

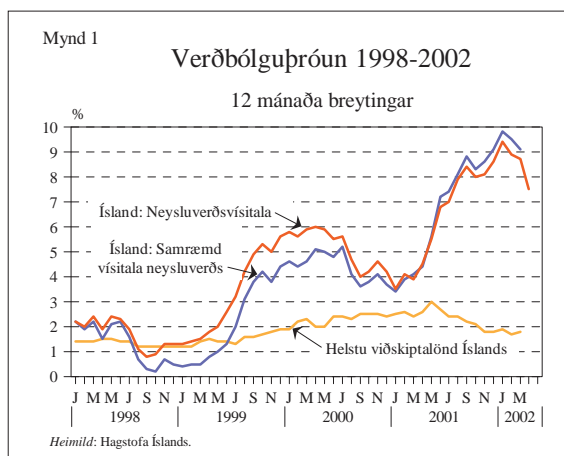
Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Verðbólguhorfur hafa batnað en samdráttur í þjóðar- búskapnum virðist fara vaxandi

Dregið hefur úr verðbólgu það sem af er þessu ári, jafnvel þótt lítið sé framhjá ýmiss konar sérstökum áhrifum í vísitölu neysliverðs vegna aðgerða hins opinbera eða breytinga á grunni vísitölnunnar. Ætla má að undirliggjandi verðbólga síðustu þriggja mánaða sé um 4% á ársgrundvelli. Minni undirliggjandi verðbólga og styrking gengis krónunnar hafa bætt horfur um verðbólgu, sérstaklega á næsta ári. Í verðbólguþá sem hér er birt er reiknað með að verðbólga komist inn fyrir þolmörk verðbólgu-markmiðs Seðlabankans á þriðja fjórðungi þessa árs og að 2½% verðbólguþolmið bankans náist á síðustu mánuðum 2003. Lítið tvö ár fram í tímann verður verðbólgan undir verðbólguþolmið bankans að óbreyttri peningastefnu. Jafnframt þessari þróun ágerist samdráttur eftirspurnar og spenna á vöru- og vinnuörkuðum er að breytast í slaka. Viðskiptahalli er við það að hverfa og hefur sú þróun stuðlað að herra gengi krónunnar. Þróun þess að undanförmu staðfestir þá skoðun bankans að gengisfallið á síðasta ári hafi verið umfram undirliggjandi efnahagslegar forsendur til lengri tíma lítið. Hægt hefur á útlánþenslu lánakerfisins og hjá innlánsstofnunum er hún að fullu hjöðnuð. Vöxtur peningamagns og spariðjár er hins vegar enn umtalsverður, en það á að hluta til rætur að rekja til aukins sparnaðar og þarf því ekki að vera áhyggjuefni svo lengi sem vöxturinn hjaðnar á næstunni. Aðhaldsstig peningastefnunnar er enn umtalsvert þrátt fyrir síðustu vaxtalækkunir, en þróun verðbólgu í samræmi við spár og samdráttur eftirspurnar á þessu ári ættu að óbreyttu að leiða til þess að Seðlabankavextir haldi áfram að lækka á árinu.

Verðbólga minnkaði á fyrsta ársfjórðungi

Töluvert dró úr tólf mánaða hækkun vísitölu neysliverðs á fyrsta fjórðungi þessa árs, en verðbólga þannig mæld hafði náð hámarki í janúar. Í apríl hafði vísitala neysliverðs hækkað um 7½% á 12 mánuðum, samanborið við 9,4% í janúar, sem var mesta verðbólga sem mælt hafði frá október 1990. Þegar verðbólga jókst á Íslandi á liðnu ári dró heldur úr henni í helstu viðskiptalöndunum. Það sem af er þessu ári hefur hún verið að meðaltali 1½-2% í viðskiptalöndunum, en nokkru hærri í Evrópu eða 2-2½% á EES-svæðinu og u.þ.b. 2½% á evrusvæðinu.



1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 30. apríl 2002.

Rammi 1 Endurskoðun á grunni vísitölu neysluverðs í mars 2002

Undanfarin ár hefur grunnur vísitölu neysluverðs tekið mið af neyslukönnun sem gerð var á árinu 1995 og hafði verið í notkun frá árinu 1997. Síðan þá hefur grunnurinn verið endurskoðaður árlega að hluta, hafi tilefni gefist. Liðir sem hafa verið endurskoðaðir eru t.d. símaþjónusta, tryggingar og nýir bílar, svo að eitt-hvað sé nefnt. Aðrir liðir, t.d. matvörur, hafa ekki verið endurskoðaðir með sama hætti fyrr en nú. Hagstofa Íslands hefur staðið fyrir árlegum neyslukönnunum frá árinu 2000 og byggir nýjan grunn vísitölu neysluverðs á þeim. Í fyrsta sinn frá árinu 1997 var grunnur vísitölnnar nú endurskoðaður í heild. Ætlunin er að halda árlegum könnunum áfram og leiðrétta grunn vísitölnnar árlega.

Niðurstöður neyslukönnunarinnar sem núverandi grunnur byggist á eru nákvæmari en áður. Mest munar um að heimilin sem taka þátt í könnuninni skila kassakvittunum úr verslunum, sem gefa ítarlegri upplýsingar en áður hafa fengist úr neyslukönnunum. Um 75% af öllum færslum í neyslurannsókninni fást nú með þessum hætti.

Samkvæmt upplýsingum frá Hagstofu Íslands eru u.þ.b. 700 vöruflokkar og 2.500 vörur í grunni vísitölnnar. Verðmælingar eru þó mun fleiri eða um 15-16.000 í hverjum mánuði. Vogir í vísitölnni eru u.þ.b. 5.000. Þar af eru u.þ.b. 4.500 fyrir dagvörur og 500 fyrir aðra grunnliði. Gerðar hafa verið breytingar á útreikningi dagvöruliða í vísitölnni í samræmi við aukna nákvæmni í mælingum útgjalda. Í stað þess að reikna fjórar undirvísitölur eftir landshlutum er vísitalan reiknuð fyrir 13 dagvörukeðjur. Margfeldis-meðaltal er reiknað fyrir hvern vöruflokk í hverri keðju og meðalverðbreyting reiknuð sem vegið margfeldis-meðaltal fyrir hvern vöruflokk.

Sérstök athugun var gerð á breytingu innkaupamynsturs dagvöru og bensíns, en miklar breytingar hafa orðið á verslun með þessar vörur að undanfögnu. Í desember sl. voru gerðar töluverðar breytingar á samsetningu verslana í úrtaki vísitölnnar. Endurskoðun á vísitölugrunninum nú hefur leitt til frekari breytinga á vogum verslana fyrir dagvörur. Endurskoðun á dagvörulið vísitölnnar, sem tekið var tillit til í apríl, leiddi til 0,1% lækkunar vísitölnnar til viðbótar 0,27% lækkun í desember vegna endurmats á dagvöruverslun þá. Bensínkaup hafa einnig breyst á þann veg

að neytendur kaupa nú frekar bensín á sjálfsafgreiðslustöðum. Leiðrétting vegna þessarar breytingar á vogum leiddi til 0,05% lækkunar vísitölu neysluverðs.

Ýmsar breytingar urðu á vogum liða í vísitölnni án þess að leiða til leiðréttingar og áhrifa á gildi vísitölnnar. Nýir bílar og varahlutir vege nú aðeins 7,4% í vísitölnni, samanborið við 10,4% í mars í fyrra samkvæmt eldri grunni. Þetta er bein afleiðing þess að bílainnflutningur hefur dregist mikið saman, en nýskráningar bifreiða á árinu 2001 voru u.þ.b. 9.000 samanborið við 19.000 á árinu 1999, þegar bílainnflutningur var mestur. Vægi bensíns í vísitölnni minnkar einnig og er nú 3,8% samanborið við 4,8% í fyrra. Þá eykst vægi áfengis í vísitölnni, sem má rekja til aukinnar sölu léttvíns og bjórs.

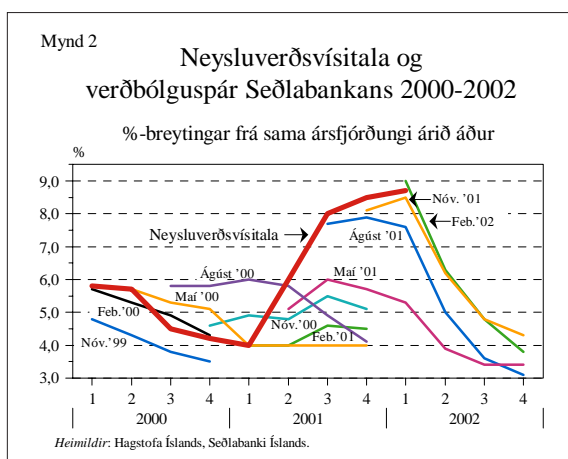
Yfirlit um grunnskipti vísitölu neysluverðs í apríl 2002

Hlutfallsleg skipting

Vægi er í %	Eldri grunnur Mars 2001	Nýr grunnur Mars 2002
(1) Búvörur án grænmetis	6,5	6,1
(2) Grænmeti	0,8	0,9
(3) Aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur	6,4	6,2
(4) Aðrar innlendar vörur	4,6	3,9
(5) Innfluttar mat- og drykkjarvörur	3,0	3,0
(6) Nýr bíll og varahlutir	10,4	7,4
(7) Bensín	4,8	3,8
(8) Aðrar innfluttar vörur	13,7	18,7
(9) Áfengi og tóbak	3,3	4,3
(10) Húsnæði	14,0	14,7
(11) Opinber þjónusta	12,5	6,8
(12) Önnur þjónusta	20,1	24,0
<i>Samtals</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
(1-4) Innlendar vörur	18,3	17,2
(1-2) Búvörur og grænmeti	7,3	7,1
(3-4) Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	11,0	10,1
(5-9) Innfluttar vörur alls	35,1	37,3
(5-8) Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks	31,9	33,0

Heimild: Hagstofa Íslands.

Um verðbólguna á sl. ári þarf ekki að fjölýrða að þessu sinni. Um ástæður hennar, þ.e.a.s. hækkun launa umfram framleiðni, gengislækkun krónunnar frá vormánuðum ársins 2000 til nóvember árið 2001 og þá ofþenslu og ytra ójafnvægi í þjóðarbúskapnum sem bjó að baki, hefur verið fjallað ítarlega áður. Hér verður athyglinni einkum beint að þeim umskiptum í verðlagshorfum sem orðið hafa á þessu ári, ástæðum þeirra og varanleika.



Hækkun vísitölu neysluverðs á liðnum ársfjórðungi var nokkru minni en Seðlabankinn spáði í janúar

Í janúar sl. spáði Seðlabankinn 9,0% hækkun vísitölu neysluverðs frá fyrsta fjórðungi 2001 til fyrsta fjórðungs 2002. Í reynd hækkaði vísitalan um 8,7%. Frávikid er innan tölfræðilegra skekkjumarka og má skýra að fullu og gott betur með ýmsum aðgerðum stjórnvalda til að lækka neysluverð. Þar er helst að nefna ýmsan kostnað vegna heilsugæslu, áskriftargjöld ríkissjónvarps og útvarps, tímabundna lækkun á bensíngjaldi og afnám tolla á grænmeti. Erfitt er að meta nákvæmlega áhrif þessara aðgerða stjórnvalda, en ekki er fjarri lagi að vegna þeirra hafi vísitala neysluverðs í apríl verið u.þ.b. ½% lægri en ella. Grunnur vísitöluvarðs var endurmetinn í apríl. Endurskoðunin leiddi í ljós að vægi nokkurra liða í neyslu heimilanna hafði breyst og leitt til skekkju í vísitölu. Því voru um leið gerðar leiðréttingar á uppsafnaðri skekkju í vísitölu. Breytingar á vægi dagvörverslana og mismunandi sölustaða bensíns leiddu til 0,15% lækkunar á vísitölu. Nánar er fjallað um breytingu á grunni neysluverðsvísitölu í rammagrein 1. Ef ekki hefði komið til þessara sér-

stöku áhrifa, sem leiddu til lægri vísitölu en ella, hefði verðbólguþá Seðlabankans einn ársfjórðung fram í tímann verið of lág, fjórða ársfjórðunginn í röð.

Verð þjónustu á markaði hækkadi mest undanfarna 3 mánuði

Sá meginþáttur vísitölu neysluverðs sem átti drýgstan þátt í verðbólgu sl. 12 mánuði var þjónusta á almennum markaði. Í apríl hafði hún hækkad í verði um 9,7% á 12 mánuðum og undanfarna 3 mánuði um 7,6% á ársgrunni. Þjónusta á almennum markaði vegur tæplega fjórðung í vísitölu neysluverðs. Hækkun á verði hennar hefur því töluverð áhrif og skýrir 0,3% af 0,7% hækkun vísitölu neysluverðs undanfarna 3 mánuði og 2,3% af 7,5% hækkun hennar undanfarna 12 mánuði.

Verð opinberrar þjónustu hækkadi hins vegar minna en vísitalan í heild á sl. 12 mánuðum, eða um 5,3%. Undanfarna 3 mánuði lækkaði verð opinberrar þjónustu um sem nemur 3,8% á ársgrunni. Þar gæti aðgerða stjórnvalda sem ætlað er að stuðla að því að verðlagsmarkmið aðila vinnumarkaðar náist í maí.² Í febrúar voru t.d. dregnar til baka verðhækkunar á ýmsum opinberum gjöldum sem urðu í janúar.

Hjöldnun húsnæðisverðbólgunnar hefur stöðvast í bili

Í fyrra hækkadi húsnæðisliður vísitölu neysluverðs minna en aðrir liðir vísitölu að meðaltali og jafnt og þétt dró úr 12 mánaða verðhækkun húsnæðis. Úr hjöldnuninni hefur hins vegar dregið að undanfögnu. Síðastliðna þrjú mánuði hækkadi húsnæðisliður vísitölu um 7,4% á ársgrunni, sem er nokkru meiri hækkun en 12 mánaða hækkunin, sem var 6%. U.þ.b. tvo þriðju hluta hækkunar húsnæðisliðarins undanfarna 3 mánuði má rekja til hærri húsnæðisverðs, en þriðjung til hækkunar greiddrar húsaleigu, sem hækkadi um 4,1% í apríl og hafði í för með sér 0,08% hækkun á vísitölu neysluverðs. Hækkunin stafaði af leiðréttingu á útreikningi vísitölu á grundvelli nýrra gagna.

Verð húseigna á landsbyggðinni og stærri eigna á höfuðborgarsvæðinu hefur hækkad mest að undanfögnu. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu,

2. Sjá nánari umfjöllun um verðlagsmarkmið aðila vinnumarkaðar í grein um þróun og horfur í *Peningamállum* 2002/1 á bls. 12.

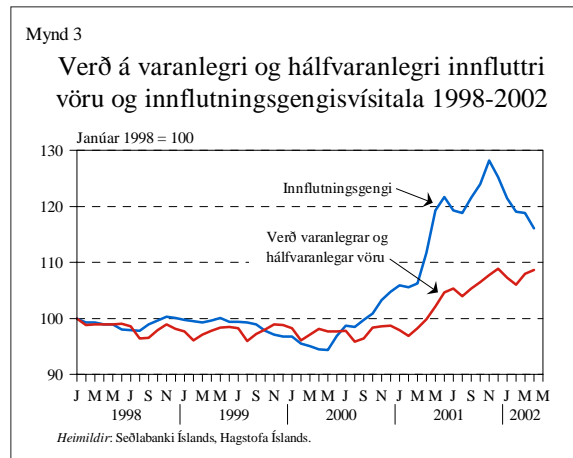
sem reiknuð er hjá Fasteignamati ríkisins, hækkaði sl. 12 mánuði minna en vísitala reiknaðrar húsaleigu, sem endurspeglar kostnað við eigið húsnæði í vísitölu neysluverðs. Reiknuð húsaleiga nær yfir húsnæði á landinu öllu, ólíkt vísitölu Fasteignamatsins, sem einungis nær til höfuðborgarsvæðisins. Ekki er heldur notuð sama aðferð við útreikning reiknaðrar húsaleigu og vísitalna Fasteignamatsins. Sterk vísibending er um að húsnæði á landsbyggðinni hafi að undanförmu hækkað meira en húsnæði á höfuðborgarsvæðinu, enda kemur það vel heim og saman við þróun efnahagsmála. Af vísitölum Fasteignamatsins má ráða að verð allra íbúða (sér- og fjölbýliseigna) á höfuðborgarsvæðinu hafi nýlega hækkað meira en verð íbúða í fjölbýli, sem felur í sér að stærri eignir hafi hækkað meira í verði en þær minni. Að nokkru leyti kann uppsveiflan í verði stærri húseigna, eftir tímabil lækkunar, að skýrast af hækkun hámarksupphæðar húsbrefalána sl. haust.

Aðhaldsstefna Seðlabankans í peningamálum stuðlaði að gengishækkun krónunnar og minnkandi innlendri eftirspurn sem hvort tveggja leiddi til minni verðbólgu

Það sem af er ári hefur þrennt stuðlað að hjöðnun verðbólgunnar, hækkun gengis krónunnar frá nóvemberlokum og hjöðnun eftirspurnarspennu, eins og nánar verður fjallað um síðar, og aðgerðir ASÍ sem miðuðu að því að veita verslun og opinberum aðilum aðhald í verðákvörðunum. Aðhaldssöm peningastefna Seðlabankans hefur átt ríkan þátt í þeirri hjöðnun eftirspurnarspennu og gengishækkun krónunnar sem eru forsendur hratt minnkandi verðbólgu á þessu ári.

Prýstingur ASÍ á veitendur opinberrar þjónustu hefur leitt til a.m.k. ½% lægri vísitölu en ella, eins og komið hefur fram. Erfiðara er að meta hve mikil áhrifin hafa verið á verslun, því að erfitt er að greina þau frá öðrum þáttum sem hafa stuðlað að minni verðhækkunum eða lægra verði á sama tíma. Minni eftirspurn eftir varanlegum og hálfvaranlegum vörum eins og bílum, heimilistækjum og fatnaði takmarkar svigrúm verslunarinnar til verðhækkunar. Óformlegar kannanir benda til aukinnar samkeppni í verslun með þessar vörur. Við slíkar aðstæður forðast fyrirtæki verðhækkunar í lengstu lög og grípa tækifæri til verðlækkana sé þess kostur. Þessar aðstæður kunna að skýra hvers vegna gengishækkun krón-

unnar hefur skilað sér hraðar í verðlagi ofangreindra vörutegunda að undanförmu en þegar gengi krónunnar styrktist á seinni hluta ársins 1999 og fyrri hluta ársins 2000. Þá virtust fyrirtæki hafa tilhneigingu til að nota gengisstyrkinguna til að auka hagnað sinn frekar en að láta neytendur njóta hennar í lægra vöruverði. Hvað sem því líður kann athyglin sem aðgerðir ASÍ fengu að hafa eftir verðskyn og aukið meðvitund almennings um verðlagsmál, sem hvetur verslunina til að gæta hófs í verðlagningu.³

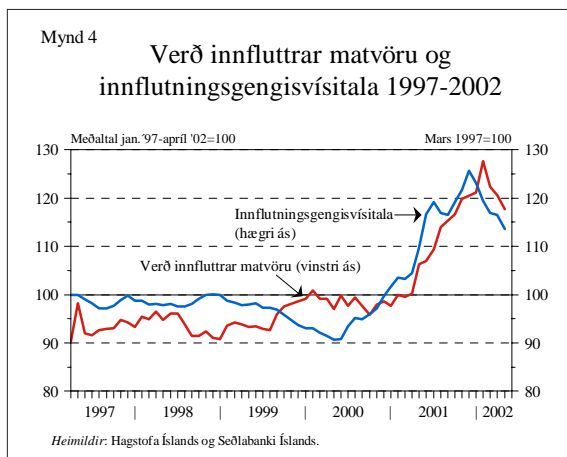


Innlendar mat- og drykkjarvörur hafa lækkað nokkuð í verði undanfarna 3 mánuði. Erfitt er að fullyrða að hve miklu leyti um eiginlega verðlækkun er að ræða, því að fyrrgreind leiðrétting á grunni vísitölnunnar hefur áhrif á þennan lið og ekki liggur fyrir nákvæm sundurliðun á áhrifunum. Innfluttar mat- og drykkjarvörur hafa lækkað mun meira í verði eða um 3,9% undanfarna 3 mánuði. Þar gætir greinilega gengishækkunar krónunnar þótt hún hafi líklega ekki skilað sér að fullu.

Undirliggjandi verðbólga síðustu 3 mánuði er líklega u.þ.b. 4%

Nokkur umræða hefur átt sér stað um hver undirliggjandi verðbólga sé um þessar mundir í ljósi verðlagsþróunar það sem af er ári. Ýmsir sérstakir þættir hafa haft áhrif á vísitölu neysluverðs á síðustu mánuðum eins og fjallað hefur verið um hér að

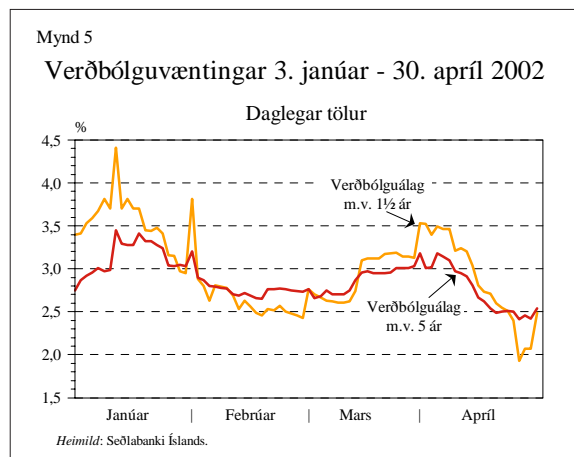
3. Þó verður að hafa í huga að áhrif slíkra aðgerða á verðbólgu geta einungis verið tímabundin. Til lengdar er einungis hægt að ná varanlegum árangri í baráttu við verðbólgu með aðgerðum í peningamálum.



framan og gera þeir mat á undirliggjandi verðbólgu óvenju erfitt. Ein leið til að meta skammtíma-verðbólgu er að leiðrétta fyrir þessum þáttum og skoða þriggja mánaða hækkun vísitölu neysluverðs á ársgrundvelli að teknu tilliti til metinnar árstíðarsveiflu. Þá fæst sú niðurstaða að verðbólguástigið hafi verið um 4% á síðustu þremur mánuðum. Tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs endurspeglar hins vegar ennþá mikla verðbólgu á síðasta ári en hún mun lækka hratt á komandi mánuðum miðað við fyrirbyggjandi verðbólguþátt.

Verðbólguálag ríkisskuldabréfa hefur lækkað töluvert frá byrjun febrúar

Verðbólguálag ríkisskuldabréfa hefur verið afar næmt fyrir mælingum á vísitölu neysluverðs það sem af er þessu ári. Kann það að stafa af þeirri óvissu sem ríkir um launalið kjarasamninga, náist verðlagsmarkmið aðila vinnmarkaðar ekki í maí. Því má segja að yfirvofandi hætta á vxlverkun launa, gengis og verðlags hafi verið mælanleg á tímabilinu. Hækkun vísitölu neysluverðs milli mánaða hefur ýmist verið undir eða yfir væntingum markaðsaðila hverju sinni og því hefur verðbólguálag bréfanna sveiflast töluvert til við birtingu vísitölnnar. Hækkun vísitölu neysluverðs í febrúar var í samræmi við væntingar og verðbólguálag ríkisskuldabréfa tiltölulega stöðugt á bilinu 2½-3%, hvort miðað er við 1½ eða 5 ára líftíma. Þann 12. mars hækkaði svo verðbólguálag skuldabréfanna, einkum bréfa með 1½ árs líftíma, enda hækkaði vísitala neysluverðs í mars langt umfram væntingar markaðsaðila. Verðbólguálagið var því mun hærra, eða 3¼% að meðaltali á skulda-



bréfum með 1½ árs líftíma fram í miðjan apríl. Þessu tímabili má þó skipta í tvennt, því að lækking stýrivaxta Seðlabankans um ½ prósentu sem tilkynnt var eftir lokun markaðar 26. mars varð til þess að verðbólguálag ríkisskuldabréfa með 1½ árs líftíma hækkaði úr 3,1% í 3½%. Verðbólguálag á bréfum með u.þ.b. 5 ára líftíma var um 3% frá miðjum mars til miðs apríl og áhrif vaxtalækkunar nær engin.

Í apríl hækkaði vísitala neysluverðs aðeins um 0,04% en markaðsaðilar höfðu gert ráð fyrir 0,25% hækkun að meðaltali. Það hafði í för með sér töluvert lækkingu á verðbólguálaginu, sem var að meðaltali um 2½% á tímabilinu 15.-30. apríl, hvort heldur á lengri eða skemmri skuldabréfunum.

Seðlabankinn hefur látið kanna verðbólguvæntingar almennings þrisvar á ári frá árinu 1997. Niðurstöður þessara kannana benda til þess að það taki almenning nokkurn tíma að átta sig á því þegar verðbólga er að breytast. Þannig var almenningur til dæmis nokkra mánuði að taka tillit til aukinnar verðbólgu á árunum 1999 og 2001. Síðasta könnun var gerð í janúar sl. Þá voru verðbólguvæntingar almennings 6,6%, sem er mun meiri verðbólga en sem nemur verðbólguálagi ríkisskuldabréfa á svipuðum tíma eða spám Seðlabankans og markaðsaðila, en þó heldur undir verðbólgu síðustu 12 mánaða.

Verðbólguþáttur: Auknar líkur á að verðbólguþáttur miðað náist á tilsettum tíma

Frá því að Seðlabankinn birti síðast verðbólguþátt hafa verðbólguhorfur batnað töluvert. Gengi krónunnar hefur styrkst um 5% og nýjustu hagtölur benda

Tafla 1 Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungsbreytingar			
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)	Ársfjórðungs-breyting á ársgrundvelli (%)	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)
2001:1	0,9	3,4	4,0
2001:2	3,5	14,5	6,0
2001:3	2,3	9,7	8,0
2001:4	1,6	6,6	8,5
2002:1	1,0	4,2	8,7
2002:2	0,4	1,8	5,5
2002:3	0,8	3,2	3,9
2002:4	1,0	4,2	3,3
2003:1	0,9	3,7	3,2
2003:2	0,8	3,4	3,6
2003:3	0,5	2,1	3,4
2003:4	0,3	1,3	2,6
2004:1	0,6	2,3	2,3
2004:2	0,6	2,6	2,1

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

Ár	Ársbreytingar (%)	
	Milli ára	Yfir árið
1999	3,4	5,8
2000	5,0	3,5
2001	6,7	9,4
2002	5,3	2,8
2003	3,2	2,3

Skyggt svæði sýnir spá.

með ótvíræðari hætti en áður til hjaðnandi eftirspurnar. Að sama skapi er útlit fyrir að verðlagsmarkmið aðila vinnumarkaðar í maí náist, sem dregur verulega úr óvissu um framhaldið. Tólf mánaða verðbólga mælist enn mikil en mun hjaðna hratt á næstu misserum sem fyrr segir ef svo fer fram sem horfir.

Í síðustu spá bankans var ekki gert ráð fyrir að 2½% verðbólguþá hans næðist fyrir árslok 2003. Til þess að það næðist þurfti gengi krónunnar að styrkjast nokkuð frá því sem gert var ráð fyrir í spánni eða að draga enn frekar úr spennu í þjóðarbúskapnum. Hvort tveggja hefur gengið eftir. Því er

nú útlit fyrir að verðbólga verði komin inn fyrir 4½% þolmörk verðbólguþámiðsins á þriðja fjórðungi þessa árs, og fari stuttu síðar inn fyrir hin endanlegu 4% þolmörk sem taka gildi um næstu áramót. Útlit er fyrir að 2½% verðbólguþámið Seðlabankans náist á síðasta fjórðungi ársins 2003, en yfirlýsing ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 gerði ráð fyrir að verðbólguþámiðinu yrði náð fyrir árslok 2003.

Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hafa batnað

Spáð er 2,8% verðbólgu yfir þetta ár, sem er lítillaga minni verðbólga en spáð var í febrúar. Hins vegar munar meiru á spánni yfir árið 2003. Nú er spáð 2,3% verðbólgu, en 3% í síðustu spá. Raunar er nú spáð jafn mikilli verðbólgu árið 2003 og gert var í október sl., en hækkun á spánni í janúar endurspeglaði hækkun á spám um alþjóðlega verðlagsþróun og hækkun launa í samræmi við samkomulag aðila vinnumarkaðar frá því í desember 2001. Á móti þessu kemur styrking krónunnar síðustu mánuði og hjaðnun umframeftirspurnar í þjóðarbúskapnum.

Eitt ár fram í tímann (til fyrsta ársfjórðungs 2003) spáir bankinn 3,2% verðbólgu, en reiknar með að hún verði komin niður í 2,3% næsta ár á eftir, sem er undir verðbólguþámiðinu. Þetta er mikil umskipti gangi spáin eftir, því að mæld á sama hátt var verðbólgan 8,7% til fyrsta ársfjórðungs 2002.

Verðbólguþá bankans yfir þetta og næsta ár og á milli ársmeðaltala er svipuð og spár sérfræðinga á fjármálamarkaði (sjá rammagrein 3 bls. 11).

Forsendur verðbólguþá

Innflutningsverðlag. Nokkrar breytingar hafa verið gerðar frá því í febrúar á forsendum verðbólguþáinnar fyrir árin 2002 og 2003 í ljósi nýrra upplýsinga og í fyrsta skipti eru birtar forsendur fyrir árið 2004. Forsendur sem gefnar eru í spánni um þróun innflutningsverðlags í erlendri mynt taka mið af útreikningum og spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og OECD um þróun og horfur verðlags í alþjóðaviðskiptum og framvirku verði á olíu á heimsmarkaði. Á þessu ári er gert ráð fyrir u.þ.b. 1% lækkun milli ársmeðaltala í stað óbreytts verðlags. Á næsta ári er gert ráð fyrir heldur meiri verðhækkun fyrir áhrif bata í heimsbúskapnum, eða tæplega 2% í stað rúmlega 1½% hækkunar í síðustu spá. Árið 2004 er gert ráð fyrir að verðlag í alþjóðaviðskiptum leiti jafnvægis sem

Tafla 2 Helstu forsendur verðbólguþáttar

<i>Prósentubreytingar milli ársmeðaltala</i>	2002	2003	2004
Samningsbundin laun	4,0	3,6	2,9
Launaskrið	1,6	0,2	0,6
Innlend framleiðni	0,3	1,0	1,6
Innflutningsgengisvísitala krónunnar	-1,6	-0,8	0,0
Innflutningsverð í erlendri mynt	-1,1	1,9	1,5
<i>Prósentubreytingar yfir árið</i>			
Samningsbundin laun	4,2	3,3	2,9
Launaskrið	0,5	0,0	1,0
Innlend framleiðni	0,5	1,5	1,5
Innflutningsgengisvísitala krónunnar	-6,2	0,0	0,0
Innflutningsverð í erlendri mynt	0,1	2,3	1,4

samsvarar 1½% árlegri hækkun, en gera má ráð fyrir að verðlag í alþjóðaviðskiptum hækki heldur minna en verð neysluvöru almennt.

Launaþróun. Að undanförunu hafa komið fram skýrari vísbendingar en áður um að spenna á vinnu- markaði og í þjóðarbúskapnum í heild sé að breytast í slaka. Þetta endurspeglast í minna launaskriði síðustu mánuði en undanfarin ár. Að auki virðist nú ólíklegt að tilefni verði til uppsagnar launaliðar kjarasamninga í maí. Því er nú gert ráð fyrir að launaskrið yfir þetta ár verði aðeins ½% og að það verði ekkert yfir árið 2003. Í síðustu spá var hins vegar gert ráð fyrir 1% launaskriði yfir hvort ár um sig. Yfir árið 2004 er reiknað með 1% launaskriði, sem ætla má að geti gerst við þökkalegt jafnvægi í þjóðar- búskapnum. Forsendur um framleiðnivöxt árin 2002-2003 eru óbreyttar frá síðustu spá.

Gengisþróun. Eins og jafnan í verðbólguþáttar Seðlabankans er gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist óbreytt frá spádegi. Þegar spáin var gerð 23. apríl var vísitala gengisskráningar 133,0 stig. Í síðustu spá bankans var gert ráð fyrir að gengis- vísitalan yrði um 139,8 stig út spátímabilið. Því er nú gert ráð fyrir 5,1% hærri gengi en þá var reiknað með, sem felur í sér um 1½% hækkun gengis krónunnar á milli ársmeðaltala 2001 og 2002 og tæplega 1% hækkun á milli ársmeðaltala 2002 og 2003. Í

Rammi 2 Olíuverð

Frá því í febrúar sl. hefur hráolíuverð hækkað verulega frá lægð sem hófst sl. haust. Hækkunina má rekja til bata í heimsbúskapnum og pólitískrar og hernaðarlegrar óvissu, t.d. vegna ófriðar í Mið-Austurlöndum. Eftirspurn eftir olíuvörum hefur aukist og birgðir minnkað á sama tíma og framleiðsla í OPEC-ríkjunum hefur dregist saman. Þessar aðstæður urðu til þess að hráolíuverð hækkaði um nærri 7 dali olíufatið á vetrarmánuðum. Ekki eru líkur á að veruleg umskipti verði fyrir en friðvænlegra verður í Mið-Austurlöndum, en hráolíuverðið hefur verið afar næmt fyrir fréttum, góðum sem slæmum. Samkvæmt skráningu lækkar framvirkt verð á hráolíu á næstu mánuðum og framvirkt verð á ári er um 11% lægra en dagverðið í maíbyrjun. Olíuverð ætti því, ef marka má framvirka verðið, heldur að lækka á næstu misserum, e.t.v. á svipað stig og það hefur verið á að meðaltali undanfarin ár. Bensínverð og verð á öðrum olíuvörum fylgir að jafnaði verðsveiflum á hráolíu. Miðað við framvirkt verð á bensíni mun það að jafnaði verða u.þ.b. 5% lægra á síðari hluta þessa árs en um þessar mundir. Þegar til lengri tíma er litið mun vægi OPEC-landa í olíuframleiðslu heimsins minnka, en framleiðsla landa utan samtakanna aukast. Sérstaklega á þetta við um Rússland og þau lönd Mið-Asíu, þar sem olíu er að finna í jörðu. Leiða má líkur að því að minnkandi vægi OPEC-landanna muni hafa róandi áhrif á olíumarkaðinn.

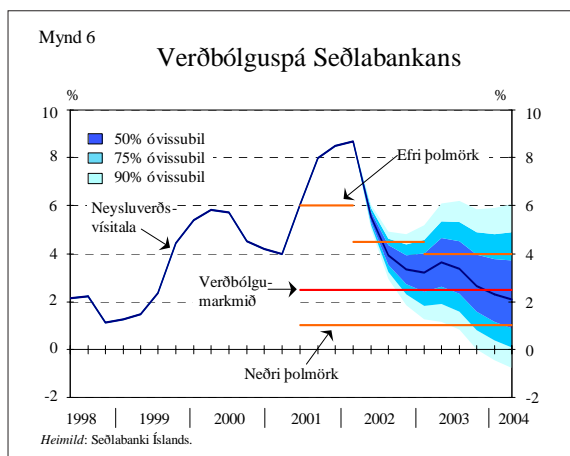
síðustu spá var gert ráð fyrir u.þ.b. 2½% lækkun krónunnar milli ársmeðaltala 2001 og 2002 og óbreyttu gengi milli ársmeðaltala 2002 og 2003. Eftir að spáin var gerð styrktist krónan frekar. Haldist gengið eins hátt út spátímabilið og það var í lok apríl verður verðbólgan eitthvað minni en hér er gert ráð fyrir.

Undanfarna mánuði hefur staðið yfir átak í verðlagsmálum og öflugt verðlagseftirlit að frumkvæði verkalyðshreyfingarinnar, eins og greint var frá hér að framan. Til þess að meta vísbendingargildi síðustu mælinga neysluverðsvísitölnunnar fyrir þróun hennar næstu mánuði hefur í spánni verið leitast við að hreinsa að einhverju leyti út þessar misvísandi upp-

lýsingar. Að sama skapi tekur spáin tillit til þekktra hækkana sem koma munu á seinni hluta ársins, eins og t.d. hækkun bensíngjalds. Að lokum má nefna að eins og í síðustu spá bankans er ekki gert ráð fyrir sérstakri lækkun húsnæðisverðs yfir spátímabilið.

Óvissa og áhættuþætti

Til þess að undirstrika hve allar spár eru háðar mikilli óvissu er verðbólguþáinn sýnd ásamt mati á óvissubili hennar á mynd 6. Samkvæmt metinni óvissu spárinnar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að hún verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að hún verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður meiri eftir því sem spáð er lengra fram í tímann, sem endurspeglast í vikkun óvissubilsins.



Eins og komið hefur fram í umfjöllun um fyrri spár bankans byggist matið á spáóvissunni í meginatriðum á sögulegum spáskekkjum.⁴ Hins vegar eru spáskekkjur undanfarinna missera meiri en ella vegna þess hve verðbólgan hefur verið mikil, sem jafnan leiðir til meira flökts í verðbólgu. Færa má rök fyrir því að vegna þess að mat á óvissunni er byggt á gögnum frá tiltölulega stuttu tímabili sé óvissa spárinnar til lengri tíma litíð í raun minni en ráða má af sögulegum gögnum. Að auki má færa rök fyrir því

4. Reynsla bankans af að spá tvö ár fram í tímann er stutt. Frá 1 upp í 2 ár er því byggt á einföldum framreikningi. Hafa þarf í huga að matið á spáóvissu er á sama hátt og spár um einstök gildi háð óvissu. Því þarf að túlka metna spáóvissu af varúð. Matinu er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að vera nákvæmur mælikvarði á líkindadreifingu verðbólguþáinnar.

að óvissa um þá þætti sem móta verðbólguhorfur næstu missera hafi minnkað að undanförun. Því er hér reiknað með heldur minni spáóvissu en sögulegar spáskekkjur segja til um.

Nokkur óvissa er um verðlagsþróun eftir að verðlagsaðhaldi í tengslum við verðlagsmarkmið kjarasamninga lýkur. Viss hætta er á að verðbólga aukist á ný vegna uppsafnaðrar hækkunarþarfur hjá fyrirtækjum í sumum atvinnugreinum. Fari svo gæti hagstæð verðbólguþróun undanfarna mánuði gefið villandi vísendingu um hjöðnun verðbólgunnar. Á móti kemur að hagstæð gengisþróun hefur líklega þegar dregið umtalsvert úr uppsafnaðri hækkunarþörf. Eins og fram hefur komið hefur svigrúm til verðhækkana minnkað í kjölfar hjaðnandi eftirspurnar og aukinnar samkeppni. Verslunin verður því líklega ekki í stöðu til að bæta sér upp það tap sem ýmsar greinar hennar urðu fyrir í fyrra þegar smásöluverð á innfluttri vöru fylgdi gengisþróuninni ekki fyllilega eftir. Líkur á holskeflu verðhækkana á seinni hluta ársins virðast því tiltölulega litlar. Samdráttur einkaneyslu, sem greinilegur var á síðasta fjórðungi liðins árs, og vísendingar um að hann haldi áfram á þessu ári, styður þá mynd sem hér hefur verið dregin upp. Vaxandi greiðslubyrði íslenskra heimila gæti jafnvel orðið til þess að einkaneyslan drægist meira saman en gert er ráð fyrir í meginþánni. Bein íhlutun eða samfélagslegur þrýstingur í verðlagsmálum er að jafnaði líklegur til að fresta verðbólgu fremur en eyða henni. Eigi að síður má draga þá ályktun að með því að stuðla að því að verðlagsmarkmið kjarasamninga náist hafi þessi þrýstingur dregið úr óvissu um launa- og verðlagsþróun næstu misseri og þar með stuðlað að minni verðbólgu til lengri tíma litíð.

Nokkur óvissa er einnig um áhrif breytinga á opinberum gjaldskrá og verði á þjónustu hins opinbera sem gerðar hafa verið í því skyni að hafa áhrif á vísitölu neysliverðs í maí. Margt bendir til að nýleg lækkun bensíngjalds muni ganga til baka á árinu og áætlað er að ýmis þjónustugjöld muni hækka um næstu áramót.

Þegar horft er lengra fram á veginn togast einkum á tveir þættir til hækkunar og einn til lækkunar. Fyrri hækkunarþátturinn er meiri verðbólga í umheiminum og hækkun hrávöru- og olíuverðs samfara uppsveiflu í heimsbúskapnum á næstunni. Seinni þátturinn felst í að áframhaldandi mjög góð staða margra útflutningsgreina, einkum sjávarútvegs, vegna lágs gengis

Rammi 3 Könnun á mati greiningaraðila á horfum í efnahagsmálum

Seðlabankinn hefur nú í fyrsta sinn kannað álit sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum. Könnunin var send til sex fyrirtækja sem birta greiningu sína á efnahagsmálum: Búnaðarbanka Íslands, Gjaldeyrismála, Íslandsbanka, Kaupþings banka, Landsbanka Íslands og Sparisjóðs Reykjavíkur og nágrennis (SPRON). Er ætlunin að sambærileg könnun verði gerð reglulega í tengslum við útgáfu *Peningamála*.

Meðfylgjandi tafla sýnir niðurstöður könnunarinnar. Fyrst sýnir taflan mat greinenda á verðbólguhorfum fyrir þetta og næsta ár. Eins og sjá má eru spár þeirra mjög samhljóma nýrri spá Seðlabankans. Þó virðist sem sérfræðingar á fjármálamarkaði telji sumir að 2½% verðbólgu markmiði bankans verði ekki náð fyrir árslok 2003.

munandi og töldu nokkrir að krónan myndi veikjast til næstu tveggja ára á meðan aðrir töldu áframhaldandi styrkingu líklega.

Greinendur telja jafnframt að Seðlabankinn haldi áfram að lækka vexti á þessu ári og að stýrivextir hans verði orðnir um 8% í árslok. Hins vegar virðast þeir ekki telja að vextir muni lækka mikið á næsta ári og að meðaltali gera þeir ráð fyrir að stýrivextir verði um 7,7% í lok næsta árs, sem er nokkuð umfram 5½-6½% vexti sem líklega geta samrýmst hlutlausri stöðu peningastefnunnar, sbr. umfjöllun í rammagrein 5. Sumir greiningaraðilar töldu jafnvel að stýrivextir bankans færu að hækka aftur á næsta ári eftir lækkingu á þessu ári.

Langtímavextir koma einnig til með að lækka eitt-hvað á næstu tveimur árum samkvæmt spám grein-

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði

	2002			2003		
	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	2,7	3,3	2,2	2,7	3,0	2,1
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	5,4	6,0	5,0	3,0	3,7	2,5
Hagvöxtur	-0,4	0,1	-1,0	2,0	2,6	0,8
	<i>Eitt ár fram í tímann</i>			<i>Tvö ár fram í tímann</i>		
Gengisvísitala erlends gjaldmiðils.....	133,3	138,0	126,0	132,5	138,0	123,8
Stýrivextir Seðlabankans	8,0	8,5	7,6	7,7	9,5	6,1
Langtímanafnvextir	7,9	8,4	7,5	7,9	8,8	7,2
Langtímaraunvextir	5,1	5,2	4,8	5,0	5,5	4,5
Úrvalsvísitala Aðallista	7,7	18,0	-15,0	19,4	36,1	12,6
Breyting fasteignaverðs	1,8	5,0	-2,0	0,7	9,0	-4,0

Taflan sýnir prósentubreytingar, nema fyrir vexti (prósentustig) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (vísitölustig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Búnaðarbanka Íslands, Gjaldeyrismála, Íslandsbanka, Kaupþings, Landsbanka Íslands og SPRON. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Í könnuninni kemur fram að sérfræðingar á fjármálamarkaði telja að hagvöxtur þessa og næsta árs verði nokkuð í takt við nýlega spá Þjóðhagsstofnunar. Einnig kemur fram að sérfræðingarnir virðast bjartsýnir á að styrking krónunnar að undanförunu sé viðvarandi. Að meðaltali er ekki búist við meiri styrkingu næstu tvö árin. Hins vegar var mat þeirra nokkuð mis-

enda. Langtímanafnvextir verða komnir niður í tæplega 8% í lok þessa árs og munu þeir haldast þar út næsta ár. Langtímaraunvextir munu einnig lækka eitt-hvað og verða komnir í um 5% í lok þessa árs og munu þeir haldast þar út næsta ár samkvæmt spám greiningaraðila. Verðbólguálag verðtryggðra ríkisbréfa verður því tæplega 3% í lok þessa og næsta árs, sem

gæti samrýmst 2½% verðbólguþéttum bankans, ef tekið er tillit til áhættuálags í ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa.

Að lokum benda niðurstöður könnunarinnar til að greinendur séu nokkuð hjartásýnir um þróun eignaverðs á næstu tveimur árum. Að meðaltali er búist við að tólf mánaða hækkun hlutabréfaverðs til ársloka 2002 verði

tæplega 8% og tæplega 20% til loka næsta árs. Þó ber könnunin glögglega með sér töluvert mismunandi sýn sérfræðinga á horfur á hlutabréfamarkaði, sérstaklega á þessu ári. Almennt búast sérfræðingar við áframhaldandi hækkun húsnæðisverðs á næstu tveimur árum en jafnframt eru skoðanir þeirra um þróun fasteignaverðs nokkuð misvísandi.

krónunnar, gæti smitast út í almenna launamyndun þegar fram í sækir. Verði gengishækkun krónunnar að undanfögnu viðvarandi dregur úr þessari hættu. Á móti kemur að hugsanlegt er að samdráttur í þjóðarþúskaðum verði meiri og atvinnuleysi meira á þessu ári en nú er spáð. Vinnuþétturinn hefur tilhneigingu til að halda áfram að veikjast um hríð eftir að samdráttartílefnir eru um garð gengið. Því gæti samdráttur á þessu ári leitt til áframhaldandi aukningar atvinnuleysis fram á næsta ár. Slík þróun gæti haft áhrif á fasteignamarkað. Afleiðingin yrði minni verðbólga en ella vegna harðrar samkeppni, lítils eða neikvæðs launaskriðs og lækkandi fasteignaverðs.

Á heildina lítið er það mat Seðlabankans að jafnmiklar líkur séu á að verðbólga eftir eitt ár verði minni en í spánni eins og að hún verði meiri. Sú niðurstaða byggist á ofangreindum áhættuþáttum og því að spálíkön sem taka tillit til undirliggjandi misvægis í langtímasamböndum verðlags og jaðarkostnaðar benda til þess að lengri tíma muni taka að ná niður verðbólguástandinum en hefðbundin kostnaðarlíkön gefa til kynna. Hins vegar er talið líklegt að verðbólga eftir tvö ár verði meiri en grunnspáin segir til um fremur en að hún verði minni. Það markast annars vegar af mati á þeim áhættuþáttum sem getið var um hér að framan varðandi árið 2003 og hins vegar af því að almenn söguleg reynsla sýnir að verðbólga snýst ekki mjög auðveldlega í verðhjöðnun. Þetta mat kemur síðan fram í myndinni með þeim hætti að stærrí hluti líkindadreifingar næsta árs er fyrir ofan meginspána en neðan hennar.

Skýrar vísbendingar um að verulega hafi dregið úr eftirspurn eftir vinnuafli

Skýr teikn hafa komið fram á undanfögnu mánuðum um að verulega sé farið að slakna á spennu á vinnuþéttum. Mjög hefur dregið úr eftirspurn eftir vinnuafli en hvort framboð á vinnuafli hefur enn minnkað er ekki jafn augljóst. Aukið atvinnuleysi í

lok síðasta árs og það sem af er þessu ári bendir til að dregið hafi úr umframfyrirspurn eftir vinnuafli. Fækkun lausra starfa og samdráttur í útgáfu nýrra atvinnuleyfa þá sem af er ári benda til þess sama. Skráð atvinnuleysi jókst um 0,1% í mars og mældist 2,7%. Árstíðarleiddrétt var atvinnuleysið 2,3% í mars og jókst um 0,2% frá mánuðinum á undan. Í mars í fyrra var atvinnuleysi 1,2% árstíðarleiddrétt, en það var óvenju lítið veturinn 2000-2001. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysis hefur ekki verið meira síðan í nóvember 1998. Í vinnuþéttkönnun Hagstofunnar sem gerð var í apríl sl. kom fram svipuð aukning atvinnuleysis frá því fyrir ári. Atvinnuleysi reyndist 3,2% og hafði aukist um 1,1% frá könnun sem gerð var fyrir ári.

Skráð atvinnuleysi hefur aukist meira á höfuðborgarsvæðinu en landsbyggðinni undanfarna 12 mánuði. Nokkur þáttaskil hafa orðið í skiptingu atvinnuleysis milli höfuðborgarsvæðis og landsbyggðar. Þetta er í samræmi við vísbendingar sem fram komu í könnun Þjóðhagsstofnunar í janúar, en þá vildu atvinnurekendur á höfuðborgarsvæðinu fækka starfsfólki í fyrsta sinn frá árinu 1997 um 0,9% af vinnuafli þar, en atvinnurekendur á landsbyggðinni vildu fjölga starfsfólki um 1,2%. Eins og algenget er þegar atvinnuleysi byrjar að aukast hefur það aukist meira í yngstu aldurshópnum, t.d. 16-24 ára, en í þeim eldri. Hlutdeild yngsta aldurshópsins í fjölda atvinnulausra jókst úr 22% í mars 2001 í 29% í mars sl.

Dregið hefur verulega úr framboði á lausum störfum frá því í október 2001. Fjöldi lausra starfa í lok mars sl. var einungis þriðjungur þess sem hann var fyrir ári. Útgefnum atvinnuleyfum hefur fækkað um 6% það sem af er árinu borið saman við sama tíma í fyrra. Þótt ekki hafi dregið verulega úr fjölda útgefna atvinnuleyfa hefur orðið grundvallarbreyting á því hvers konar atvinnuleyfi eru gefin út. Nýjum útgefnum atvinnuleyfum fækkaði úr 418 fyrstu 3 mánuði í fyrra í 140 í ár. Hins vegar hefur

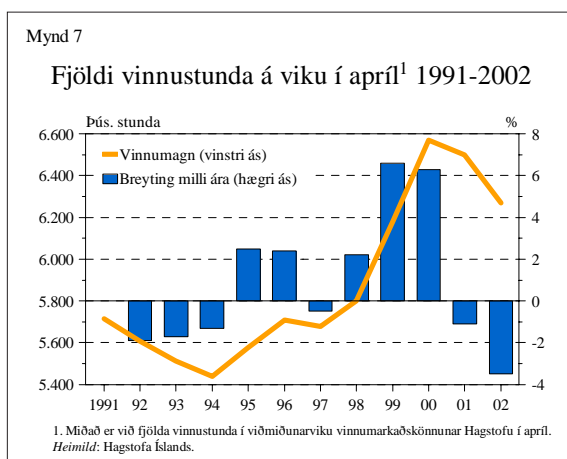
framlengdum tímabundnum leyfum fjölgað um 56%, úr 248 í 443. Þessi aukning skýrist af fjölda atvinnuleyfa sem gefin voru út sl. tvö ár og nú er verið að endurnýja að hluta.

Atvinnuþáttaka hefur minnkað og vinnutími styst

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar frá apríl sl. dróst atvinnuþáttaka saman í fyrsta sinn eftir að síðasta uppsveifla hófst. Í apríl mældist hún tæplega 84%, eða 1% minni en á sama tíma í fyrra. Samdrátturinn í atvinnuþáttöku er bundinn við karla á höfuðborgarsvæðinu og yngsta aldurshópin. Milli aprílmánaða 2001 og 2002 minnkaði atvinnuþáttaka 16-24 ára um tæp 8%. Atvinnuþáttaka í öðrum aldurshópum stóð hins vegar í stað eða jókst.

Vinnutími hefur styst verulega undanfarin tvö ár, eftir að hafa orðið lengstur rúmlega 44 klst. í apríl 2000. Samkvæmt vinnumarkaðskönnuninni var vinnutími í apríl sl. u.þ.b. 1½ klst. styttri en í apríl 2000 eða jafn langur og hann var í apríl 1998, en styttri en að meðaltali árin 1995-1998.

Margfeldi vinnutíma og fjölda við vinnu í viðmiðunarviku gefur vísbendingu um vinnumagn. Bæði atvinnuþáttaka og meðalvinnutími jukust í takt við uppsveifluna í efnahagslífinu og höfðu í för með sér verulega aukningu vinnumagns framan af. Mest jókst vinnumagn árin 1999 og 2000 en síðan hefur það dregist saman. Samdráttur vinnumagns frá apríl 2000 samsvarar fækkun ársverka um 7.500, sem setja má í sambengi við að atvinnuleysisrá í mars voru um 4.000 manns. Á vinnumarkaði hafa því orðið töluvert meiri umskipti en atvinnuleysis tölur gefa til kynna.



Breytingar á vinnuframboði námsmanna áttu mikinn þátt í að mæta umframeftirspurn eftir vinnuafli þegar hún var sem mest. Atvinnuþáttaka þeirra jókst á tímabilinu frá 1997 til ársins 2000, úr 52% í 67% og vinnutími lengdist úr 20 klst. á viku í tæpar 26 klst.. Árið 2001 stóð atvinnuþáttaka námsmanna hins vegar í stað en vinnutíminn dróst sama um 2 klst. Árið 2000 þegar atvinnuþáttaka og meðalvinnutími námsmanna náðu hámarki skýrir breytingu á vinnumagn námsmanna tæp 93% af þeirri breytingu sem varð á heildarvinnumagn. Samdráttur á vinnuframboði námsmanna árið 2001 var jafnframt fyrsta teiknið um hjöðnun spennu á vinnumarkaði.

Þessi þróun vekur spurningu um hvort þegar hafi myndast slaki á vinnumarkaði. Að árstíðarleiddrétt atvinnuleysi skuli enn vera við lægri mörk áætlaðs jafnvægisatvinnuleysis, sem gæti verið 2½-3½%,⁵ bendir ekki til að svo sé með óyggjandi hætti. Eins og kemur fram í greiningunni að ofan bendir hins vegar ýmislegt til þess að mælt atvinnuleysi þurfi ekki alltaf að vera besti mælikvarðinn á spennu á vinnumarkaði, a.m.k. ekki til skemmri tíma lítið. Aðrar vísbendingar benda hins vegar til þess að spennan sé nánast að fullu hjöðnuð og hafi jafnvel þegar snúist í slaka. Má þar nefna vísbendingar um stöðvun launaskriðs og jafnvel neikvætt launaskrið í sumum greinum. Í þessu sambandi verður að hafa í huga að alþjóðleg og söguleg reynsla styður þá niðurstöðu að tímabundinn slaki á vinnumarkaði sé nánast forsenda þess að hægt sé að endurreisa varanlegan verðstöðugleika eftir að verðbólga hefur losnað úr böndum eins og hún gerði á síðustu misserum.

Ekkert launaskrið mældist á milli fjórða ársfjórðungs 2001 og fyrsta ársfjórðungs 2002

Gögn um launabreytingar síðustu ársfjórðunga benda einnig til að dregið hafi úr eftirspurn eftir vinnuafli. Verulega dró úr launaskriði seinni hluta síðasta árs og virðist það nánast hafa stöðvast ef marka má tölur fyrir fyrsta fjórðung þessa árs. Launavísitala fyrir allan vinnumarkaðinn hækkaði um 9,5% milli 1. ársfjórðungs 2001 og 1. ársfjórðungs 2002. Þar af hækkuðu laun opinberra starfsmanna og bankamanna um 14,1% en laun á almennum vinnumarkaði um 6,4%.

Launaskrið á 1. ársfjórðungi 2002 minnkaði og

5. Sjá rammagrein 1 í greininni Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum, *Peningamál 2001/4*, bls. 6.

var 2,7% samanborið við 3,4% á 4. ársfjórðungi 2001. Ekkert launaskrið mældist milli 4. ársfjórðungs 2001 og 1. ársfjórðungs 2002 og vísbendingar eru um neikvætt launaskrið einstakra hópa. Dreigið hefur saman á ný með launavísitölum Hagstofunnar og Kjararannsóknarnefndar. Vísitala Kjararannsóknarnefndar sýndi meira launaskriðið í mestu uppveiflunni en samsvarandi launavísitala Hagstofunnar, en hjöðnunin hefur einnig verið hraðari.

Kaupmáttur launa á vinnumarkaðinum í heild var á fyrsta fjórðungi ársins, samkvæmt Hagstofunni, aðeins rúmlega ½% meiri en fyrir ári. Þrátt fyrir launaskrið héldu laun í einkageiranum án fjármálastofnana ekki fyllilega í við verðlagsþróunina og á fyrsta fjórðungi var kaupmáttur þeirra 2,1% minni en fyrir ári. Kaupmáttur kauptaxta á almennum vinnumarkaði dróst saman um 4,6% á sama tíma. Hjá opinberum starfsmönnum og bankamönnum jókst kaupmáttur hins vegar um 5%.

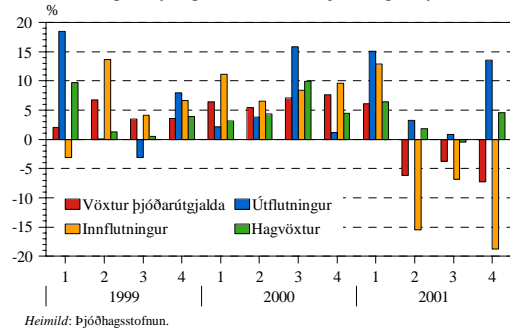
Snarpur samdráttur þjóðarútgjalda en vöxtur landsframleiðslu

Hagmælingar gefa nokkuð mismunandi skilaboð um hvað er að gerast í þjóðarþúskapnum. Landsframleiðsla á 4. ársfjórðungi sl. árs var t.d. 4½% meiri en ári áður skv. fyrstu áætlun Þjóðhagsstofnunar. Því gæti virst sem þjóðarþúskapurinn væri í mikilli uppveiflu. Svo er þó ekki, því að þjóðarútgjöld drógust saman um 7,3% á sama tíma. Endurskoðaðar tölur fyrir þjóðarútgjöld fyrstu þrjá fjórðunga síðasta árs sýna einnig meiri samdrátt þjóðarútgjalda en áður, en hafa verður í huga að hagvöxtur árið 2000 er nú talinn hafa verið töluvert meiri en í fyrri áætlunum Þjóðhagsstofnunar. Rétt er að leggja áherslu á að ársfjórðungslegar þjóðhagsstærðir eru mjög sveiflukenndar og breytingar á árstölum aftur í tímann hafa áhrif á allar árfjórðungstölur. Þær eru því nokkuð vandtúlkaðar. Ástæða þess að þjóðarútgjöld og landsframleiðsla breytast sín til hvorrar áttar liggur í samspili innleindrar eftirspurnar og utaríkisviðskipta þjóðarinnar. Á sama tíma og minnkandi innleindrar eftirspurn kom fram í afar snörpum samdrætti innflutnings bötunðu viðskiptakjör og útflutningur jókst af krafti. Útflutningsbylgjuna undir lok sl. árs má líklega að nokkru leyti rekja til viðbragða útflutningsfyrirtækja við lækun gengis krónunnar og hagstæðu verði á erlendum mörkuðum, en líklega var að hluta um tímabundna uppveiflu að ræða, eða vöxt sem

Mynd 8

Ársfjórðungslegar þjóðhagsstærðir 1999-2001

Magnbreytingar frá sama ársfjórðungi á fyrra ári



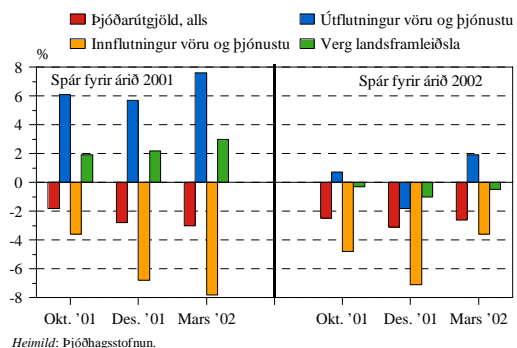
ekki tengist betri samkeppnisstöðu. Eins og áður hefur komið fram í *Peningamálum* er það sérkenni núverandi hagsveiflu að hún tengist síður sveiflum í ytri skilyrðum þjóðarþúskapins en fyrri hagsveiflur.

Hagvöxtur árin 2000 og 2001 var mun meiri en gert var ráð fyrir í fyrstu spám

Við mótn peningastefnunnar er tekið mið af upplýsingum sem fyrir liggja á hverjum tíma og lagt mat á horfurnar á grundvelli þeirra. Því er fróðlegt og gagnlegt að gera sér grein fyrir því hversu frábrugðin núverandi vitneskja um efnahagsaðstæður á fyrri árum er þeirri sem fyrir lá þegar ákvarðanir í peningamálum voru teknar. Hagvöxtur árin 2000 og 2001 var t.d. verulega vanmetinn, einkum á árinu 2000, miðað við þær upplýsingar sem nú liggja fyrir. Á árinu 2000 er samkvæmt nýjustu áætlun Þjóðhags-

Mynd 9

Spár um hagvöxt árinna 2001 og 2002



stofnunar talið að hagvöxtur hafi verið 5½%, eða tæplega 3 prósentum meiri en talið var í fyrstu spá stofnunarinnar og tæplega 2½ prósentum meiri en talið var í mars 2001. Á árinu 2001 er áætlað að hagvöxtur hafi náð 3%, þ.e.a.s. verið helmingi meiri en fyrstu spár gáfu til kynna. Uppsafnaður munur frá fyrstu til nýjustu spár/áætlunar fyrir árin 2000 og 2001 er því 4,2%. Hver niðurstaðan fyrir árið 2002 verður er erfitt að fullyrða, en í spá sem Þjóðhagsstofnun lagði fram í mars sl. er reiknað með ívið minni hagvexti í ár en í fyrstu spá.

Ákvarðanir í peningamálum eru ekki teknar með sjálfvirkum hætti á grundvelli einnar spár eða fárra vísbendinga. Því er ekki sjálfgefið að ákvarðanir sem teknar voru á grundvelli þessara upplýsinga hafi verið rangar. Á það verður ekki lagt mat hér. En vissulega er það íhugunarefni hver áhrif ófullkominna upplýsinga voru á ákvarðanir í efnahagsmálum, hvort heldur peninga- eða ríkisfjármálum. Vandamál sem hagspámennt um heim allan glíma við er hve erfitt er að sjá fyrir hæstu toppa og dýpstu lægðir hagsveiflunnar. Líkön eru yfirleitt ófær um að kalla fram slíkar sveiflur, eða a.m.k. tímasetja þær rétt. Þetta er vert að hafa í huga nú þegar greinilega hægir á efnahagsþróuninni. Hér á eftir verður reynt að vega og meta þætti sem hafa áhrif á framvindu efnahagsmála á þessu og næstu árum og ákvarðanir í peningamálum þurfa að taka mið af.

Horfur eru á samdrætti landsframleiðslu á árinu og lægð í einkaneyslu gæti orðið langdregin

Þótt hagvöxtur á sl. ári sé nú áætlaður meiri en áður var talið, fer ekki á milli mála að verulega hefur hægt á efnahagsstarfseminni. Spá Þjóðhagsstofnunar, sem gefin var út í mars, gerir ráð fyrir ½% samdrætti landsframleiðslu og 2,6% samdrætti þjóðarútgjalda í ár. Gert er ráð fyrir fremur hægum vexti útflutnings, áframhaldandi samdrætti innflutnings, en þó minni en í fyrra, og jákvæðri þróun viðskiptakjara. Gert er ráð fyrir að viðskiptahallinn fari niður í 2% af landsframleiðslu, sem eru mikil umskipti frá því fyrir tveimur árum, en nánar verður fjallað um hann síðar.

Samkvæmt spánni mun einkaneysla dragast saman á þessu ári, annað árið í röð. Þetta er í fyrsta sinn frá árunum 1992-1993 sem slíkt gerist í tvö ár samfleytt. Þjóðhagsstofnun reiknar með að kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann hafi aukist um 2½% í fyrra og muni aukast um tæp 2% árið 2002. Sam-

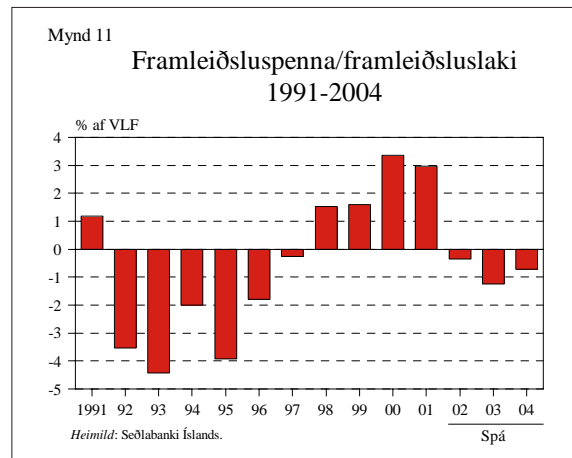
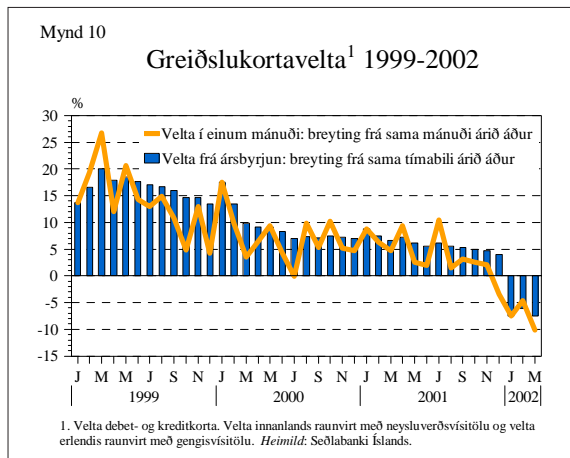
Tafla 3 Þjóðhagsspá birt í mars 2002

<i>Magnbreytingar frá fyrra ári í %</i>	<i>1999</i>	<i>Bráðab. 2000</i>	<i>Áætl. 2001</i>	<i>Spá 2002</i>
Einkaneysla	7,2	4,2	-2,8	-1,0
Samneysla	4,4	3,7	3,0	2,8
Fjármunamyndun	-3,7	14,8	-6,0	-13,0
Neysla og fjárfesting alls	4,2	6,4	-2,5	-2,9
Birgðabreytingar	-0,2	0,3	-0,6	0,3
Þjóðarútgjöld, alls	4,0	6,6	-3,0	-2,6
Útflutningur voru og þjónusta	4,8	6,0	7,6	1,9
Innflutningur voru og þjónusta	5,5	8,8	-7,8	-3,6
Verg landsframleiðsla.....	3,6	5,5	3,0	-0,5
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF.....	-6,9	-10,1	-4,4	-2,0

Heimild: Þjóðhagsstofnun.

dráttur einkaneyslu skýrist því af aukinni greiðslubyrði heimilanna eða minnkandi vilja eða getu þeirra til að bæta sér hana upp með nýjum lántökum (sjá nánari umfjöllun í grein um stöðugleika fjármálakerfisins á bls. 35). Þessi þróun er í samræmi við það sem áður hefur verið haldið fram í *Peningamálum*, að líkur væru á töluvert snarpari aðlögun innlendrar eftirspurnar en langtímaspár virtust gefa til kynna. Kaupmáttur launa verður líklega að meðaltali svipaður eða ívið minni á þessu ári en í fyrra, og draga mun úr honum þegar líður á árið. Með hliðsjón af nýlegri þróun eftirspurnar má ætla að atvinnuleysi aukist heldur meira en Þjóðhagsstofnun gerði ráð fyrir í forsendum sínum og vinnutími dragist saman. Aukin greiðslubyrði mun hins vegar leiða til þess að heimilin hafa úr minna að móða en í fyrra. Ekki er loku fyrir það skotið að ráðstöfunartekjur geti dregist saman á árinu og gæti þá samdráttur einkaneyslu orðið meiri. Á heildina litið virðast töluverðar líkur á að einkaneysla verði minni en gert er ráð fyrir í spá Þjóðhagsstofnunar. Í ljósi greiðslubyrði sem heimilin þurfa að glíma við er jafnframt líklegt að lægð í einkaneyslu gæti orðið nokkuð langvarandi, ef þjóðarbúskapurinn verður ekki fyrir verulegum búhnykkjum.

Nýlegar vísbendingar um veltu virðast styðja þá skoðun að heldur hafi hert á samdrætti einka-



neyslunnar. Greiðslukortavelta hefur t.d. dregist saman með vaxandi hraða frá því í árslok 2001. Í mars hafði veltan dregist saman um 10% að raunvirði á 12 mánuðum.

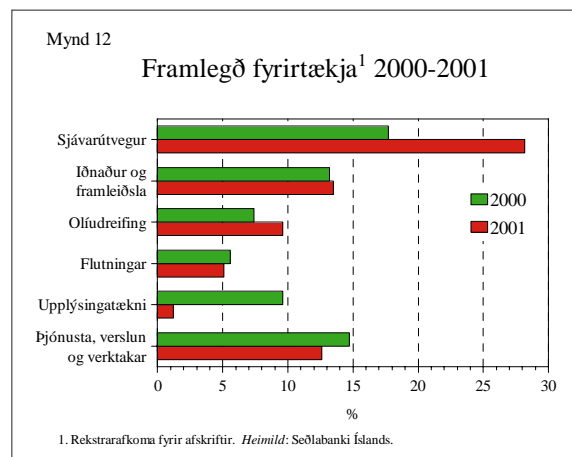
Framleiðsluspenna verður að slaka í ár

Seðlabankinn gerir ráð fyrir að framleiðsluspenna hverfi og lítills háttar slaki myndist á þessu ári og nái hámarki á næsta ári þegar hann verður rúmlega 1%. Gert er ráð fyrir að slakinn minnki aftur árið 2004. Bankinn hefur einnig endurskóðað mat sitt á sögulegri þróun framleiðsluspennu og er nú talið að framleiðsluspenna í hagkerfinu á árunum 1999-2001 hafi verið örlitlu minni en áður var gert ráð fyrir, þrátt fyrir að nýtt mat Þjóðhagsstofnunar gefi til kynna að hagvöxtur þessa tímabils hafi verið meiri en þá var talið. Skýringin er sú að Þjóðhagsstofnun hefur endurskóðað matsaðferðir sínar á fjármunamyndun og fjármagnsstofni. Fjármagnsstofninn er nú metinn minni en áður og að óbreyttri vinnuafslnotkun og hagvexti, eykur það matið á jaðarframleiðni vinnuafsls og framleiðslugetu hagkerfisins og dregur þannig úr metinni framleiðsluspennu, að öðru óbreyttu.

Misvægisþróun felur ekki í sér hættu í bráð en gæti síðar ýtt undir verðbólgu

Spenna eða slaki í þjóðarbúskapnum kemur oft misjafnlega niður á einstökum geirum. Það getur skipt máli þegar ákvarðanir eru teknar í peningamálum, því að stundum geta aðstæður í einum geira haft áhrif á öðrum sviðum þjóðarbúskaparins, jafnvel þótt aðstæður þar séu aðrar. Dæmi um slíkt er að launa-

myndun í sjávarútvegi hefur stundum haft, að því er virðist, áhrif á launamyndun í öðrum atvinnugreinum, jafnvel þótt aðstæður þar séu aðrar. Nokkur hætta á slíkri þróun skapaðist í kjölfar þess að gengi krónunnar lækkaði í fyrra. Framlegð sjávarútvegs- og flestra annarra útflutningsfyrirtækja stórkjóst. Laun sjómanna hafa hækkað í takt við bætta afkomu fyrirtækjanna, því að þau eru í stórum dráttum tengd verði sjávarafurða. Miðað við aðstæður sem nú ríkja í þjóðarbúinu er þó ekki líklegt að þessi þróun leiði til launahækkana í öðrum greinum í bráð. Um leið og bati hefst í þjóðarbúskapnum gæti það þó breyst ef sjávarútvegurinn býr áfram við hagstæð ytri skilyrði. Hækkun gengis krónunnar á undanförunum vikum hefur þó dregið úr hættu á misvægi milli geira og frekari styrking gengis áður en kjarasamningar renna út á næsta ári myndi enn frekar draga úr henni.



Hvað sem því líður hefur uppgangur sjávarútvegs, sem að mestu er rekinn á landsbyggðinni, að sumu leyti jafnað fyrra misvægi, sem meðal annars birtist í ólíkri þróun á höfuðborgarsvæðinu og nágrenni þess annars vegar og hinum dreifðu byggðum hins vegar. Fasteignaverð á landsbyggðinni hefur t.d. heldur rétt úr kútnum að undanförunu á sama tíma og það hefur dalað, a.m.k. að raungildi, á höfuðborgarsvæðinu. Sennilega hefur dregið einna mest úr spennu á vinnumarkaði einmitt í þeim greinum þar sem hún var mest fyrir. Þetta á t.d. við um byggingaríðnaðinn og ýmis þjónustustörf á höfuðborgarsvæðinu, eins og sjá má á tölum um veltu og í vinnumarkaðskönnunum Þjóðhagsstofnunar. Þessar greinar höfðu í nokkrum mæli þurft að reiða sig á innflutt vinnuafli á sl. árum. Almennt virðist mega draga þá ályktun að mun minna sé um flöskuhálsa í þjóðarþúskapnum sem gætu leitt til aukinnar spennu.

Viðskiptahallinn hefur verið á hröðu undanhaldi og verður líklega auðveldlega fjármagnaður á þessu ári Samspil samdráttar þjóðarútgjalda og uppsveiflu í útflutningi hefur leitt til þess að viðskiptahallinn hefur hjadnað hraðar en flestir gerðu ráð fyrir. Í *Peningamálu* hefur reyndar oft verið bent á að eins mikill viðskiptahalli og hér var undanfarin ár fengi ekki staðist til lengdar og myndi grafa undan gengi krónunnar og knýja á um aðlögun innlendrar eftirspurnar. Aðlögun í þjóðarútgjöldum hefur þegar átt sér stað og er ekki óvænt. Hún hafði í för með sér 7,8% samdrátt innflutnings í fyrra og á fyrstu þremur mánuðum ársins 2002 dróst vöruinnflutningur saman frá sama tímabili í fyrra um tæp 20% á föstu gengi, hvort heldur skipa- og flugvélaútskipti eru tekin með eður ei. Hreyfing á páskafríddögum á milli mánaða skýrir líklega einhvern hluta samdráttarins, en jafnvel að teknu tilliti til þess virðist hafa hert á samdrætti innflutnings.

Ör vöxtur útflutnings undanfarna mánuði hefur komið nokkuð á óvart. Þjóðhagsstofnun hefur rakið hann m.a. til lækkunar birgða sjávarafurða, enda útflutningurinn verið töluvert meiri en aflatölur bentu til.⁶ Ef svo er kann að einhverju leyti að vera um tímabundna uppsveiflu að ræða. Mismunurinn gæti þó einnig stafað af auknum virðisauka fram-

leiðslunnar. Kvótastaða virðist hins vegar nokkuð góð, þrátt fyrir að meira sé gengið á þorskvóta yfirstandandi fiskveiðiárs en oft áður á svipuðum árstíma. Verðlagshorfur virðast nokkuð góðar á heildina litið, þótt nokkur lækkun hafi orðið síðustu vikur. Verðlag í erlendum gjaldmiðli hefur almennt hækkað frá 1999. Verðlækkun nýlega á sjófrystum og söltuðum afurðum bendir þó til að reynt hafi á verðþol kaupenda. Síðustu mánuði hefur mikill kraftur verið í vöruútflutningi en áframhaldandi samdráttur í innflutningi. Afgangur var á vöruskiptum sl. 12 mánuði að meðaltali og á tímabilinu október 2001 til febrúar 2002 var um samfelldan afgang að ræða, sem nam samtals 16½ ma.kr. Halli var í mars, sem skýrist eingöngu og gott betur af nýrri flugvél sem flutt var til landsins. Þjóðhagsstofnun spáði í mars að afgangur á vöruskiptum landsmanna árið 2002 yrði 6,6 ma.kr. Fyrstu þrjú mánuði ársins nam afgangurinn 5,6 ma.kr., en hefði orðið helmingi meiri án flugvélarinnar. Því virðast góðar horfur á að viðskiptahallinn verði minni en Þjóðhagsstofnun spáði og ekki útilokað að hann hverfi með öllu, t.d. ef einkaneysla dregst meira saman en spáð var. Ef gengið er út frá sömu þróun launa, verðlags og gengis og í verðbólguþá Seðlabankans, 4% meiri vexti útflutnings en 2½% samdrætti einkaneyslu yrði hallinn ½% af vergri landsframleiðslu á þessu ári, en ætti að hverfa að mestu ef samdráttur þjóðarútgjalda vegur upp aukinn útflutning að fullu.

Ekki er víst að útflutningur haldi áfram að aukast af sama þrótti og síðustu mánuði. En jafnvel þótt vöxtur útflutnings verði dræmur á yfirstandandi ári, svipað og gert er ráð fyrir í nýlegri þjóðhagsspá, og viðskiptahallinn verði u.þ.b. 2% af landsframleiðslu er sú aðlögun nægileg til að skjóta sterkum stöðum undir gengisþróun næstu misseri. Í síðasta hefti *Peningamála* var fjallað ítarlega um fjármögnun viðskiptahallans. Þar var svokallaður grunnjöfnuður, sem er summa viðskiptahalla, beinnar erlendar fjárfestingar nettó og nettófjárfestingar í erlendum verðbréfum, borinn saman við könnun um áform lána- stofnana o.fl. um erlendar lántökur. Niðurstaða þeirrar athugunar var að áætlaður halli á grunnjöfnuði árið 2002 sem næmi 5,7% landsframleiðslu yrði auðveldlega fjármagnaður af einkageiranum, án atbeina Seðlabankans eða ríkissjóðs. Endurskoðun á þessum niðurstöðum bendir til að fjárbörfin verði u.þ.b.

6. Sjá rit Þjóðhagsstofnunar, *Þjóðarþúskapurinn*, framvindan 2001 og horfur 2002, mars 2002, bls. 24.

Rammi 4 Efnahagsbati hafinn í heimsbúskapnum en nokkur óvissa um varanleika hans

Horfur á hagvexti í heiminum hafa batnað verulega frá því að *Peningamál* komu út í febrúar. Hagvöxtur var í Bandaríkjunum á síðasta fjórðungi sl. árs, en flestir höfðu fyrirfram gert ráð fyrir samdrætti. Á fyrsta fjórðungi þessa árs mældist hagvöxturinn mikill, eða 5,8% á ársvarða samkvæmt fyrstu áætlunum. Iðnaðarframleiðslan er einnig farin að vaxa á ný eftir mesta samdrátt í áratugi. Það sem virðist hafa valdið þessum hagvexti á fyrsta ársfjórðungi eru lok birgðaaðlögunar sem gekk yfir á sl. ári, aukin opinber útgjöld og áframhaldandi vöxtur einkaneyslu. Á sl. vikum hafa hins vegar komið fram veikleikamerki sem gætu gefið til kynna að batinn standi ekki mjög traustum fótum. Birgðaaðhrifin eru tímabundin, sama má sennilega segja um útgjaldaaukningu hins opinbera og áframhaldandi vöxtur einkaneyslunnar kann að vera háður áframhaldandi lágum vöxtum, enda líklegt að atvinnuleysi hafi ekki náð hámarki. Sömuleiðis hefur sannfærandi bati í hagnaði fyrirtækja látið á sér standa. Það vekur enn fremur efasemdir um undirstöður hagvaxtar til lengri tíma lítið, að viðskiptahallinn náði aldrei að

jafna sig að marki, þrátt fyrir samdrátt í þjóðarbúskapnum, og virðist nú tekinn að aukast á ný.

Í Evrópu var efnahagslæðin grynri, en efnahagsbatinn virðist að sama skapi lengur að taka við sér, einkum í Þýskalandi. Hagvöxtur á evrusvæðinu er þó á greinilegum batavegi, en hækkan orkuverðs, haldi hún áfram, gæti þó hægt á honum. Styrkur evrusvæðisins er betra jafnvægi á heildina lítið og meiri hagnaður fyrirtækja. Breskur þjóðarbúskapur ber hins vegar að sumu leyti svipuð einkenni og sá bandaríski. Samdráttur iðnaðarframleiðslu hefur verið mikill, einkaneysla sterk og gengi pundins hátt. Ólíkt Bandaríkjunum hefur atvinnuleysi þó ekki aukist að marki og hefur reyndar ekki verið lægra í áratugi.

Í Japan hefur samdráttur iðnaðarframleiðslu og aukning atvinnuleysis stöðvast, a.m.k. í bili. Ekkert lát virðist hins vegar á verðhjöðnun í Japan og vandamál fjármálakerfisins eru óleyst. Hvort tekst að forða japönskum þjóðarbúskap frá meiriháttar kreppu er því enn óráðin gáta.

helmingi minni en þá var gert ráð fyrir og ekki er útilokað að hún verði engin á þessu ári.

Afkoma útflutningsfyrirtækja batnaði verulega á sl. ári en afkoma fyrirtækja á heimamarkaði versnaði nokkuð

Velta skráðra atvinnufyrirtækja jókst um 25% á milli árunna 2000 og 2001, en um 9% að raungildi og að teknu tilliti til gengisáhrifa á útflutningstekjur. Afkoma fyrirtækjanna í heild batnaði á árinu. Framlegð, þ.e.a.s. hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði (HAF), fór úr 9,2% veltu árið 2000 í 11% á sl. ári og hagnaður eftir skatta úr -0,6% í 1,3%. Arðsemi fjármagns jókst þar af leiðandi, úr 8,9% í 10,5%, en arðsemi eigin fjár úr -2% í 4,2%. Eiginfjárlutfallið lækkaði hins vegar lítillga. Veltufé frá rekstri jókst mjög, eða um 55% milli ára og hlutfall þess af veltu hækkað í 7,3% árið 2001.

Bókfærður fjármagnskostnaður hækkaði mjög milli ára vegna mikils gengistaps, úr 3,5% af veltu árið 2000 í 4,8% á sl. ári. Í ljósi sérstakra gengisáðstæðna á liðnu ári gefur þessi mikli fjármagns-

kostnaður ekki raunhæfa mynd af stöðu fyrirtækjanna til lengri tíma lítið. Framlegð og veltufé frá rekstri gefa að því leyti betri mynd af árangri þeirra.

EKKI var umtalsverður munur á afkomu útflutningsfyrirtækja annars vegar og fyrirtækja í heimagreinum hins vegar. Framlegð útflutningsfyrirtækja var 11,4% en hjá fyrirtækjum á heimamarkaði 10,3%. Staða útflutningsfyrirtækjanna batnaði greinilega milli ára en staða fyrirtækja á heimamarkaði veiktist. Hjá útflutningsfyrirtækjum snerist hagnaður eftir skatta úr tapi árið 2000 í 1,3% hagnað í fyrra, en hjá fyrirtækjum á heimamarkaði minnkaði hagnaðurinn. Afkomubatininn í heild átti því rót sína að rekja til útflutningsfyrirtækja eingöngu og afkoma fyrirtækja á heimamarkaði versnaði heldur á sl. ári. Mestur var afkomubatininn hjá sjávarútvegsfyrirtækjum en þar náðist meiri framlegð en nokkur sinni, eða rúmlega 28% af veltu. Að jafnaði hefur framlegð verið á bilinu 15-18% á undanförunum 6 árum. Athyglisvert er að sjávarútvegsfyrirtækin ná sér úr tapi í 2,6% hagnað eftir skatta, sem hlutfall af veltu. Framlegð olúfélaganna hækkaði úr 7,4% árið 2000 í

Tafla 4 Afkomutölur helstu fyrirtækja á hlutabréfamarkaði 2000-2001

Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði og hagnaður eftir skatta sem hlutfall af veltu

%	HAF ¹		HES ²		EF/NE ³		Veltufé/velta	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Sjávarútvegur	17,7	28,2	-8,6	2,6	28,0	27,8	10,3	20,4
Iðnaður	13,2	13,5	2,7	6,0	38,1	36,8	9,5	11,3
Olíuverslun	7,4	9,6	0,8	2,5	36,4	37,7	5,2	6,1
Fiskútflutningsfyrirtæki	2,1	3,3	-0,9	0,9	15,9	16,6	0,8	1,7
Flutningafyrirtæki	9,6	5,1	-0,8	-3,7	28,1	22,9	4,2	4,3
Hugbúnaður	9,6	1,2	5,4	-7,6	34,8	27,8	4,2	-2,4
Þjónusta, verslun, verktakar	9,2	12,6	10,8	2,1	39,6	38,3	13,3	9,4
Samtals	9,2	11,0	-0,6	1,3	31,1	30,5	5,9	7,3

1. HAF = Hagnaður fyrir afskriftir. 2. HES = Hagnaður eftir skatta. 3. Eigið fé sem hlutfall af niðurstöðu efnahagsreiknings.

9,6% á sl. ári. Afkoma upplýsingatæknifyrirtækjanna sex var slæm á sl. ári. Framlegð hjá þessum fyrirtækjum var lítil sem engin og umtalsvert tap eftir skatta.

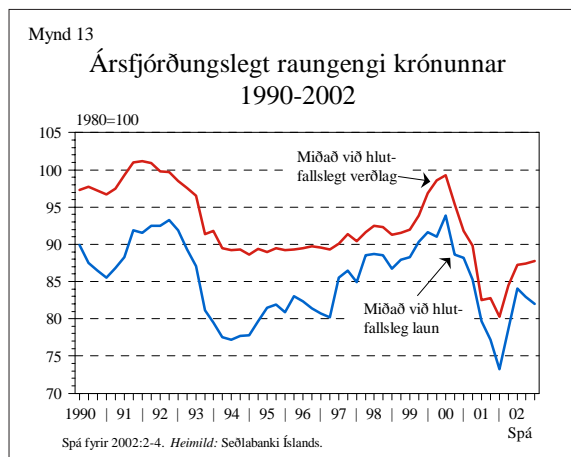
Gengisþróun á þessu ári staðfestir að mat Seðlabankans á gengisfalli á síðasta ári var rétt

Seðlabankinn hélt því þrúfaldlega fram á síðasta ári að lækkun á gengi íslensku krónunnar eftir að það fór á flot undir lok mars 2001 og fram til loka nóvember hafi að verulegu leyti verið umfram efnahagslegar forsendur til lengri tíma lítið. Vissulega mátti skýra lækkunina með ójafnvægi á gjaldeyrismarkaði vegna viðskiptahalla og annars gjaldeyrísústreymis auk þess sem væntingar og vantraust mögnuðu sveifluna. Gengislækkunin var eigi að síður töluvert meiri en þurfti til að ná ytra jafnt sem innra jafnvægi í þjóðar-búinu. Raungengi krónunnar var á fjórða ársfjórðungi tæplega 15% undir 10 ára sögulegu meðaltali og ýmis önnur rök voru fyrir því að það myndi hækka á komandi misserum. Spurningin var fyrst og fremst hvort það myndi gerast með lækkun nafngengis eða vaxandi verðbólgu.⁷

7. Í *Peningamálum* sem komu út í nóvember sl. (bls. 1) sagði t.d. að engin leið væri að spá fyrir um gengi krónunnar til skamms tíma, en sú skoðun bankans ítrekuð „að raungengi krónunnar [væri] orðið mun lægra en það jafnvægisgengi sem reikna má með til lengdar. Raungengi krónunnar [myndi] því hækka á næstu misserum. Hins vegar [væri] óvíst hvenær þessi þróun [myndi] eiga sér stað og í hvaða mæli hún [yrði] fyrir atbeina herra nafngengis krónunnar eða meiri verðbólgu en í viðskiptalöndunum.“

Í þessu sambandi er einnig rétt að hafa hugfast að hjöðnun viðskiptahallans skýrist ekki einungis af lægra gengi krónunnar. Þar kemur einnig til samdráttur þjóðarútgjalda sem stafar af aðhaldsstefnu Seðlabankans í peningamálum og að útgjöld heimila og fyrirtækja voru orðin svo mikil að þau hlutu að ganga til baka óháð breytingum á gengi krónunnar. Raungengið var orðið tiltölulega lágt þegar á fyrsta ársfjórðungi 2001 og ekki voru vísbendingar um að það hamlaði vexti útflutnings í þeim greinum sem ekki bjuggu við framboðstakmarkanir, en auðvitað hefur lækkun gengisins síðan veitt þessum greinum frekari hvata til útflutnings og þannig dregið úr viðskiptahalla. Lækkun gengisins á einnig þátt í að draga úr innflutningi, annars vegar í gegnum lægri rauntekjur en ella og hins vegar með því að gera hann hlutfallslega dýrari.

Raungengi krónunnar á síðasta ársfjórðungi 2001 var hið lægsta í áratugi, hvort heldur lítið er til mælikvarða hlutfallslegs verðlags eða launa. Áætlað er að raungengi á öðrum fjórðungi þessa árs verði u.þ.b. 8½% hærra en þá miðað við hlutfallslegt verðlag og tæplega 15% hærra ef miðað er við hlutfallslegan launakostnað á einingu. Þar með yrði raungengið farið að slaga upp í gengið á fyrsta fjórðungi sl. árs, áður en mesta gengislækkunin varð. Ef lítið er til mánaðarlegs raungengis miðað við hlutfallslegt verðlag var raungengi í apríl 2002 svipað og í apríl 2001. Áætlað raungengi á öðrum fjórðungi þessa árs verður samkvæmt áætlun um 7% eða 2% undir 10 ára meðaltali, eftir því hvort



miðað er við neyslaverðlag eða launakostnað á einingu.

Hin hraða hjöðnun viðskiptahallans vekur ýmsar spurningar. Í fyrsta lagi má spyrja hvort hún stafi fremur af samdrætti fjárfestingar, í kjölfar mikillar uppsveiflu, eða af vaxandi þjóðhagslegum sparnaði. Í öðru lagi er áhugavert hvort vöxtur útflutnings eða samdráttur innflutnings eigi ríkari þátt í þessum umskiptum. Í þriðja lagi er mikilvægt að gera sér grein fyrir þætti gengisbreytinga í þessari aðlögun, því að sé þáttur hennar ráðandi og haldi gengi krónunnar áfram að hækka mætti draga þá ályktun að hjöðnun hallans gæti gengið til baka. Tafla 5 sýnir að breytingar á hlutfalli fjárfestingar í landsframleiðslu og þjóðhagslegum sparnaði hafa átt nokkuð svipaðan þátt í myndun og hjöðnun viðskiptahallans. Lækkun þjóðhagslegs sparnaðar átti þó nokkru meiri þátt í myndun hallans, en aukning hans mun eiga minni þátt í hjöðnun hans gangi spá þjóðhagsstofnunar fyrir 2002 eftir, eins og sjá má í töflu 5.

Tafla 5 Áhrif breytinga á hlutföllum fjárfestingar og þjóðhagslegs sparnaðar á viðskiptajöfnuð

Hlutdeild í breytingu á viðskiptahalla	1997-2000	2000-2002
Breyting fjárfestingarhlutfalls	45,6	61,4
Breyting þjóðhagslegs sparnaðar ..	54,4	38,6
Samtals	100,0	100,0
Breyting viðskiptajafnaðar (% af VLF)	-8,4	8,1

Árin 1997 til 2000 stafaði myndun viðskiptahallans að mestu af auknum innflutningi. Hins vegar virðist hjöðnun hallans milli 2000 og 2002, gangi spár eftir, eiga mest að þakka auknum útflutningi, enda jókst hann um 7,6% í fyrra, en landsframleiðslan um 3%. Samdráttur innflutnings leggur þó af mörkum tæplega 2/5 hluta hjöðnunarinnar, fyrst og fremst vegna samdráttar einkaneyslu.

Tafla 6 Framlag útflutnings, innflutnings og þáttatekna til breytinga á viðskiptajöfnuði

Hlutdeild (%)	1997-2000	2000-2002
Útflutningur	16,3	68,6
Innflutningur	70,7	38,5
Jöfnuður þáttatekna	8,0	-12,0
Aðrir liðir	5,0	4,9
Samtals	100,0	100,0
Breyting viðskiptajafnaðar (% af VLF)	-8,4	8,1

Ekki er augljóst að hve miklu leyti aðlögun innflutnings og útflutnings felur í sér viðbrögð við gengisbreytingum. Kvótakerfið í sjávarútvegi takmarkar nokkuð viðbrögðin þar, og að því marki sem sjávarútvegsfyrirtæki kunna að hafa brugðist við með því að selja af birgðum er ekki um varanlegan vöxt að ræða. Öðru máli kann að gegna um útflutning þjónustu, t.d. ferðaþjónustu, en af útflutningsgreinum hefur vöxtur þjónustu haft mest áhrif á hjöðnun viðskiptahallans. Erfitt er að greina á milli þáttar gengis, rauntekna og mettnar eftir undangengna fjárfestingarbylgju á samdrátt innflutnings. Vegna þess að tölur hluti innflutnings neysluvöru samanstandur af varanlegri neysluvöru, en neysla hennar dregst jafnan meira saman í niðursveiflum en neysla annarrar vöru, má ætla að samdráttur innflutnings hefði orðið verulegur jafnvel án gengislækkunarinnar, þótt hún hafi flýtt aðlögun, en ekki síst vegna þess að mikil lækkun gengis hefur í för með sér rýrari kaupmátt en ella og hefur áhrif á væntingar.

Vöxtur peningamagns og sparifjár er enn umfram jafnvægisvöxt

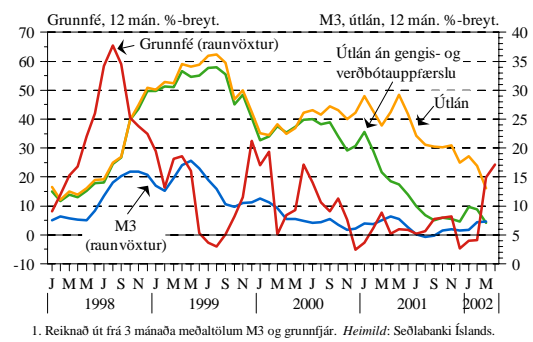
Þrátt fyrir greinilegan samdrátt innlendrar eftirspurnar hefur vöxtur peningamagns og sparifjár (M3) til þessa verið meiri en til lengdar samrýmist stöðugleika og lítilli verðbólgu. Á tólf mánuðum til loka

mars jókst M3 um 15,3%, eða um 7,3% að raungildi miðað við hækkun vísitölu neysluverðs á sama tímabili. Fyrstu þrjú mánuði ársins var vöxtur M3 svipaður og á sama tíma í fyrra, eða sem samsvarar 22% á ársgrundvelli. Þetta felur í sér meiri raunvöxt en á síðasta ári, en það ár hækkaði verðlag meira yfir fyrsta ársfjórðung en nú.

Sterkt langtímasamband er á milli vaxtar peningamagns og sparifjár og vaxtar nafnvirðis landsframleiðslu, sem líta má á sem summum hagvaxtar og verðbólgu. Við fyrstu skoðun mætti því ætla að mikill vöxtur M3 að undanförmu sé áhyggjuefni þar sem hann gefi annaðhvort vísibendingu um að framleiðsluspenna sé lítið að hjaðna, eins og flestar aðrar stærðir benda til, eða að framundan sé meiri verðbólga en reiknað er með í fyrirliggjandi spám. Þannig benti 5-6% raunvöxtur M3 lengst af á síðasta ári til að hagvöxtur væri ekki eins lítill og ýmsir töldu um mitt ár, enda kom síðar í ljós að hann var a.m.k. 3%. Hins vegar verður að túlka breytingar peningamagns yfir stutt tímabil af varúð. Mikil aukning peningamagns og sparifjár að undanförmu gæti þannig samrýmt minni eftirspurn og hjöðnun framleiðsluspennu ef hún er birtingarmynd aukins sparnaðar sem í fyrstu umferð finnur sér farveg í innstæðum í bankakerfinu, en þær eru meginuppi- staðan í M3. Það styður þessa túlkun að hvort sem lítið er til síðustu tólf mánaða eða þess sem líðið er af þessu ári má rekja vöxt innstæðna innlánsstofnana að mestu leyti til verðtrygðra innstæðna og annars bundins sparifjár. Það styður þessa túlkun einnig að grunnfé, sem er besti mælikvarðinn á lausafjárframboð Seðlabankans, dróst saman að raungildi þar til að það tók mikinn kipp í mars. Það hefur reyndar gengið til baka í apríl, sem sést þó ekki enn á mynd 13 vegna hreyfanlegs meðaltals. Það, ásamt tiltölu- lega háum peningamarkaðsvöxtum bendir ekki til að aukning peningamagns og sparifjár eigi rætur að rekja til hefðbundins verðbólguþvöðvandi peninga- framboðs af hálfu Seðlabankans. Vöxtur peninga- magns og sparifjár ætti því að hjaðna á næstu mánu- ðum þegar dregur úr tekjuaukningu og verðbólgu. Uppgreiðsla fyrirtækja á erlendum skuldum og aukinn sparnaður heimila utan bankakerfisins, í formi uppgreiðslu skulda eða aukinnar verðbrefa- fjárfestingar ætti einnig að stuðla að því sama. Það gæti þá verið viðvörunarmerki um meiri vöxt nafn- virðis landsframleiðslu á næstunni eða lægra sparn-

Mynd 14

Raunvöxtur peningamagns (M3) og grunnfjár¹ og vöxtur útlána janúar 1998 - apríl 2002



1. Reiknað út frá 3 mánaða meðaltölum M3 og grunnfjár. Heimild: Seðlabanki Íslands.

aðarstig heimila og fyrirtækja ef þetta gengur ekki eftir.

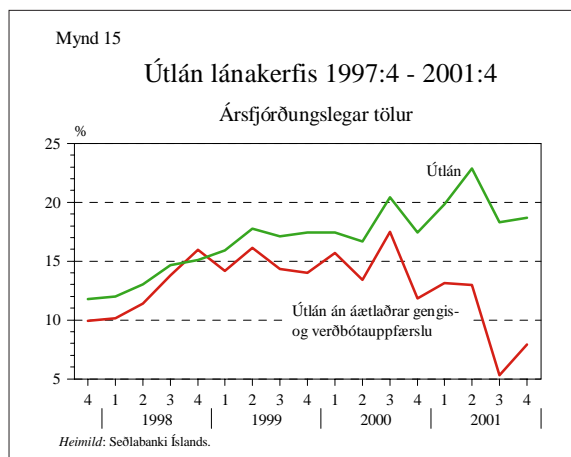
Útlánþensla innlánsstofnana er að fullu hjöðnuð

Samfara gengislækkun krónunnar og aukinni verðbólgu á síðustu mánuðum hafði stofn útlána innlánsstofnana tilhneigingu til að aukast óháð því hvort þessar stofnanir voru að veita ný útlán eða ekki, því að gengis- og verðtrygð lán hækkuðu að nafnvirði í takt við verðhækkun gjaldmiðla eða verðvísitölur sem þau voru bundin. Án þessarar uppfærslu fór tólf mánaða vöxtur útlána innlánsstofnana stöðugt lækkandi á síðasta ári og var í lok árs orðinn tæplega 7½%. Þessi þróun hefur haldið áfram á þessu ári. Nýlega hefur hins vegar brugðið svo við að gengi krónunnar hefur hækkað og hækkun vísitölu neysluverðs hefur verið lítil það sem af er árinu. Að nafnvirði og á ársvarða lækkuðu því útlán innlánsstofnana um rúm 4% á fyrstu þrem mánuðum ársins, en án áhrifa gengis- og verðbreytinga hækkuðu þau um tæp 2½% umreiknað til ársbreytingar. Útlánþensla innlánsstofnana á síðustu misserum er því nánast að fullu hjöðnuð.

Sé lítið á lánakerfið í heild er ekki enn ljóst að hægt sé að fullyrða hið sama. Aðrar lánastofnanir tóku að nokkru upp slakann í útlánavexti innlánsstofnana á síðasta ári. Til dæmis jukust sjóðfélagalán lífeyrissjóða um nærri 28% á tólf mánuðum til loka febrúar sem samsvarar um 17% raunvexti.⁸ Heldur virðist þó hafa dregið úr aukningunni síðustu mánuði

8. Líklegt er að hluti þeirrar aukningar stafi af skuldbreytingum óhagstæðari lána.

Því að frá áramótum hefur hún samsvarað nærri 12% ársvexti umfram verðbólgu. Aukning útlána Íbúðalánasjóðs hefur einnig verið mikil, en þau jukust um 19% á síðasta ári eða um rúmlega 9½% að raungildi. Í heild jukust útlán lánakerfisins um 18½% á síðasta ári en án gengis- og verðuppfærslu um nærri 8%. Öfugt við innlánsstofnanir fela þessar tölur í sér að útlánaaukning lánakerfisins óx nokkuð síðan sl. haust en í lok september nam tólf mánaða aukning útlána þess 17½% eða tæplega 5½% án gengis- og verðuppfærslu. Þetta er að sönnu minni aukning útlána en átti sér stað á árunum 1998-2000, en eigi að síður meiri vöxtur en ætla má að verði þegar eftirspurnar- og framleiðsluspenna er að fullu hjöðnuð.

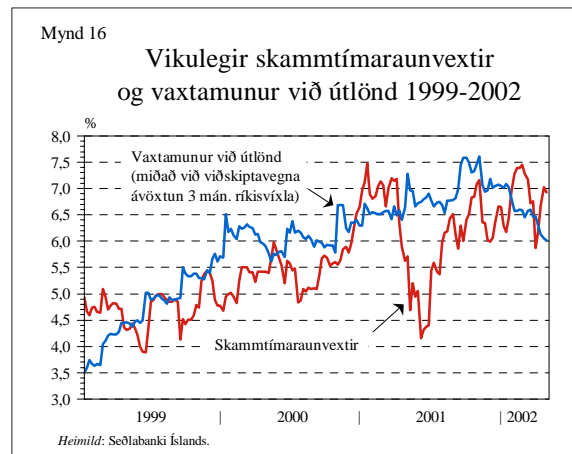


Aðhald peningastefnunnar enn mikið þrátt fyrir lækkun Seðlabankavaxta í mars og apríl

Seðlabankinn tilkynnti um lækkun stýrivaxta um ½ prósentu niður í 9,6% þann 26. mars sl. Um þær mundir var verðbólguálag ríkisskuldabréfa með u.þ.b. 1½ árs líftíma 3,1% en hafði reyndar verið heldur minna mestallan febrúar og fram í miðjan mars. Miðað við verðbólguálagið voru raunstýrivextir Seðlabankans tæplega 6½% eftir vaxtalækkunina, eða svipaðir og þeir voru þegar gengið var frá verðbólguþá í síðasta hefti *Peningamála*. Með lægra verðbólguálagi í febrúar og fyrri hluta mars hækkuðu raunstýrivextir Seðlabankans um hríð yfir 7%. Verðbólguálagið lækkaði verulega upp úr miðjum apríl í framhaldi af hagstæðri mælingu vísitölu neysluverðs og styrkingu á gengi krónunnar. Þann 23. apríl fór það niður fyrir 2½% sem fól í sér

að raunstýrivextir Seðlabankans mældir með því fóru á ný upp fyrir 7%. Seðlabankinn tilkynnti síðan um 0,3 prósentna vaxtalækkun þann 30. apríl. Við það lækkuðu stýrivextir bankans í 9,3% frá 7. maí. Miðað við verðbólguálag ríkisskuldabréfa í lok apríl voru stýrivextirnir samt sem áður enn rétt rúmlega 7%.

Verðbólguálag ríkisskuldabréfa er ekki óyggjandi mælikvarði á verðbólguvæntingum og þar með á raunstýrivexti Seðlabankans. Verðbólguálagið sveiflast meira á stuttum tíma en hægt er að ætla að verðbólguhorfur til lengri tíma séu að breytast. Annar möguleiki á að meta raunstýrivexti Seðlabankans, og þar með aðhaldsstig peningastefnunnar, er að skoða verðbólguþá. Í verðbólguþá sem kynnt var til sögunnar hér að framan er gert ráð fyrir 3,2% verðbólgu eitt ár fram í tímann. Miðað við þá verðbólgu eru raunvextir Seðlabankans í byrjun maí um 5,9% samanborið við 6,1% í byrjun febrúar, ef beitt er sömu aðferð. Miðað við að ætla má að jafnvægisraunvextir séu varla hærri en 4% er ljóst að peningastefnan er enn töluvert aðhaldssöm á þennan mælikvarða og nokkuð vantar upp á að stýrivextir bankans séu komnir í hlutlausu stöðu, hvað þá að um örvun efnahagsstarfseminnar sé að ræða (sjá nánar rammagrein 5 um svokallaða Taylor-reglu).



Hvort sem lítið er á verðbólguálag ríkisskuldabréfa eða verðbólguþá er niðurstaðan sú að aðhald peningastefnunnar hefur slaknað tiltölulega lítið þrátt fyrir vaxtalækkunir bankans í mars og apríl. Það rennir enn frekari stoðum undir þessa niðurstöðu að gengi krónunnar sem miðað er við í núverandi verðbólguþá er 5,1% herra en miðað var við í spá bank-

ans í febrúar og 2,8% hærra en þegar vaxtalækkun bankans var tilkynnt undir lok mars. Þessi gengishækkun hefur átt sér stað þrátt fyrir að nafnvaxtamenur gagnvart útlöndum hafi minnkað um eina prósentu frá upphafi ársins. Á móti kemur að vextir á peningamarkaði hafa lækkað nokkuð að undanfögnu umfram lækkun stýrivaxta Seðlabankans og hefur það svipuð áhrif og slökun í peningamálum. Á sömu sveif leggst hækkun hlutabréfaverðs en í lok apríl var þingvísitala aðallista á Verðbréfaþingi Íslands 7,1% hærra en í lok janúar. Verðtryggðir vextir hafa enn sem komið er ekki lækkað þrátt fyrir hagvaxtarhorfur. Reyndar voru vextir bæði 25 ára húsbrefa og 15 ára spariskírteina nokkrum hærra í lok apríl en í lok janúar, eða 6% á húsbrefum m.v. 5,8% í janúar og 5,4% á spariskírteinum m.v. 5,2% í janúar. Á heildina litið ættu fjármálaleg skilyrði því ekki að örva einkaneyslu eða fjárfestingu.

Verðbólguþáin og greining á ástandi og horfum í efnahagsmálum sem hér hefur verið kynnt styður þá

niðurstöðu að frekari lækkun stýrivaxta Seðlabankans sé framundan á næstu mánuðum. Mestu máli skiptir að spáin gerir ráð fyrir því að verðbólga verði komin vel inn fyrir þolmörk fyrir lok þessa árs, að verðbólguþáin Seðlabankans muni nást á næsta ári og að verðbólgan fari að óbreyttu niður fyrir markmiðið á næstu tveimur árum. Æ sterkari vísendingar um að spennan sem var í hagkerfinu sé að snúast í slaka stuðlar að þessari þróun. Samdráttarmerkin eru reyndar nú svo öflug að ef ekki hefði komið til verðbólguþáin undanfarna mánaða væru full rök fyrir lægri vöxtum Seðlabankans en nú er. Verkefni peningastjórnunar á næstunni verður að tryggja að verðbólguþáin Seðlabankans náist án þess að samdrátturinn í þjóðarþúskaðum verði meiri en nauðsynlegt er. Tímasetningar og umfang frekari vaxtalækkana ráðast hins vegar eins og endranær af framvindunni. Á allra næstu vikum skiptir þar mestu hvort endanlega verður eitt óvissu nú í maí og launalið kjarasamninga verði ekki sagt upp.

Rammi 5 Stýrivextir seðlabanka samkvæmt reglu Taylors

Allt frá því að John Taylor (1993) sýndi fram á að vaxtaákvæðanir Seðlabanka Bandaríkjanna á tímabilinu 1987-1992 mátti að stórum hluta skýra með samtímagildi verðbólgu og framleiðsluspennu hafa vinsældir svokallaðra Taylor-reglna aukist í fræðilegri og almennri umfjöllun um stjórn peningamála. Það form Taylor-reglu sem er einna algengast byggist á því að stýrivextir seðlabanka víki frá jafnvægisvöxtum eftir því sem verðbólga vikir frá verðbólguþáin og eftirspurn vikir frá framleiðsluþáin. Jafnvægisvextir eru hins vegar samsettir úr náttúrulegum raunvöxtum og verðbólguþáin.

Stærðfræðilega má skrifa Taylor-regluna með eftirfarandi hætti:

$$i_t = (r^* + \pi^*) + \beta(\pi_t - \pi^*) + \gamma x_t$$

þar sem i_t eru stýrivextir seðlabankans, π^* er verðbólguþáin seðlabankans, π_t er verðbólga, og x_t er framleiðsluspenna hagkerfisins, þ.e. landsframleiðsla umfram framleiðsluþáin. r^* er það sem kallað er náttúrulegir raunvextir, þ.e. það raunvaxtastig sem

endurspeglar innra og ytra jafnvægi í hagkerfinu. Það ræðst meðal annars af raunþáttum eins og framleiðni fjármagns, sparnaðarstigi og langtímavexti framleiðsluþáin.

Samkvæmt þessari einföldu reglu ráðast stýrivextir seðlabankans af fjórum þáttum. Fyrstu tveir þættirnir eru náttúrulegir raunvextir hagkerfisins og verðbólguþáin. Saman mynda þessir þættir grunnviðmiðun fyrir nafnstýrivexti seðlabanka. Þriðji þátturinn leiðrétir þetta grunnviðmiðunarstig vaxta fyrir frávikum verðbólgu frá verðbólguþáin. Sé verðbólga meiri en markmiðið leiðir reglan til þess að seðlabankinn hækki vexti umfram grunnviðmiðunina. Að lokum er grunnviðmiðunarstig vaxta leiðrétit fyrir frávikum raunverulegrar framleiðslu frá framleiðsluþáin hagkerfisins. Sé jákvæð framleiðsluspenna í hagkerfinu eru framleiðsluþættir hagkerfisins ofnýttir og hættan á verðbólguþrýstingi eykst. Hið gagnstæða á sér stað séu framleiðsluþættir hagkerfisins vannýttir og framleiðslulaki er til staðar. Þegar verðbólga er jöfn verðbólguþáin og framleiðsla er jöfn framleiðsluþáin verða jafnvægisnafnvextir seðlabanka samkvæmt

reglunni einfaldlega summan af náttúrulegum raunvöxtum og verðbólgu markmiðinu. Líta má á þessa vexti sem hlutlaus í samhengi reglunnar.

Til að hægt sé að nota Taylor-regluna verður að ákveða náttúrulega raunvexti og stikana á fráviki verðbólgu frá markmiði og á framleiðsluspennu. Í grein sinni frá 1993 komst Taylor að því að svipuð regla, þar sem $r^* = \pi^* = 2\%$, $\beta = 1\frac{1}{2}$ og $\gamma = \frac{1}{2}$, náði að lýsa vaxtaákvörðunum Seðlabanka Bandaríkjanna á árunum 1987-1992 ótrúlega vel. Með ólíkindum þótti að hægt væri að lýsa jafn flóknu ferli og stjórn peningamála í Bandaríkjunum er með jafn einfaldri reglu. Aðrar rannsóknir hafa fylgt í kjölfarið sem sýna að þessi sama regla lýsir einnig hegðun seðlabanka annarra landa (t.d. Englandsbanka eftir að hann tók upp verðbólgu markmið, Nelson (2001), og seðlabanka Japans, Þýskalands, Frakklands og Ítalíu, Clarida, Galí og Gertler (1998)). Þar sem þessi regla hefur getað lýst tímabilum þar sem stjórn peningamála hefur þótt takast vel hefur þeirri skoðun vaxið fylgi að regla Taylors, eða útfærslur á henni, gefi almennt góða vísendingu um heppileg viðbrögð stjórnar peningamála við þróun efnahagsmála.

Heppilegir stikar fyrir Taylor-regluna eru líklega háðir tíma og rúmi. Þannig má færa fyrir því rök að land eins og Ísland sem gæti vaxið hraðar en bandaríska hagkerfið til lengdar þurfi m.a. af þeim sökum að búa við hærri raunvexti um langa hríð ef jafnvægi á að ríkja í þjóðarbúskapnum. Náttúrulegir raunvextir verða þá hærri en t.d. í Bandaríkjunum. Þá gætu stikar við verðbólgufrávík og framleiðsluspennu verið aðrir. Þó virðist ávallt gilda að til þess að reglan skili verðbólgu sem samrýmist verðbólgu markmiðinu þarf $\beta > 1$. Ástæðan er sú að β endurspeglar viðbrögð nafnstýrivaxta við hækkun verðbólgu. Sé $\beta < 1$ mun hækkun stýrivaxta aldrei ná að vega upp hækkun verðbólgu þannig að raunvextir lækka í stað þess að hækka. Seðlabankinn mun því aldrei ná að kveða niður umframeftirspurnina sem orsakaði verðbólguhækkunina og verðbólgu markmiðið mun því aldrei nást. Í því tilviki mundi Taylor-reglan vera óstöðug og ekki tryggja peningastefnunni peningalegt akkeri.

Þrátt fyrir margvíslega kosti hefur Taylor-reglan einnig ýmsa galla sem gera hana erfiða í notkun sem leiðarvísi við raunverulegar vaxtaávarðanir seðlabanka. Í fyrsta lagi er hún í raun of einföld til að endur-

spegla allar upplýsingar sem seðlabankar líta til við vaxtaávarðanir. Líklegt er að seðlabankar vilji nýta aðrar upplýsingar sem ekki endurspeglast með skýrum hætti í Taylor-reglunni, svo sem um þróun gengis gjaldmiðla, annarra eignaverða, peningamagns og útlána. Í öðru lagi er ekki ljóst hverjir viðbragðsstikar Taylor-reglunnar eiga að vera á hverjum tíma og töluverð óvissa ríkir um náttúrulega raunvexti. Að sama skapi er ekki ljóst hvaða mælikvarða á verðbólgu og framleiðsluspennu á að miða við og hver tímasetning þessara stærða á að vera. Verðbólgu er hægt að mæla á marga vegu: t.d. liðna 12 mánaða breytingu og ársfjórðungslegar breytingar milli ára og að sama skapi koma margar verðvísitölur til greina: vísitala neysluverðlags, undirliggjandi verðlag og verðvísitala vergrar landsframleiðslu. Þá er ekki ljóst hvort notast á við samtímagildi liðinnar verðbólgu, tafða verðbólgu eða spáða verðbólgu og ef spáð verðbólga er notuð, hversu langt fram í tímann sú spá á að vera. Sams konar spurningar koma einnig upp hvað varðar framleiðsluspennuna sem þar að auki er ekki mælanleg stærð heldur þarf að meta hana með tölfræðilegum aðferðum. Slíku mati fylgir mikil óvissa, enda endurskoðun á sögulegum gögnum um framleiðsluspennu tíð. Að lokum má nefna að Taylor-reglan í sínu einfaldasta formi tekur ekki tillit til þeirrar tilhneigingar seðlabanka að jafna sveiflur í vöxtum sem m.a. virðist byggjast á því verkefni þeirra að taka tillit til fjármálastöðugleika og stuðla að virkum fjármálamörkuðum, auk þess að endurspegla nauðsyn þess að framkvæma aðgerðir frekar í fleiri smærri skrefum en einu stóru skrefi vegna óvissu um áhrif aðgerða.

Meðal annars af ofangreindum orsökum notast seðlabankar yfirleitt ekki beint við Taylor-regluna við ákvarðanir í peningamálum. Reglan getur hins vegar reynst gagnleg á aðra vegu. T.d. geta seðlabankar notast við hana innanhúss sem eitt af mörgum mats-tækjum við ákvörðun vaxta. Hægt er nota regluna sem upphafspunkt ákvörðunarferlis og hægt væri að bera Taylor-regluna saman við raunverulegar vaxtaávarðanir til að átta sig á því hvaða ástæður eru fyrir því að vaxtaferillinn er ekki í takt við þann feril sem reglan gefur til kynna. Með þessu gæti seðlabanki styrkt vaxtaákvörðunarferlið enn frekar. Þar að auki geta seðlabankar notað regluna við spágerð sína og mat áhrifa mismunandi efnahagsatburða á hagkerfið og

viðbragða stjórnar peningamála sem óhjákvæmilega þurfa að fylgja. Dæmi um þetta er notkun Seðlabanka Íslands á reglunni við mat á viðbrögðum peningastefnunnar við Reyðarálsverkefnum (sjá viðauka 1 á bls. 26). Að lokum geta seðlabankar notað Taylor-regluna sem hagnýtt tæki til að skerpa á umræðunni um stjórn peningamála og uppfærða almenning og stjórnvöld um þau viðfangsefni sem snúa að stjórn peningamála og hjálpa þeim til að skilja betur vaxta-ákvörðunarferlið.

Að lokum verða hér tekin örfá talnaleg dæmi um beitingu reglunnar hér á landi. Lauslega má ætla að náttúrulegir raunvextir hér á landi gætu legið á bilinu 3-4%, en það er nokkru hærra en yfirleitt er reiknað með í stórum iðnríkjum. Miðað við 2½% verðbólgu-markmið verða jafnvægisnafnvextir Seðlabankans þá 5½-6½%, þ.e. þeir vextir sem byggjast á því að verðbólga sé á markmiðinu og að hvorki sé til staðar framleiðsluspenna né -slaki. Þessar tölur gefa því vísbendingu um í hvaða átt nafnvextir Seðlabankans gætu hniðið þegar verðbólga og framleiðsluspenna hjaðna.

Annað dæmi lýtur að vöxtum Seðlabankans á síðasta ári. Verðbólga fór þá á tímabili yfir 9% og framleiðsluspenna á árinu er metin hafa verið 3%. Séu þessar tölur settar inn í Taylor-regluna fást í kringum 17% nafnvextir Seðlabankans. Vextir bankans á árinu urðu hins vegar hæstir 11,4% frá nóvember 2000 til loka mars 2001. Jafnvel þótt tekin væri hækkun verðlags milli árunna 2000 og 2001, sem var nokkru lægri, fást 13-14% nafnvextir. Þótt taka verði þessum

niðurstöðum með fyrirvara, m.a. vegna þess að ekki er tekið tillit til eðlilegrar útjöfnunar í sveiflum vaxta, undirstrika þær eigi að síður að auðveldara er að halda því fram að vextir bankans hafi verið of lágir en of háir á síðasta ári þrátt fyrir mjög útbreidda skoðun um hið gagnstæða.

Lokadæmið sem hér er tekið lýtur að stöðunni um þessar mundir. Framleiðsluspenna snýst samkvæmt spám í lítilsháttar slaka á þessu ári. Undirliggjandi verðbólga síðustu mánuði er líklega u.þ.b. 4%. Eitt ár fram í tímann er verðbólguþá bankans rúmlega 3%. Séu þessar tölur settar inn í Taylor-regluna fást nafnvextir á bilinu 7-8½%. Þetta gefur vísbendingu um hvert nafnvextir Seðlabankans gætu stefnt á komandi mánuðum þegar óvissu um framlengingu kjarasamninga hefur verið eytt og verðbólga hjaðnar í samræmi við spána. Rétt er að taka fram að hér er aðeins um reiknidæmi að ræða. Raunverulegar ákvarðanir í peningamálum og tímasetningar þeirra byggjast alltaf á mun flóknara mati, sbr. umfjöllunina hér að ofan.

Heimildir

- Clarida, R., J. Galí og M. Gertler (1998), „Monetary policy rules in practice – Some international evidence“, *European Economic Review*, 42, 1033-1067.
- Nelson, E., (2001), „UK monetary policy 1972-97: A guide using Taylor rules“, *CEPR Discussion Paper Series*, nr. 2931.
- Taylor, J. B., (1993), „Discretion versus policy rules in practice“, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.

Viðauki 1 Viðbrögð peningastefnunnar við Noral-verkefninu

Í febrúar sl. var lögð fram á Alþingi fyrirspurn til forsætisráðherra um mögulegar mótvægisáðgerðir Seðlabanka Íslands vegna áhrifa Noral-verkefnisins á innlenda eftirspurn og verðbólgu (þingskjal nr. 726 - 455. mál). Í svari bankans kom fram að stýrivextir bankans þyrftu að hækka nokkuð í upphafi og á fyrri hluta framkvæmda til að slá á spennu og verðbólgu sem óhjákvæmilega mundi fylgja svo stórfelldum búhnykk fyrir íslenskt efnahagslíf.

Þrátt fyrir að þessum framkvæmdum hafi verið frestað um óákveðinn tíma er eðlilegt að skýra þá hugsun sem var að baki þessu svari þar sem í því endurspeglast mikilvægir þættir sem undirbyggja ákvarðanir í stjórn peningamála hverju sinni og munu því einnig endurspegla viðbrögð bankans við öðrum búhnykkjum eða búsisfjum sem hefðu jafn viðamikil áhrif og áætlað var að Noral-verkefnið hefði.

Eins og fram kom í svari bankans hafði bankinn ekki möguleika á því að leggja sjálfstætt mat á efnahagsleg áhrif verkefnisins innan þess tímaramma sem honum var settur, auk þess sem hann hafði ekki aðgang að öllum gögnum sem nauðsynleg voru til að leggja sjálfstætt mat á þjóðhagsleg áhrif verkefnisins. Af þeim ástæðum byggðist svar bankans í veigamiklum atriðum á fyrri athugunum Þjóðhagsstofnunar á áhrifum verkefnisins á innlent efnahagslíf. Það er því mikilvægt að hafa í huga að Seðlabankinn tók niðurstöður Þjóðhagsstofnunar sem gefnar og lagði ekki sjálfstætt mat á þær.

Í útreikningum bankans var því í öllum meginatriðum byggt á mati Þjóðhagsstofnunar á áhrifum verkefnisins á verðbólgu og framleiðsluspennu að gefinni óbreyttri stefnu í ríkis- og peningamálum. Verkefni bankans var síðan að leggja mat á líkleg viðbrögð peningastefnunnar við áhrifum þessa verkefnis á innlent efnahagslíf að gefnum áhrifum peningastefnunnar á hagkerfið. Verðbólgu- og framleiðsluspennuferlar þess dæmis sem Seðlabankinn reiknaði út eru því ekki þeir sömu og í útreikningum Þjóðhagsstofnunar. Aðalástæðan er sú að stofnunin gerði ekki ráð fyrir peningastefnulegum viðbrögðum, en vaxtahækkun bankans vegna framkvæmdanna dregur úr þeirri framleiðsluspennu og verðbólgu sem ella kæmi fram. Hins vegar er eins og í dæmi Þjóð-

hagsstofnunar reiknað með óbreyttri ríkisfjármála-stefnu. Peningastefnan ber því allt álagið af sveiflujöfnun vegna framkvæmdanna í dæmi bankans. Hefði verið reiknað með viðbrögðum í ríkisfjármálum, t.d. minni útgjöldum meðan á framkvæmdum stæði, þyrftu viðbrögð peningastefnunnar ekki að verða eins harkaleg.

Við mat á viðbrögðum peningastefnunnar við áhrifum Noral-verkefnisins á innlent efnahagslíf var notast við svokallaða Taylor-reglu sem er einföld lýsing á viðbrögðum stýrivaxta seðlabanka við þróun verðbólgu og framleiðsluspennu (sjá umfjöllun í rammagrein 5 á bls. 23). Samkvæmt þessari reglu hækkar seðlabankinn stýrivexti sína umfram ákveðið jafnvægisvaxtastig ef verðbólga er meiri en verðbólguþröskulur bankans og ef framleiðsluspenna er í hagkerfinu, þar sem framleiðsluspenna er vísbending um hættu á aukinni verðbólgu í framtíðinni. Þessi regla hefur þótt lýsa vel vaxtaákvörðunarferli helstu seðlabanka í heiminum á tímum þar sem vel hefur til tekist við stjórn peningamála og er iðulega notuð við að áætla viðbrögð peningastefnunnar við búhnykkjum eða búsisfjum.

Við mat á frávikum stýrivaxta bankans frá jafnvægisstýrivöxtum var því lagt út frá mati Þjóðhagsstofnunar og viðbrögð hagkerfisins við vaxtabreytingum bankans metin út frá niðurstöðum margvíðs tímaraðalíkans um áhrif stýrivaxta bankans á eftirspurn og verðbólgu sem fjallað er um í grein Þórarins G. Péturssonar í *Peningamálum* 2001/4.¹ Þeir útreikningar miðast við að peningastefnan fari fyrst að hafa áhrif á eftirspurn og verðbólgu eftir u.þ.b. 1 ár og að áhrifin fjari smám saman út og séu svo til alveg horfin eftir um 4-5 ár.

Við matið á Taylor-reglunni voru reiknaðir út átta mismunandi ferlar fyrir stýrivexti Seðlabankans miðað við mismunandi forsendur að því er varðar áhrif framkvæmdanna á framleiðsluspennu í hagkerfinu og nákvæma útfærslu Taylor-reglunnar. Þannig var ýmist gert ráð fyrir því að framkvæmdin slægi að fullu út í framleiðsluspennu eða að hún

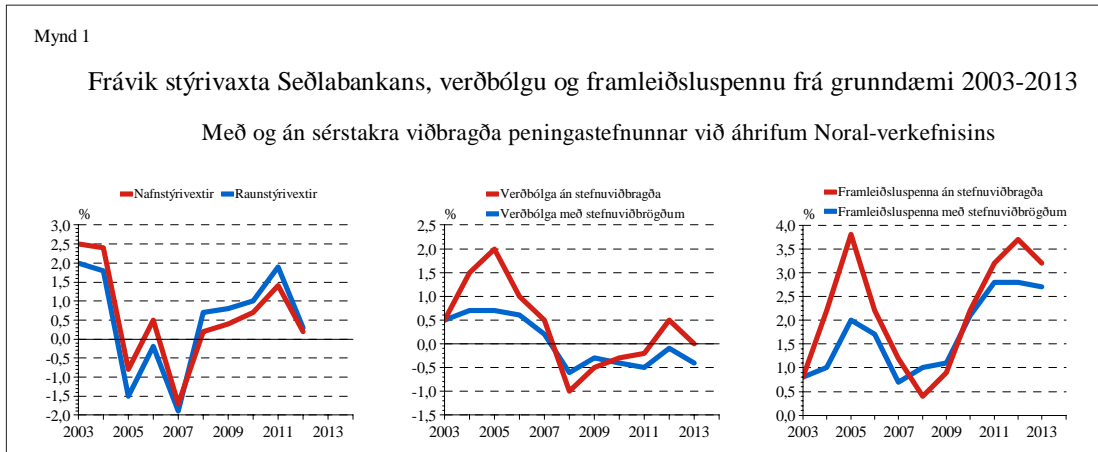
1. Þórarinn G. Pétursson, „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál*, 2001/4, bls. 59-74. Notast er við Okun-sambandið með stíkanum 0,3 til að fá út áhrif vaxtabreytinga á landsframleiðslu í stað atvinnu.

gæti haft tímabundin áhrif á framleiðslugetu hagkerfisins þannig að áhrifin kæmu ekki að fullu fram sem aukin framleiðsluspenna, t.d. vegna tímabundins innflutnings erlends vinnuafis. Í því tilviki var gert ráð fyrir helmingi áhrifum á framleiðsluspennu hagkerfisins. Við útfærslu Taylor-reglunnar var ýmist gert ráð fyrir því að Seðlabankinn tæki ákvarðanir út frá samtímaþróun stærðanna eða spá um þær eitt ár fram í tímann.² Þá var gert ráð fyrir því að Seðlabankinn vildi jafna sveiflur í vöxtum þannig að hann horfði einnig til gildandi vaxtastigs við ákvörðun stýrivaxta og vildi fremur breyta vöxtum í fleiri stórum skrefum en að taka breytinguna í einu stóru skrefi. Fyrir þessu eru bæði fræðileg rök og reynslurök, eins og fjallað er um í áður nefndri rammagrein.

Miðað við meðaltal mismunandi Taylor-reglna, þar sem byggt er á þróun verðbólgu og framleiðsluspennu eitt ár fram í tímann, hefðu stýrivextir Seðlabankans þurft að vera u.þ.b. 2½ prósentum hærrí en í grunnþæminu á árunum 2003-4. Raunstýrivextir bankans yrðu því um 2 prósentum hærrí en í grunnþæminu á þessum árum. Vegna þess að í grunnþæminu er gert ráð fyrir töluverðum viðsnúningi í

hagkerfinu 2007-8, byrjaði bankinn að slaka á aðhaldi peningastefnunnar upp úr 2005 og á árunum 2005-7 væru stýrivextir hans að meðaltali u.þ.b. ½-1 prósentu lægri en í grunnþæminu, sem gerir um 1-1½ prósentu lægri raunstýrivexti. Árið 2008 ykist aðhald peningastefnunnar smám saman aftur og á árunum 2008-12 yrðu vextir bankans að meðaltali u.þ.b. ½-1 prósentu hærrí en í grunnþæminu, sem gerir 1-1½ prósentu hærrí raunstýrivexti.

Með þessum vaxtaákvörðunum næði bankinn að draga úr spennu og verðbólgu miðað við dæmi Þjóðhagsstofnunar. Þannig yrði verðbólga ávallt innan ±1½% þolmarka verðbólguþolmiðs Seðlabankans en í dæmi Þjóðhagsstofnunar var gert ráð fyrir því að verðbólga færi tímabundið út fyrir þau. Viðbrögð Seðlabankans gerðu það einnig að verkum að sveiflur í verðbólgu og framleiðsluspennu yrðu talsvert minni en í dæmi Þjóðhagsstofnunar. Í því dæmi var staðalfrávik verðbólgu á tímabilinu 2003-2013 um 1% en aðeins ½% þegar tekið er tillit til viðbragða peningastefnunnar. Staðalfrávik framleiðsluspennu er í dæmi Þjóðhagsstofnunar um 1,2% en um 0,8% þegar tekið er tillit til viðbragða peningastefnunnar.



2. Í raun er ekki um spá að ræða heldur er gert ráð fyrir að bankinn þekki þróun þessara stærða með fullri vissu. Niðurstöðurnar gefa til kynna að með því að bregðast við framtíðarstærðum í stað þess að horfa til samtímastærða takist bankanum betur til við að draga úr sveiflum í verðbólgu og framleiðsluspennu. Í raunveruleikanum hefur bankinn ekki slíkar upplýsingar og því er ekki ljóst hvort reynist betur. Niðurstöður rannsókna eru nokkuð misvísandi en yfirleitt er Taylor-reglan skilgreind út frá samtímastærðum, enda þykja þær yfirleitt góðar spá-stærðir fyrir framtíðarþróun þessara stærða. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein 5 á bls. 23-25.

Meðfylgjandi mynd sýnir þróun nafn- og raunstýrivaxta Seðlabankans umfram grunnþæmi og frávik verðbólgu og framleiðsluspennu frá grunnþæmi samkvæmt útreikningum Þjóðhagsstofnunar, þar sem ekki er gert ráð fyrir sérstökum viðbrögðum peningastefnunnar, og þeim útreikningum sem fjallað er um hér, þar sem tekið er tillit til mögulegra viðbragða peningastefnunnar.

Frávik stýrivaxta Seðlabankans, verðbólgu og framleiðsluspennu frá grunndæmi 2003-2013 með og án sérstakra viðbragða peningastefnunnar við áhrifum Noral-verkefnisins

Nauðsynlegt er að hafa í huga að þessir útreikningar gefa einungis til kynna möguleg viðbrögð peningastefnunnar við búhnykk af þeirri stærðargráðu sem Noral-verkefnið er. Þeir eru því einungis til viðmiðunar. Við raunverulegar aðstæður þarf Seðlabankinn að meta mun fleiri þætti en endurspeglast í hinni einföldu Taylor-reglu sem undirbyggir hinar tölulegu niðurstöður. Þessar niðurstöður gefa þó til kynna að framkvæmdir eins og Noral-verkefnið myndu hafa í för með sér töluvert álag á peningastefnu, sérstaklega ef ekki fylgdu með aðgerðir í ríkisfjármálum til að draga úr eftirspurnarþrýstingnum sem óhjákvæmilega fylgja verkefni af þessari stærðargráðu. Fyrstu árin er peningastefnan að glíma við hefðbundna eftirspurnarþenslu, þ.e. þar sem verðbólga og framleiðsluspenna aukast. Viðbrögðin við þessari spennu eru hefðbundin, aðhald peningastefnunnar er aukið og vextir hækkaðir á meðan umframeftirspurninni er eytt út úr hagkerfinu. Í ljósi tímatafa miðlunarfærlisins er hins vegar ljóst að Seðlabankinn þarf að byrja að auka aðhald peningastefnunnar nokkru áður en til raunverulegra framkvæmda kemur, sérstaklega ef þær hafa áhrif á væntingar almennings sem gæti orðið til þess að þjóðarútgjöld byrjuðu að aukast vegna verkefnisins áður en raunverulegar framkvæmdir hæfust. Samkvæmt mati Þjóðhagsstofnunar dregur töluvert úr spennu um miðbik tímabilsins en eykst aftur á seinni hluta þess. Viðbrögð peningastefnunnar eru aftur hefðbundin. Slakað er á aðhaldi í upphafi slakans og það aukið aftur þegar spennan eykst að nýju. Vegna tímatafa þarf bankinn að vera tilbúinn að draga úr aðhaldi nokkru áður en slakinn myndast og auka það aftur áður en spennan myndast að nýju. Þetta er auðvelt í útreikningum sem þessum þar sem bankinn hefur fulla vitneskju um viðsnúninginn og tímasetningu hans. Í raunveruleikanum yrði þetta augljóslega mun erfiðara viðfangs og hætt við því að álag á peningastefnuna yrði mikið.

Rétt er að ítreka að þessar niðurstöður eru háðar mikilli óvissu. Áhrif verkefnisins mundu að verulegu leyti ráðast af ástandi þjóðarþúskaþarins á þeim tíma sem framkvæmdir hefjast og öðrum ytri áhrifum sem þjóðarþúskaþarinn yrði fyrir á meðan á þeim stæði. Ef um-

talsverð spenna væri til staðar á innlendum vöru- og vinnumarkaði þegar framkvæmdir hæfust gætu áhrifin á innlenda verð- og launaþróun orðið mun meiri en hér er gert ráð fyrir.

Að sama skapi ríkir mikil óvissa um þann grunnferil sem niðurstöður Þjóðhagsstofnunar byggjast á. Hinn mikli viðsnúningur sem gert er ráð fyrir í dæmi hennar um miðbik tímabilsins, þar sem verðbólga minnkar töluvert þrátt fyrir að enn sé framleiðsluspenna fyrir í hagkerfinu, verður að teljast nokkuð ótrúverðugur. Þar sem byggt er á þessu mati í meginatriðum, hefur það óhjákvæmilega áhrif á þá útreikninga sem sýndir eru hér.

Sömuleiðis ríkir mikil óvissa um áhrif vaxtaaðgerða á verðbólgu og framleiðsluspennu og tímasetningu áhrifanna. Ljóst er að því minni sem áhrif aðgerða í peningamálum eru eða því lengur sem þau eru að koma fram, því meiri vaxtabreytinga er þörf. Að auki má nefna að í útreikningunum er ekki gert ráð fyrir mótvægisáðgerðum í ríkisfjármálum. Komi til slíkra aðgerða er líklegt að álagið á peningastefnuna verði minna en hér er greint frá.

Einn stærsti óvissuþátturinn tengist þó áhrifum framkvæmdanna og aðgerða í peningamálum sem fylgdu í kjölfarið á gengi krónunnar. Í útreikningum Þjóðhagsstofnunar er gert ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar, sem verður að teljast mjög ólíklegt þótt vissulega sé ákaflega erfitt að meta hver áhrifin yrðu í raun og veru, hvað þá að tímasetja þau með einhverri vissu. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað verulega snemma á framkvæmdatímanum og lækkað aftur síðar. Þessar gengissveiflur myndu líklega hafa umtalsverð áhrif á verðbólguþróunina og veruleg áhrif á raungengi og samkeppnisstöðu útflutnings- og samkeppnisgreina. Þetta hefði líklega töluvert áhrif á útreikninga Þjóðhagsstofnunar og þá útreikninga sem hér eru sýndir.

Að lokum má geta þess að í útreikningum Þjóðhagsstofnunar og þeim sem sýndir eru hér er gert ráð fyrir því að ekki komi til sérstakra áhrifa verkefnisins á væntingar almennings. Ef tekið er tillit til slíkra áhrifa er hugsanlegt að áhrif verkefnisins, og þar með viðbrögð peningastefnunnar, verði með nokkuð öðru móti en gert er ráð fyrir hér. Sem dæmi má nefna að vitneskja um þennan búhnykk gæti þannig orðið til að auka eftirspurn í hagkerfinu meira en sem nemur beinum áhrifum framkvæmdanna og gætu þessi áhrif komið fram áður en til beinna framkvæmda kemur.

Því gæti peningastefnan þurft að vera enn aðhalds- samari en hér kemur fram. Mikilvægt er að hafa í huga að um gríðarlega miklar framkvæmdir er að ræða sem erfitt með að meta áhrifin af með líkönum sem byggjast á sögulegri þróun þar sem lítið er um

söguleg fordæmi. Nóbelsverðlaunahafinn Robert Lucas hefur t.d. bent á takmarkanir hefðbundinna þjóðhagslíkana við að meta áhrif búhnykkja eða búsisfa sem eru líkleg til að hafa stórfelld áhrif á væntingar almennings.