slaki á vinnumarkaði hverfi á fyrri hluta þessa árs og að atvinnuleysi haldi áfram að lækka út spátímabilið og sé við lok þess orðið nokkru lægra en samrýmist verðstöðugleika. Launakostnaður á framleidda einingu mun vaxa eftir því sem spenna á vinnumarkaði eykst og er gert ráð fyrir að vöxturinn verði meiri á spátímabilinu en samrýmist verðbólguþá bankans, þótt gert sé ráð fyrir minni vexti en í síðustu spá bankans sökum heldur meiri framleiðnivaxtar.

Eins og áður hefur komið fram hefur gengi krónunnar styrkst verulega frá því að bankinn birti síðast verðbólguþá í byrjun desember. Jafnframt var alþjóðleg verðbólga heldur minni á síðasta ári en miðað var við í desember. Búið er við að þróunin á næstu tveimur árum verði áþekkt og þá var talið. Haldist gengi krónunnar áfram eins sterkt og um þessar mundir og skili lækkan innflutningsverðs sér í innlent smásöluverðlag er ljóst að draga fer úr verðbólgu. Gerist það að fullu og á tiltölulega stuttum tíma gæti árshraði verðbólgunnar á seinni hluta þessa árs og fyrri hluta þess næsta lækkað hratt og farið nokkuð niður fyrir verðbólguþá Seðlabankans. Við aðstæður fljótandi gengis er hins vegar fremur ólíklegt að þróunin verði með þeim hætti. Líklegra er að áhrifin taki nokkru lengri tíma að koma fram en líkön byggð á sögulegum gögnum frá fastgengistímanum gefa til kynna. Meiri tregðu í miðlun gengisbreytinga til smásöluverðlags má rekja til aukinnar óvissu um varanleika gengisstyrkingarinnar. Þannig gætu innlendir smásalar notað tækifærið til að hækka álagningu sína í stað þess að lækka vöruverð að fullu til samræmis við styrkingu krónunnar, sérstaklega við núverandi aðstæður kröftugrar eftirspurnar, og þannig undirbúið sig fyrir væntanlega gengislækkan síðar. Þetta er í samræmi við reynslu annarra landa með fljótandi gengi og í takti við reynsluna af gengisveiflunni hér á landi árið 2001. Í verðbólguþánni er því gert ráð fyrir að lækkan gengisins undanfarið muni ekki skila sér að fullu út í innlent verðlag á spátímabilinu.

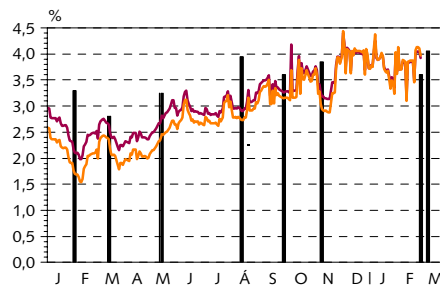
... en verðbólga er áfram yfir verðbólguþá tvö ár fram í tímann

Spáð er að verðbólga muni lækka nokkuð hratt á næstu misserum

Mynd 38

Verðbólguþá 2004-2005¹

Daglegar tölur um verðbólguþá
5. janúar - 10. mars 2005

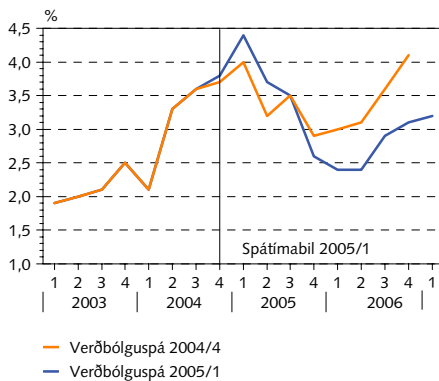


- Verðbólguþá almennings
- Verðbólguþá fyrirtækja
- Verðbólguþá til tveggja ára
- Verðbólguþá til þriggja ára

1. Verðbólguþá ríkisverðbréfa og þááningar skv. könnunum.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 39

Endurskoðuð verðbólguþá



vegna áðurnefndra gengisáhrifa og þeirrar staðreyndar að verðbólga hækkaði mjög hratt á vormánuðum 2004 sem slær á áhrada verðbólgunnar á fyrri hluta þessa árs. Spáð er að verðbólga verði nálægt 2½% verðbólguþámið bankans á fyrsta ársfjórðungi næsta árs, sem er heldur minni verðbólga en spáð var eitt ár fram í tímann í desember, en þá var spáð tæplega 3% verðbólgu miðað við sama ársfjórðung (3½% verðbólgu miðað við sömu tímalengd). Þegar líða tekur á árið 2006 er hins vegar spáð aukinni verðbólgu sökum vaxandi eftirspurnarþrýstings og dvínandi áhrifa gengishækkunarinnar. Tvö ár fram í tímann er nú spáð rétt rúmlega 3% verðbólgu sem er nokkru minni verðbólga en gert var ráð fyrir í desember en þá var spáð rúmlega 4% verðbólgu miðað við sama ársfjórðung (3½% verðbólgu miðað við sömu tímalengd). Jafnframt er útlit fyrir að hún haldist yfir 3% út árið 2007 að óbreyttum stýrivöxtum. Verðbólga verður með öðrum orðum áfram yfir verðbólguþámið Seðlabankans í lok spátímabilsins þótt verðbólguhorfur til lengri tíma litið séu nú betri en í desember.

Slagsíða verðbólguþáráttinnar upp á við eykst enn frekar

Verðbólguhorfur eru ævinlega háðar töluverðri óvissu. Meginsþá bankans sýnir þá framvindu sem talin er líklegust miðað við að stýrivextir haldist óbreyttir og gengi krónunnar haldist hátt á spátímabilinu, þ.e.a.s. frá spádegi. Ólíklegt er að framvindan verði nákvæmlega eins og spáð er. Því er afar mikilvægt að horfa til allrar líkindadreifingar spárinnar við ákvarðanir í peningamálum.⁸

Í megindrátum er óvissa spárinnar nú sambærileg við spáóvissuna frá því í desember sl. Helstu óvissuþættirnir snúa að áhrifum nýs umhverfis á innlendum veðlanamarkaði á þróun einkaneyslu, möguleika þess að kjarasamningum verði sagt upp síðar á þessu ári, nægilegu aðhaldi í ríkisfjármálum og þróun gengis og annarra eignaverða. Nánari lýsingu á helstu óvissuþáttum spárinnar er að finna í töflu 9.

Ætla má að spáóvissan til tveggja ára sé orðin heldur ósamhverfari en hún var metin í desember. Ójafnvægið í hagkerfinu hefur haldið áfram að aukast. Þannig hefur gengi krónunnar styrkst enn frekar og viðskiptahalli aukist en það eykur líkur á snarpari lækkun gengisins þegar frá líður. Jafnframt nær spáin nú fram á árið 2007, en þá verða alþingiskosningar. Tilhneiging hefur verið til að slaka á aðhaldi í ríkisfjármálum í aðdraganda kosninga. Því má ætla að líkur á ónógu aðhaldi í ríkisfjármálum við lok spátímabilsins séu heldur meiri nú en síðast var gert ráð fyrir. Báðir þessir þættir gera það að verkum að spáóvissan upp á við er líklega meiri nú en síðast. Á móti kemur áframhaldandi kröftug hækkun húsnæðis- og hlutabréfaverðs, sem gæti aukið líkur á snarpri leiðréttingu síðar á spátímabilinu. Á heildina litið má þó álykta að spáóvissan sé meiri upp á við en talið var í desember.

Sem fyrr er talið líklegt að spáskekkjur byggðar á sögulegum rökum ofmeti þá óvissu sem framundan er. Mat á spáóvissunni er nokkuð litað af þróun síðustu ára, þegar saman fór tiltölulega mikil verðbólga og óvissa um verðbólguþróun, en það fylgir jafnan sveiflukenndri verðbólgu.

8. Nánari umfjöllun um hvernig líkindadreifing verðbólguþáráttinnar er reiknuð út er að finna í viðauka 3.

Tafla 9 Helstu ósamhverfir óvissupættir verðbólguþspár

Óvissupáttur	Skýring	Áhrif á verðbólgu
Einkaneysla	Áhrif lægri langtímaþaxta, aukins lánsfjárfraðboðs og auðsáhrif á einkaneyslu kunna að vera vanmetin	Hætta á að eftirspurnarþrýstingur sé vanmetinn og verðbólgu því vanspáð
Gengisþróun	Áhrif hærra gengis á innlent verðlag kunna að vera vanmetin Mikill viðskiptahalli og væntingar um aukna verðbólgu næstu árin geta þrýst gengi krónunnar niður	Hætta á að verðbólgu sé ofspáð til skemmri tíma Hætta á að gengi krónunnar lækki og verðbólgu því vanspáð
Launaþróun	Slæmar verðbólguhorfur og útkoma annarra kjarasamninga gætu leitt til hækkunar launaliðar almennra kjarasamninga	Hætta á að hækkun launa verði meiri en spáð er og verðbólgu sé því vanspáð
Ríkisfjármál	Möguleiki á að aðhald í ríkisfjármálum verði minna en gert er ráð fyrir í áætlunum, sérstaklega í ljósi þess að alþingiskosningar eru árið 2007 Möguleiki á að áhrif áætlana um skattalækkunar á væntingar um framtíðartekjur séu vanmetnar og að eftirspurnaráhrif áforma verði því meiri	Hætta á að framleiðsluspenna verði meiri en spáð er og verðbólga því meiri
Eignaverð	Til skamms tíma: Húsnæðisverð gæti hækkað meira á næstu mánuðum en gert er ráð fyrir Til langs tíma: Möguleiki á lækkun eignaverðs sem dragi úr einkaneyslu þegar líða tekur á spátímabilið	Verðbólga til skemmri tíma gæti orðið meiri en spáð er Hætta á að framleiðsluspenna verði minni og verðbólga meiri en spáð er
Áhættumat	Eitt ár fram í tímann	Tvö ár fram í tímann
Peningamál 2004/1	Samhverft	Upp á við
Peningamál 2004/4	Samhverft	Upp á við
Peningamál 2005/1	Samhverft	Upp á við

Mynd 40 sýnir mat bankans á spáóvissu næstu tveggja ára. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að verðbólgan verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur eru á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann, en það endurspeglar í vikkun óvissubilsins.

Líkur á að verðbólga verði yfir verðbólguþspá Seðlabankans eftir tvö ár hafa minnkað

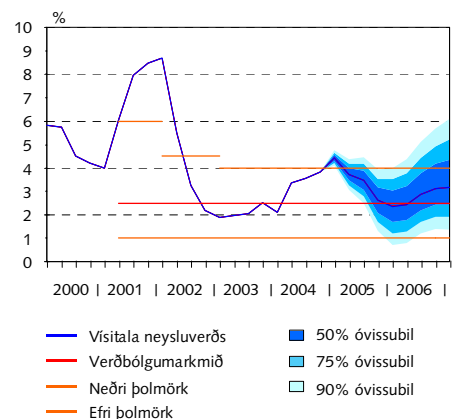
Frá því í desember hafa líkur á því að verðbólga verði yfir verðbólguþspá Seðlabankans í lok spátímabilsins heldur minnkað. Jafnframt hafa líkur aukist á því að verðbólga verði innan þolmarka.

Verðbólguþspá með breytilegum vöxtum og gengi

Eins og áður hefur komið fram er meginþspá bankans grundvölluð á óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar frá spádegi. Spáin þjónar því fyrst og fremst þeim tilgangi að lýsa sýn bankans á efnahagsframvinduna að því gefnu að bankinn breyti ekki aðhaldsstigi peningastefnunnar frá því sem nú er og að gengi haldist óbreytt. Þannig nýttist hún bankastjórn við að meta hvaða stýrivaxtastig er nauðsynlegt til að tryggja framgang verðbólguþspá Seðlabankans.

Slík spá þarf hins vegar ekki að vera raunsæ lýsing á efnahagsframvindunni við aðstæður eins og nú þar sem undirliggjandi ójafnvægi er mikið í hagkerfinu, enda óraunhæft að gera ráð fyrir því við slíkar aðstæður að Seðlabankinn bregðist ekki við.

Mynd 40
Verðbólguþspá Seðlabankans
Spátímabil: 1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 10 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjórðungur	Verðbólga				
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	yfir 4%
1. ársfj. 2005	< 1	< 1	< 1	2	98
4. ársfj. 2005	2	42	44	52	4
4. ársfj. 2006	2	21	23	43	34

Taflan sýnir mat Seðlabankans á líkum á því að verðbólga verði á ákveðnu bili í prósentum.

Af þessari ástæðu hóf bankinn í síðustu *Peningamálum* að birta verðbólguþá sem er byggð á breytilegum vöxtum og gengi krónunnar. Eins og þá er notast við fölgna framvirka vexti eins og sýndir eru á mynd 13 á bls. 17. Í því felst að stýrivextir bankans halda áfram að hækka fram í ágúst nk. og verða þá um 10% en taka síðan að lækka út spátímabilið. Það felur í sér að stýrivextir verða tæplega 0,75 prósentum hærri á þessu ári en í meginspánni en rúmlega 0,1 prósentu lægri á næsta ári.

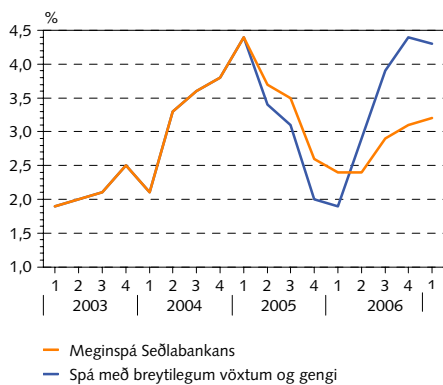
Gengi krónunnar er jafnframt látið þróast í samræmi við óvarið vaxtjafnvægi, þ.e. út frá vaxtamun framvirkra vaxta hér á landi og erlendis (út frá viðskiptavegnum framvirkum skammtíma vöxtum), en þó þannig að gert er ráð fyrir áhættuþóknun sem rekur fleyg á milli innlendra og erlendra vaxta. Samkvæmt framvirkum vöxtum hækka bæði innlendir og erlendir vextir á næstu misserum en taka síðan að lækka á seinni hluta þessa árs en lækka hraðar erlendis. Vaxtamunurinn fer því smám saman vaxandi á tímabilinu. Það hefur í för með sér að gengi krónunnar veikist smám saman og verður gengisvísitalan nálægt 120 stigum í lok spátímabilsins. Rétt er að ítreka að í þeim vaxta- og gengisferlum sem notast er við í spánni felst ekki skoðun eða spá bankans á því hvernig framvindu þessara stærða verður hátt að á spátímabilinu.

Mynd 41 sýnir verðbólguþá sem byggð er á þessari þróun vaxta og gengis. Eins og í meginspánni er ekki gert ráð fyrir að gengis sveiflan komi að fullu fram í innlendu verðlagi til skamms tíma.

Fráviksspáin gefur til kynna að verðbólga geti lækkað nokkru hraðar en gert er ráð fyrir í meginspánni og verði komin í um 2% í lok þessa árs. Eftir það tekur verðbólgan hins vegar að hækka hratt og er orðin tæplega 4½% við lok spátímabilsins. Þetta helgast af því að framan af er aðhaldsstig peningastefnunnar meira en í meginspánni og gengi krónunnar áfram töluvert sterkt. Vöxtur innlendar eftirspurnar verður því minni en í meginspánni á þessu ári. Þegar fer á líða á þetta ár og á því næsta tekur gengi krónunnar hins vegar að gefa æ meira eftir og stýrivextir að lækka sem eykur enn frekar á vöxt eftirspurnar og stuðlar að meiri verðbólgu en í meginspánni.

Fölgirnir framvirkir vextir virðast því fela í sér of mikla bjartsýni um hversu fljótt lækkun stýrivaxta geti hafist. Ef tryggja á framgang verðbólgu markmiðsins þurfa stýrivextir líklega að vera háir lengur en fram á haust, sérstaklega ef gengi krónunnar fer að gefa verulega eftir. Þá er ekki hægt að útiloka að vextir þurfi jafnvel að hækka enn frekar.

Mynd 41
Verðbólguþá með breytilegum vöxtum og gengi



IX Stefnan í peningamálum

Síðustu vaxtahækkanir Seðlabankans hafa að mestu leyti skilað sér í auknu aðhaldi

Í *Peningamálum* 2004/4, sem komu út í byrjun desember, var kynnt hækkun stýrivaxta Seðlabankans um 1 prósentu. Seðlabankinn hækkaði stýrivexti aftur í febrúar, um leið og birt var greinargerð til ríkisstjórnarinnar í tilefni þess að verðbólga mældist umfram efri þolmörk verðból gumarkmiðsins. Aðhald peningastefnunnar hefur því verið aukið töluvert frá því sem reiknað var með í verðból guspá Seðlabankans í desember, a.m.k. að því gefnu að verðból gувæntingar hafi ekki aukist verulega. Um verðból gувæntingar aðila á skuldabréfamarkaði ríkir reyndar nokkur óvissa um þessar mundir, vegna skorts á heppilegum viðmiðunarflokki verðtryggðra skuldabréfa, eins og áður hefur komið fram. Kannanir meðal fyrirtækja og einstaklinga benda hins vegar til þess að verðból gувæntingar séu svipaðar og í fyrri könnunum, þ.e.a.s. að verðból gувæntingar einstaklinga séu nálægt 4% og fyrirtækja nálægt 3½%. Miðað við þessar vísbendingar má ætla að tvær síðustu vaxtahækkanir Seðlabankans hafi að mestu leyti skilað sér í auknu aðhaldi, en töluvert vantaði á að fyrri vaxtahækkanir bankans leiddu til samsvarandi hækkunar raunstýrivaxta. Auk þess felst töluvert meira aðhald í herra gengi krónunnar.

Verðból guhorfur nokkru betri en í desember

Ítarlega hefur verið gerð grein fyrir ástæðum vaxtahækkana Seðlabankans í desember og febrúar, hinni fyrri í *Peningamálum* 2004/4 og hinni síðari í greinargerð til ríkisstjórnarinnar, sem birt var 18. febrúar og birtist einnig í þessu hefti *Peningamála*. Efni þeirra verður því ekki rakið í smáatriðum. Í stuttu máli voru versnandi verðlagshorfur, áætlanir um enn meiri stóriðjuframkvæmdir á þessu ári en áður var reiknað með og afar hraður útlánavöxtur í kjölfar þess að bankarnir tóku að bjóða hagstæðari og meiri lán en áður hafði þekkt, og eru það meginástæður þess að þörf var talin á verulega auknu aðhaldi í peningamálum. Í febrúar voru verðból guhorfur reyndar taldar hafa batnað nokkuð frá því í desember, en ekki nægilega til að tryggja framgang verðból gumarkmiðsins. Því var talin ástæða til enn frekara aðhalds í peningamálum en þá þegar hafði verið kynnt. Ástæður betri verðból guhorfa voru fyrst og fremst hærrí stýrivextir og herra gengi krónunnar. Eftir vaxtahækkunina í febrúar hefur gengi krónunnar styrkst enn frekar og verðból guhorfur orðið ívið betri en í febrúar. Mæld verðból ga hefur þó haldið áfram að aukast. Það skýrist fyrst og fremst af áframhaldandi hækkun íbúðaverðs, en vöruverð hefur farið lækkandi.

Mikilvægt að húsnæðisliður verði áfram þáttur þeirrar vísitölu sem verðból gumarkmiðið miðast við

Þróunin undanfarið ár vekur ýmsar spurningar um framkvæmd peningastefnunnar. Skiptir t.d. máli að meira en helmingur verðból gunnar skýrist af hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs á meðan vöruverðból ga er sáralítill og raunar hjáðnar á ýmsum sviðum? Er það galli að húsnæðiskostnaður skuli veða þungt í vísitölu neysluverðs, sem verðból gumarkmiðið miðast við? Eins og fram kemur í greinargerð

Seðlabankans til ríkisstjórnarinnar er Seðlabankinn eindregið þeirrar skoðunar að húsnæðiskostnaður eigi áfram að vera þáttur í þeirri verðvísitölu sem verðbólguþætti miðast við og að aðferðafræðin sem notuð hefur verið við mat á húsnæðiskostnaði sé í meginatriðum sú besta sem völ er á. Það helgast af því að húsnæðiskostnaður er mikilvægur þáttur í neyslu einstaklinga. Með því að horfa fram hjá verðbreytingum húsnæðis væri því verið að hunsa stóran þátt í útgjöldum einstaklinga. Það flækir málið, að auk þess að vera drjúgur hluti einkaneyslu er húsnæði varanleg eign, eða fjárfesting. Í huga einstaklings sem þegar hefur eignast húsnæði birtist verðhækkun húsnæðis því fyrst og fremst sem hækkun eignaverðs. Honum getur auðveldlega yfirsést að fórnarkostnaður þess að búa í eigin húsnæði hefur aukist, því að það kemur ekki fram í útgjöldum viðkomandi einstaklings. Fyrir hina sem eru að kaupa sitt fyrsta húsnæði eða stækka við sig vegur verðhækkun húsnæðis hins vegar mjög þungt. Hafi kostnaður við að fjármagna húsnæðiskaupin lækkað finna þeir reyndar ekki eins fyrir hækkuninni. Vísitölu neysluverðs er hins vegar ekki ætlað að mæla kostnað fjármagns, enda ætti það þá að hafa áhrif á verðmat á mun fleiri liðum einkaneyslu, einkum varanlegri neysluvöru.

Eins og fram kemur í greinargerð Seðlabankans til ríkisstjórnarinnar hefur húsnæðisliður vísitölu neysluverðs þann ákjósanlega eiginleika frá sjónarhóli seðlabanka með verðbólguþætti að vera leiðandi vísbending um almenna verðbólgu síðar meir.⁹ Þetta stafar væntanlega af því að húsnæðismarkaðurinn er aðskilinn frá erlendum mörkuðum. Aukinni eftirspurn eftir húsnæði verður því ekki beint út úr þjóðarbúskapnum eins og gildir um ýmsa aðra vöru og þjónustu, né heldur gætir erlendra samkeppni að nokkru marki. Þegar eftirspurn eykst hratt tekur húsnæðisverð því oft að hækka fyrr og meira en verðlag á vörum og þjónustu almennt. Að auki er framboð húsnæðis óteygjð (tregbreytilegt), sem leiðir til þess að verðlag hækkar meira en ella ef eftirspurn eykst skyndilega.

Æskilegra að herða aðhald áður en líkur á verðfalli aukast

Þótt Seðlabankinn sé eindregið fylgjandi því að húsnæðiskostnaður verði áfram þáttur þeirrar vísitölu sem verðbólguþætti miðast við er ekki þar með sagt að ekki geti komið upp aðstæður sem krefjast þess að brugðist sé með öðrum hætti við verðbólgu sem að mestu leyti skýrist af hækkun húsnæðiskostnaðar. Húsnæðisverð er eignaverð og lýtur því að mörgu leyti svipuðum lögmálum og annað eignaverð. Væntingar hafa umtalsverð áhrif á verðmyndunina, stöku sinnum getur spákaupmennska jafnvel leitt til eignaverðsbólu og tregbreytileiki framboðs húsnæðis eykur líkur á því að verð húsnæðis víki verulega frá byggingarkostnaði um sinn, sem aftur getur leitt til offramboðs og snarprar verðlækkunar síðar. Vandí peningastefnunnar á hverjum tíma felst meðal annars í því að meta líkur á skyndilegri lækkingun íbúðaverðs. Verðlækkun kann að gerast sjálfkrafa vegna offramboðs á húsnæði, breytinga á ytri skilyrðum eða fyrir tilvernað pen-

9. Sjá Þórarin G. Pétursson (2002), „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar“, *Peningamál* 2002/4, bls. 52-61.

ingastefnunnar. Áhrif of síðbúinnar hækkunar stýrivaxta í því skyni að stöðva hækkun eignaverðs gætu í versta fallið aukið á verðfall með tilheyrandi afleiðingum fyrir fjármálakerfið.

Afar erfitt er að tímasetja slík umskipti, sem oft geta gerst mjög snögglega. Því eru seðlabankar jafnan tregir til að líta á stöðugt eignaverð sem sjálfstætt markmið, nema að því marki sem breytingar á því hafa áhrif á verðbólguhorfur. Í ljósi þess að hækkun húsnæðisverðs skýrir óvenjustóran hluta verðbólgunnar er þó óhjákvæmilegt að verðlagspróun og horfur á húsnæðismarkaði hafi umtalsverð áhrif á peningastefnuna. Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hefur aldrei hækkað eins hratt og á undanförunum mánuðum og aldrei fyrr verið jafnhátt. Hver framvindan verður getur skipt sköpum um framkvæmd peningastefnunnar. Halda húsnæðisverð áfram að hækka með sama hraða mun verðbólga halda áfram að vera yfir verðbólgu markmiði bankans enn um sinn, þrátt fyrir að hátt gengi og vextir dragi úr verðbólgu á öðrum sviðum, verður þörf fyrir áframhaldandi strangt aðhald í peningamálum. Snúist þróunin hins vegar við fljótlega gæti það að óbreyttu gengi krónunnar leitt til verðhjöðnunar og þá kynnu að skapast aðstæður til að draga úr aðhaldinu.

Eins og sakir standa virðist ólíklegt að dragi úr hækkun húsnæðisverðs á komandi mánuðum. Þvert á móti hefur hraði verðhækkana farið vaxandi undanfarna mánuði og efnahagslegar aðstæður, þ.e.a.s. þróun tekna, atvinnu, vaxta og væntinga um áframhaldandi vöxt, benda ekki til þess að snöggra umskipta sé að vænta, þrátt fyrir að húsnæðisverð sé orðið afar hátt í sögulegu samhengi. Á næsta ári kann framvindan hins vegar að verða til muna tvísýnni, þegar dregur að lokum þess mikla framkvæmdaskeiðs sem nú stendur yfir. Því er mikilvægt að beita tímanlegu og nægu aðhaldi í peningamálum meðan ekki þarf að hafa áhyggjur af því að aukið aðhald leiði til verðfalls á fasteignamarkaði, með tilheyrandi samdráttaráhrifum.

Gengisbreytingar mikilvæg miðlunarleið peningastefnunnar um þessar mundir

Annar vandi sem peningastefnan þarf að glíma við um þessar mundir eru sveiflur í gengi krónunnar. Í opnu hagkerfi er gengi gjaldmiðils eitt mikilvægasta hlutfallslega verðið í þjóðarbúskapnum. Jafnframt má líta á gengi gjaldmiðils sem eignaverð, sem lýtur svipuðum lögmálum og annað eignaverð, meðal annars óvissu um langtíma jafnvægi, sterk áhrif væntinga, tilhneigingu til spákaupmennsku o.s.frv. Þessir eiginleikar leiða öðru hverju til mikilla verðsveiflna. Gengi krónunnar er sú stærð í þjóðarbúskapnum sem ræður einna mestu um verðbólguþróun til skemmri tíma og um leið ein mikilvægasta miðlunarleið peningastefnunnar í opnu hagkerfi. Jafnframt er erfiðara að spá fyrir um gengi en flestar aðrar breytur. Þessir eiginleikar gengisþróunar geta falið í sér mikinn vanda fyrir framkvæmd peningastefnunnar, sérstaklega þegar raungengi gjaldmiðils viku umtalsvert frá væntu langtíma jafnvægi.

Raungengi krónunnar er um þessar mundir með hæsta móti í sögulegu samhengi. Ólíkt fyrri hágengistímabilum hefur hækkun raungengis krónunnar frá árinu 2001 að mestu leyti átt sér stað með hækkun nafngengis, fremur en sakir meiri verðbólgu eða launabreyt-

inga en í viðskiptalöndunum. Hækkun nafngengis má rekja til samspils mikils fjármagnsinnstreymis vegna stórfremkvæmda, batnandi ytri skilyrða, aðhaldssamrar peningastefnu, lágra erlendra vaxta og væntinga um allt þetta. Allir þessir áhrifaþættir, sem nú stuðla að háu gengi krónunnar, munu um síðir ganga til baka. Því ætti að vera hægt að slá því föstu að gengi krónunnar muni lækka einhvern tíma í framtíðinni. Óvissa ríkir hins vegar um hvenær gengið muni lækka á ný og ekki er hægt að útiloka að það hækki enn frekar áður en til þess kemur.

Eins og áður hefur komið fram eru gengisbreytingar einhver mikilvægasta miðlunarleið peningastefnunnar í opnu hagkerfi. Ef stór hluti lánsfjár er af erlendum uppruna verður hlutverk gengisins í miðlun peningastefnunnar enn stærra en ella. Þetta á við um Ísland um þessar mundir fremur en nokkurt annað land sem hagar stjórn peningamála með svipuðum hætti. Innlend fjárfesting íslenskra fyrirtækja hefur að miklu leyti verið fjármögnuð með erlendum lánum og hátt í helmingur skulda þeirra er í erlendum gjaldmiðlum. Svokölluð útrás íslenskra fyrirtækja er að sjálfsögðu einnig fjármögnuð með erlendu lánsfé. Undanfarin ár hafa erlendir vextir verið í sögulegu lágmarki. Þetta hefur hvatt til erlendar lánsfjáröflunar, jafnvel meðal fyrirtækja sem hafa ekki náttúrulegar gengisvarnir í formi tekna í erlendum gjaldmiðli. Erlent lánsfé hefur því streymt inn í íslenskan þjóðarbúskap, stuðlað að vexti lauss fjár í lánakerfinu og unnið á móti auknu aðhaldi Seðlabankans. Því er ekki óeðlilegt að sumir hafi dregið þá ályktun að peningastefna bankans sé vanmáttug við þessar aðstæður.

Það er hins vegar röng ályktun. Mikið framboð erlends lánsfjár á lágum vöxtum hefur áhrif á hvernig en ekki hvort peningastefnan virk. Núverandi aðstæður á erlendum lánamörkuðum leiða til þess að meira reynir á miðlun peningastefnunnar í gegnum gengisbreytingar en ella. Vaxtamunur verður meiri en ella og áhrif aðhaldssamrar peningastefnu á gengið sterkari, eins og glöggst hefur komið fram á undanfórnum mánuðum. Hærra gengi stuðlar beint að auknu aðhaldi með fernum hætti. Í fyrsta lagi er ljóst að þegar raungengi er farið að nálgast sögulegt hámark og viðskiptahalli orðinn svo mikill sem raunin er aukast líkur á gengislækkun síðar, eins og komið hefur fram. Erlent lánsfjármagn verður því óhagkvæmara sem nemur væntri gengislækkun krónunnar á líftíma lánsins. Í öðru lagi dregur hærra gengi úr hagnaði í samkeppnisgeiranum vegna aukinnar erlendar verðsamkeppni, sem dregur úr getu til fjárfestingar og svigrúmi til launahækkana.¹⁰ Í þriðja lagi lækkar hærra gengi verðlag innfluttrar vöru sem dregur úr verðbólgu, en það hefur jafnan áhrif á verðbólguvæntingar og þar með launakröfur launþega. Í fjórða lagi beinir hærra gengi eftirspurn út úr þjóðarbúskapnum, sem dregur úr framleiðslu-spennu og verðbólgu til lengri tíma litið.

10. Hugtakið samkeppnisgeiri er hér notað í sömu merkingu og hugtakið traded goods sector í ensku, þ.e.a.s. sá þáttur þjóðarbúskaparins sem verður fyrir áhrifum erlendar verðsamkeppni, sem á bæði við útflutningsfyrirtæki og fyrirtæki sem keppa við erlenda vöru og þjónustu á innlendum markaði. Hugtakið heimageiri samsvarar hins vegar enska hugtakinu non-traded goods sector og vísar til þess hluta þjóðarbúskaparins sem verður fyrir takmarkaðri erlendri samkeppni, t.d. ýmiss konar staðbundin þjónusta á borð við veitingarekstur og hárskurð eða starfsemi sem nýtur opinberra verðverndar eins og landbúnaður.

Hágengið kemur misjafnlega niður á einstökum geirum þjóðarbúskaparins

Þessi áhrif koma hins vegar ekki jafnt niður á þjóðarbúskapnum. Svo lengi sem hækkun stýrivaxta hreyfir ekki við verðtryggðum langtíma-vöxtum húsnæðisveðlana hefur hún lítil áhrif á fjárhagsleg skilyrði heimila. Hækkun skammtímavaxta mun þó hafa einhver áhrif, en um leið hvetja heimilin til enn frekari endurfjármögnunar á skuldum sínum. Vegna verðlækkunar á innfluttri vöru er líklegt að samsetning einkaneyslu breytist og eftirspurn eftir innfluttri varanlegri neysluvöru aukist. Ekki er heldur útilokað að gengishækkun ýti tímabundið undir einkaneyslu áður en samdráttaráhrifa hærra raungengis fer að gæta. Væntingar um að gengishækkunin gangi til baka síðar ýta enn frekar undir slíka háttsemi. Greiðslubyrði fyrirtækja með miklar erlendar skuldir léttist þegar gengi krónunnar hækkar. Það vegur á móti áhrifum minni hagnaðar í samkeppnisgeiranum. Rekstrarskilyrði fyrirtækja í heimageira, þ.e.a.s. atvinnustarfsemi sem býr við takmarkaða erlenda samkeppni, kunna jafnvel að batna. Það breytir því þó ekki að fjármögnun fjárfestingar með erlendu lánsfé er óhagkvæmari á hágengistímum, sem er mikilvægt þegar peningastefnan miðast að því að draga úr vexti innlestrar eftirspurnar.

Minna peningalegt aðhald leiðir ekki endilega til lægra raungengis til lengdar

Þótt hágengið komi afar misjafnlega niður á einstökum geirum þjóðarbúskaparins, dregur það til lengdar mátt úr efnahagslífinu. Áhrif á suma geira kunna að vera afar hörð og raunar óæskileg. Það er hins vegar ekki aðeins óhjákvæmilegur fylgifyrirkomur aðhaldssamrar peningastefnu heldur þeirra efnahagslegu aðstæðna sem kalla á hana. Minna aðhaldssöm peningastefna kann að leiða til lægra gengis til skamms tíma, en ekki endilega til lægra raungengis. Lægri vextir hefðu að lokum í för með sér meiri verðbólgu og launahækkun, sem sennilega myndi að lokum færa raungengi í svipað horf og ef aðhaldssamri peningastefnu væri fylgt. Meginmunurinn fælist í því að verðbólga væri mun meiri þegar loksins kæmi að óhjákvæmilegri aðlögun gengis. Til þess að kveða verðbólgu niður þá þyrfti enn hærra stýrivexti Seðlabankans en til þess að halda henni í skefjum nú. Yrði þjóðarbúskapurinn í því líkri stöðu á næsta ári, þegar dregur að lokum stórframkvæmda og sennilegt er að dragi úr fjármagnsinnstreymi, gæti það sett Seðlabankann í afar erfiða stöðu, því að hætt er við að aukið aðhald í peningamálum þá gæti magnað samdrátt að framkvæmdum loknum, valdið hruni eignaverðs og fjármálalegum óstöðugleika. Þetta er dæmigerð lýsing á efnahagsstefnu fyrri áratuga, bæði hér á landi og víða annars staðar, sem hefur verið horfið frá.

Af þessum ástæðum telur Seðlabankinn mun æskilegra og raunar óhjákvæmilegt að glíma við óumflýjanleg hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu nú fremur en síðar. Raungengi krónunnar er vissulega orðið hærra en það hefur lengi verið. Ekki er útilokað að það hækki enn frekar. Sveiflur í raungengi krónunnar eru hins vegar ekkert meiri en gengur og gerist á öðrum gjaldmiðlasvæðum (sjá viðauka 5 á bls. 67), jafnvel minni. Íslenski þjóðarbúskapur er þó næmari fyrir erlendri samkeppni en þjóðarbúskapur stærri landa, þar sem fyrirtæki hafa

aðgang að stórum heimamarkaði og meginþorri skulda er í innlendum gjaldmiðli.

Hátt raungengi og vaxandi ytra ójafnvægi auka óvissu um verðbólguhorfur

Hið háa raungengi krónunnar um þessar mundir eykur á óvissu um verðbólguhorfur og um miðlun peningastefnunnar á næstu misserum. Mat á verðbólguþá sem byggð er á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt hlýtur að taka tillit til þess að líklegt er að gengi krónunnar lækki á ný þegar fram líða stundir og að það muni tímabundið leiða til meiri verðbólgu en spáð er að gefnu óbreyttu gengi. Hraði og tímasetning þessarar óhjákvæmilegu aðlögunar kunna að skipta sköpum. Æskilegt væri að hún yrði í smáum skrefum á löngum tíma og sem mest eftir að byggingu orkuvera og álbræðslna lýkur, þegar dregið hefur úr spennu í þjóðarbúskapnum. Mikill og vaxandi viðskiptahalli skapar hins vegar ákveðna hættu á að framvindan verði óhagstæðari. Eins og fram kom í kafla VII hér að framan nam hreint innstreymi lánsfjár í fyrra u.þ.b. 70% vergrar landsframleiðslu. Á móti þessu innstreymi er reyndar mikil erlend eignamyndun og hafa verður í huga að skekkjuliður greiðslujafnaðar í fyrra var óvenjulega stór. Eigi að síður er ljóst að innstreymi lánsfjár hefur fjármagnað ýmislegt fleira en óvenjumikinn viðskiptahalla, bæði erlend verðbréfakaup lífeyrisjóða og beina erlenda fjárfestingu fyrirtækja og fjármálastofnana. Í sama kafla kemur einnig fram að svokallaður grunnjöfnuður, þ.e.a.s. viðskiptahallinn að viðbættum hreinum verðbréfakaupum innlendra aðila erlendis og beinni erlendri fjárfestingu innlendra aðila nam í fyrra 34% af landsframleiðslu. Það er næstum tvöfalt hærra hlutfall en árið 2000, sem var ár mikils ójafnvægis og undanfari töluvert harkalegrar aðlögunar í þjóðarbúskapnum. Horfur eru á að viðskiptahallinn aukist enn frekar í ár. Þegar dregur úr lánsfjárinnstreyminu mun skapast þrýstingur á gengi krónunnar og það gæti gerst fremur snögglega þegar þar að kemur.

Síðbúnar aðhaldsaðgerðir áhættumeiri

Vegna þess að peningastefnan er mun sveigjanlegri um þessar mundir og gengi krónunnar flýtur án inngripa Seðlabankans mun þetta þó að líkindum ekki gerast eins snögglega og árin 2000-2001. Hugsanlegt er að aðlögunin hefjist fyrr og taki nokkru lengri tíma. Aðlögunarferlið er hins vegar tæpast fyrirsjáanlegt og viðkvæmar væntingar og spákaupmennska kunna að magna sveiflur í báðar áttir. Þá er jafnan sterkt samband á milli gengis gjaldmiðils og annars eignaverðs, sem getur haft sterk áhrif á þjóðarbúskapinn í aðlögunarferlinu. Allt ber þetta að sama brunni. Ef takast á að hemja eftirspurn þannig að verðbólga haldist í skefjum á næstu árum þarf Seðlabankinn að grípa til nægilegra aðgerða nú. Tekið getur áhrif breytinga á stýrivöxtum allt að tveimur árum að koma fram að fullu. Seðlabankinn getur því ekki gert ráð fyrir að hafa mikil áhrif á næsta ári, umfram þau sem verða af völdum þeirra stýrivaxtahækkana sem hann hefur þegar gripið til, nema hann grípi fljótt til frekari aðgerða. Síðbúnar aðhaldsaðgerðir fela í sér mun meiri áhættu fyrir fjármálakerfið, fyrirtæki og heimili.

Viðauki 1

Framvirkir vextir og notkun þeirra í greiningu Seðlabankans

Í þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans er gert ráð fyrir að vextir og gengi gjaldmiðla haldist óbreytt út spátímabilið. Ástæðan er sú að Seðlabankinn hefur áhuga á því að vita hver þróun efnahagsmála verður miðað við óbreytta vexti og gengi og tekur í ljósi niðurstöðunnar ákvörðun um aðgerðir í peningamálum til að ná verðbólgu-markmiði bankans. Spá byggð á óbreyttri peningastefnu og gengi getur hins vegar verið nokkuð misvísandi, sérstaklega þegar ljóst er að mikilvægar forsendur muni ekki halda. Forsendan um óbreytta vexti kann að vera afdrifarík þegar verðbólga er langt frá verðbólgu-markmiði bankans eða fyrirsjáanlegir skellir framundan og því einsýnt að herða þurfi aðhald í peningamálum. Væntingar um slíkt aðhald birtast meðal annars í ávöxtunarkröfu á markaði. Í síðustu útgáfu *Peningamála* var birt frávíkisdæmi frá meginþá bankans þar sem gert var ráð fyrir breytilegum vöxtum og gengi. Í þeirri spá voru stýrivextir látnir þróast samkvæmt fólgnum framvirkum vöxtum.

Framvirku vextirnir eru reiknaðir út frá vaxtarófi stundarvaxta, þ.e. framvirku vextirnir eru fólgnir í þeim vöxtum sem gilda á markaði á hverri stundu. Gerum t.d. ráð fyrir að viðskipti fari fram í Kauphöllinni með skuldabréf að nafnvirði 100 kr. með lokadag eftir tvö ár á verðinu 91,573. Með einföldum vaxtareikningi má finna ávöxtunarkröfu bréfsins $r_2 = 4,5\%$ sem jafnframt eru stundarvextir á markaðnum til tveggja ára. Með því að skoða fleiri viðskipti kemur fram mynd af ósamfelldu vaxtarófi. Vaxtarófið segir ekki eingöngu til um hverjir vextirnir verða frá deginum í dag til lokadags heldur eru í vaxtarófinu fólgnar upplýsingar um vænta vexti í framtíðinni. Gerum ráð fyrir að fjárfesti standi til boða að fjárfesta í framangreindu skuldabréfi til tveggja ára, en jafnframt að fjárfesta í skuldabréfi til eins árs, að sama nafnvirði, sem hann getur svo endurnýjað að einu ári liðnu á þekktum vöxtum. Til þess að ekki myndist högnunartækifæri (e. arbitrage) á markaðnum verða báðir fjárfestingarkostirnir að teljast sambærilegir og þá þarf að gilda að:

$$(1) \quad \frac{100}{(1+r_2)^2} = \frac{100}{(1+r_1)(1+f)}$$

þar sem r_1 táknar stundarvexti til eins árs, r_2 táknar stundarvexti til tveggja ára og f táknar fólgnu framvirka vexti eftir eitt ár til eins árs. Ef gert er ráð fyrir að stundarvextir til eins árs samkvæmt vaxtarófinu séu $r_1 = 3,5\%$, má reikna út fólgnu framvirku vextina á eftirfarandi hátt:

$$(2) \quad f = \frac{(1+r_2)^2}{(1+r_1)} - 1 = \frac{1,045^2}{1,035} - 1 = 5,51\%$$

Við túlkun framvirku vaxtanna þarf að hafa í huga að þeir geta innihaldið áhættuálag (e. forward term premium) ofan á vænta stundarvexti vegna óvissu um framtíðarþróun vaxta. Þetta hefur ekki verið rannsakað fyrir íslenskan markað, en Svensson (1994) bendir á að í erlendum rannsóknum er mat á áhættuálaginu jafnan fremur lítið.

Samfellt vaxtaróf er ekki sýnilegt á markaði, heldur einungis ósamfelld tengsl einstakra bréfa og tíma. Þær upplýsingar er hins vegar hægt að nota til þess að meta samfellt fall, sem lýsir vaxtarófinu. Nokkrar aðferðir eru algengar við að meta samfellt vaxtaróf. Upphafið má rekja til aðferða McCulloch (1971, 1975) sem notaði brúunaraðferðir (e. cubic spline) til að brúa afvaxtafallið (e. discount function). Þegar búið er að meta vaxtarófið má reikna út fölgna framvirka vexti á sambærilegan hátt og gert var hér að framan. Vegna þess að matið getur verið nokkuð óstöðugt (sérstaklega í lengri enda vaxtarófsins) þegar notaðar eru brúunaraðferðir, hafa aðrar aðferðir orðið vinsælli í seinni tíð, t.d. aðferðir Nelson og Siegel (1987) ásamt viðbótum Svensson (1994). Aðferð þeirra er sú að meta eftirfarandi jöfnu fyrir fölgnu framvirku vextina:

$$(3) \quad f(m; \beta) = \beta_0 + \beta_1 \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right) + \beta_2 \frac{m}{\tau_1} \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right) + \beta_3 \frac{m}{\tau_2} \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right)$$

þar sem f táknar framvirka vexti sem eru fall af lokadegi og m stikunum $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1$ og τ_2 .¹ Jafnan samanstendur því af fjórum hlutum (Nelson og Siegel gerðu ráð fyrir þremur hlutum en Svensson bætti aftasta liðnum í jöfnunni við). Fyrsti hlutinn er fasti β_0 . Síðan er einhalla hluti $\beta_1 \exp(-m/\tau_1)$ sem virkar sem aðfella sem á að tryggja að þegar nálgast lengri enda framvirka vaxtarófsins nálgist framvirku vextirnir $\beta_0 + \beta_1$ (sem þarf að vera jákvæð tala til að tryggja jákvæða vexti). Síðustu tveir hlutarnir í jöfnunni gera það mögulegt að hafa vaxtarófið kryppulaga. Með aðferð Nelson og Siegel er hægt að setja eina kryppu á vaxtarófið en aðferð Svensson gerir ráð fyrir að hægt sé að hafa tvær kryppur á vaxtarófinu.

Til að geta notað jöfnuna þarf að meta stikana sex. Það er gert með því að tegra jöfnuna til að finna stundarvexti. Þegar stundarvextir hafa verið fundnir er síðan einfalt að reikna út afvaxtafallið. Til að finna stikana má annaðhvort lágmarka verðmismun eða vaxtamismun. Að lágmarka verðmismun felur í sér að lágmarka mismuninn á milli reiknaðs verðs út frá vaxtarófinu og raunverulegs verðs bréfanna með því að nota afvaxtafallið. Þar sem vextir hafa lítil áhrif á verð bréfanna á stutta enda vaxtarófsins getur lágmarkun verðmismunar leitt til ónákvæms mats á þeim enda vaxtarófsins. Þess í stað er vaxtamunur lágmarkaður í aðferð Seðlabankans, þ.e. munurinn á milli vaxta samkvæmt vaxtarófinu og raunverulegra vaxta bréfanna. Þegar mati á stikum líkansins er lokið fæst jafna sem lýsir vaxtarófinu á tilteknum tíma.

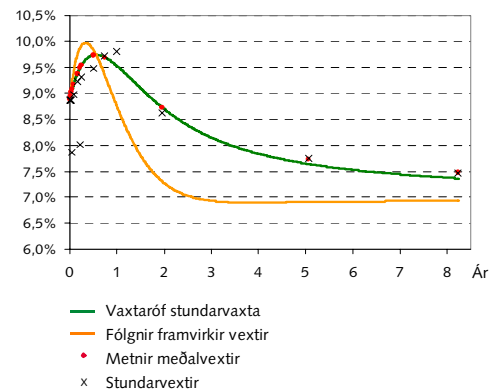
1. Hér eru fölgirnir framvirkir vextir samfelldir (e. continuously compounded). Mun þægilegra er að nota samfellda vexti við mat á þessu falli, en auðvelt er að breyta þeim í t.a.m. vikuvexti með því að nota $r_d = d(\exp(r_c/d) - 1)$ þar sem r_d táknar vikuvexti, r_c táknar samfellda vexti og d er fjöldi daga.

Áður en vaxtarófið er metið þarf að ákveða hvaða upplýsingar skal nota til að reikna út vaxtarófið. Fyrir seðlabanka á verðbólgu-markmiði er sérstaklega áhugavert að nálgast upplýsingar um væntingar á fjármálamörkuðum um þróun stýrivaxta til u.þ.b. næstu tveggja ára. Stýrivextir gilda í endurhverfum viðskiptum til einnar viku í senn og því er áhugavert að skoða væntingar um þróun einnar viku vaxta í framtíðinni. Óverðtryggð ríkistryggð bréf eru vanalega notuð sem grunnur að vaxtarófi óverðtryggðra vaxta. Ástæðan er einkum sú að markaðurinn með þessi bréf er virkari en markaðir með önnur skuldabréf. Einnig bera þau lágmarks vanskilaáhættu ólíkt fyrirtækjabréfum, en markaður með fyrirtækjabréf er of lítil hér á landi til að koma að gagni við mat á vaxtarófi. Í mati á vaxtarófinu hefur Seðlabankinn einnig notað vexti á millibankamarkaði.² Ókosturinn við vexti á millibankamarkaði er að þar er ekki verslað með skuldabréf og þess vegna geta vextir á millibankamarkaði verið nokkuð frábrugðnir vöxtum á skuldabréfamarkaði jafnvel þótt lokadagur sé svipaður.³ Kostirnir eru hins vegar þeir að miklu meiri upplýsingar fást um vaxtarófið. Upp á síðkastið hefur t.a.m. verið nokkurt ósamræmi milli vaxta ríkisvixla og vaxta á millibankamarkaði sem fyrst og fremst má rekja til misræmis í framboði og eftirspurn eftir ríkisvixlum.

Á mynd 1 getur að líta mat á vaxtarófi stundarvaxta til einnar viku þann 23. febrúar sl. Metna vaxtarófið rís dálítið hraðar en vextir á millibankamarkaði gefa tilefni til, þ.e. metnu vextirnir verða ríflega 9,7% eftir rúmlega hálfu ári, en millibankamarkaðsvextir fyrir sama tíma tæplega 9,5%. Vextir ríkisvixla skera sig úr þar sem ávöxtunarkrafa þeirra er um 8% þótt lokadagur þeirra sé tiltölulega skammt undan. Ef vaxtarófið hefði einungis verið metið með ríkisbréfum og ríkisvixlum hefði matið orðið nokkuð ólíkt þar sem ávöxtunarkrafa ríkisvixla hefur verið óvenju lág upp á síðkastið. Þeir hafa þó ekki ýkja mikil áhrif á mat á vaxtarófinu í heildina vegna þess hve fáir þeir eru. Metnir meðalvextir (e. yield to maturity) eru þeir sömu og metnir stundarvextir nema fyrir þau bréf sem bera vaxtagreiðslur (e. coupon) en það á við um ríkisbréfin með lokadag eftir rúmlega fimm og átta ár. Fólgnu framvirkur vextirnir rísa mun hraðar en stundarvextirnir og ná hámarki í tæplega 10% að þremur mánuðum liðnum. Eftir það fara þeir hratt lækkandi þar til þeir verða 7% að þremur árum liðnum.

Upplýsingar um vaxtaþróun eru Seðlabankanum mikilvægar. Breytingar í markaðsvöxtum hafa áhrif á innlenda eftirspurn og þar með verðbólgunu. Nokkurn tíma tekur hins vegar þar til áhrifin koma fram og þarf Seðlabankinn því að horfa allnokkur misseri fram á veginn við vaxtaákvarðanir. Með því að fylgjast með þróun á fjármálamörkuðum getur Seðlabankinn nálgast upplýsingar um ástand þjóðarbúskaparins og

Mynd 1
Vaxtaróf stundarvaxta og fólgnir framvirkir vextir 23. febrúar 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Í síðasta hefti *Peningamála* voru fólgnir framvirkir vextir einungis reiknaðir út frá ríkisvixlum og ríkisbréfum. Síðan þá hefur verið unnið að nokkurri endurskoðun á aðferðafræðinni og því eru vextir á millibankamarkaði með krónur að þessu sinni einnig notaðir við að meta vaxtarófið. Þegar Seðlabankinn notar framvirka vexti til að spá fyrir um þróun stýrivaxta er stystu vöxtum á millibankamarkaði skipt út fyrir stýrivexti. Unnið er áfram að nánari útfærslu á þessari aðferðafræði.

3. Vextir á millibankamarkaði eru flatir og því þarf að leiðrétta þá til að hægt sé að bera þá saman við vexti á skuldabréfamarkaði. Einnig eru vaxtareglur á mörkuðunum ekki þær sömu. Notast er við reikniregluna raunverulegur dagafjöldi/360 dagar á millibankamarkaði en reiknireglan 30/360 dagar gildir í viðskiptum með skuldabréf.

stöðuna í peningamálum á komandi misserum. Með fyrirvara um áhættuálag má túlka fóligna framvirka vexti sem spá markaðarins um vexti í framtíðinni til einnar viku í senn, sambærilegt við stýrivexti Seðlabankans. Það gerir Seðlabankanum kleift að fylgjast með væntingum markaðsaðila til aðgerða bankans. Þessa vexti getur bankinn síðan notað við gerð verðbólguþáttar með breytilegum vöxtum eins og gert var í *Peningamálum* 2004/4.

Með því að reikna jafnframt út vaxtaróf fyrir verðtryggða vexti getur bankinn einnig fengið upplýsingar um verðbólguvæntingar markaðarins, sem er munur verðtryggðra og óverðtryggðra stundarvaxta framtíðarinnar. Væntingar markaðsaðila um verðbólgu gefa vísbendingar um hversu trúverðugar aðgerðir Seðlabankans eru. Ef væntingar eru töluvert frá verðbólguþáttar bankans gefur það vísbendingu um skort á trúverðugleika peningastefnunnar.

Heimildir:

- McCulloch, J. H., (1971), „Measuring the term structure of interest rates“, *Journal of Business*, 44, bls. 19-31.
- McCulloch, J. H., (1975), „An Estimate of the Liquidity Premium“, *Journal of Political Economy*, 83, bls. 62-63.
- Nelson, C. R., og A. F. Siegel (1987), „Parsimonious modeling of yield curves“, *Journal of Business*, 60, bls. 473-489.
- Svensson, L. E. O., (1994), „Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994“, *Working Paper* nr. 4871, National Bureau of Economic Research.

Viðauki 2

Útreikningur á
framleiðsluspennu

Framleiðsluspenna er mikilvægt hugtak við gerð verðbólguþáttar og mat á efnahagshorfum. Að meta framleiðsluspennu er hins vegar ekki einfalt mál og í reynd háð mikilli óvissu. Þeim aðferðum sem notaðar eru í Seðlabankanum og víðar við að meta framleiðsluspennu hefur áður verið lýst í *Peningamálum* (2000/4 bls. 14-15), en ástæða er til að rífa þær upp og beina athyglinni sérstaklega að því hvernig tekið er tillit til stóriðjuframkvæmda, en þær hafa veruleg áhrif á bæði framleiðslustig og framleiðslugetu hagkerfisins, bæði á byggingartímanum og að honum loknum.

Skilgreining á framleiðsluspennu

Framleiðsluspenna er frávik landsframleiðslu frá framleiðslugetu, mælt sem prósent af framleiðslugetu, þ.e.:

$$(1) \quad GAP_t = \frac{Y_t - Y_t^p}{Y_t^p}$$

þar sem GAP_t er framleiðsluspennan, Y_t er landsframleiðsla á raunvirði, og Y_t^p er framleiðslugeta hagkerfisins, allt á ári t . Framleiðslugeta hagkerfisins er því skilgreind sem það framleiðslustig sem samræmist fullri nýtingu allra framleiðsluþátta við skilyrði stöðugrar verðbólgu. Framleiðslugetan er þannig ákvörðuð á framboðshlið hagkerfisins, þ.e. af fjármunastofni, vinnuafslnotkun og fyrirliggjandi tækniþekkingu.

Framleiðslugeta hagkerfisins til langs tíma ræðst af því í hve ríkið mæli tekst að nýta þá framleiðsluþætti sem eru til staðar, að gefinni framleiðni. Til skamms tíma getur heildareftirspurn þó lyft framleiðslustiginu umfram langtímaframleiðslugetu. Við það myndast spenna í þjóðarþáttum sem birtist í umframeftirspurn á vöru- og vinnu-mörkuðum, og veldur að lokum aukinni verðbólgu. Ef framleiðsla er minni en sem nemur langtímaframleiðslugetu myndast hins vegar slaki sem dregur úr verðbólgu.

Við stjórn efnahagsmála, eða þegar leggja þarf mat á ástand og horfur í efnahagsmálum af öðrum ástæðum, er nauðsynlegt að leggja mat á framleiðslugetu. Hagvöxtur sem stafar af vexti framleiðslugetu veldur ekki aukinni verðbólgu. Þetta á til dæmis við þegar framleiðni eykst vegna nýrrar tækniþekkingar. Sé hagvöxturinn hins vegar knúinn af vexti eftirspurnar umfram framleiðslugetu er hugsanlegt að framleiðsluspenna myndist sem leiði til aukinnar verðbólgu. Vöxtur umfram langtímahagvaxtargetu leiðir þó ekki alltaf til aukinnar verðbólgu. Ef slaki var fyrir í hagkerfinu geta fyrirtæki mætt aukinni eftirspurn með því að nýta framleiðsluþættina betur. Mat á nýtingu framleiðslugetu er því lykilforsenda fyrir mat á þróun verðlags næstu misseri.

Mæling á framleiðslugetu hagkerfisins

Ekki er hægt að mæla framleiðslugetu beint út frá fyrirbyggjandi gögnum. Þess vegna er nauðsynlegt að beita aðferðum tölfræði, en mikil óvissa fylgir því mati.

Ýmsar aðferðir hafa verið notaðar við mat á framleiðslugetu. Í öllum tilvikum er gert ráð fyrir að vexti framleiðslu megi skipta upp í tvo þætti, þ.e. leitni og sveiflu. Hreinar tölfræðiaðferðir, þ.e. aðferðir sem hafa ekki beina skírskotun til hagfræðikenninga, skipta framleiðslustiginu upp þannig að:

$$(2) \quad y_t = \tau_t + c_t$$

þar sem y er lógaríþmi landsframleiðslu, τ er leitniþáttur hennar og c er sveiflan. Leitnin endurspeglar nokkurs konar langtímavaxtarferil sem framleiðslan sveiflast um. Oft er litið svo á að leitnin sé mat á framleiðslugetunni. Ekki eru þó allir á einu máli um þá túlkun (sjá t.d. Canova, 1998). Mat á leitniferli framleiðslunnar er háð sama vanda og mat á framleiðslugetunni: ekki er hægt að mæla hann beint. Ýmsar tölfræðiaðferðir koma til greina við skiptingu mældrar tímaraðar á þennan hátt.¹ Vandamálið er að þær geta gefið ólíkar niðurstöður og munar oft á tíðum verulegu eftir því hvaða aðferð verður fyrir valinu.

Aðrar aðferðir byggjast á því að meta svokallað framleiðslufall og nota það síðan til þess að leggja mat á framleiðslugetuna. Algengt er að lýsa framleiðslunni með svokölluðu Cobb-Douglas-framleiðslufalli:

$$(3) \quad Y_t = A_t N_t^\alpha K_t^{1-\alpha}$$

þar sem Y_t er framleiðsla á föstu verði, A_t er heildarþáttaframleiðni, þ.e. samvegin framleiðni vinnuafis, fjármuna og annarra framleiðsluþátta, N_t er vinnuafisnotkun og K_t fjármunastofn. Stíkin α mælir hlutdeild launa í heildarvirðisauka hagkerfisins sem er gert ráð fyrir að breytist ekki yfir tíma.

Aðferðir sem notaðar eru í Seðlabanka Íslands við mat á framleiðslugetu

Seðlabankinn hefur í nokkur ár metið framleiðsluspennu í íslenska þjóðarbúskapnum. Framleiðsluspenna er reiknuð út frá mati á framleiðslugetu sem byggir á meðaltali fimm aðferða. Ein þeirra felst í því að meta leitni framleiðslu með svo kallaðri Hodrick-Prescott-síu (1997) (HP).² Hinar fjórar eru byggðar á Cobb-Douglas-framleiðslufallinu. Í öllum tilfellum er notast við mældan fjármunastofn, enda breytist hann mjög hægt. Heildarþáttaframleiðnin er einnig fundin með sömu aðferð í öllum tilfellum. Hún er metin sem frávik landsframleiðslu frá framleiðslufallinu í jöfnu (3). Síðan er HP-sían notuð á A_t til þess að finna leitniferil heildarþáttaframleiðninnar. Munurinn á

1. Svo sem margliðuleitni, Hodrick-Prescott-síun, Beveridge-Nelson-síun, stöðurúmsmat, og svo mætti lengi telja.
2. Hodrick-Prescott-sían er þá notuð á framleiðslustigið y til að meta t í jöfnu (2).

milli þessara fjögurra aðferða liggur í því að leitniferill vinnuafis er fundinn með fjórum mismunandi aðferðum.

Einfaldasta aðferðin er að nota HP-síuna til að finna leitniferil vinnuafisnotkunar. Hinar aðferðirnar skipta fyrst vinnuafisnotkun upp í undirþætti sína:

$$(4) \quad N_t = H_t L_t (1 - u_t)$$

Þar sem H_t er atvinnuþátttökuhlutfallið, L_t er mannaflinn, mældur sem fjöldi einstaklinga á vinnualdri, og u_t er atvinnuleysishlutfallið. Síðan er reynt að meta náttúrulegt atvinnuleysisstig hagkerfisins, þ.e. það atvinnuleysi sem mælist við fulla nýtingu framleiðsluþáttanna. Þrjár aðferðanna fimm sem notaðar hafa verið í Seðlabankanum til að meta framleiðslugetu hagkerfisins byggjast á mismunandi mati á náttúrulegu atvinnuleysi. Ein leiðin notast við HP-síun á atvinnuleysisstiginu, en hinar tvær notast við ákveðið mat á náttúrulegu atvinnuleysi. Þar er annars vegar gert ráð fyrir að við fulla nýtingu framleiðsluþáttanna á Íslandi mælist 2,5% atvinnuleysi, og hins vegar að það mælist 3,0%. Hver þessara fimm leiða gefur ákveðið mat á framleiðslugetunni, sem síðan er notað ásamt mældri framleiðslu til þess að reikna framleiðsluspennuna (með jöfnu (1)).

Áhrif stóriðjuframkvæmda

Framkvæmdir við álbræðslur og orkuver sem nú eiga sér stað hafa töluverð áhrif á landsframleiðsluna. Mikilvægt er að greina á milli áhrifa þeirra á framleiðslugetu annars vegar og framleiðsluspennu hins vegar. Framkvæmdirnar hafa ekki aðeins áhrif á framleiðslu, heldur einnig á framleiðslugetu hagkerfisins, bæði á byggingartímanum og að honum loknum. Þess vegna er nauðsynlegt að taka sérstaklega tillit til áhrifa þeirra á fjármunastofn, vinnuafisnotkun, heildarþáttaframleiðni og náttúrulegt atvinnuleysi, þegar framleiðslugetan er metin út frá framleiðslufallinu (3).

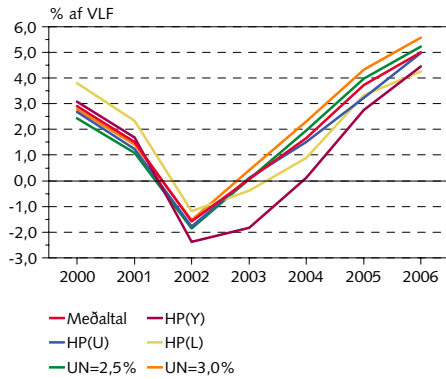
Til þess að taka sérstaklega tillit til þessara þátta er nauðsynlegt að endurmeta ýmsar þær stærðir sem liggja til grundvallar mati á framleiðslugetu með hliðsjón af áhrifum framkvæmdanna á þær. Reiknað er með því að framkvæmdaferillinn sé þekktur með vissu. Þjóðhagslíkan Seðlabankans er þá notað til að meta framleiðslu, fjármunastofn, vinnuafisnotkun og mannafla sem myndast hefðu ef framkvæmdirnar ættu sér ekki stað. Þetta er gert með því að spá þessum stærðum á framkvæmdatímanum án þess að taka tillit til framkvæmdanna. Þannig fæst fráviksspá án stóriðjuframkvæmda.

Leitni heildarþáttaframleiðninnar er látin þróast eins og í fráviksspánni að viðbættum framleiðnihnykk þegar framkvæmdirnar ganga yfir. Byggt er á útreikningum sem Þjóðhagsstofnun gerði sem sýna að framkvæmdirnar muni að öðru óbreyttu bæta 1% við landsframleiðsluna þegar verksmiðjurnar eru komnar í fulla framleiðslu. Þessi viðbót kemur fram í heildarþáttaframleiðninni á nokkrum árum og mun nema 1% af landsframleiðslu þegar verksmiðjurnar eru komnar í fulla vinnslu.

Fjármunastofn sem samsvarar fullri nýtingu framleiðsluþáttanna er látinn þróast eins og í dæminu án stóriðjuþjárfestingar. Nýjum verk-

Mynd 1

Mismunandi mælikvarðar
á framleiðsluspennu hagkerfisins 2000-2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

smiðjum og virkjunum er bætt inn í framleiðslufallið þegar þær eru teknar í notkun. Að framkvæmdatímanum loknum vex fjármunastofninn síðan árlega um sama hlutfall og í dæminu án stóriðju.

Þegar leitniferill vinnuafslnotkunar er fundinn með HP-síu er notast við vinnuafslnotkun án stóriðjuframkvæmda, en innflutningi vinnuafsl vegna framkvæmdanna bætt við. Þegar leitni vinnuafslnotkunar er metin með jöfnu (4) og náttúrulegt atvinnuleysi fundið með HP-síu er mældu atvinnuleysi án stóriðju rennt í gegnum síuna, en muninum á reiknuðum fjölda atvinnulausra með og án stóriðjuframkvæmda bætt við, reiknað í hlutfalli af framboði vinnuafsl. Framboð vinnuafsl er fundið með því að bæta innflutningi vinnuafsl við framboð vinnuafsl án stóriðju. Vinnuafslframboðið er einnig reiknað á þennan hátt þegar gert er ráð fyrir 2,5% eða 3,0% náttúrulegu atvinnuleysi.

Tilgangurinn með þessari nálgun er sá að koma í veg fyrir að framleiðslugeta þjóðarþúsins teljist hafa aukist áður en það gerist raunverulega. Án þessarar leiðréttingar myndi HP-sían auka framleiðslugetuna löngu áður en framleiðsla hefist, vegna þess að HP-síunin jafnar út sveiflur og dreifir áhrifum hnykkja í báðar áttir. Ef framboð vinnuafsl eykst, t.d. vegna innflutnings vinnuafsl vegna tiltekinna framkvæmda og vinnuafslnotkuninni er rennt gagnrýnislaust í gegnum HP-síuna, leiðir HP-síun til þess að viðbót við vinnuaflið tekur að hafa áhrif nokkrum árum áður en hún bætist raunverulega við, jafnvel áður en ákvörðun um viðkomandi framkvæmd er tekin.

Eftir að ljóst varð að farið yrði út í stóriðjuframkvæmdir var einfaldasta aðferðin sem hægt er að nota, þ.e. að beita HP-síun á sjálft framleiðslustigið, aflögð, vegna þess að hún felur í sér að viðbót við framleiðslugetu í framtíðinni er einnig smurt inn í fortíðina, sem leiðir til þess að framleiðsluspenna mælist minni en hún er raunverulega. Því er nú notast við meðaltal aðferðanna fjögurra sem hér hefur verið lýst og ganga allar út frá framleiðslufallinu (3), hver með sínum hætti.

Mynd 1 sýnir framleiðsluspennu mælda með sex aðferðum. Fjórar þeirra byggjast á framleiðslugetu út frá framleiðslufallsaðferðunum sem lýst er að ofan, og ein notast við meðaltal framleiðslugetu úr aðferðunum fjórum. Einnig er sýnd framleiðsluspenna þar sem framleiðslugetan er metin með HP-síun landsframleiðslu. Myndin sýnir hvernig spennan mælist minni með þeirri aðferð vegna þess að HP-sían smyr aukinni framleiðslugetu mörg ár aftur í tímann.

Heimildir:

Canova, Fabio (1998), „Detrending and business cycle facts“, *Journal of Monetary Economics*, 41, 475-512.

Hodrick, Robert J., og Edward C. Prescott (1997), „Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation“ *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), bls. 1-16.

Viðauki 3

Óvissumat verðbólguþá Seðlabankans

Frá því að Seðlabanki Íslands tók upp formlegt verðbólguþámið í mars árið 2001 hefur bankinn gert verðbólguþámið tvö ár fram í tímann. Verðbólguþámið gegna lykilhlutverki við ákvarðanir í peningamálum. Verðbólgu er spáð að gefnum óbreyttum stýrivöxtum. Með hliðsjón af spánni er lagt mat á hvort ríkjandi stýrivextir dugi til að halda verðbólgu sem næst 2½% verðbólguþámið bankans. Ef horfur eru á umtalsverðu fráviki kallar það yfirleitt á vaxtabreytingu. Ekki er þó um vérlænt samband að ræða milli spárinnar og ákvarðana í peningamálum.

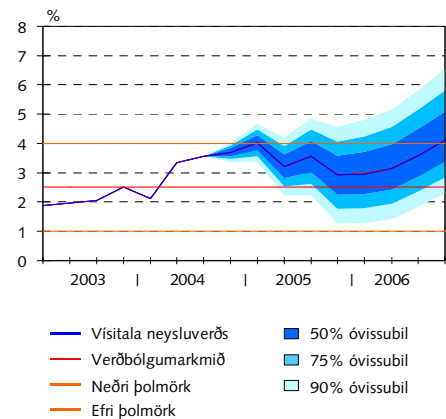
Verðbólguþámið eru hins vegar háðar óvissu sem eykst eftir því sem lengra er horft fram á veginn. Við vaxtaákvarðanir tekur Seðlabankinn ekki aðeins tillit til meginþámið, heldur einnig líkindadreifingar hennar. Til þess að undirstrika það og upplýsa almenning og markaðsaðila um mat bankans á óvissunni birtir bankinn óvissumat hverrar þámið, þ.e.a.s. það verðbólguþámið sem 50%, 75% og 90% líkur eru á að verðbólgan verði innan við. Myndrænt er líkindadreifingin sýnd með sífellt dekkri litum eftir því sem bil dreifingarinnar þrengist.¹ Mat á helstu óvissuþáttum og slagsíðu þeirra er jafnframt skýrt í texta sem fylgir spánni. Þessi aðferð stuðlar að skarpari greiningu á ýmsum þáttum sem geta haft áhrif á spána og undirstrikar mikilvægi þeirra við undirbúning spágerðarinnar. Dæmi um þessa framsetningu má sjá á mynd 1 sem sýnir verðbólguþámið bankans á fjórða ársfjórðungi 2004. Þar má sjá að líklegra var talið að verðbólga í lok árs 2006 yrði meiri en spáð var en að hún yrði minni.

Hér á eftir er skýrt nánar hvernig líkindadreifing spárinnar er metin og hvernig óvissuþáttir eru vengnir saman.

Líkindadreifing verðbólguþámið

Óvissa í verðbólguþámið Seðlabankans er metin út frá sögulegum gögnum um skekkjur í spám bankans eitt og tvö ár fram í tímann.² Óvissan getur hins vegar verið mismikil. Söguleg gögn endurspeglar því ekki endilega vel þá óvissu sem framundan er. Því er lagt mat á það í hvert skipti hvort ástæða sé til að skala spáóvissu sem reiknuð er út frá sögulegum gögnum upp eða niður. Að sama skapi getur slagsíðan í óvissunni ýmist verið meiri upp á við eða niður á við, þ.e.a.s. ýmist er talið líklegra að verðbólga næstu eitt eða tvö árin

Mynd 1
Verðbólguþámið Seðlabankans í
Peningamálum 2004/4



1. Í þessu felst að taldar eru 10% líkur á því að verðbólga lendi utan litaða svæðisins.
2. Frá því að Seðlabankinn hóf að birta ársfjórðungslegar verðbólguþámið tvö ár fram í tímann í *Peningamálum* 2001/2, hefur staðalfrávik skekkju spárinnar tvö ár fram í tímann verið um 1,1%. Á sama tímabili hefur staðalfrávik skekkju spárinnar eitt ár fram í tímann verið heldur meira eða um 1,2%. Enn sem komið er byggist matið á tiltölulega fáum mælingum, en áreiðanlega mat á staðalfráviki skekkja spárinnar ætti að fást þegar fram líða stundir. Úttekt á spáskekkjum verðbólguþámið bankans er birt í *Peningamálum* einu sinni á ári, síðast í *Peningamálum* 2004/2.

verði meiri en í meginspánni (sem talin er líklegasta gildið) eða að hún verði minni.

Mat á líkindadreifingu verðbólguþáringarinnar er byggt á aðferðum sem Englandsbanki og sænski seðlabankinn hafa þróað (Britton o.fl., 1998, og Blix og Sellin, 1998), en þær gefa jafnframt færri á ósamhverfu óvissumati.

Notast er við samsetta normaldreifingu (e. two-piece normal distribution), sjá Johnson o.fl. (1994):

$$(1) \quad f(x) = \left(\frac{2}{\sqrt{1/(1-\gamma)} + \sqrt{1/(1+\gamma)}} \right) \frac{1}{\sqrt{2\pi\sigma^2}} \exp \left\{ -\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2} \left[1 + \gamma \left(\frac{x-\mu}{|x-\mu|} \right) \right] \right\}$$

þar sem $f(x)$ er þéttifallið, μ er kryppugildi (e. mode) líkindadreifingarinnar, þ.e. það gildi hámarkar þéttifallið, og σ er staðalfrávik samsetta þéttifallsins.

Stikinn γ mælir skekkju (e. skewness) líkindadreifingarinnar og liggur á bilinu -1 til $+1$. Út frá γ er síðan hægt að reikna út ósamhverfni áhættumatsins sem mælt er með frávik meðaltals (e. mean) frá kryppugildi dreifingarinnar, sem táknað er með φ :

$$(2) \quad \varphi = (m - \mu) = \sqrt{2/\pi} \left(\frac{\sigma}{\sqrt{1-\gamma}} - \frac{\sigma}{\sqrt{1+\gamma}} \right) = \sqrt{2/\pi} (\sigma_2 - \sigma_1)$$

þar sem m er meðaltal dreifingarinnar og σ_1 og σ_2 eru staðalfrávik hinna tveggja hluta samsettu líkindadreifingarinnar. Staðalfrávik σ_1 mælir því staðalfrávik dreifingarinnar vinstra megin við μ og σ_2 hægra megin við μ .³ Sé $\gamma > 0$ er því dreifingin skekkt upp á við ($m > \mu$) og því stærri hluti líkindadreifingarinnar hægra megin við kryppugildið, þ.e. $\sigma_2 > \sigma_1$. Sé hins vegar $\gamma < 0$ er dreifingin skekkt niður á við ($m < \mu$) og því stærri hluti dreifingarinnar vinstra megin við kryppugildið, þ.e. $\sigma_1 > \sigma_2$. Fyrir hefðbundna samhverfa normaldreifingu gildir hins vegar að $\gamma = 0$ og þar með verður $\sigma_1 = \sigma_2$ og $m = \mu$. Þéttifallið í jöfnu (1) einfaldast þá í þéttifall hefðbundinnar normaldreifingar:

$$(3) \quad g(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi\sigma^2}} \exp \left(-\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2} \right)$$

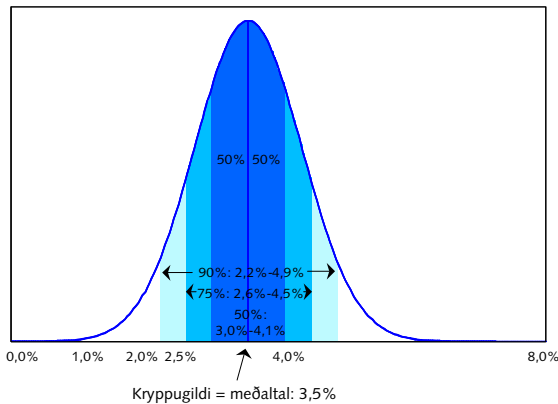
Mynd 2 sýnir líkindadreifingu verðbólguþáringarinnar eitt og tvö ár fram í tímann fyrir spá sem birt var í *Peningamálum* 2004/4 (þ.e. spáða verðbólgu 2005:3 og 2006:3). Framsetning verðbólguþáringar Seðlabankans skilst best með því að skoða myndir 1 og 2 saman. Í raun er reiknuð líkindadreifing verðbólgu fyrir hvern þeirra níu árs-fjórðunga sem bankinn birtir spá yfir, eins og sýnd er í mynd 2. Mynd 1 sýnir síðan einfaldlega loftmynd af þessum níu líkindadreifingum.

Breidd líkindadreifingarinnar endurspeglar óvissu spáringarinnar: eftir því sem dreifingin er breiðari því meiri óvissa er um framvinduna.

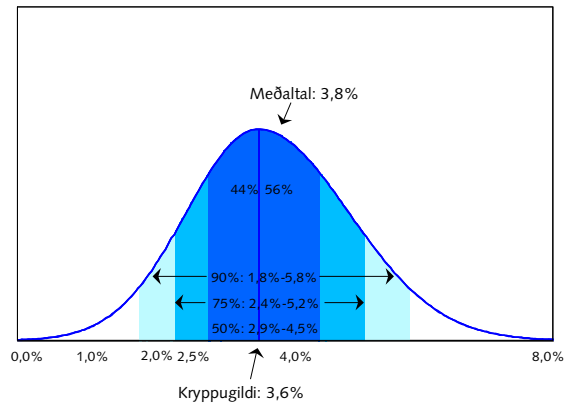
3. Þetta eru því í raun tvær hefðbundnar normaldreifingar hvor með sitt staðalfrávik sem eru endurskalaðar þannig að þær séu samfelldar í kryppugildinu og að tegrið undir samsetta þéttifallinu sé einn.

Mynd 2

Líkindadreifing verðbólguþspár Seðlabankans
í Peningamálum 2004/4
Verðbólga 1 ár fram í tímann (2005:3)



Líkindadreifing verðbólguþspár Seðlabankans
í Peningamálum 2004/4
Verðbólga 2 ár fram í tímann (2006:3)



Þetta sést t.d. á því að líkindadreifingin tvö ár fram í tímann er mun breiðari en dreifingin eitt ár fram í tímann þar sem óvissan eykst eftir því sem spáð er lengra fram í tímann. Þar sem svæðið undir kúrfunni verður ávallt að vera jafnt einum, endurspeglast aukin óvissa einnig í því að kúrfan verður lægri og flatari. Að lokum endurspeglast áhættumatið í lögun líkindadreifingarinnar: samhverft áhættumat endurspeglast í samhverfri líkindadreifingu en dreifingin verður skekkt sé óvissan talin meiri í aðra hvora áttina.

Í spá Seðlabankans í desember 2004 var talið að óvissa eitt ár fram í tímann væri samhverf, en að hún væri fremur upp á við tvö ár fram í tímann.⁴ Eitt ár fram í tímann var spáð 3,5% verðbólgu og þar sem áhættumatið var samhverft, samsvarar það einnig meðaltali spárinnar. Tvö ár fram í tímann var hins vegar talið líklegast að verðbólga yrði 3,6%. Þar sem dreifingin er skekkt upp á við var meðaltal spárinnar hins vegar 3,8%. Af þeim sökum liggja 56% líkindadreifingarinnar fyrir ofan kryppugildið en einungis 44% hennar fyrir neðan það. Fremur litlar líkur voru taldar á því að verðbólguþspá Seðlabankans næðist á tímabilinu miðað við þáverandi stýrivaxtastig. Þetta sést t.d. á því að einungis um 20% líkur voru á því að verðbólga yrði á bilinu 2-3% eftir eitt og tvö ár.

Mat á óvissuþáttum

Við mat á óvissu verðbólguþspárinnar er reynt að leggja mat á óvissuna framundan í stað þess að framreikna einungis fyrri spáskekkjur. Horft er á undirliggjandi áhrifaþætti verðbólguþróunarinnar og metið hvort óvissa um þá sé meiri eða minni en sögulegar spáskekkjur eða sveiflur í þessum stærðum gefa til kynna. Jafnframt er lagt mat á það hvort óvissa þeirra sé meiri upp á við eða niður á við. Þessir þættir lúta m.a. að alþjóðlegri efnahagsþróun (t.d. útflutningi, olíuverði og almennu innflutningsverði), innlendri eftirspurn (t.d. einkaneyslu, fjárfestingu,

4. Matið á spáóvissunni gefur þannig möguleika á að reikna út líkur þess að verðbólga næstu tveggja ára verði á tilteknu bili, sbr. myndir 1 og 2 sem sýna t.d. að það voru taldar 50% líkur á að verðbólga eftir tvö ár yrði á bilinu tæplega 3-4,5% og tafla 7 í Peningamálum 2004/4 sem sýnir t.d. að taldar voru um 57% líkur á að verðbólga yrði á bilinu 1-4%, þ.e. innan þolmarka.

hinu opinbera, innflutningi, launaþróun og framleiðsluspennu) og þróun á fjármálamarkaði (t.d. gengi og hlutabréfaverði).

Við útreikning á óvissu verðbólguþrúarinnar er því einfaldlega horft til sveiflna í ofangreindum áhrifaþáttum og er staðalfrávik spárinnar vegið meðaltal þessara þátta, þar sem N er fjöldi undirþátta:

$$(4) \quad \sigma = \left(\frac{\sum_{i=1}^N \beta_i h_i \sigma_i}{\sum_{i=1}^N \beta_i \sigma_i} \right) \omega$$

þar sem ω er sögulegt staðalfrávik spáskekkja verðbólguþrúarinnar, σ_i er spáskekkja viðkomandi grunnþáttar og β_i mælir áhrif hvers undirþáttar á verðbólgu eitt og tvö ár fram í tímann. Stíkkinn h_i er skölunarþáttur þeirrar stærðar og er stærri en einn ef óvissa um grunnþáttinn er talin meiri en sögulegar spáskekkjur gefa til kynna (og því $\sigma > \omega$) og minni en einn ef óvissan er talin vera minni (og því $\sigma < \omega$). Sem dæmi má nefna að í undanförunum verðbólguþrúarinnar hefur Seðlabankinn talið að spáóvissan sé almennt séð minni en sögulegar spáskekkjur gefa til kynna vegna áhrifa spáskekkja á árinu 2001 þegar kerfisbreyting varð á fyrirkomulagi gengismála og saman fór veruleg gengislækkun krónunnar og tímabundin aukning verðbólgu.⁵

Í hvert skipti sem ný spá er gerð er lagt mat á helstu óvissuþætti spárinnar sem eru ósamhverfir, þ.e.a.s. leiða annaðhvort til meiri eða minni verðbólgu ef þeir ganga eftir. Út frá því fæst mat á ósamhverfni hvers undirþáttar, γ_i , og þannig mat á ósamhverfni líkindadreifingar verðbólguþrúarinnar í heild sem:⁶

$$(5) \quad \varphi = \sum_{i=1}^N \beta_i (m_i - \mu_i) = \sum_{i=1}^N \beta_i \varphi_i = \sqrt{2l\pi} \sum_{i=1}^N \beta_i h_i \sigma_i \left(\frac{1}{\sqrt{1-\gamma_i}} - \frac{1}{\sqrt{1+\gamma_i}} \right)$$

Sem dæmi má nefna að í síðustu verðbólguþrúarinnar Seðlabankans var óvissa sem tengdist gengis- og launaþróun, auðs- og lánaáhrifum á einkaneyslu og efasemdum um nægilegt aðhald í ríkisfjármálum talin vera upp á við (þ.e. γ_i fyrir þá þætti var stærra en 0) en á móti voru líkur á að eignaverð færi að gefa eftir þegar liði á spátímabilið (þ.e. γ_i fyrir þann þátt var minna en 0). Samanlagt varð áhættan því samhverf litið til eins árs en upp á við litið tvö ár fram í tímann.

Heimildir:

Blix, M., og P. Sellin (1998), „Uncertainty bands for inflation forecasting“, *Sveriges Riksbank Working Paper*, nr. 65.
 Britton, E., P. Fisher og J. Whitley (1998), „The Inflation Report projections: Understanding the Fan Chart“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, febrúar 1998.
 Johnson, N. L., S. Kotz og N. Balakrishna (1994), *Continuous Univariate Distributions*, Vol. 1, New York: Wiley.

5. Gengi krónunnar verður þó líklega áfram einn helsti óvissuþáttur verðbólguþrúarinnar og ekki er hægt að útiloka stórar gengisbreytingar í framtíðinni. Hins vegar er hugsanlegt að áhrif tímabundinna gengisbreytinga á verðbólgu verði minni en þau voru þegar fastgengisstefna var við lýði.
 6. Tæknilega séð lýsa jöfnur (4) og (5) óvissu spárinnar eitt ár fram í tímann. Spáóvissan tvö ár fram í tímann verður jafnframt fyrir áhrifum spáóvissu eitt ár fram í tímann.

Viðauki 4

Hvaða kostir standa íbúðarkaupendum til boða um þessar mundir?

Þar til á síðasta ári sat Íbúðalánasjóður að mestu leyti einn að íbúðaveðlánamarkaðnum. Íbúðaveðlán sem aðrar fjármálastofnanir buðu voru ekki á samkeppnisfærum vöxtum og því aðeins viðbót við lán sem einstaklingar tóku hjá Íbúðalánasjóði og að nokkru leyti hjá lífeyrissjóðum. Eftir að fjármálafyrirtæki tóku að veita íbúðaveðlán á samkeppnisfærum vöxtum jukust möguleikar fólks til að fjármagna íbúðakaup til muna. Aukið framboð lánsfjár hefur sennilega átt stóran þátt í hækkun fasteignaverðs, en í febrúar hafði markaðsverð húsnæðis á landinu öllu hækkað um tæplega 20% á tólf mánuðum. Þær fjármálastofnanir sem veita íbúðaveðlán eru: Íbúðalánasjóður, Íslandsbanki hf., KB banki hf., Landsbanki Íslands hf., Netbankinn (nb.is), Frjálsi fjárfestingarbankinn, sparisjóðirnir og flestir lífeyrissjóðir.

Í ágústlok reið KB banki á vaðið með íbúðalán sem báru 4,4% verðtryggða vexti og voru þetta jafngreiðslulán að hámarki 80% af markaðsverði íbúðar. Síðan fylgdu hinir viðskiptabankarnir í kjölfarið auk sparisjóðanna og Íbúðalánasjóðs. Bankarnir buðu lægri vexti hver í takt við annan og eru föstu verðtryggðu vextirnir nú 4,15% hjá þeim öllum. Auk þess sem vextir lækkuðu voru reglur um veðhlutfall rýmkðar. Lánin geta að hámarki numið frá 80% til 100% af markaðsverði eignar. Lánstíminn er sveigjanlegri en hjá Íbúðalánasjóði, eða frá 5 árum til 40 ára. Í öllum tilfellum er fyrsti veðréttur enn skilyrði fyrir 100% láni og eru vextirnir ýmist fastir eða með endurskoðunarákvæði á fimm ára fresti. Í flestum tilfellum þarf einstaklingur að vera viðskiptavinur viðkomandi bankastofnunar en Frjálsi fjárfestingarbankinn gerir ekki kröfu um slíkt.¹

Fyrir utan veðrymi eignar og greiðslugetu viðskiptavinar eru almennt engin hámark á þeim lánum sem bankarnir veita.² Undantekning frá þessu er ef veðhlutfall er hærra en 80%. Hámark á lánum með veðhlutfall frá 80% til 100% er 25 milljónir króna og eru lán með svo hátt veðhlutfall einungis veitt til íbúðarkaupa.

Bankarnir bjóða einnig lán sem eru gengisbundin, svokölluð myntkórfulán og blönduð lán í erlendum myntum og íslenskum krónum. Lánin eru bundin í nokkrum gjaldmiðlum og eru þau helst veitt í Bandaríkjadöllum, evrum, svissneskum frönskum og japönskum jenum. Þessi lán bera breytilega vexti sem reiknast sem álag á 3 mánaða LIBOR vexti og taka lántakendur því bæði vaxta- og gengisáhættu.

Í desember síðastliðnum gengu Íbúðalánasjóður og sparisjóðirnir frá samkomulagi um að bjóða íbúðalán saman sem gerði það að

1. Til að skilgreinast sem viðskiptavinur banka þarf viðkomandi að vera með ýmist alla eða þrjá af eftirfarandi þjónustupáttum: launareikning, greiðsluþjónustu, greiðslukort, viðbótarlífeyrissparnað og/eða ýmis konar persónuþryggingar.

2. Viðskiptavinir þurfa í öllum tilfellum að fara í greiðslumat hjá viðkomandi viðskiptastofnun.

verkum að í sameiningu gátu þeir boðið mun rýmri upphæðir að láni. Íbúðalánasjóður lánaði því upp frá því samkvæmt reglum sínum um hámarkslán og sparisjóðirnir sáu um að lána viðbótarfjárhæð.

Lífeyrissjóðirnir eru einnig farnir að bjóða lán til íbúðakaupa og eru þau eingöngu veitt til sjóðfélaga í viðkomandi lífeyrissjóði. Lánin hafa að jafnaði sama lánstíma og lánin sem bankarnir eru að bjóða en eru ekki veitt nema upp að 60-65% af markaðsvirði húseignar. Lánsupphæðir lífeyrissjóðslána eru mun lægri en lánsupphæðir banka og viðskiptastofnana vegna þessa lága láns hlutfalls og getur lánið ekki farið yfir 85-100% af brunabótamati fasteignar. Vextirnir sem bjóðast á þeim eru nokkru hærri en bjóðast hjá bönkunum eða 4,15-4,33%. Þrír stærstu sjóðirnir eru meðal þeirra sem teknir eru sem dæmi í töflu hér að neðan.

Öll þau lán sem bjóðast nú til íbúðakaupa eru með 1,5% stimpilgjaldi og þinglýsingargjaldi sem er að upphæð 1.200 - 1.350 krónur og renna þessar upphæðir óskiptar í ríkissjóð.

Í eftirfarandi töflu má sjá lánamöguleika sem í boði eru um þessar mundir. Af töflunni er ljóst að möguleikarnir eru margir.

Yfirlit um lánamöguleika

Lánamöguleikar	Íbúðalán 1	Íbúðalán 2	Íbúðalán 3	Íbúðalán 4	Íbúðalán 5	Íbúðalán 6	Íbúðalán 7
Veðhlutfall	100% af markaðsvirði	100% af markaðsvirði	100% af markaðsvirði	100% af markaðsvirði	90% af markaðsvirði	90% af markaðsvirði	90% af markaðsvirði eða bygg-ingarkostnaði
Hámarkslán	25 milljónir	Hámark 130% af brunabótamati og lóðarmati samanlagt	Engin hámarksupphæð	Engin hámarksupphæð	25 milljónir	25 milljónir	14,9 milljónir (innan við 100% af brunabótamati)
Veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur
Vextir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	Breytilegir, háðir veðrétti í boði	Breytilegir gengistryggðir. Blanda af ISK og erl. myntum	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir
Lánsform	Jafnar afborganir	Val	Val	Val	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán
Lánstími	5-40 ár	5-40 ár	Allt að 40 ár	Allt að 40 ár	25 eða 40 ár	25 eða 40 ár	20, 30 eða 40 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Já (vextir endurskoðaðir á 5 ára fresti)	Já	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Nei	Já (vextir endurskoðaðir á 5 ára fresti)	Nei
Endurfjármögnun	Nei	Nei	Já (einnig hentugt til endurbóta og skuldbreytingar óhagstæðari lána)	Já (einnig hentugt til endurbóta og skuldbreytingar óhagstæðari lána)	Nei	Nei	Já (hentar til endurbóta og nýbygginga)
Uppgreiðslugjald	2%	2%	Nei	2%	2%	2%	Nei
Lántökugjald	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Lánamöguleikar	Íbúðalán 8	Íbúðalán 9	Íbúðalán 10	Íbúðalán 11	Íbúðalán 12	Íbúðalán 13	Íbúðalán 14
Veðhlutfall	90% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði
Hámarkslán	25 milljónir	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	25 milljónir sé tekið 20% viðbótarlán	25 milljónir ef tekið er viðbótarlán	Engin hámarks-upphæð
Veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur
Vextir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	Óverðtryggðir, breytilegir	5-6% breytilegir, háðir veðhlutfalli	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir
Lánsform	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Jafnar afborganir	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán
Lánstími	20-40 ár	5-40 ár	5-40 ár	5-40 ár	Allt að 40 ár	25 eða 40 ár	5-40 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Nei	Já (vextir endurskoðaðir á 5 ára fresti)	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Já	Nei	Nei	Nei
Endurfjármögnun	Já	Já	Já	Já	Nei	Já	Já
Uppgreiðslugjald	Nei	2%	2%	Nei	2%	2%	2%
Lántökugjald	1%	1%	1%	1-2% (háð veðhlutfalli)	1%	1%	1%

Lánamöguleikar	Íbúðalán 15	Íbúðalán 16	Íbúðalán 17	Íbúðalán 18	Íbúðalán 19	Íbúðalán 20	Íbúðalán 21
Veðhlutfall	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði
Hámarkslán	Engin hámarks-upphæð	10,1 milljón (innan við 100% af brunabótamati)	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð
Veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur
Vextir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	Breytilegir, háðir veðhlutfalli 50% ISK og 50% erl. myntir	Breytilegir, háðir veðhlutfalli frá 2,67%. Myntkarfa	4,15% fastir og verðtryggðir	Óverðtryggðir, 50% ISK og 50% erl. myntir	Fastir 4,7-6,7%
Lánsform	Val	Jafngreiðslulán	Jafnar afborganir	Jafnar afborganir	Jafngreiðslulán	Jafnar afborganir	Jafnar afborganir
Lánstími	5-40 ár	25 eða 40 ár	Allt að 40 ár	Allt að 40 ár	5-40 ár	5-40 ár	Allt að 40 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Já	Nei	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Já	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Nei
Endurfjármögnun	Já	Já	Já	Já	Já	Já	Já
Uppgreiðslugjald	2% (fellur niður ef vextir breytast)	Nei	Nei	Nei	2%	Nei	0,2% fyrir hvert ár sem eftir er af lánstíma
Lántökugjald	1%	1%	1-2%	1-2%	1%	1%	1-2%

Lánamöguleikar	Íbúðalán 22	Íbúðalán 23	Íbúðalán 24	Íbúðalán 25	Íbúðalán 26	Íbúðalán 27	Íbúðalán 28
Veðhlutfall	80% af markaðsvirði	70% af markaðsvirði	65% af markaðsvirði	65% af markaðsvirði	65% af markaðsvirði	65% af markaðsvirði	65% af fasteignamati eða solumati (allt að 85% af brunabótamati)
Hámarkslán	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð (allt að 100% af brunabótamati)	Ekki tekið fram	Engin hámarks-upphæð (allt að 100% af brunabótamati)	Engin hámarks-upphæð (allt að 100% af brunabótamati)	Ekki tekið fram	Engin hámarks-upphæð
Veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur
Vextir	4,15% fastir og verðtryggðir	Breytilegir, gengistryggðir (háð veðhlutfalli) USD 30%, EUR 40%, CHF 20%, JPY 10%	4,33% breytilegir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,26% breytilegir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir
Lánsform	Jafngreiðslulán	Ekki tekið fram	Val	Val	Val	Val	Val
Lánstími	5-40 ár	Allt að 40 ár	5-40 ár	5-40 ár	5-40 ár	5-40 ár	5-40 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Já	Já (álag breytist á 3 mánaða fresti)	Já	Nei	Já	Nei	Nei
Endurfjármögnun	Já	Já	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei
Uppgreiðslugjald	2%	2%	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei
Lántökugjald	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Lánamöguleikar	Íbúðalán 29	Íbúðalán 30	Íbúðalán 31	Íbúðalán 32
Veðhlutfall	65% af fasteignamati eða solumati (allt að 85% af brunabótamati)	20% af markaðsvirði	20% af markaðsvirði	20% af markaðsvirði
Hámarkslán	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	25 milljónir sé tekið 80% lán	25 milljónir
Veðréttur	1. veðréttur	2. veðréttur	2. veðréttur	2. veðréttur
Vextir	4,15% breytilegir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir
Lánsform	Val	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Val
Lánstími	5-40 ár	10 ár	Allt að 15 ár	Allt að 15 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Já	Nei	Nei	Já
Endurfjármögnun	Nei	Já	Nei	Nei
Uppgreiðslugjald	Nei	Nei	Nei	Nei
Lántökugjald	1%	1%	1%	1%

Viðauki 5

Raungengi í sögulegu og alþjóðlegu ljósi

Gengi krónunnar hefur mikil áhrif á íslenskan þjóðarbúskap, því að það hefur bein áhrif á verðlag innfluttrar og útfluttrar vöru og þjónustu. Samanlagt verðmæti út- og innflutnings hefur undanfarin ár numið um 75-80% af landsframleiðslu. Raungengi má skilgreina sem hlutfallslega þróun verðlags eða launakostnaðar á einingu í heimalandi annars vegar og viðskiptalöndunum hins vegar frá tilteknu grunnári og mælt í sama gjaldmiðli.¹ Raungengi er jafnan sýnt sem vísitala. Hækkun raungengis felur í sér að verðlag eða launakostnaður hér á landi hafi hækkað meira en í viðskiptalöndunum, að teknu tilliti til gengisbreytinga, þ.e.a.s. samkeppnisstaða innlendra aðila hefur versnað. Útflytjendur og innlendir framleiðendur sem keppa við innflutning þurfa annaðhvort að hækka verð á afurðum sínum eða sætta sig við minni hagnað. Í fyrra tilfellinu veldur það tapi á markaðshlutdeild til erlendra aðila, en í hinu seinna dregur úr hagnaði þeirra miðað við erlenda aðila og samkeppnisstaða þeirra veikist til lengri tíma litið.

Náinn skyldleiki er á milli raungengishugtaksins og kenningarinnar um kaupmáttarjafnvægi (e. purchasing power parity), sem er í raun lögmálið um eitt verð - eitt af lykillögmálum hagfræðinnar - í samhengi alþjóðaviðskipta. Samkvæmt kenningunni ættu sveiflur í raungengi að vera litlar og skammvinnar, því að í umhverfi frjálsra viðskipta og samkeppni stenst ekki til lengdar að sams konar vara sé seld á mismunandi verði í ólíkum löndum. Til lengri tíma litið ætti verðmunur á milli landa að jafnast út, mældur í sömu mynt, því að annars væri hægt að hagnast ótakmarkað á því að kaupa vöru í því landi þar sem hún er ódýrari og selja hana í landi þar sem hún er dýrari. Í reynd valda flutningskostnaður, viðskiptahöft og annar viðskiptakostnaður því að óraunhæft er að ætla að fullkomin kaupmáttarjöfnun ríki. Því er eðlilegra að miða við afstæða framsetningu kenningarinnar sem segir að beint samband sé á milli verðlagsbreytinga í mismunandi löndum að teknu tilliti til gengisbreytinga, flutningskostnaðar, viðskiptakostnaðar, viðskiptahindrana, mismunandi skattlagningar á vöru og þjónustu milli landa, og annarra þeirra þátta sem skýra „eðlilegan“ verðmun á milli landa. Jafnvel þessi veikari útgáfa kenningarinnar kemur þó illa heim og saman við raunveruleikann. Miklar sveiflur hafa átt sér stað í raungengi flestra landa. Í sumum tilfellum virðist jafnvel vera um langvarandi leitni í raungengi að ræða, sem gengur þvert á kenninguna, en skýra má með svokölluðum Balassa-Samuelsson-áhrifum (sjá síðar). Flestir hagfræðingar eru þó þeirrar skoðunar að kenningin gildi þegar til lengri tíma er litið og birtist það í ákveðinni meðaltalshneigð yfir lengri tímabil, þótt frávik frá jafnvægisraungengi (langtímajafnvægi) séu bæði stór og langvarandi.

1. Stundum er raungengi einnig skýrt sem hlutfallslegt verð heimavöru og samkeppnisvöru.

Raungengi á Íslandi hefur hækkað mikið frá því að það var í sögulegu lágmarki síðla árs 2001. Hlutfallslegt neysluverðlag er það sem af er þessu ári u.þ.b. 35% hærra en á fjórða ársfjórðungi árið 2001 og hlutfallslegur launakostnaður 51% hærri. Eftir þessa hækkun er raungengi orðið 18% hærra en meðalraungengi sl. tíu ára og farið að nálgast fyrri hátoppa á níunda áratugnum. Ýmsar ástæður liggja að baki hækkunar raungengis undanfarin ár. Ólíkt raungengishækkun fyrri ára stafar hún fyrst og fremst af hækkun nafngengis krónunnar. Þar hafa stóriðjuframkvæmdir og hækkun stýrivaxta Seðlabankans haft veruleg áhrif, en undanfarna mánuði má ætla að aukin eftirspurn eftir innlendum afurðum, sem kemur fram í hækkun útflutningsverðs, hafi einnig ýtt undir styrkingu krónunnar. Fyrir utan hækkun nafngengis hefur verðbólga hér á landi og hækkun launakostnaðar verið meiri en í helstu viðskiptalöndum. Gangi spár eftir mun neysluverðlag á þessu ári t.d. hafa hækkað um 14% frá árinu 2001 á Íslandi en um 6,5% í viðskiptalöndunum. Hins vegar hefur mikil framleiðniaukning dregið úr áhrifum aukins launakostnaðar á hækkun raungengis á mælikvarða launa. Þannig eykst framleiðni á Íslandi um 12% á sama tímabili, en um 6% í viðskiptalöndunum. Raungengi á þennan kvarða hækkaði því ekki eins mikið, þrátt fyrir að launakostnaður ykist 13,5 prósentum meira en í viðskiptalöndunum.

Fyrir því má færa rök að aukin framleiðni í samkeppnisgreinum (e. traded goods sector) sé varanleg breyting sem leiði til þess að jafnvægi kunni að myndast við herra hlutfallslegt verðlag en áður.² Leitni í raungengi af þessu tagi, oft kennd við Balassa og Samuelsson, stafar af því að framleiðniþróun er til muna hægari í heimageiranum (e. non-traded goods sector) þar sem erlendar samkeppni gætir síður. Ef þjónustugeirinn, þar sem lítillar erlendar samkeppni gætir, stækkar hlutfallslega með aukinni velmegun og vegur þungt í einkaneyslu og vísitölu neysluverðs getur komið fram umtalsverð leitni í raungengistímaröðum sem reiknaðar eru út frá neysluverðsvísitölum. Þessi hækkun á raungengi felur hins vegar ekki endilega í sér breytingu á samkeppnisstöðu.

Aukin framleiðni í samkeppnisgreinum kann að hafa leitt til einhverrar hækkunar jafnvægisraungengis, þótt afar ósennilegt sé að það geti verið jafnhátt og það er nú. Mikill viðskiptahalli bendir til þess að ólíklegt sé að raungengi haldist svo hátt til lengdar, ef gengisþróunin er skoðuð út frá sjónarhóli þjóðhagslegs jafnaðar.³ Því má gera ráð fyrir að nafn- og raungengi muni lækka á ný þegar dregur úr því lánsfjárinnstreymi sem nauðsynlegt er til að fjármagna svo mikinn viðskiptahalla. Í ljósi þeirra sviptinga sem verða í þjóðarbúskapnum á næstu árum er líklegra að að-lögunin verði með lækkun á nafngengi krónunnar, fremur en með hægfara aðlögun, sem fælist í því að innlend verðbólga og launakostnaður hækkaði minna en í viðskiptalöndunum yfir langt tímabil.

2. Hugtakið samkeppnisgreinar er hér notað bæði yfir fyrirtæki sem flytja út og hin sem fyrst og fremst keppa við innflutta vöru og þjónustu. Oft er hugtakið aðeins notað yfir hið síðarnefnda.

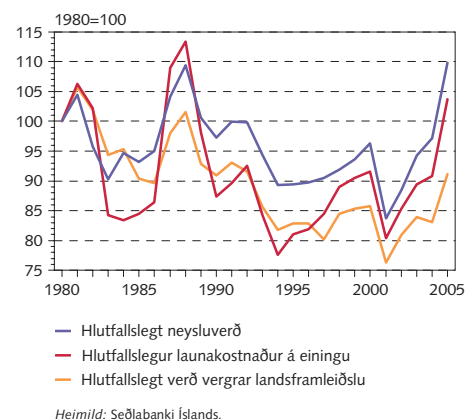
3. Með öðru hugtaki jafnvægisraungengis er raungengið skoðað út frá innri og ytri jöfnuði þjóðarþúsins (e. macroeconomic balance approach). Jafnvægisraungengi er þá skilgreint sem það raungengi sem tryggir samtímis ytri (sjálfbæran viðskiptajöfnuð) og innri jöfnuð (atvinnustig sem samrýmist stöðugri verðbólgu) í þjóðarbúskapnum. Um hin mismunandi hugtök jafnvægisraungengis er fjallað í grein Arnórs Sighvatssonar (2000).

Hér á landi hafa reglulega verið reiknaðir þrjú mælikvarðar á raungengi. Þessir þrjú raungengismælikvarðar sýna yfirleitt svipaða þróun til lengri tíma lítið, þótt frávik eigi sér stað á einstökum tímabilum. Þegar hefur verið getið um hlutfallslegt neysluverðlag og launakostnað á einingu. Þriðja aðferðin er að nota verðvísitölu vergrar landsframleiðslu í stað neysluverðlags. Hver mælikvarði fyrir sig hefur bæði kosti og galla. Verðlag landsframleiðslu er breiðari mælikvarði á verðlag en vísitala neysluverðs, sem er að vissu leyti kostur. Tekið er tillit til allrar vöru og þjónustu sem framleidd er hér á landi eða flutt inn. Sem mælikvarði á samkeppnisstöðu getur raungengi þannig reiknað hins vegar gefið misvísandi skilaboð, því ekki er gerður greinarmunur á hlutfallslegum kostnaði eða verðlagi og viðskiptakjörum. Þar sem utanríkisviðskipti hafa tilhneigingu til að vera sérhæfð, byggð á hlutfallslegri hagkvæmni, mæla verðvísitölur landsframleiðslu ósamþærilega hluti. Þannig vegur fiskverð þungt í íslensku landsframleiðslunni, en ekki í landsframleiðslu viðskiptalandanna. Hækkun fiskverðs, sem að öðru óbreyttu felur í sér betri viðskiptakjör, leiðir t.d. til þess að verðlag landsframleiðslu hækkar á Íslandi og þar með mælt raungengi. Samkeppnisstaða virðist því hafa versnað, þótt staða a.m.k. sjávarútvegsfyrirtækja þurfi ekki að hafa breyst eða gæti jafnvel hafa batnað. Á mynd 1 má sjá að þrátt fyrir mismunandi aðferðafræði og galla gefur raungengi miðað við verðlag landsframleiðslu svipaða niðurstöðu og raungengi miðað við neysluverðlag.

Raungengi miðað við laun mælir þróun launakostnaðar á framleidda einingu hér á landi og erlendis. Auk launa- og gengisbreytinga hafa framleiðnibreytingar áhrif á þennan mælikvarða. Hann er ólíkur fyrrgreindum mælikvörðum á raungengi að því leyti að hann tengist ekki beint kenningunni um kaupmáttarjafnvægi. Því á síður við að nota þennan kvarða þegar fjallað er um jafnvægisraungengi í lengri tíma samhengi. Breytingar á hlutfallslegum launakostnaði á einingu gefa vísbendingu um afkomu fyrirtækja og samkeppnisstöðu þeirra. Í fyrra var raungengi þannig reiknað að meðaltali svipað og á árunum 1999 og 2000, en 7% hærra en það var að meðaltali sl. tíu ár og 2% hærra en sl. tuttugu ár. Að því gefnu að gengi krónunnar haldist stöðugt það sem eftir er ársins og launaþróun verði eins og í spá Seðlabankans má áætla að raungengi miðað við launaþróun ársins 2005 verði 19% hærra en það var að meðaltali sl. tíu ár og tæplega 15% hærra en sl. tuttugu ár.

Mynd 1 sýnir þróun framangreindra þriggja raungengisvísitalna fyrir tímabilið 1980-2006. Eins og sést eru verulegar sveiflur í öllum þessum vísitölum. Myndin sýnir að raungengi var töluvert lægra árin 2001 og 2002 á alla þrjú mælikvarðana en nokkru sinni áður á tímabilinu frá 1980. Haldist gengi krónunnar jafnhátt út árið 2005 yrði raungengi hins vegar svipað og toppárið 1988 ef miðað er við neysluverðlag, en nokkru lægra miðað við hina kvarðana.⁴ Nærtækt er að bera raungengið um þessar mundir saman við sögulegt meðaltal undanfarinna ára og fyrri hámark. Ekki er þó víst að sögulegt meðaltal eða fyrri hámark gefi fyllilega rétta vísbendingu um líklegar breytingar

Mynd 1
Þrjú mismunandi mælikvarðar á raungengi
1980-2005



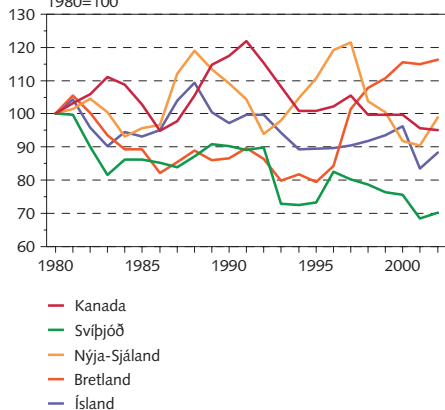
4. Það sem af er ári hefur raungengi á mælikvarða hlutfallslegs neysluverðlags þó verið 5% lægra en þegar það náði hámarki á fyrsta ársfjórðungi árið 1988.

Mynd 2

Raungengissveiflur í nokkrum löndum
1980-2002

Miðað við hlutfallslegt neysluverð

1980=100



Heimild: Seðlabanki Íslands.

á raungengi í átt að langtímaþvægi. Í fyrsta lagi var dregið verulega úr viðskiptahindrunum á tíunda áratugnum og því má færa rök fyrir því að jafnvægisraungengi hafi þess vegna lækkað og sveiflur minnkað, vegna þess að heimageirinn, sem ekki verður fyrir erlendri samkeppni, minnkar hlutfallslega.^{5,6} Einnig er mögulegt að auknar hreinar skuldir þjóðarinnar hafi leitt til lækkunar. Því hefur á hinn bóginn verið haldið fram að horfur á auknum útflutningi og góð ávöxtun erlendra fjárfestingar hafi leitt til þess að jafnvægisraungengi hafi hækkað. Um þetta er í reynd erfitt að fullyrða.

Í ljósi þess hve raungengi hefur hækkað mikið er eðlilegt að ýmsir velti því fyrir sér hvort hér sé um eðlilegt ástand að ræða, eða hvort sveiflur raungengis á Íslandi séu meiri en í öðrum löndum. Mynd 2 sýnir raungengissveiflur í nokkrum löndum sem líkt og Ísland búa við verðbólguþröskulmíð. Eins og sjá má hefur raungengi sveiflast talsvert mikið í flestum þeirra. Í töflu 1 hér fyrir neðan sjáum við hæsta og lægsta gildi raungengis nokkurra landa undanfarin 25 ár (1980 = 100). Í Evrópulöndunum sem sýnd eru í töflunni hefur raungengi sveiflast meira á undanförunum 25 árum heldur en á Íslandi. Í Kanada og Nýja-Sjálálandi hafa raungengissveiflur á þessu sama tímabili verið svipaðar og á Íslandi.

Tafla 1 Yfirlit yfir hæsta og lægsta raungengi í nokkrum löndum síðan 1980

Land	Hæsta gildi	Lægsta gildi	Munur (%)	Staðalfrávik (%)	Verðmæti út- og innflutnings (% af VLF)
Austurríki	106	70	52	11	105
Bandaríkin	131	73	79	18	25
Bretland	116	80	46	12	55
Ísland	109	84	31	6	80
Kanada	122	95	28	7	80
Noregur	156	100	56	14	70
Nýja-Sjáláland	121	90	34	9	60
Sviss	158	100	58	16	85
Svíþjóð	100	69	46	9	85

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), EcoWin, heimasíður erlendra seðlabanka og Seðlabanki Íslands.

Mestur munur er á hæsta og lægsta raungengi í Bandaríkjunum. Vegna þess að vægi utanríkisviðskipta í bandaríska þjóðarbúskapnum er tiltölulega lítið (sjá töflu 1) hafa sveiflur í gengi dalsins hins vegar mun minni áhrif á bandarísk heimili og fyrirtæki, sem flest framleiða eingöngu fyrir heimamarkað.

Heimildir:

Arnór Sighvatsson (2000), „Jafnvægisraungengi krónunnar: Er það til?“, *Fjármálatíðindi*, 47. árgangur, 5-22.

Bravo-Ortega, C., og J. di Giovanni (2005), „Remoteness and Real Exchange Rate Volatility“, *IMF Working Paper*, WP/05/1.

5. Er þá gengið út frá því að viðskiptahöft hafi verið meiri á Íslandi en í helstu viðskiptalöndum.
6. Nýlega birtu tveir hagfræðingar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins grein þar sem könnuð voru áhrif viðskiptakostnaðar á sveiflur í raungengi. Þeir sýna fram á að hærri viðskiptakostnaður leiði til stærri heimageira (sem ekki verður fyrir samkeppni erlendra aðila) og að það leiði til meiri raungengissveiflna, Bravo-Ortega og di Giovanni (2005).