

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

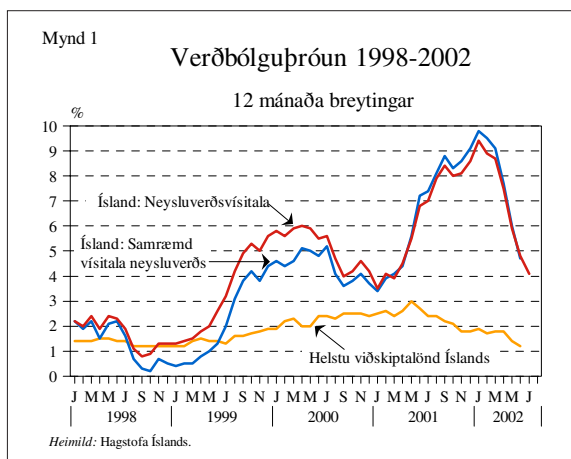
Verðbólgaumarkmiðið er í sjónmáli

Verðbólga hefur hjaðnað ört að undanförmu og er komin inn fyrir þolmörk verðbólgaumarkmiðsins. Undirliggjandi verðbólga síðustu mánaða er líklega í samræmi við verðbólgaumarkmið Seðlabankans. Verðbólgan er nú fyrst og fremst af innlendum toga. Verðbólguhorfur hafa enn batnað, aðallega vegna styrkingar gengis krónunnar. Nú er því spáð að verðbólgaumarkmið Seðlabankans náist þegar á þessu ári. Margt bendir til þess að botni efnahagslæðarinnar sé náð en mikil óvissa er um hversu sterk hugsanleg uppsveifla í kjölfar hennar verður. Ekki eru enn óræk merki um sterka uppsveiflu og líklegt að enn slakni á vinnumarkaði. Horfur í efnahagsmálum og hagstæð verðbólguþá gefa því fullt tilefni til áframhaldandi slökunar í peningamálum. Framkvæmdir tengdar stóriðju gætu hins vegar breytt stöðunni á komandi vetri.

Verðbólga er á hraðri niðurléið og komin inn fyrir þolmörk

Það sem af er árinu hefur verulega dregið úr tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs. Í júlí mældist verðbólgan 4,1% á þennan mælikvarða. Hún er þar með komin inn fyrir 4½% þolmörk verðbólgaumarkmiðsins á þessu ári og mjög nálægt 4% þolmörk-

unum sem gilda munu frá upphafi næsta árs. Verðbólga í viðskiptalöndum hefur einnig hjaðnað á undanförmum mánuðum og því hefur munur verðbólgu hér og þar minnkað minna en ætla mætti. Verðbólga miðað við samræmda vísitölu neysluverðs var 1,6% í júní að meðaltali í EES-ríkjunum, 1,8% á evrusvæði og aðeins 1,2% í helstu viðskiptalöndum Íslands.

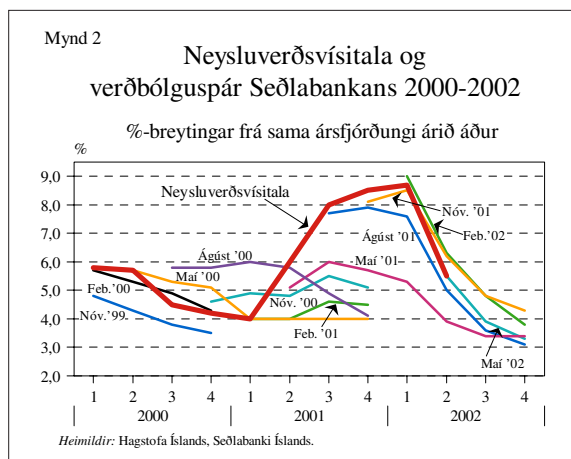


Hækkun vísitölu neysluverðs sú sama og Seðlabankinn spáði í apríl

Í apríl spáði Seðlabankinn 5,5% hækkun vísitölu neysluverðs frá 2. ársfjórðungi 2001 til 2. ársfjórðungs þessa árs og gekk sú spá eftir. Í síðasta hefti *Peningamála* kom fram að nokkur óvissa væri um verðlagsþróun eftir að verðlagsaðhaldi í tengslum við verðlagsmarkmið kjarasamninga lyki í maí. Þá var fyrst og fremst átt við að seljendur vöru og þjónustu kynnu að hafa frestað verðhækkunum og uppsöfnuð verðhækkunarþörf því orðið til. Á móti var bent á að styrking krónunnar drægi úr hugsanlegu tilefni til verðhækkunar. Enn sem komið er virðist uppsöfnuð tilefni verðhækkunar ekki hafa verið meiri en gert var ráð fyrir í verðbólguþá bankans. Í spánni var sérstaklega gert ráð fyrir hækkun bensínverðs í júní-byrjun. Einnig var reiknað með að lækkun vörugjalds

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 26. júlí 2002.

á bensín væri tímabundin og myndi ganga til baka, eins og raun varð á um síðustu mánaðarmót. Bankinn gerði ekki ráð fyrir að aðrar verðhækkningar af þessum sökum yrðu miklar.



Verðbólgan er nú fyrst og fremst af innlendum toga
Verðhækkningar á þjónustu á almennum markaði og opinberri þjónustu skýra saman um helming hækkunar vísitölu neysluverðs undanfarna þrjú mánuði. Þar af má rekja um 40% til þjónustu á almennum markaði. Í júlí var þjónusta á almennum markaði sá undirlíður vísitölunnar sem hafði hækkað mest undanfarna 12 mánuði eða um 7,1%. Undanfarna þrjú mánuði hafði hann þó hækkað mun minna á ársgrunni eða um 3½%. Því virðist vera farið að hægja á verðhækkun almennrar þjónustu. U.þ.b. tíunda hluta hækkunar vísitölunnar sl. 12 mánuði má rekja til opinberrar þjónustu, sem hækkaði um 4,4% á ársgrunni, en undanfarna þrjú mánuði hefur opinber þjónusta hækkað minna. Ýmsar aðgerðir stjórnvalda í tengslum við verðlagsmarkmið aðila vinnu- markaðar leiddu til þess að opinber þjónusta hefur hækkað minna í verði á þessu ári en hún hefði ella gert. t.d. var hætt við að auka ýmsan kostnað neytenda vegna heilsugæslu og hækkun afnotagjalda ríkisútvarps var frestað. Lækkun á vörugjaldi á bensíni, sem hafði áhrif á bensínverð, gekk hins vegar til baka.

Húsnæðisliður vísitölunnar skýrir um fimmtung af hækkun vísitölunnar undanfarna þrjú mánuði. Undanfarið ár hækkaði húsnæðisliður vísitölunnar

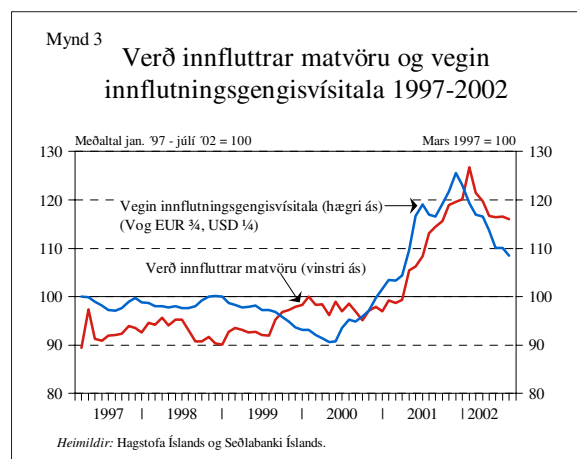
um 4,7%, eða um ½% að raungildi. Undanfarið hálf ár nam hækkunin 5,1% á ársgrunni og 2,9% undanfarið ársfjórðung. Mikil viðskipti hafa átt sér stað með húsnæði sem glögg má sjá á vexti húsnæðislána hjá Íbúðalánasjóði. Fjöldi innkominna umsókna var töluvert meiri og meðalfjárhæð fasteignaveðbréfa hærri á fyrri hluta þessa árs en Íbúðalánasjóður hafði gert ráð fyrir. Íbúðalánasjóður lánaði 15,6 ma.kr. á tímabilinu eða rúmum milljarði meira en áætlað var.

Aðrar innlendar vörur en mat- og drykkjarvörur hafa einnig hækkað nokkuð umfram meðalverðbreytingar á nýliðnum mánuðum. Hækkun þriggja sl. mánaða nam 1½% sem samsvarar tæplega 6% á ársgrunni. Þessi hækkun skýrir rúmlega 1/10 af hækkun vísitölu neysluverðs á tímabilinu.

Innfluttar vörur hafa lækkað í verði en styrking krónunnar hefur þó varla skilað sér enn að fullu

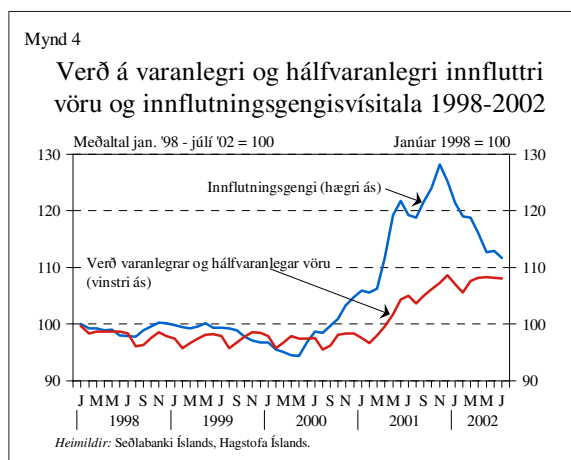
Erlendar verðbreytingar og gengisbreytingar koma mjög hratt fram í innlendu verðlagi bensins. Undanfarna þrjú mánuði hækkaði bensinliður vísitölu neysluverðs um 3,4%, sem samsvarar 14,4% á ársgrunni. Ástæður þessarar hækkunar eru einkum hækkun á innkaupsverði, sem olíudreifingarfyrirtækin höfðu ekki tekið tillit til við ákvörðun smásöluverðs vegna verðlagsmarkmiðs aðila vinnu- markaðarins í maí, og hækkun vörugjalds á bensín. Styrking krónunnar hefur vegið á móti en bensínverð hefði hækkað meira ella.

Verð innfluttrar mat- og drykkjarvöru hefur lækkað um 8,4% frá áramótum fram í byrjun júlí og um 0,6% undanfarna þrjú mánuði. Frá áramótum til



26. júlí lækkaði verð evru í krónum um 6½% og verð Bandaríkjadals um 17,4%. Lauslega áætlað var u.þ.b. fjórðungur innfluttrar matvöru verðlagður í Bandaríkjadöllum og um þrjú fjórðu í evrópskum gjaldmiðlum. Gengishækkun evrunnar að undanfögnu hefur því dregið nokkuð úr áhrifum styrkingar krónunnar á matvöruverð. Þrátt fyrir hækkun evrunnar má ætla að gengishækkun krónunnar hafi enn ekki skilað sér að fullu í lægra verði á innfluttum matvörum.

Verðlag innfluttrar varanlegrar og hálfvaranlegrar vöru hefur heldur ekki lækkað fyllilega í samræmi við styrkingu krónunnar. Hafa verður í huga að velta þessarar vöru er hægari en velta bensíns og matvöru og því eðlilegt að verðbreytingar komi fram á lengri tíma. Erfitt er að meta fyrir en í haust, þegar sumarútsölum er lokið og nýjar vörur komnar í verslanir, hversu vel styrking krónunnar hefur skilað sér inn í innlent verðlag. Á undanfögnu þremur mánuðum hefur verð á innfluttum bílum lækkað um 1½% en verð annarrar innfluttrar vöru hækkaði á sama tíma um tæplega ½%.



Undirliggjandi verðbólga sl. 6 mánuði í samræmi við verðbólguþröngun

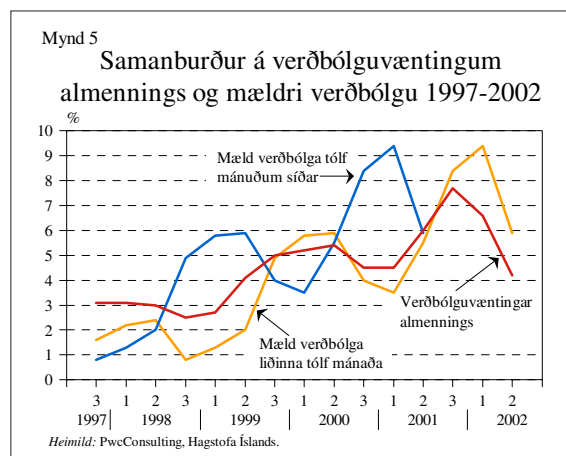
Í síðasta hefti *Peningamála* var lagt mat á undirliggjandi verðbólgu með því að leiðrétta fyrir beinum skammtímaáhrifum verðlagsátaks aðila vinnuþröngunar á vísitölu neysluverðs. Undirliggjandi þriggja mánaða verðbólga á ársgrunni, að teknu tilliti til árstíðasveiflu, var í apríl sl. 4%. Sé sömu aðferð beitt áfram var undirliggjandi verðbólga þriggja mánaða

til júlíþröngunar u.þ.b. 1%, en mæld hækkun vísitölnunnar á tímabilinu var u.þ.b. 2% á ársgrunni. Yfir hálf tveggja ár var undirliggjandi verðbólga í júlí 2½%, eða í samræmi við verðbólguþröngun Seðlabankans. Mæld hækkun vísitölnunnar á sama tíma var 1,4% á ársgrunni.

Verðbólguþröngun er í samræmi við verðbólguþröngun Seðlabankans

Frá því *Peningamál* voru gefin út síðast hafa verðlagshorfur batnað, eins og fjallað verður um nánar hér á eftir. Í lok apríl þegar síðasta verðbólguþröngun var unnin var verðbólguþröngun ríkisskuldabréfa um 2½%, hvort heldur sem miðað er við bréf með 1½ árs eða 5 ára líftíma. Síðan þá hefur verðbólguþröngun bréfa með um 1½ árs líftíma staðið nær í stað, að undanskildum seinni hluta maímánaðar, þegar það minnkaði í 2% eftir að ljóst var að verðlagsþröngun aðila vinnuþröngunar hafði náðst. Verðbólguþröngun bréfa með u.þ.b. 5 ára líftíma hefur hins vegar verið aðeins hærri, þorra tímabilsins og að meðaltali 2,7% í fyrri hluta júlímánaðar. Sambærilegar vísendingar fást með því að kanna mat sérfræðinga á fjármálaþröngun á verðbólguhorfum næstu tveggja ára, sbr. ramma-grain 1.

Seðlabankinn lætur kanna verðbólguþröngun almennings og hugmyndir almennings um líöna verðbólgu þröngun á ári, síðast í maí 2002. Samkvæmt niðurstöðum könnunarinnar gerði almenningsur að meðaltali ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánaða yrði 4,2% en miðgildið var lægra eða 4,0%. Lægra miðgildi en meðaltal bendir til þess að þröngun um



verðbólgu skiptist til helminga, yfir og undir 4% en nokkuð margir af þeim sem gera ráð fyrir meiri verðbólgu en 4% gera ráð fyrir mun meiri verðbólgu, sem hækkar meðaltalið. Niðurstöður þessara kannana síðustu árin sýna að verðbólguvæntingar til næstu tólf mánaða fylgja verðbólgu undanfarinna tólf mánaða nokkuð vel eins og sést á mynd 5.

Verðbólguþáttur gæti náðst þegar á þessu ári

Verðlagsátak aðila vinnumarkaðar fyrir maímánuð náðist eins og allt benti til þegar Seðlabankinn gerði síðast verðbólguþátt í apríl sl. Til viðbótar virðist spennan á vinnumarkaði vera horfin. Líkur á því að

verðbólguþrýstingur komi frá vinnumarkaði á næstu misserum hafa því minnkað verulega. Þar að auki hefur gengi krónunnar styrkst um tæplega 4½% frá síðustu spá bankans og sterkt gengi krónunnar virðist byggjast á traustari grunni en áður vegna minni viðskiptahalla og verðbólgu. Verðlagshorfur næstu missera hafa því batnað frá því í apríl sl. þegar Seðlabankinn spáði síðast.

Útlit er fyrir að verðbólga hjaðni nokkuð hraðar en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Spád er að verðbólga verði 2,1% yfir þetta ár, í stað 2,8% í síðustu spá bankans, og að verðbólga yfir næsta ár verði u.þ.b. 1,9%, eða 0,4% minni en spád var í maí. Eitt ár fram í tímann spáir Seðlabankinn nú 2,3% verðbólgu, sem er töluvert minni verðbólga en spád var ár fram í tímann í maí. Skýrist það að hluta til af hjóðnun verðbólgu milli maí og júlí 2003. Tvö ár fram í tímann spáir bankinn 2,2% verðbólgu.

Tólf mánaða verðbólga er nú komin niður fyrir 4½% efrir þólmörk verðbólguþáttarinnar fyrir þetta ár og er rétt við 4% efrir þólmörkin sem gilda munu frá byrjun næsta árs. Miðað við ársfjórðungstölur verður verðbólgan komin inn fyrir 4% mörkin þegar á næsta ársfjórðungi og 2½% verðbólguþáttarinnar bankans náð strax á fjórða ársfjórðungi þessa árs, sem er u.þ.b. ári fyrir en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Sé litið tvö ár fram í tímann virðist líklegt að verðbólga fari undir verðbólguþáttarinnar miðað við óbreytt gengi og peningastefnu. Spáin er hins vegar vel fyrir ofan 1% neðri þólmörk verðbólguþáttarinnar.

Forsendur verðbólguþáttarinnar

Þrátt fyrir að ný þjóðhagsspá hafi verið birt og nokkrar sviptingar hafi verið í alþjóðlegum efnahagsmálum telur Seðlabankinn ekki þörf á að breyta forsendum verðbólguþáttarinnar frá því sem gengið var út frá í spá bankans í apríl sl. Þeir þættir sem hafa áhrif á innlenda verðlagsþróun hafa litið breyst. Horfur um alþjóðlega verðþróun ættu að skýrast betur þegar nær dregur hausti. Ýtarleg umfjöllun um forsendur þáttarinnar er í síðasta hefti *Peningamála*.

Forsenda þáttarinnar um gengi krónunnar er eina umtalsverða breytingin frá síðustu spá. Eins og áður er byggt á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt frá spádegi. Miðað er við vísitalu gengisskráningar þann 23. júlí sl. en þá var vísitalan 127,3 stig. Í síðustu spá bankans var hins vegar gert ráð

Tafla 1 Verðbólguþáttur Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungsbreytingar			
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)	Ársfjórðungsbreyting 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	1,6	5,5
2002:3	0,3	1,1	3,4
2002:4	0,7	2,8	2,4
2003:1	1,0	3,9	2,3
2003:2	0,4	1,5	2,3
2003:3	0,2	0,7	2,2
2003:4	0,5	2,1	2,0
2004:1	0,9	3,5	1,9
2004:2	0,7	2,7	2,2
2004:3	0,1	0,3	2,1

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitalu neysluverðs.

Ár	Ársbreytingar (%)	
	Milli ára	Yfir árið
1999	3,4	5,8
2000	5,0	3,5
2001	6,7	9,4
2002	4,9	2,1
2003	2,2	1,9

Skýgt svæði sýnir spá.

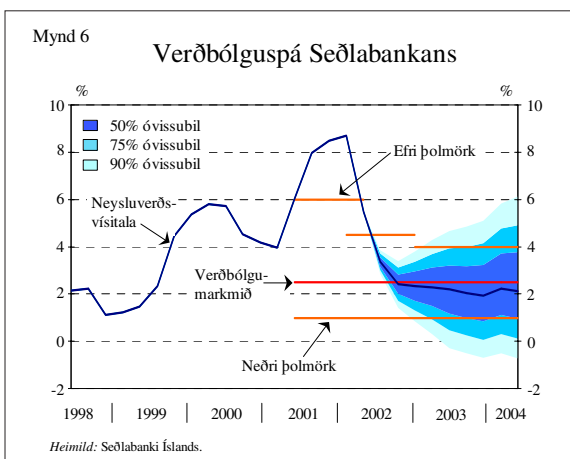
Tafla 2 Helstu forsendur verðbólguþspár

Prósentubreytingar milli ársmeðaltala	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.....	-4,3	-2,6	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.....	-10,3	0,0	0,0
Innflutningsverð í erlendri mynt	0,1	2,3	1,4

fyrir að gengisvísitalan yrði um 133 stig út spátímabilið. Því er nú gert ráð fyrir tæplega 4½% hærra gengi krónunnar en þá.

Óvissa og áhættuþættir

Verðbólguþspár Seðlabankans eru ávallt háðar tölurverðri óvissu eins og aðrar þspár og er því varhugavert að leggja of mikið upp úr túlkun á ákveðnum gildum. Til þess að undirstrika óvissuna er spáin sýnd ásamt mati á óvissubili hennar á mynd 6. Samkvæmt metinni óvissu þspárinnar 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 því meiri sem spáð er lengra fram í tímann, sem endurspeglast í vikkun óvissubilsins.²

Í meginatriðum er mat Seðlabankans á óvissuþáttum verðbólguþspárinnar óbreytt frá síðustu þspá bankans í apríl sl. Áfram er gert ráð fyrir því að spáóvissa sé nokkru minni en sögulegar þspáskekkjur gefa tilefni til og að líkur á því að verðbólga eitt ár fram í tímann verði meiri en í spánni séu jafnmiklar og að hún verði minni.

Í síðustu þspá bankans var jafnframt gert ráð fyrir því að meiri líkur væru á því að verðbólga tvö ár fram í tímann yrði meiri en spáð var en að hún yrði minni, þ.e. líkindadreifing verðbólguþspárinnar var ósamhverf með jákvæðri slagsíðu. Nú virðist hins vegar sem verðbólga muni lækka nokkuð hraðar en bankinn gerði ráð fyrir í síðustu þspá og að verðbólguþrýstingur sem eftir var í kerfinu hafi að einhverju leyti verið ofmetinn. Þar að auki virðist forsendan um stöðugt gengi byggja á traustari grunni nú en þá. Því veldur hagstæð þróun viðskiptajafnaðar, slökun framleiðsluspennu, hröð hjöðnun verðbólgu og auknar líkur á stóriðjuframkvæmdum. Að lokum gefur slökun spennu á vinnumarkaði tilefni til að ætla að líkur á umtalsverðu launaskriði hafi minnkað verulega í bráð. Þetta er staðfest með áætluðu launaskriði á öðrum ársfjórðungi en hækkun launavísitölu á almennum vinnumarkaði var frá fyrra ársfjórðungi aðeins um 0,3% umfram áætlaða hækkun samningsbundinna launa.

Ofangreindir þættir ættu að stuðla að því að draga úr ósamhverfni líkindadreifingar verðbólguþspárinnar. Á móti kemur að líkur á að framkvæmdir vegna byggingar álverksmiðju og tilheyrandi virkjana hefjist af krafti þegar á næsta ári hafa aukist. Slíkar framkvæmdir myndu óhjákvæmilega stuðla að spennu í innlendu efnahagslífi og hafa í för með sér aukinn verðbólguþrýsting, eins og lýst var í síðasta hefti *Peningamála*.³ Einnig benda kannanir á

2. Fyrir þær tímalengdir sem bankinn hefur ekki áður spáð er 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 fara varlega í túlkun á matinu á spáóvissunni. Þessu mati er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að vera nákvæmt mat á líkindadreifingu verðbólguþspárinnar.
3. Rétt er að ítreka að spáin sjálf gerir ekki ráð fyrir að stóriðjuframkvæmdum verði. Þannig endurspeglast mat bankans á frávikum lykil-

Rammi 1 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Seðlabankinn birtir nú í annað sinn niðurstöður könnunar á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum til næstu tveggja ára. Könnunin var send sérfræðingum hjá sex stofnunum: Búnaðarbanka Íslands, Ráðgjöf og efnahagsspám, Íslandsbanka, Kaupþingi, Landsbanka Íslands og Sparisjóði Reykjavíkur og nágrennis (SPRON). Meðfylgjandi tafla sýnir niðurstöður könnunarinnar. Rétt er að taka það fram að mat sérfræðinganna byggir á þeirri forsendu að ekki komi til stóriðjuframkvæmda sem er í samræmi við forsendur spár Seðlabankans.

Fyrst sýnir taflan mat sérfræðinganna á verðbólguhorfum fyrir þetta og næsta ár. Eins og sjá má eru verðbólguþáttir þeirra yfir ár og milli ársmeðaltala mjög svipaðar og spá Seðlabankans. Allir sérfræðingarnir telja að 2½% verðbólguþáttur bankans verði náð fyrir árslok. Sömuleiðis telja þeir að bankanum muni takast að halda verðbólgunni í kringum markmiðið út næsta ár. Þeir sérfræðingar sem spá hæsta gildi telja að verðbólga muni fara vaxandi aftur á næsta ári og verði yfir verðbólguþáttinum í árslok 2003 en innan 4% efri þolmarka peningastefnunnar.

Í könnuninni voru sérfræðingarnir einnig spurðir um horfur varðandi aðrar lykilstærðir efnahagsframvinnunnar. Í svörum þeirra kemur fram að mat þeirra á hagvaxtarhorfum þessa og næsta árs er mjög sam-

hljóma nýrri þjóðhagsspá. Jafnmargir virðast telja að krónan muni styrkjast til eins árs litið og að hún muni veikjast. Hins vegar eru fleiri á þeirri skoðun að til tveggja ára litið muni gengi krónunnar veikjast eitt-hvað frá því sem nú er. Sérfræðingarnir virðast flestir heldur bjartsýnni á gengi krónunnar til næstu tveggja ára en þeir voru er síðasta könnun var gerð í apríl sl.

Sérfræðingarnir telja jafnframt að Seðlabankinn muni halda áfram að lækka vexti og stýrivextir bankans verði komnir í u.þ.b. 7% eftir eitt ár. Eins og í síðustu könnun virðast þeir að meðaltali ekki gera ráð fyrir áframhaldandi lækku vaxta þegar litið er tvö ár fram í tímann. Skoðanir þeirra eru þó nokkuð skiptar. Þannig telur um helmingur þeirra að stýrivextir bankans verði komnir niður í u.þ.b. 6½% um mitt næsta ár, sem er líklega nálægt hlutlausri stöðu peningastefnunnar (sbr. umfjöllun í síðasta hefti *Peningamála*). Þá telja sumir að hlutlausri stöðu verði ekki náð fyrr en eftir tvö ár. Athyglisvert er að nokkrir sérfræðinganna telja að umskipti verði á vaxtalækkunarferlinu innan tveggja ára og að vextir taki að hækka á ný seinni hluta tímabilsins, þrátt fyrir að ekki sé gert ráð fyrir stóriðjuframkvæmdum í spám þeirra. Endurspeglar það líklega það mat þeirra að hætta á aukinni verðbólgu fari aftur vaxandi þegar litið er lengra fram í tímann en tvö ár. Seðlabankanum ætti þó

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði

	2002			2003		
	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	2,4	2,5	2,2	2,5	3,5	2,1
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	4,8	5,3	4,0	2,8	3,5	2,4
Hagvöxtur	-0,6	0,0	-1,0	2,2	2,5	1,8
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlends gjaldmiðils.....	128,2	132,0	124,0	129,2	135,0	120,0
Stýrivextir Seðlabankans	7,0	7,5	6,5	7,1	8,5	6,5
Langtímanafvextir	7,1	7,7	6,5	7,2	8,5	6,4
Langtímarauvextir	4,7	5,0	4,2	4,7	5,0	4,0
Úrvalsvisitala Aðallista	7,4	19,8	-10,0	14,2	25,0	3,0
Breyting fasteignaverðs	2,9	5,0	0,0	1,6	4,0	-2,0

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

að gefast færi á að bregðast við þeirri verðbólguhættu áður en hún verður að veruleika. Þetta mat þeirra endurspeglar einnig í breytingum á verðbólguálagi langtímanafnvaxta, sem þeir telja að muni aukast lítillega. Verðbólguálagið er þó í öllum tilvikum mjög nálægt verðbólguþáttum bankans.

Niðurstöður könnunarinnar sýna að sérfræðingarnir hafa ólíkar skoðanir á þróun hlutabréfaverðs til næstu tveggja ára. Flestir þeirra telja að hlutabréfaverð muni hækka næstu tólf mánuði, um 7-20%. Sumir sérfræð-

væntingum neytenda til meiri bjartsýni almennings sem gæti stuðlað að aukinni innlendri eftirspurn, þótt ástæða sé til að efast um forsendur verulegrar aukningar neyslu í ljósi mikilla skulda og þungrar greiðslubyrðar íslenskra heimila. Á heildina litið virðist ekki ástæða til að breyta mati á ósamhverfni líkindadreifingar verðbólguþáttanna að þessu sinni. Eins og í síðustu spá er því gert ráð fyrir að meiri líkur séu á að verðbólga tvö ár fram í tímann verði meiri en hér er spáð heldur en að hún verði minni. Þar sem spáð er að verðbólga verði undir markmiðinu þýðir þetta að líkurnar á því að verðbólga tvö ár fram í tímann verði yfir verðbólguþáttinum eru nokkurn veginn jafnmiklar og að hún verði undir því.

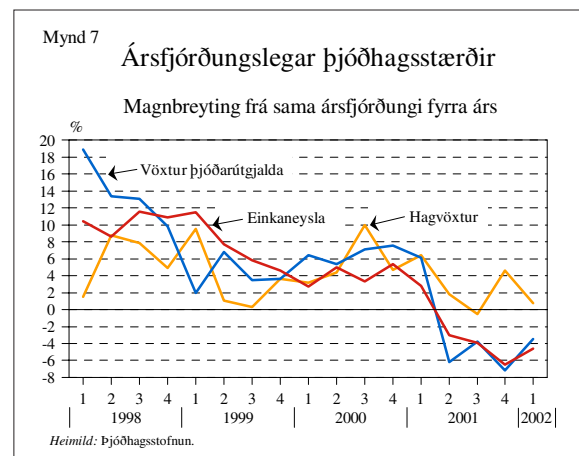
Umsvif drögust verulega saman í kringum áramótin en gætu verið við botninn nú

Þjóðarútgjöld á fyrsta ársfjórðungi ársins 2002 voru 3½% minni en á sama tíma í fyrra, skv. fyrstu áætlun Þjóðhagsstofnunar. Var það fjórði ársfjórðungurinn í röð sem þjóðarútgjöld drögust saman frá fyrra ári. Samdrátturinn var þó heldur minni en mældist á 2. og 4. fjórðungi ársins 2001. Þrátt fyrir þetta og 3% samdrátt í útflutningi vöru og þjónustu var landsframleiðslan örlítið meiri en fyrir ári, sem skýrist af mjög snörpum samdrætti innflutnings. Tölur um umsvif á fyrsta ársfjórðungi byggja að verulegu leyti á áætlunum en ekki mældum niðurstöðum, auk þess sem þær hafa ekki verið leiðréttar fyrir breytilegum vinnudagafjölda vegna páska sem ýmist falla á 1. eða 2. ársfjórðung. Því verður að taka þeim með miklum

stærða frá gefnum forsendum í mati hans á spáóvissunni. Þetta á t.d. við umfjöllun um möguleg frávik gengis krónunnar frá forsendunni um óbreytt gengi út spátímabilið. Einnig er rétt að ítreka að spá bankans er gerð að gefinni forsendu um óbreytta stýrivexti út spátímabilið.

ingar eru svartsýnni og samkvæmt lægsta gildi er talið að hlutabréfaverð muni falla um 10% næstu tólf mánuði. Þegar litið er lengra fram á veginn eru þeir hins vegar allir sammála um að hlutabréfaverð muni hækka, en mismikið. Mat sérfræðinganna á þróun fasteignaverðs er hins vegar nokkuð samhljóma og flestir gera ráð fyrir nokkurri hækkun. Þó er, samkvæmt lágmarksgildi, gert ráð fyrir að fasteignaverð lækki lítillega þegar litið er tvö ár fram í tímann.

fyrirvara. Árstíðarbundinn samdráttur landsframleiðslu, sem jafnan á sér stað á fyrsta fjórðungi hvers árs, virðist hafa verið heldur minni í ár en árin á undan. Þetta er erfitt er að skilja í ljósi gagna um veltu og utanríkisviðskipti, sem sýna mikinn samdrátt frá fyrra ári.



Tölur um veltu, og tekjuöflun ríkissjóðs virðast benda til þess að umsvif á vöru- og þjónustumörkuðum gætu verið farin að aukast á ný. Innlend greiðslukortavelta á öðrum fjórðungi ársins var örlitlu meiri en á sama tíma í fyrra en það gæti að öllu leyti skýrst af tímasetningu páskana. Fyrstu 6 mánuði ársins hafði innlend greiðslukortavelta dregist saman um tæp 4% að raungildi frá sama tíma árið áður. Vöxtur innlendra útlána innlánsstofnana hefur að undanförmu verið mjög hóflegur þegar tillit hefur verið tekið til endurmats vegna gengis- og verðlagsbreytinga, eða á bilinu 4-5% hvort sem miðað er við síðustu tólf mánuði eða þrjá. Vöxtur peningamagns og sparifjár (M3) hefur verið umtalsverður en hann

virðist mega skýra með auknum sparnaði sem finnur sér farveg í fyrstu með auknum innstæðum í bankakerfinu. Reyndar virðist sem dregið hafi umtalsvert úr þessum vexti þar sem 12 mánaða vöxtur M3 til loka júní var tæp 14% en árstíðarleiðréttur vöxtur var ekki nema 5½% sl. Þrjá mánuði á árskvarða. Það er líklega í lægri kanti þess sem reikna má með til lengdar ef hagvöxtur er í samræmi við langtíma vöxt framleiðslugetu og verðbólga í samræmi við markmið Seðlabankans.

Á heildina titið er ótímabært að fullyrða að marktæk uppsveifla sé hafin á ný en nokkuð sterk rök hníga þó til þess að botni efnahagslæðarinnar sé náð. Að nokkru leyti kann þó að vera um nokkurs konar endurkast vegna áfalla á sl. ári að ræða sem gæti fjarað út þegar frá líður. Horfur um stöðugleika í efnahagsmálum hafa hins vegar batnað og áform um virkjana- og stóriðjuframkvæmdir virðast líklegri til að verða að veruleika nú en um nokkurt skeið. Hvort tveggja gæti, ásamt minnkandi verðbólgu og stöðugra gengi, stuðlað að aukinni neyslu og fjárfestingu en nánar er fjallað um þjóðhagshorfur síðar í greininni.

Vöruútflutningur jókst af krafti fyrstu 5 mánuði ársins ...

Enn virðist ekki farið að hægja varanlega á vexti útflutnings. Vöruútflutningur fyrstu þrjá mánuði ársins var reyndar aðeins 3% meiri á föstu gengi en á sama tíma í fyrra. Útflutningur í apríl og maí var hins vegar afar öflugur og fyrstu 5 mánuðina var útflutningurinn á föstu gengi 14% meiri en á sama tíma í fyrra. Um tveir þriðju hlutar vaxtarins skýrast af auknu magni útfluttra sjávarafurða og iðnaðarvöru. Vöruviðskipti í mars og apríl báru þess merki að vinnudagafjöldi í mánuðunum var breytilegur á milli ára vegna tíma-setningar páska. Mikill samdráttur kom fram í mars, sem gekk til baka í apríl, og leiddi til þess að vöruútflutningur fyrsta ársfjórðungs virtist afar veikur. Tilfærslan milli mars og apríl skýrir væntanlega að nokkru leyti þriðjungi meiri vöruútflutning án skipa og flugvéla á föstu gengi og reyndar fimmtungi meiri samsvarandi vöruinnflutning í apríl í ár en í fyrra. Í heildartölum fyrstu fimm mánaði ársins ætti þessi þjögung að vera úr sögunni að mestu leyti. Sjómannaverkfall vorið 2001 kann þó að skekkja samanburð milli ára.

Fyrstu fimm mánuði ársins var vöruútflutningur ríflega 18 ma.kr meiri en á sama tíma í fyrra. Þar af má skýra u.þ.b. 5-6 ma.kr. með herra meðalverði erlendra gjaldmiðla, 4-6 ma.kr. með verðhækkun í erlendum gjaldmiðlum og 7-8 ma.kr. með auknu magni útflutnings. Mestu skiptir að útflutningur sjávarafurða var 13 ma.kr. meiri, sem að stórum hluta má rekja til mikils útflutnings frystra flaka og fiskimjöls. Gætir þar meðal annars áhrifa sjómannaverkfalls á sl. ári. Hlutfallslega mest aukning hefur hins vegar orðið í útflutningi annarrar iðnaðarvöru en áls og kísiljárns, sem jókst um 65% á föstu gengi, eða um 4,2 ma.kr. Eins og fram kom í málefni *Peningamála* koma ýmsar skýringar á útflutningsvexti til greina. Í fyrsta lagi er hugsanlegt að vöxtinn megi að nokkru leyti rekja til lækkunar á gengi krónunnar. Gengisáhrifunum má skipta í nokkuð varanleg áhrif, sem gætu varað svo lengi sem gengi krónunnar helst hagstætt, og tímabundin áhrif sem rekja má til þess að hagkvæmt er fyrir útflutningsfyrirtæki að selja af birgðum sínum meðan gengi er lágt, ef gert er ráð fyrir styrkingu síðar. Ef þetta er mikilvæg skýring má gera ráð fyrir að uppsveiflan í útflutningi hjaðni fljótlega, eins og gengið virðist út frá í nýlegri þjóðhagsspá Þjóðhagsstofnunar. Hæpið virðist þó að slík birgðaaðlögun geti skýrt uppsveifluna nema að mjög takmörkuðu leyti og lausleg könnun Seðlabankans bendir ekki til þess að svo sé. Hvað sjávarútveginn áhrærir gætu áhrif gengissveiflunnar einnig birst í tímabundinni hliðrun innan fiskveiðiársins. Einnig í því tilfelli gæti uppsveiflan fjarað út undir lok fiskveiðiársins. Gera má ráð fyrir að það dragi úr framleiðslu í júlí og ágúst vegna kvótaskorts á bol-fiski en góður gangur á öðrum sviðum mun vega nokkuð á móti. Í öðru lagi gæti mikill vöxtur stafað af góðu árferði til sjávar. Afli uppsjávarfisks fyrri helming ársins var 235 þús. tonnum meiri en á sama tíma í fyrra og afli botnfisks 32 þús. tonnum meiri. Sjómannaverkfall í fyrra skýrir þó mismuninn að töluverðu leyti. Í þriðja lagi er hugsanlegt að virðisauki framleiðslunnar hafi aukist hratt að undanförmum. Þegar tölur um útflutningsvöxt og afli eru bornar saman virðist augljóst að slíkt hafi átt sér stað á undanförmum árum, þótt ólíklegt sé að slíkar langtímabreytingar skýri uppsveiflu síðustu mánaða fyllilega. Eigi að síður er ljóst að vinnsluvirði uppsjávar-aflans hefur aukist mjög vegna þess að farið er að frysta hann til mannelis í auknum mæli.

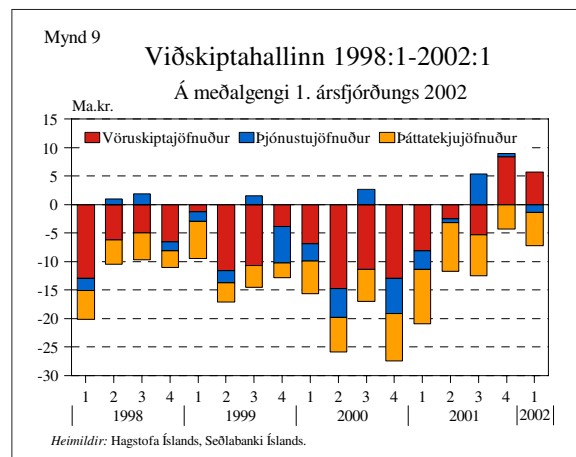
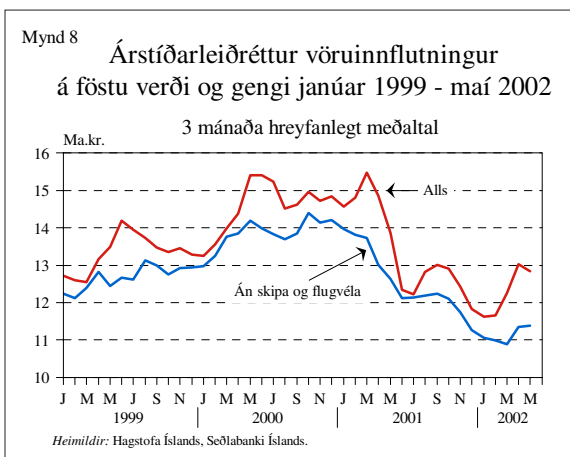
... en samdráttur vöruinnflutnings virðist hafa stöðvast

Á fyrsta fjórðungi ársins hafði innflutningur á föstu gengi dregist saman um 16% frá fyrra ári og vöruinnflutningur um 20%. Af sömu ástæðu og að framan greinir gáfu þessar tölur líklega ýkta mynd af undirliggjandi samdrætti. Þegar gögn fyrir vöruinnflutning í apríl og maí hafa bæst við mælist samdrátturinn helmingi minni. Árstíðarleiðréttur vöruinnflutningur á föstu verði, án viðskipta með skip og flugvélar, var nokkru meiri mánuðina mars til maí en næstu þrjá mánuði á undan. Sviptingar í gengismálum kunna að valda tímabundinni hliðrun í innflutningi ekki síður en útflutningi, sem ekki er auðvelt að sjá fyrir eða greina frá varanlegri áhrifum. Hafa verður í huga að samdrátturinn sl. tvö ár er þegar orðinn mjög mikill (sjá mynd 8). Að magni var almennur innflutningur neysluvöru fyrstu 5 mánuði ársins 7% minni en á sama tíma árið 2000. Þetta er töluvert minni samdráttur en mældist fyrstu 3 mánuði ársins. Þess er því að vænta að innflutningurinn sé a.m.k. nálægt botni, hafi honum ekki þegar verið náð. Við því er einnig að búast að innflutningurinn bregðist jákvætt við styrkingu á gengi krónunnar og betri horfum um stöðugleika í efnahagsmálum. Gengisdýfan sem náði botni í nóvember sl. fól í sér mikið áfall fyrir innflutningstengda starfsemi. Vegna þess að gengislækkunin var mjög mikil er hugsanlegt að markaðsaðilar hafi litið á hana sem tímabundna og það hafi haft í för með sér hliðrun innflutnings, sem birtist loks í nokkuð kröftugri tímabundinni uppsveiflu innflutnings síðar, eftir að meiri kyrrð var komin á í

gengismálum. Aukinn innflutningur í apríl og maí má skoða sem afleiðingu slíkrar hliðrunar auk varanlegri áhrifa hlutfallslegra verðbreytinga.

Hagstæð ytri skilyrði ásamt samdrætti í eftirspurn leiddu til hraðrar hjöðunar viðskiptahallans

Á fyrstu fimm mánuðum ársins var 10,7 ma.kr. afgangur á vöruviðskiptum við útlönd og 18,6 ma.kr. ef horft er framhjá viðskiptum með skip og flugvélar. Til samanburðar má geta þess að í spá Þjóðhagsstofnunar, sem gefin var út 21. júní sl., var reiknað með 10,4 ma.kr. afgangi á árinu öllu. Á fyrsta ársfjórðungi 2002 var 1,5 ma.kr. halli á viðskiptum við útlönd, samanborið við 18,5 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra. 5,5 ma.kr. halli á þáttatekjum vó á móti álíka miklum afgangi á vöruviðskiptum, og þjónustujöfnuður var neikvæður um 1,3 ma.kr. Athyglisvert er að vaxta- og arðgreiðslur til útlanda voru 2 ma.kr. minni fyrstu þrjá mánuðina í ár en í fyrra, þrátt fyrir 14% hærra gengi erlendra gjaldmiðla og stærri skuldastofn. Þetta virðist mega skýra með lækkun erlendra vaxta og því að innlendir aðilar hafi stýtt líftíma erlendra skulda til þess að notfæra sér lægri vexti á skammtímaskuldbindingum um þessar mundir. Því má segja að íslenskur þjóðarbúskapur hafi búið við margþætt góðæri í byrjun ársins, þ.e.a.s. hátt sjávarafurðaverð, góð aflabrögd, lágt olíu- og hrávöruverð og lága erlenda vexti, sem ásamt samdrætti í innlandri eftirspurn leiddi til þess að hratt dró úr viðskiptahallanum.



Þjóðhagsstofnun spáir heldur meiri samdrætti 2002 en áður og minni viðskiptahalla ...

Spá Þjóðhagsstofnunar um hagvöxt á þessu og næsta ári, sem birt var 21. júní sl., felur ekki í sér róttæka breytingu frá þeirri spá sem stofnunin birti í mars sl. Spáð er heldur meiri samdrætti landsframleiðslu og þjóðarútgjalda á þessu ári en gert var í mars og að viðskiptahallinn muni einungis nema 1% af landsframleiðslu í ár í stað 2%. Miðað við fyrirbyggjandi gögn virðist þó sem gert sé ráð fyrir nokkuð snöggu umskiptum í vexti þjóðarútgjalda. Þessi snöggu umskipti skýra að hluta hvers vegna aðeins er spáð 10 ma.kr. afgangi á vöruviðskiptum, sem felur í sér að vöruviðskiptajöfnuður yrði í jafnvægi það sem eftir er ársins. Miðað við samdrátt einkaneyslu sem átti sér stað á sl. ári þarf hún að vaxa töluvert á yfirstandandi ári ef spá Þjóðhagsstofnunar um einkaneyslu á árinu 2002 á að ganga eftir, sem endurspeglast í meiri innflutningi. Þetta kann að vera nokkur bjartsýni í ljósi skuldastöðu heimilanna og þess að kaupmáttur mun líklega heldur rýrna eftir því sem líður á árið. Hins vegar er eðlilegt að gera ráð fyrir því að einkaneysla og fjárfesting taki við sér í kjölfar þess að horfur um stöðugleika í gengismálum og efnahagsmálum almennt hafa batnað. Önnur ástæða þess að Þjóðhagsstofnun gerir ekki ráð fyrir nema 10 ma.kr. afgangi á vöruviðskiptajöfnuði er að hún reiknar með að uppsveifluna í útflutningi að undanfögnu megi rekja til birgðaminnkunar sem muni ganga til baka þegar líður á árið.

Tafla 3 Þjóðhagsyfirlit 2000-2003

<i>Magnbreytingar frá fyrra ári (%)</i>	<i>Bráðab. 2000</i>	<i>Bráðab. 2001</i>	<i>Áætlun 2002</i>	<i>Spá 2003</i>
Einkaneysla	4,2	-2,8	-1,3	1,0
Samneysla	3,7	3,0	2,8	3,0
Fjármunamyndun	14,8	-6,0	-14,5	9,9
Þjóðarútgjöld, alls	6,7	-3,0	-3,2	3,2
Útflutningur vöru og þjónustu	6,3	7,6	3,0	2,9
Innflutningur vöru og þjónustu	8,8	-7,8	-3,1	4,8
Verg landsframleiðsla.....	5,6	3,0	-0,8	2,4
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF	-10,2	-4,3	-1,0	-1,4

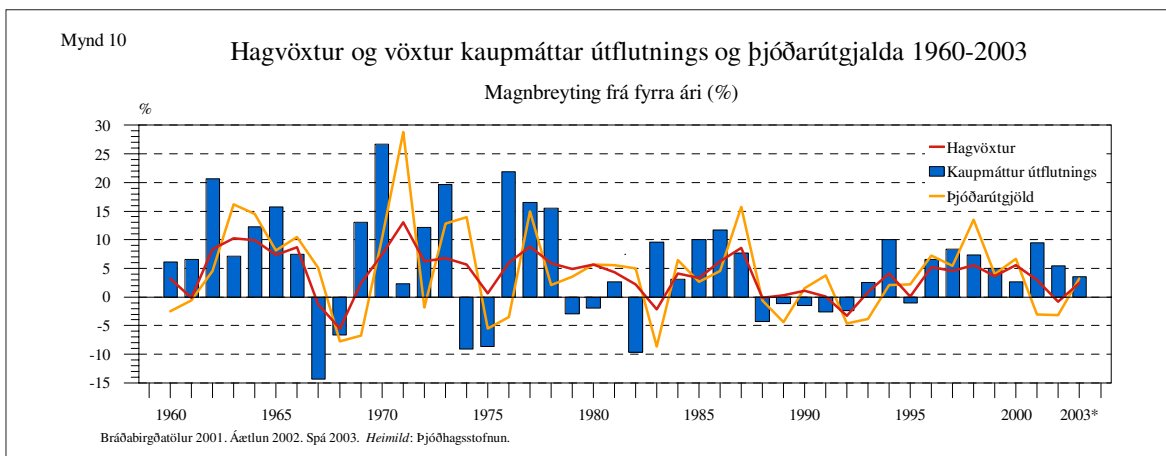
Heimild: Þjóðhagsstofnun.

.... og efnahagsbata á næsta ári

Á næsta ári spáir Þjóðhagsstofnun 2,4% hagvexti, en að þjóðarútgjöld vaxi heldur meira. Gert er ráð fyrir að vöxtur útflutnings verði mjög dræmur, þar sem kvótaúthlutun fyrir fiskveiðiárið, sem lýkur í lok ágúst árið 2003, gefi ekki tilefni til aukinnar framleiðslu. Þessi forsenda kann að vera í svartsýnna lagi í ljósi þróunar undanfarinna ára. Ekki er gert ráð fyrir neinum virkjunar- og stóriðjuframkvæmdum í spánni. Augljóslega er möguleikinn á slíkum framkvæmdum snar óvissuþáttur. Jafnvel án slíkra stórfamkvæmda sér Þjóðhagsstofnun ekki fram á aukið meðalatvinnuleysi á árinu 2003. Í ljósi þess að árstíðarleiddrétt atvinnuleysi hefur farið vaxandi framan af þessu ári virðist það nokkuð bjartsýn forsenda, þar sem atvinnuleysi yrði þá fljótlega að fara að minnka á ný. Samkvæmt spánni verður vöxtur einkaneyslu áfram lítill, þar sem heimilin munu draga úr útgjöldum í kjölfar mikillar skuldaaukningar undanfarin ár. Spáð er nærri 10% aukningu fjármunamyndunar, einkum vegna aukinna atvinnuvegafjárfestinga. Þessi spá byggist á því að lægri vextir og skattar á fyrirtæki muni stuðla að nýrri uppsveiflu í atvinnuvegafjárfestingu. Mikil óvissa er um þennan þátt í ljósi þess að íslensk fyrirtæki eru enn tiltölulega skuldsett og ýmis fyrirtæki á heimamarkaði eiga við erfðleika að stríða. Verði fjárfestingin minni mun hagvöxtur verða minni en Þjóðhagsstofnun spáir. Á móti kemur að spá um útflutningsvöxt kann að vera í svartsýnna lagi. Það er þó háð þeirri forsendu að uppsveifla í heimsbúskapnum nái sér á strik.

Samdráttur landsframleiðslu án rýrnunar kaupmáttar útflutnings

Útflutningur vöru og þjónustu í hlutfalli við innflutningsverðlag vöru og þjónustu mælir hversu mikinn innflutning þjóðin getur keypt fyrir útflutninginn. Þessi stærð er gjarnan kölluð kaupmáttur útflutnings og er besti einstaki mælikvarðinn á ytri aðstæður þjóðarbúsins. Mjög náið samband hefur verið á milli breytinga í kaupmætti útflutnings vöru og þjónustu og vaxtar þjóðartekna hér á landi og rannsóknir sýna að það hafi síst veikst á síðustu árum. Samdráttur þjóðartekna hefur að jafnaði farið saman við rýrnun kaupmáttar útflutnings og sama á við um hagvöxt. Það er hins vegar athyglisvert að gangi spá Þjóðhagsstofnunar eftir mun samdráttur landsframleiðslu í ár fara saman við umtalsverða aukningu kaupmáttar



útflutnings í ár og í fyrra, sbr. mynd 10. Þetta hefur ekki gerst síðan 1961 þegar landsframleiðsla stóð nánast í stað þrátt fyrir að kaupmáttur útflutningstekna ykist. Kaupmáttur útflutningstekna jókst stöðugt og nokkuð kröftuglega undanfarin 6 ár, samtals um 46% og um tæplega 10% á sl. ári. Til samanburðar dróst kaupmáttur útflutningstekna saman um 11½% á árunum 1987-1992 þegar langvarandi efnahagslægd gekk yfir. Ytri skilyrði voru því í raun mjög hagstæð á sama tíma og aðlögun eftirspurnar var að ganga yfir en við óhagstæðari skilyrði hefði samdrátturinn orðið mun harkalegri. Þetta undirstrikar að eðli samdráttarins nú er nokkuð annað en jafnan áður. Fyrst og fremst virðist vera um aðlögun innlendrar eftirspurnar að ræða í kjölfar ofpenslu undanfarinna ára en hnattræn uppsveifla og síðan afturkippur í upplýsinga- og fjarskiptagreinum hefur einnig átt þátt í þessum sviptingum.

Hræringar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafa margvisleg áhrif á þjóðarbiði

Miklar hræringar hafa verið á alþjóðlegum fjármálamörkuðum á undanförunum vikum. Annars vegar hefur hlutabréfaverð lækkað verulega í flestum iðnríkjum, sbr. rammagrein 2. Hins vegar hefur Bandaríkjadalur lækkað gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Lækkun dals gagnvart evru nemur 6½% frá áramótum en viðskiptavegið gengi hans hefur lækkað á sama tíma um 8,4%. Að verulegu leyti er hér um að ræða leiðréttingu á hlutabréfaverði og gengi dals sem lengi hefur verið beðið eftir. Raungengi Bandaríkjadals hefur verið langt yfir sögulegu meðaltali um árabíl og viðskiptahalli Bandaríkjanna hefur farið vax-

andi. Þá voru hlutabréf enn tiltölulega dýr í Bandaríkjunum fyrir síðustu hrinu lækkana.

Þessar hræringar munu aðeins hafa umtalsverð áhrif á heimsbúskapinn ef þær leiða til þess að uppsveiflan sem hafin er í Bandaríkjunum steyti á skeri. Það er þó langt í frá vist að svo verði. Samdráttur hefur stundum fylgt í kjölfar mikillar verðlækkunar á hlutabréfum, en alls ekki alltaf. Ljóst er að batinn í efnahagslífi margra iðnríkja hefur ekki verið eins hraður og sumir virðast hafa gert ráð fyrir. Einkum hefur tekið hagnað fyrirtækja lengri tíma að rétta úr kútnum en vonir margra stóðu til en efasemdir um áreiðanleika hagnaðartalna fyrirtækjanna virðast hafa grafið mjög undan trausti manna sl. vikur.

Leiði hræringar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum til þess að efnahagslægd haldi innreið sína í Bandaríkjunum mun það auðvitað hafa neikvæð áhrif hér á landi. Að því slepptu eru áhrifin á íslenskt þjóðarþú einkum tvenns konar. Í fyrsta lagi hefur lækkun á gengi Bandaríkjadals jákvæð áhrif á viðskiptakjör og þjóðartekjur til styttri tíma litið. Ástæðan er sú að viðskipti við Bandaríkin vega þyngra í innflutningi vöru og þjónustu en í útflutningi. Reyndar vanmetur þetta áhrifin þar sem olía, bensín og margar hrávörur eru verðlagðar í Bandaríkjadöllum þótt þær séu fluttar inn frá öðrum löndum. Þessi áhrif eru hins vegar ekki mikil og ættu að fjara út á lengri tíma þegar verðlagning lagast að undirliggjandi framboðs- og eftirspurnaraðstæðum. Í öðru lagi veikir lækkun hlutabréfaverðs í iðnríkjum hreina eignastöðu þjóðarþúsins. Ástæðan er sú að Íslendingar eiga umtalsverða hlutabréfaeign erlendis, einkum lífeyris-sjóðir, en á skuldahlið vega lán og skuldabréf þyngst.

Rammi 2 Kreppa í kauphöllum

Miklar sviptingar hafa verið í helstu kauphöllum, austan hafs og vestan, síðustu vikur. Hver lækkunarhrinin eftir aðra hefur skolið yfir. Í sumum tilvikum hafa hlutabréfavísitölur ekki lækkað meira í annan tíma. Þannig lækkaði vísitala 50 stærstu fyrirtækja á evrusvæðinu um alls 16% á þremur dögum í júlí en slíkt hefur ekki gerst frá því að vísitala þessi var fyrst birt 1998. Verðfallið hófst á bandarískum hlutabréfamarkaði upp úr miðjum maí og var óvenju skarpt, sérstaklega í júlí. Helstu hlutabréfavísitölur í Bandaríkjunum hafa lækkað um 18-21% á síðustu 60 dögum (m.v. 26. júlí) þar af um 10-12% á síðustu 30 dögum. Til samanburðar má geta þess að lækkunin frá síðustu áramótum er á bilinu 17-25%. Hlutabréfaverð í Bandaríkjunum hefur lækkað frá árinu 2000 þegar það var hæst. Mest hefur Nasdaq-vísitalan lækkað eða um nærri þrjú fjórðu en aðrar hlutabréfavísitölur hafa lækkað um 30-45%.

Þessa þróun verður að skoða í samhengi við það að hlutabréfaverð hækkaði langt umfram efnahagslegar forsendur, sérstaklega í Bandaríkjunum. Þegar verðið var í hámarki árið 2000 var það nærri tvisvar sinnum hærra en meðalverð árána 1995-1998 og þrisvar til fjórum sinnum hærra en á árunum 1990-1994. Þessi mikla hækkun á hlutabréfaverði var að hluta knúin áfram af óhóflegum væntingum, bjartsýni og oftru á framtíðargengi hátækni- og upplýsingatæknifyrirtækja. Til marks um þetta er að hlutfallið milli hlutabréfaverðs og hagnaðar, V/H hlutfallið, hækkaði mjög og er reyndar enn hátt í sögulegu ljósi. Þrátt fyrir mikið verðfall hlutabréfa á síðustu 2 árum, er verðið nú svipað eða hærra en það var að jafnaði á árunum 1995-1998. Þessi staðreynd og ýmsar aðrar vísbendingar geta bent til að hlutabréfaverð sé enn í hærra lagi og ekki sé hægt að segja að hlutabréf séu almennt orðin ódýr.

Samkvæmt ofansögðu má færa rök fyrir því að lækkun hlutabréfaverðs hafi verið óhjákvæmileg og tímabær aðlögun að eðlilegu langtímaverðlagi. Á hlutabréfamörkuðum er það þekkt að verði hættir til að skjóta yfir jafnvægi, bæði í hækkunar- og lækkunarferli. Greinilegt er að verðlagið fór langt fram yfir eðlilegar verðforsendur á árunum 1999-2000. Hugsanlegt er að það sama gerist þegar verðið lækkar. Til viðbótar þessu kemur síðan sá mikli trúnaðarrestur sem orðið

hefur í Bandaríkjunum milli fjárfesta og hlutabréfaeigenda annars vegar og stjórnarmanna skráðra fyrirtækja hins vegar í kjölfar hneykslismála og bókhaldsbrellna. Ekki er þó hægt að fullyrða að hann sé meginorsök þess verðfalls sem orðið hefur síðustu vikur heldur hafi hann ýtt af stað verðaöðlun, sem reikna mátti með.

Gengi evrópskra hlutabréfa hefur lækkað samfara lækkuninni á bandarískum hlutabréfamarkaði en svo virðist sem tengsl á milli þjóðbundinna hlutabréfamarkaða hafi aukist á síðustu árum m.a. sakir þess að hátæknigreinar eru mjög alþjóðlegar. Vísitala 50 helstu fyrirtækja á evrusvæðinu lækkaði um 25% á síðustu 60 dögum en frá áramótum hefur vísitalan lækkað um rúmlega 27%. Svipaðar hremmingar eru á norrænum hlutabréfamörkuðum. Sænska hlutabréfavísitalan lækkaði um 30% á síðustu 60 dögum og um rúmlega 18% á liðnum 30 dögum. Ekki má þó eingöngu kenna um vandræðum í Bandaríkjunum. Efnahagslífið á meginlandi Evrópu virðist taka hægt við sér og afkomutölur helstu fyrirtækja hafa valdið vonbrigðum. Þá veldur gengisstyrking evru útflutningsgreinum í þeim löndum erfiðleikum.

En er botninum náð og mun þessi mikla lækkun hlutabréfa á síðustu misserum ganga til baka? Ítrekaðar tilraunir stjórnvalda í Bandaríkjunum til að róa markaðinn og auka á tiltrú almennings á fyrirtækjum hafa enn ekki borið umtalsverðan árangur. Mikilvægir þættir í markaðsmyndun á hlutabréfamörkuðum er traust, tiltrú og væntingar. Nokkuð virðist skorta á þessa þætti. Ekki verður séð að veruleg umskipti verði á þessum mörkuðum fyrr en traust hefur myndast á ný, tiltrú hefur aftur verið byggð upp og jákvæðar væntingar verða ráðandi. Næsta ógerlegt er að segja til um hvenær slíkar huglægar breytingar fara að gera vart við sig. Einnig verður að líta á hvort hlutabréf séu almennt orðin ódýr fjárfestingakostur, m.ö.o. að þau hafi lækkað um of. Svo virðist ekki vera, hvort sem horft er til V/H hlutfalla helstu hlutabréfavísitalna eða til þróunar hlutabréfaverðs í lengri tíma samhengi. Þannig er reiknað V/H hlutfall Dow Jones vísitölnunnar 22,1 en vænt gildi m.v. afkomuáætlun þessa árs er 15,5. Sama á við um V/H hlutfall annarra hlutabréfavísitalna. Þetta bendir til að verðlagningin núna sé enn í hærri kantinum. Þá er þess einnig að geta að

alngengt er að undirskot í verðlagningu eigi sér stað í svo hraðri verðlækkun eins og verið hefur undanfarnar vikur. Mun þá koma til verðleiðrétting upp á við þegar mesta óróanum linnir á mörkuðum. Í ljósi efnahagslegra og rekstrarlegra forsendna er hins vegar nær útilokað að hlutabréfaverð muni í bráð ná svipuðum hæðum og það hefur verið í á undanförunum árum.

Það er nokkurt áhyggjuefni að mikil verðlækkun á hlutabréfamörkuðum kann að hafa neikvæð áhrif á efnahagsframvinduna á næstu mánuðum, einmitt þegar

efnahagslífið í Bandaríkjunum er að rétta úr kútnum. Talið er að verðfall hlutabréfa í Bandaríkjunum frá árinu 2000 hafi numið allt að 6.500-7.000 milljörðum dala. Búast má við að þessi eignarýrnun dragi úr einkaneyslu og fjárfestingu, en í hvaða mæli er erfitt um að segja. Á móti vegur að húsnæðisverð hefur ekki lækkað og er enn tiltölulega hátt, en breytingar á því eru taldar hafa meiri áhrif á einkaneyslu en breytingar á hlutabréfaverði.

Yfirlit um þróun nokkurra hlutabréfavisitalna og V/H-hlutföll erlendis

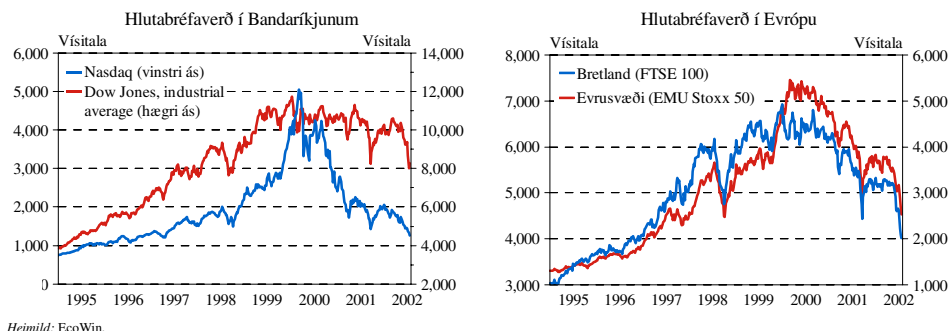
Land	Svíþjóð	Bretland	Þýskaland	Evrusvæði	Bandaríkin			Japan
Vísitala	OMX	FTSE100	DAX100	EMU Stoxx50	S&P500	DJ Indus. Average	Wilequity 5000	Nikkei 225
Verðbreyting til 26. júlí 2002 (%)								
Frá hæsta gildi frá 1995	-68,5	-42,0	-53,3	-53,6	-44,2	-29,5	-45,1	-54,0
Frá sl. áramótum	-42,8	-23,0	-29,6	-33,3	-25,7	-17,5	-25,2	-9,0
Sl. 30 daga	-17,6	-11,4	-12,6	-14,0	-12,4	-9,4	-12,3	-4,8
Sl. 60 daga	-29,9	-22,3	-26,6	-27,0	-21,3	-18,2	-22,0	-19,9

Land	Ísland	Danmörk	Svíþjóð	Bretland	Þýskaland	Bandaríkin		
Vísitala	ICEX-15	KFX	OMX	FTSE100	DAX	Dow Jones	S&P500	Nasdaq
V/H ¹	13,2	32,1	25,8	56,8	22,5	23,1	31,5	(neikvætt)
Metið V/H ²	...	14,6	18,2	19,8	18,8	16,5	16,7	41,9

1. Miðað við hagnað síðustu 12 mánaða og söluverð 25. júlí 2002. 2. Miðað við ætlaðan hagnað 2002.
Heimildir: EcoWin og Kaupþing banki hf.

Þróun hlutabréfaverðs erlendis 1995-2002

Vikulegar tölur



Líkur á stóriðjuframkvæmdum hafa aukist

Í kjölfar þess að skrifað var undir viljayfirlýsingu Alcoa og íslenskra stjórnvalda um byggingu álvers við Reyðarfjörð hafa líkur á stóriðjuframkvæmdum eystra aukist verulega. Stefnt er að því að í byrjun næsta árs hafi þær ákvarðanir verið teknar sem þarf til að hægt sé að hefjast handa um byggingu raforkuvers þegar á því ári. Að vísu munu nokkrar undirbúningsframkvæmdir eiga sér stað þegar á þessu ári, en þær eru litlar að umfangi, eða um 600 m.kr. og hafa því lítil áhrif á umsvif í hagkerfinu. Hápunktur framkvæmda vegna álvers, raforkuvers og tengdra fjárfestinga yrði síðan á árunum 2004 og 2005.

Bygging álvers Alcoa á Reyðarfirði og fjárfesting í raforkuverum yrði heldur minni framkvæmd en var til athugunar í samvinnu við Norsk Hydro þar til sl. vor (Noral). Reiknað er með að framleiðslugeta álversins verði um 295 þúsund tonn en í Noral-verkefninu var reiknað með framleiðslugetu á bilinu 360-420 tonn eftir seinni áfanga. Áhrifin á þjóðarbúskapinn verða í eðli sínu sams konar en samsvarandi minni. Seðlabankinn mat það svo að Noral-verkefnið myndi rúmast innan hagkerfisins án alvarlegrar röskunar á stöðugleika. Það myndi hins vegar krefjast hærri vaxta en ella í aðdraganda framkvæmdanna, en því minni sem aðrar mótvægis- aðgerðir, t.d. í ríkisfjármálum, yrðu öflugri. Hliðstætt á auðvitað við um Alcoa verkefnið þótt í nokkuð minna mæli sé. Seðlabankinn mun að óbreyttu gera nánari grein fyrir mati sínu á þessum áformum í nóvemberhefti *Peningamála*.

Ekki er tímabært að taka mikið tillit til þessara áforma við vaxtaákvæðanir nú. Ástæðurnar eru einkum þrjár. Í fyrsta lagi eru þessar framkvæmdir enn óvissar, þótt líkurnar verði að teljast mun meiri en varðandi Noral-verkefnið á sínum tíma. Í öðru lagi er meira en ár í framkvæmdatoppinn. Í þriðja lagi yfirgnæfa önnur sjónarmið sem byggjast á ört lækkandi verðbólgu, efnahagslægd og háum raun- stýrivöxtum Seðlabankans.

Afkoma ríkissjóðs það sem af er ári lakari en í fyrra en bati í tekjuöflun síðustu mánuði

Afkoma ríkissjóðs hefur það sem af er ári verið lakari en í fyrra. Handbært fé frá rekstri, þ.e.a.s innheimtar tekjur aðrar en eignasala að frádregnum greiddum gjöldum, var neikvætt um tæpa 8 ma.kr. til maíloka, en var neikvætt um tæpa 2 ma.kr. á sama tíma í

fyrra.⁴ Árangur sl. tveggja ára er mun slakari en þegar best gekk í ríkisfjármálum á árunum 1999-2000, þegar afgangur um mitt ár hljóp á 8-10 ma.kr.

Hreyfingar á veittum lánnum, hlutafjareign og veltufjárliðum hafa verið tiltölulega hagstæðar það sem af er ári, innstreymi upp á 3 ma.kr. það sem af er ári en stóð á sléttu á fyrri hluta síðasta árs. Hrein lánsfjárförf ríkissjóðs var því litlu meiri fyrstu sex mánuði þessa árs en á sama tíma í fyrra, eða rúmlega 4 ma.kr. samanborið við tæpa 4 ma.kr. í fyrra. Að auki hefur verið dregið úr greiðslum inn á eldri lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs eftir því sem svigrúm hefur minnkað hjá ríkissjóði. Fyrir vikið hefur ríkissjóður komist af með minni lántökur en í fyrra, eða 5½ ma.kr. til maíloka á þessu ári samanborið við 9½ ma.kr. í fyrra. Megnið af lánsfjárförf ríkissjóðs hefur verið fjármagnað með töku erlendra lána umfram afborganir, eða 8 ma.kr., sem er tæplega 2 ma.kr. minna en á sama tíma í fyrra.

Það sem af er ári 2002 voru innheimtar heildarskatttekjur 4½% hærri en á sama tíma 2001, innkoma af tekjuskatti einstaklinga og tryggingagjaldi hefur hækkað um 12½% og skatttekjur af vörum og þjónustu hafa hækkað um 4%.⁵ Þróunin það sem af er ári virðist því í stórum dráttum í samræmi við tekjuspár.

Greidd gjöld án vaxta og uppbóta á lífeyri voru 10% hærri það sem af er ári en á sama tíma í fyrra, en á fjárlögum var reiknað með um 5% hækkun milli ára. Miðað við þessar einföldu vísbendingar má ætla að ríkisútgjöld stefni u.þ.b. 10 ma.kr. fram úr fjárlögum og afkoma ríkissjóðs án eignasölu verði neikvæð um 5-10 ma.kr. í stað þess að sýna afgang. Gera verður þann fyrirvara að vísbendingar úr greiðslubókhaldi ríkisins geta gefið villandi mynd af undirliggjandi rekstri og eins getur tímasetning útgjalda hliðrast til innan ársins. Ýmis sértilefni voru þó til útgjalda á fyrri hluta 2001 sem ættu að hafa fegrað samanburðinn framan af þessu ári. Auk þess er vitað að launahækkanir í opinbera geiranum hafa verið miklar undanfarin misseri og að talsverðar

4. Hafa verður í huga að afkoman í oddatölumánuðum er yfirleitt slakari en ella, þar eð þá innheimtist tiltölulega litill virðisaukaskattur. Eins er um mánuðinn þegar ríkið gerir upp vaxtabætur og ofgreidda staðgreiðslu.

5. Skv. breytingum á skattalögum átti ríkið að verða af 3 ma.kr. tekjum 2002.

Tafla 4 Ríkisfjármál janúar-júní 2001 og 2002

Ma.kr.	2001	2002	Breyting (%)
Tekjur án eignasölu.....	107,9	113,2	4,9
Þar af skattar	99,9	104,3	4,5
Gjöld.....	109,6	120,9	10,4
Þar af rekstrargjöld	43,9	50,1	14,2
Handbært fé frá rekstri.....	-1,7	-7,7	.
Eignahreyfingar.....	-2,0	3,4	.
Hrein lánsfjárbörf.....	3,7	4,3	.
Greitt inn á lífeyrissjóði.....	-7,5	-4,5	.
Lántökur nettó.....	9,4	5,4	.
Erlendar.....	6,1	7,8	.
Innlendar	3,3	-2,4	.
Greiðsluafgangur.....	-1,8	-3,4	.

Heimild: Mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

framúrkeyslur hafa verið í heilbrigðisgeiranum það sem af er ári. Því virðist ástæða til að gæta sérstaklega að útgjaldaþróun næstu misserin.

Hagur sveitarfélaga versnar þrátt fyrir auknar útsvarstekjur

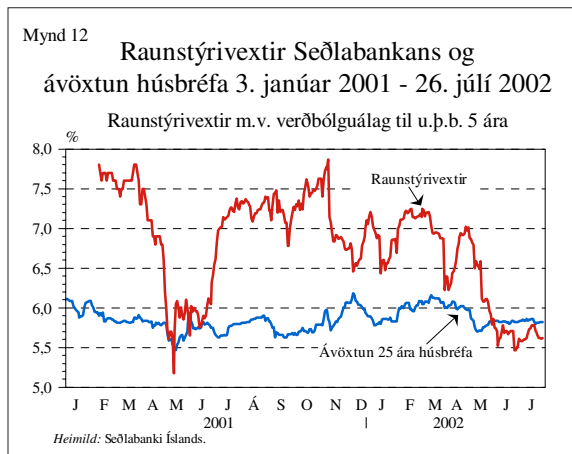
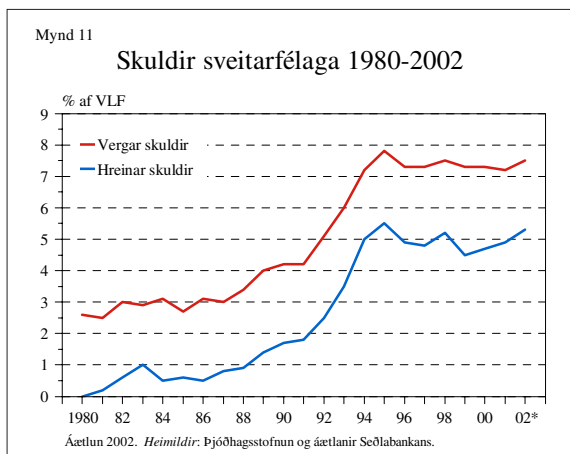
Vísendingar um afkomu sveitarfélaga á árinu 2001 benda til versnandi hags þrátt fyrir auknar útsvarstekjur og aukin framlög í jöfnunarsjóð sveitarfélaga. Halli á rekstri 15 stærstu sveitarfélaganna var yfir 4 ma.kr. á síðasta ári, eða um 8% af tekjum. Fjárhagsáætlanir gerðu ráð fyrir halla upp á hálfan milljarð. Skatttekjur þessara sveitarfélaga fóru þó 8% fram úr

fjárhagsáætlunum, en útgjöld enn meira, eða um 16%. Hrein fjárfestingarútgjöld þeirra fóru um 30% fram úr áætlun á árinu 2001, að nokkru leyti vegna þess að lakari innheimta var á tekjum á móti fjárfestingu en ætlað var. Í þessum sveitarfélögum búa yfir 80% landsmanna og afkoma þeirra gefur því dágóða mynd af afkomu sveitarfélaganna í heild. Aðdragandi kosninga virðist því hafa orðið sveitar-sjóðum dýrkeyptur eins og stundum áður.

Með svo miklum frávikum frá fjárhagsáætlunum 2001 er vafamál hversu mikið ber að leggja upp úr fjárhagsáætlunum fyrir 2002. Samanburður er erfiður vegna bókhaldsbreytinga, en að því er séð verður gera fjárhagsáætlanir þessara 15 sveitarfélaga ráð fyrir um ½ ma.kr. halla á þessu ári.

Vextir eru háir í ljósi efnahagsaðstæðna og aðhald peningastefnunnar er mikið

Seðlabankinn hefur lækkað stýrivexti sína um samtals eina prósentu síðan *Peningamál* voru síðast gefin út. Raunstýrivextir bankans hafa lækkað lítillega minna þar sem verðbólguvæntingar hafa heldur lækkað samfara því að ör lækking verðbólgunnar hefur verið staðfest. Í byrjun maí voru raunstýrivextir bankans um 6,9% miðað við verðbólguálag ríkisverðbréfa til um fimm ára en um 5,6% undir lok júlí. Samkvæmt þeirri verðbólguálag sem var kynnt hér að framan voru raunvextir bankans tæplega 6½% undir lok júlí miðað við verðbólgu um eitt ár fram í tímann. Aðhaldsstig peningastefnunnar er því mikið. Önnur fjármálaleg skilyrði eru einnig fremur aðhaldssöm. Þannig hefur gengi krónunnar hækkað



um 1,9% frá því í byrjun maí. Raunvextir verðtryggðra skuldabréfa hafa enn sem komið er lítið lækkað og eru í raun mjög háir í ljósi efnahagslæðar og óvissu í efnahagshorfum. Vextir 25 ára húsbrefa voru t.d. tæp 6% undir lok júlí eða svipaðir og í byrjun maí.

Um 6% raunstýrivextir Seðlabankans eru vel fyrir ofan langtíma jafnvægi, sbr. umræðu í síðasta hefti *Peningamála* og of háir í ljósi ríkjandi efnahagsaðstæðna. Nýyfirgenginn verðbólguáhrifur krafðist þess hins vegar að Seðlabankinn færi varlega í

slökun peningastefnunnar þar sem það hefði haft alvarlegar afleiðingar fyrir trúverðugleika hennar til langs tíma lítið ef sigur í viðureigninni við verðbólguna hefði ekki verið tryggður. Þegar nú hillir undir að verðbólguáhrif bankans sé að nást er hins vegar fullt tilefni til frekari lækkunar vaxta bankans frá því stigi sem þeir voru á í júlí. Umfang og tímasetningar munu hins vegar eins og endranær ráðast af framvindunni og nákvæmu mati á aðstæðum á hverjum tíma.