

Verðbólga nærri markmiði og aukinn slaki án stóriðjuframkvæmda

Verðbólgan hélt áfram að hjaðna sl. þrjá mánuði og er nú aðeins lítillega yfir verðbólgu-markmiði Seðlabankans. Kjarnavísitölur sýna reyndar nokkru meiri verðbólgu og staðfestir það fyrra mat Seðlabankans um að undirliggjandi verðbólga hafi verið nokkru hærri en vísitala neysluverðs gaf til kynna. Frá því í janúar hefur árshraði verðbólgunnar verið undir verðbólgu-markmiðinu og horfur eru á að hækkunin yfir árið verði það einnig. Á seinni hluta næsta árs reiknar Seðlabankinn með að verðbólgan fari aðeins yfir verðbólgu-markmiðið á ný, en verði síðan við eða innan verðbólgu-markmiðsins til ársloka 2004. Í þessum spám er ekki reiknað með að ráðist verði í stórfelldar virkjunar- og stóriðjuframkvæmdir á tímabilinu, en það myndi breyta öllum niðurstöðum í grundvallaratriðum. Spáin er að öðru leyti byggð á því að stöðugleiki ríki í gengismálum næstu tvö ár, framleiðsluspenna verði óveruleg eða lítils háttar slaki á tímabilinu. Vísbendingar um framvindu efnahagsmála á árinu benda til þess að hagvöxtur hafi verið dræmur, en mesti samdrátturinn sé þó að baki. Seðlabankinn birtir nú í fyrsta sinn eigin þjóðhagsspá fyrir næstu tvö ár og tekur verðbólgu-spáin m.a. mið af henni. Áætlað er að þjóðarútgjöld dragist saman um rúmlega 3% í ár, en hagstæð utanríkisviðskipti komi í veg fyrir samdrátt í landsframleiðslu. Á næsta ári er reiknað með dræmum hagvexti, 1½% vexti landsframleiðslu og 1% vexti þjóðarútgjalda. Gert er ráð fyrir lítilli aukningu einkaneyslu á næsta ári, eftir samdrátt í ár, sem einkum má rekja til aukins slaka á vinnumarkaði, og minni vaxtar ráðstöfunartekna og mikillar skuldsetningar heimila.

I. Þróun efnahagsmála

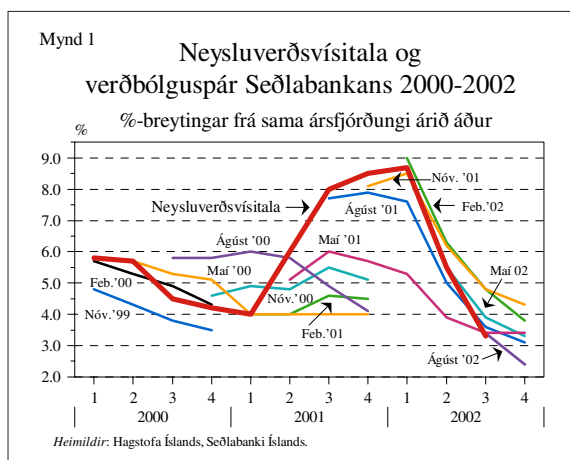
Forsendur stöðugleika í efnahagsmálum hafa styrkst enn frekar frá því síðasta hefti *Peningamála* kom út í ágúst. Hjöðnun verðbólgunnar hefur haldið áfram, jafnvægi ríkt í utanríkisviðskiptum og flest bendir til að mesti samdrátturinn í þjóðarútgjöldum sé að baki þótt hagvöxtur sé dræmur. Í þessum hluta er fjallað um framvindu verðlagsmála, ytri skilyrði og vísbendingar um framleiðslu og eftirspurn í þjóðar-búskapnum.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 4. nóvember 2002.

Verðlagsþróun

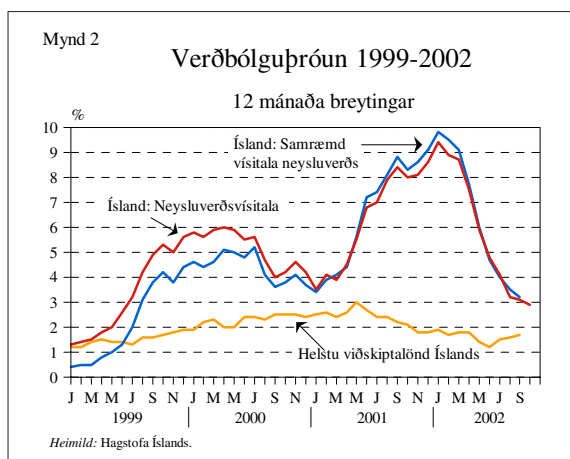
Verðbólga nálgast mjög verðbólgu-markmið Seðlabankans og var á þriðja ársfjórðungi í samræmi við spá Seðlabankans í ágúst

Í október hafði vísitala neysluverðs hækkað um 2,9% á einu ári og hefur því nálgast mjög 2½% verðbólgu-markmið Seðlabankans. Nú í nóvember mun Hagstofa Íslands hefja birtingu tveggja kjarnavísitalna. Þessar vísitölur sýna u.þ.b. 1% meiri verðbólgu (sjá síðar), sem bendir til nokkru meiri undirliggjandi verðbólgu en vísitala neysluverðs hefur mælt. Í ágúst spáði Seðlabankinn hækkun vísitölu neysluverðs um 3,4% frá þriðja ársfjórðungi 2001 til jafnlengdar 2002. Vísitalan hækkaði í reynd um 3,3%. Þetta er



annar ársfjórðungurinn í röð sem spá Seðlabankans einn ársfjórðung fram í tímann gengur því sem næst að fullu eftir.²

Hratt hefur dregið úr verðbólgu á árinu. Hún náði hámarki í janúar, þegar hækkun vísitölu neysluverðs undangengna tólf mánuði nam 9,4%, fór undir 4½% þolmörk ársins 2002 í júlí og 4% þolmörkin, sem gilda munu frá byrjun næsta árs, í ágúst. Frávik tólf mánaða verðbólgu frá verðbólguþáttinum liggur fyrst og fremst í verðhækkunum á fyrstu þremur mánuðum tímabilsins. Þegar þessir þrjú mánuðir hverfa úr verðsamanburðinum minnkar mæld 12 mánaða verðbólga. Frá ársbyrjun hefur verðlags-



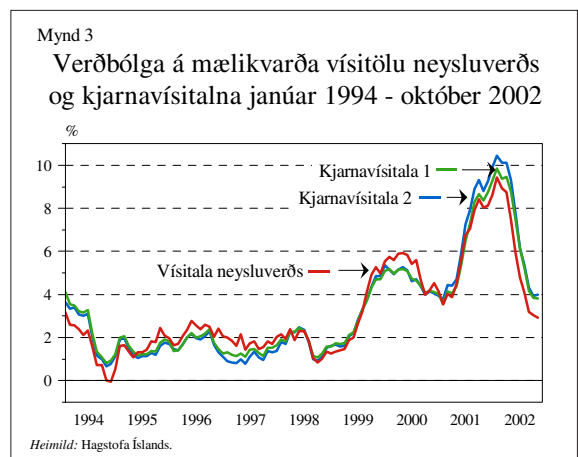
2. Nánar verður fjallað um frávik í verðbólguþáttum Seðlabankans í fyrsta hefti *Peningamála* á næsta ári eins og gert hefur verið í fyrsta hefti ársins síðustu ár.

stöðugleiki raunar verið með ágætum á heildina litið. Á tímabilinu frá janúar til október hækkaði vísitala neysluverðs um 1,2%, eða sem nemur 1,6% á ársvarða. Á tímabilinu kann að gæta lítills háttar árs-tíðarsveiflu, auk þess sem sérstakra aðgerða til að hefta verðhækkanir kann að gæta enn. Hvað sem því líður virðist óhætt að fullyrða að hraði verðbólgunnar innan ársins hafi verið undir verðbólguþáttinum Seðlabankans.

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands lækkaði frá áramótum til vormánaða og var minnst 1,2% í júní, en í september var meðalverðbólga í helstu viðskiptalöndunum 1,7%. Verðbólga í ríkjum EES var 1,8% í september. Sé sami mælikvarði notaður á verðbólgu á Íslandi og EES var verðbólga á Íslandi 3,2%.

Undirliggjandi verðbólga er enn töluvert yfir verðbólguþáttinum

Sem fyrr segir mun Hagstofa Íslands hefja nú í nóvember birtingu á tveimur kjarnavísitölum til að mæla undirliggjandi verðbólguþróun (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1). Kjarnavísitala 1, sem er vísitala neysluverðs án grænmetis, ávaxta, búvöru og bensíns, hefur hækkað um 3,8% undanfarna tólf mánuði en aðeins um 1,7% undanfarna sex mánuði og um 1,9% undanfarna þrjú mánuði (í báðum tilvikum á ársvarða). Kjarnavísitala 2, sem er kjarnavísitala 1 án opinberrar þjónustu, hefur hins vegar hækkað um 4% síðustu tólf mánuði og um 1,4% á ársvarða hvort heldur litið er til síðustu þriggja eða sex mánaða.



Rammagrein 1 Mælikvarðar á kjarnaverðbólgu

Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 um verðbólguþróun og breytta gengisstefnu var gert ráð fyrir því að Seðlabankinn, í samráði við Hagstofu Íslands, mótaði einn eða fleiri mælikvarða á undirliggjandi verðbólguþróun sem bankinn gæti notað til hliðsjónar við mótun peningastefnunnar. Þeirri vinnu er nú lokið og mun Hagstofan frá og með birtingu vísitölu neysliverðs þann 12. nóvember nk. birta tvær nýjar vísitölur, kjarnavísitölu 1 og kjarnavísitölu 2. Báðar eru byggðar á sama grunni og vísitala neysliverðs, en hin fyrri undanskilur verð grænmetis, ávaxta, búvöru og bensíns og hin síðari til viðbótar verð opinberrar þjónustu. Í athugun er hvort birta eigi kjarnavísitölur sem auk ofangreinds undanskilur áhrif breytinga á óbeinum sköttum og niðurgreiðslum. Ótvírætt gagn yrði af slíkum vísitölum, en gerð þeirra krefst töluverðrar undirbúningsvinnu og athugana á aðferðafræði.

Þeir þættir sem haldið er utan kjarnavísitalnanna tveggja eru ýmist töluvert sveiflukenndir, meira eða minna utan áhrifasviðs peningastefnunnar eða endur-

spjela hlutfallslegar verðbreytingar sem að jafnaði er ekki æskilegt að Seðlabankinn bregðist við með aðgerðum í peningamálum. Í grein eftir Þórarín G. Pétursson, sem birtist annars staðar í þessu hefti, er fjallað um rökin fyrir notkun mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu við mótun peningastefnunnar og sjónarmið við gerð þeirra. Seðlabankinn telur að með þessa mælikvarða á undirliggjandi verðbólguþróun til hliðsjónar verði auðveldara fyrir hann að útskýra aðgerðir sínar fyrir almenningi og stjórnvöldum. Einnig ætti tilvist þeirra að stuðla að því að verðbólguvæntingar endurspegli undirliggjandi verðlagsþróun fremur en tímabundnar verðbreytingar. Það getur dregið úr sveiflum í framleiðslu og stýrivöxtum sem kann að leiða af því að bankinn gangi of hart fram við að halda verðbólgu nálægt markmiði sínu.

Rétt er að leggja ríka áherslu á að útreikningur kjarnavísitalnanna breytir ekki því að vísitala neysliverðs verður áfram hin formlega viðmiðun fyrir verðbólguþróun Seðlabankans.

Mynd 3 sýnir verðbólguþróun frá 1994 samkvæmt þessum tveimur kjarnavísitölum og vísitölu neysliverðs. Eins og sést á myndinni er þróunin mjög áþekkt yfir tímabilið í heild, þannig að kjarnavísitölurnar sýna álíka meðalverðbólgu til lengri tíma og vísitala neysliverðs.

Verðbólga undanfarinna mánaða er af innlendum toga

Frá því um áramót hafa flestir meginþættir vísitölu neysliverðs hækkað minna en sem nemur verðbólguþróun Seðlabankans. Frá þessu eru þrjár undantekningar. Umreiknuð til árshækkunar nam hækkun bensínverðs 6,5%, húsnæðiskostnaðar 6% og þjónustu einkaaðila 5,3%. Hækkun bensínverðs á sér ástæður sem að mestu leyti liggja utan áhrifasviðs íslenskrar efnahagsstjórnar og því ekki ástæða til að hafa af henni sérstakar áhyggjur á meðan ekki er um stórfelldar sveiflur að ræða. Tilefni er hins vegar til að hyggja vel að ástæðum fyrir verðþróun hinna tveggja þáttanna, enda vega þeir samtals tæp 40% í vísitölu neysliverðs. Húsnæðismarkaðurinn og þjón-

usta ýmiss konar eiga það sameiginlegt að verða fyrir takmarkaðri erlendra samkeppni, þótt frá því séu undantekningar. Breytingar á gengi krónunnar hafa því síður áhrif á verðþróun þar. Nái verðbólguhjöðnunin ekki inn í þessa þætti neyslukostnaðar er ákveðin hætta á að verðbólgan aukist á ný þegar áhrif gengishækkunar krónunnar fjara út eða ef gengið veikist á ný.

Töluvert hefur dregið úr tólf mánaða hækkun þjónustuliðar neysliverðsvísitölnunnar frá því að hún varð mest 10% í mars sl. Í októberbyrjun hafði verð þjónustu í einkageiranum þó hækkað um tæp 6% á einu ári og skýrir u.þ.b. helming hækkunar vísitölu neysliverðs á tímabilinu. Hraðinn undanfarna þrjá mánuði hefur verið heldur minni, eða 4,8% umreiknaður til árshækkunar. Hjöðnunin er hægfare, en hægt og bitandi ætti að draga úr verðhækkunum á þessu sviði eftir því sem hægir á innlendum launahækkunum, sem ætla má að hafi umtalsverð áhrif á verð þjónustu.

Ófugt við þjónustu einkaaðila, þar sem mátt hefur greina hægfare en stöðuga verðhjöðnun, hefur

hækkun húsnæðisverðs sótt í sig veðrið undanfarna mánuði. Þessi þróun er sérkennileg í ljósi þess að líklega minnkaði ráðstöfunarfé heimilanna á sl. ári, sem ætti að öðru óbreyttu að draga úr eftirspurn eftir húsnæði.³ Undanfarna tólf mánuði hefur húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hækkað um 6%, en í maí nam tólf mánaða hækkun markaðsverðs húsnæðis, eins og það er mælt í vísitölu neysluverðs, aðeins 2,8%. Undanfarna þrjá mánuði hefur markaðsverð húsnæðis hækkað um 2½%, eða 10½% umreiknað til ársþækkunar.

Ástæða er til að staldra við aukna húsnæðisverðbólgu undanfarna mánuði, því að hún gæti gefið til kynna að meiri kraftur sé í eftirspurn en ráða má af öðrum vísbendingum. Líklegt er þó að ástæður þessarar þróunar séu nýlegar kerfisbreytingar á fjármögnun íbúðarhúsnæðis. Þar ber fyrst að nefna hækkun hámarkslána Íbúðalánasjóðs í maí í fyrra. Þá er þess að geta að í byrjun þriðja ársfjórðungs þessa árs var kaupskyldu sveitarfélaga á höfuðborgarsvæðinu af félagslegu húsnæði aflétt. Breytingarnar fela í sér að eigendur félagslegs íbúðarhúsnæðis geta nú selt sínar íbúðir á markaðsvirði, t.d. í því skyni að festa kaup á stærra húsnæði. Nýr hópur seljenda og kaupenda kemur því inn á markaðinn sem líklegt er að auki eftirspurn eftir húsnæði. Enn er ekki ljóst hversu mikil áhrif þessara breytinga verða og hversu lengi þau vara. Til viðbótar má nefna að í reglugerðum um viðbótarlán er gert ráð fyrir að hægt sé að

veita sérstakar undanþágur frá eigna- og tekju-mörkum. Samkvæmt upplýsingum frá Íbúðalánasjóði hafa þessar undanþágur verið túlkaðar með mismunandi hætti.

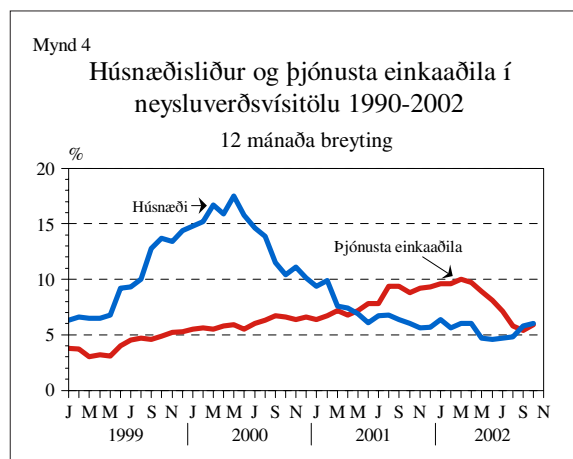
Verðhjöðnun á innfluttum vörum það sem af er ári þrátt fyrir verðhækkun á bensíni

Styrking krónunnar á fyrri helmingi þessa árs hefur haft töluverð verðlagsáhrif. 7. ágúst sl. þegar það var hæst hafði gengi krónunnar hækkað um rúm 17% frá nóvember í fyrra og um tæp 17% frá áramótum en síðan þá hefur það lækkað aftur um 3,8%. Verð á innfluttum vörum hefur sl. tólf mánuði hækkað um tæplega 1% en lækkað um tæplega 1% á ársgrundvelli það sem af er árinu. Lækkunin innan ársins átti sér stað þrátt fyrir að bensín hafi hækkað um 6,5% á ársgrundvelli frá áramótum. Áhrif gengisbreytinga ættu að skila sér nokkuð hratt inn í verð á innfluttum matvörum því að veltuhraðinn er tiltölulega mikill í matvöruverslun. Verð innfluttrar matvöru hefur lækkað um 3,7% undanfarna tólf mánuði, um 12,6% frá byrjun janúar, ef umreiknað er til ársraða, og náði lágmarki í ágúst. Auk gengishækkunar krónunnar kann aukin samkeppni á milli lágvöruverðsverslana með matvörur að hafa haft áhrif, því að nýr aðili kom inn á markaðinn sl. sumar. Undanfarna tvo mánuði hafa innfluttar matvörur hækkað nokkuð í verði á ný.

Verðbólguvæntingar fyrirtækja um eða undir verðbólgu markmiðinu en almennings væntir meiri verðbólgu

Verðbólguvæntingar forráðamanna fyrirtækja og á fjármálamarkaði hafa verið í ágætu samræmi við verðbólgu markmiðið, þ.e.a.s. um eða innan við 2½%. Því virðist sem traust þessara aðila á að peningastefnan nái settu marki sé með ágætum. Væntingar almennings virðast hins vegar sem fyrir mótað af liðinni tíð, fremur en spám um framtíðina.

Verðbólguálag ríkisskuldabréfa með um 4½ árs líftíma hefur sveiflast á milli 2,2% og 2,7% frá því að *Peningamál* voru síðast gefin út. Að meðaltali var verðbólguálagið 2,4% á tímabilinu og 2,2% undir októberlok. Það hefur því að mestu verið undir 2½% verðbólgu markmiði Seðlabankans ef undan eru skildar tímabundnar hækkningar tengdar væntingum um breytingar á vísitölu neysluverðs eða birtingu hennar. Tilkynningar Seðlabankans um lækkun stýri-



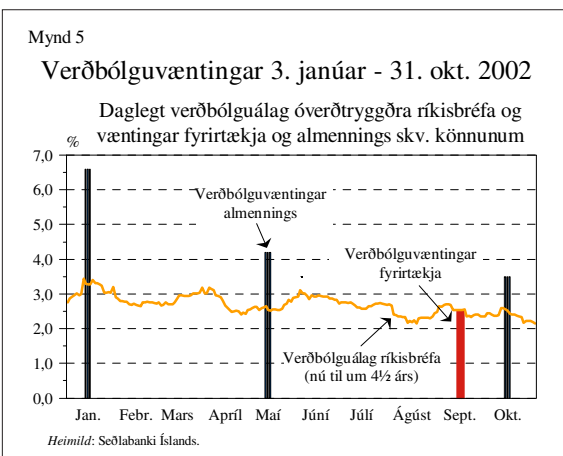
3. Með ráðstöfunarfé er átt við ráðstöfunartekjur að viðbættari nettólán-töku en að frádrögnum vaxtagreiðslum

vaxta hafa jafnan haft lítil áhrif á verðbólguálag ríkisskuldabréfa, sem ber vott um traust á peningastefnuna.

Svipaðar niðurstöður má sjá í könnun meðal sérfræðinga á fjármálamarkaði (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 3) en þeir gera að meðaltali ráð fyrir að verðbólga yfir næsta ár verði 2,2%. Hæsta og lægsta gildi var 2,6% og 1,5%. Lægsta gildi hækkunar vísitölu neysliverðs sem vænst er yfir næsta ár er þó vel yfir neðri þölmörkum verðbólguálagmarkmiðsins.

Í könnun sem Gallup gerði á væntingum og áformum 400 stærstu fyrirtækja landsins (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 2) var spurt um verðbólguhorfur næstu tólf og 24 mánuði. Forsvarsmenn fyrirtækjanna töldu að meðaltali að vísitala neysliverðs myndi hækka um 2,6% næstu tólf mánuði og um 4,9% næstu 24 mánuði, sem jafngildir 2,4% á ári.

Prisvar á ári er gerð könnun fyrir Seðlabankann á verðbólguvæntingum almennings, nú síðast í október. Í niðurstöðum könnunarinnar kom fram að almenningur gerir að meðaltali ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði verði 3,5%. Miðgildi var nokkru lægra eða 3,2%, þ.e.a.s. jafnmargir spáðu að verðbólgan yrði meiri en 3,2% og að hún yrði minni.⁴ Verðbólguvæntingar heimilanna hafa lækkað nokkuð síðan í maí en þá voru samsvarandi tölur 4,2% fyrir meðaltal og 4,0% fyrir miðgildi.



4. Jafnmargar mælingar eru fyrir ofan og neðan miðgildi, þannig að það er besti mælikvarðinn á það sem flestir töldu. Meðaltalið getur færst frá miðgildinu ef nokkrir aðilar eru með væntingar sem vikja langt frá því sem flestir telja.

Staðalfrávik mældist 1,3% og lækkar mikið frá fyrri könnunum á þessu ári. Í janúar og maí var staðalfrávik 2,5% og 1,8% sem er með því hæsta frá því að farið var að framkvæma þessar kannanir árið 1997.

Ytri skilyrði og framleiðsla

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum hafa versnað

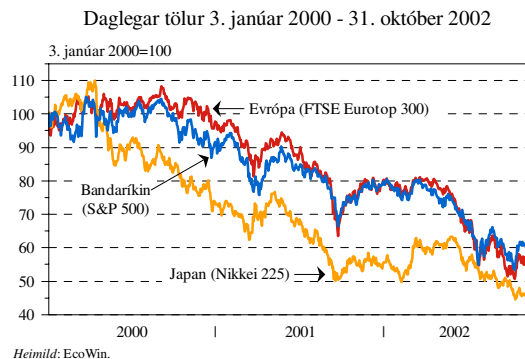
Batinn í heimsbúskapnum, sem efnahagsspár fyrr á árinu gerðu ráð fyrir, hefur verið tregari en vonir stóðu til. Samkvæmt síðustu könnun *Consensus Forecasts*,⁵ sem gerð var í október sl., höfðu hagvaxtarhorfur á þessu ári heldur versnað í Bandaríkjunum og Evrópusambandinu frá því í apríl, en ívið minni samdrætti var spáð í Japan. Spáð var að meðaltali 1% hagvexti í Evrópusambandslöndunum, 2½% hagvexti í Bandaríkjunum og um 1% samdrætti í Japan. Horfur um hagvöxt á næsta ári hafa einnig versnað samkvæmt sömu könnun. Að meðaltali var spáð u.þ.b. ½% minni hagvexti í Bandaríkjunum og ¾% minni hagvexti í Evrópusambandslöndunum en í apríl, eða 3% og 2%. Jafnframt hefur komið í ljós að hagvöxtur í Bandaríkjunum í fyrra var minni en áður var talið og að samdráttar gætti í þrjá ársfjórðunga samfleytt, en ekki einn eins og áður var talið.

Horfurnar hafa versnað enn meira frá vormánuðum ef lítið er til þróunar á hlutabréfamörkuðum eða vísitalna sem mæla viðhorf heimila og fyrirtækja. Á þriðja ársfjórðungi varð mesta lækkun á verði hlutabréfa í Bandaríkjunum í einum ársfjórðungi frá árinu 1987 og í Evrópu lækkuðu hlutabréf enn meira í verði. Þá hafði S&P 500-vísitalan bandaríska fallið um u.þ.b. helming frá mars árið 2000, eða meira en nokkru sinni í hálfa öld. Hlutabréfaverð hefur þó heldur rétt úr kútnum síðustu vikur. Bókhaldshneyksli hjá bandarískum fyrirtækjum og stríðshætta við Persaflóa áttu þátt í síðustu hrinu lækkana, en vonbrigði með afkomutölur fyrirtækja og depurri hagvaxtarhorfur má telja undirliggjandi orsök verðfallsins. Þetta hefur haft slæm áhrif á viðhorf neytenda, sem gæti reynst afdrifaríkt, því að það var öðru fremur seiglan í vexti einkaneyslu í Bandaríkjunum,

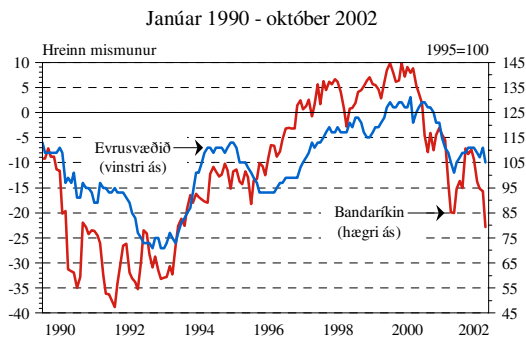
5. Mánaðarlega kannar, safnar saman, og birtir *Consensus Forecasts* spár 240 stofnana sem fást við þjóðhagsspár viðsvegar um heim. Reiknað meðaltal spánna þykir að jafnaði gefa betri visbendingu um framvindu næstu ára en einstakar spár.

Mynd 6

Hlutabréfavisitölur erlendis



Viðhorfsvísitölur heimila



Bretlandi, Frakklandi og nokkrum smærri Evrópulöndum sem mildaði samdráttinn í efnahagslífinu á sl. ári. Batinn í iðnaðarframleiðslu Bandaríkjanna og Evrópu virðist hafa stöðvast í bili síðla sumars, en í Asíu hefur batinn verið öflugri. Víða í Rómönsku Ameríku ríkir alvarleg efnahagskreppa.

Verði framhald á þeirri þróun sem einkennt hefur undanfarna mánuði gæti það haft neikvæð áhrif á ytri skilyrði íslenska þjóðarbúsins. Útflutningur Íslands samanstendur að verulegum hluta af matvælum til einkaneyslu. Vegna þess að einkaneyslan hélt áfram að vaxa í mörgum helstu viðskiptalöndum Íslands, þrátt fyrir ýmsar sviptingar, í fremur mildri efnahagslægd sem gekk yfir heimsbyggðina á sl. ári hafði afturkippurinn lítill áhrif á verðlag íslenskra útflutningsafurða. Verði samdráttur í einkaneyslu, eða hægi umtalsvert á vextinum, gætu áhrifin orðið meiri og e.t.v. má greina einhver merki þess í nýlegri verðþróun sjávarafurða. Horfur um verð á áli eru með lakara móti og spáir CRU Group Int. að álverð lækki um 10% á næsta ári eftir 7% lækkingu í ár. Einkum gæti viðskiptakjörum hrakað ef ófriður við Persaflóa leiddi til verulegrar hækkunar á olíuverði að auki. Því má segja að ákveðnar almennar vísbendingar um óhagstæða þróun viðskiptakjara blasi við. Markaðir hafa þó verið tiltölulega líflegir í mörgum helstu viðskiptalöndum Íslands, t.d. Bandaríkjunum, Bretlandi, Frakklandi og Norðurlöndum, þótt heldur hafi dregið úr einkaneyslu og framvirkar vísbendingar séu fremur neikvæðar. Þess ber að gæta að verð á helstu útflutningsafurðum Íslands ræðst ekki síður af sveiflum í framboði á alþjóðamarkaði en eftirspurn. Samband eftirspurnar og verðlags er því ekki einhlíft.

Auk hagstæðrar þróunar einkaneyslu í flestum helstu viðskiptalöndunum studdi kreppan í evrópskum landbúnaði í fyrra og niðurskurður aflaheimilda í Norðursjó við verðlag sjávarafurða.

Góð aflabrögð og hátt verð sjávarafurða hafa skapað ákjósanleg skilyrði í sjávarútvegi

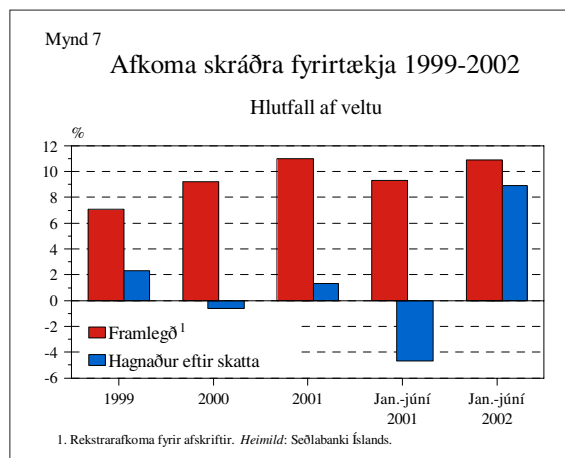
Aflabrögð hafa verið góð það sem af er þessu ári. Heildaraflinn fyrstu níu mánuði ársins var u.þ.b. 10% meiri en á sama tíma í fyrra. Mest jókst rækju- og skelfiskaflinn, eða um næstum 20%, uppsjávarafli jókst um 11% og botnfiskaflinn um 4%. Verð á sjávarafurðum er enn gott, þótt nokkuð hafi slegið í bakseglin á haustmánuðum. Ekki er ljóst hvort nýleg lækking á verði sjávarafurða gæti verið fyrirboði óhagstæðari þróunar en undanfarin ár, t.d. í tengslum við veikari einkaneyslu í viðskiptalöndunum. Verð á saltfiski lækkaði töluvert um miðbik ársins en virðist heldur hafa hækkað á ný sl. vikur. Tregðu á mörkuðum í Bandaríkjunum og Evrópu má að nokkru rekja til þess að verð á íslenskum fiskafurðum var orðið mjög hátt samanborið við aðrar matvörur, sem gerir eftirspurn viðkvæmari en ella fyrir lægð í þjóðarbúskap viðskiptalandanna. Meðal útflutningsfyrirtækja virðist þó ríkja nokkur bjartsýni um að verð sjávarafurða muni í aðalatriðum haldast í svipuðu horfi og verið hefur. Það sem af er árinu hefur meðalverð sjávarafurða að jafnaði verið u.þ.b. 4% hærra en á liðnu ári.

Verðmæti útflutnings sjávarafurða á fyrstu níu mánuðum þessa árs var tæplega 13% meira en á sama tíma í fyrra en um 7,3% af því skýrist af magnaukningu og tæplega 5,2% af hærri verði. Góð

aflabrögð í septembermánuði gefa vísbendingu um að útflutningur sjávarafurða hafi einnig verið þokkalegur í október.

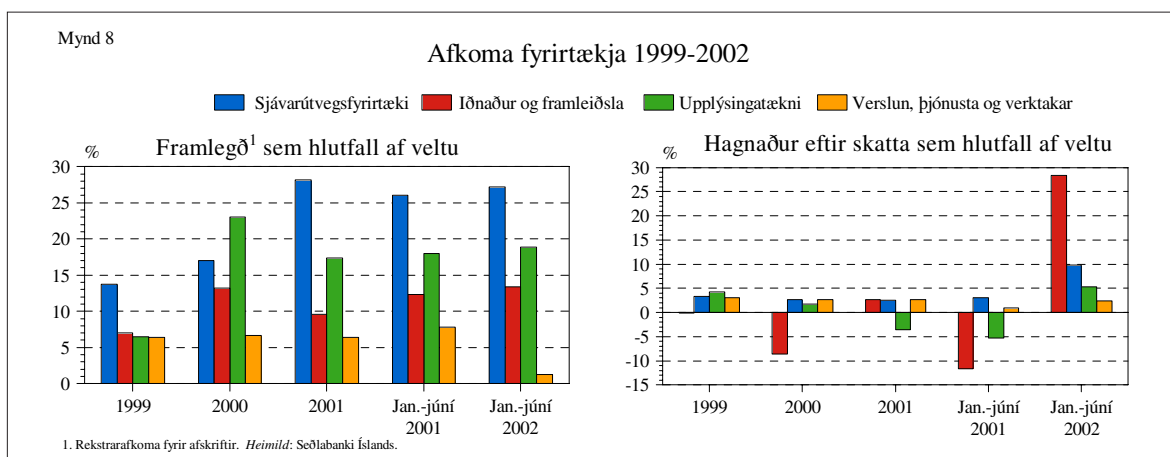
Mikil framleiðsluaukning og útflutningsvöxtur í iðnaði

Framleiðsla í iðnaði, bæði í stóriðju og öðrum iðnaði, hefur aukist verulega á þessu ári. Allnokkur vöxtur var í álframleiðslu vegna tæknibreytinga og betri nýtingar framleiðslugetu. Þrátt fyrir rúmlega 9% magnvöxt það sem af er árinu hefur álútflutningur aðeins dregist saman í krónum talið, því að meðalverð var tæplega 9% lægra en á liðnu ári. Velta í öðrum framleiðsluiðnaði til útflutnings hefur einnig aukist hröðum skrefum. Má þar sérstaklega nefna lyfjaiðnað, framleiðslu á tækjum til matvælaframleiðslu og fiskvinnslu, og lækningatækjum. Útflutningur annarrar iðnaðarvöru en áls og kísiljárns nam u.þ.b. 11,3% af heildarvöruútflutningi fyrstu níu mánuði ársins og hafði aukist um tæplega helming að magni frá sama tíma í fyrra. Raungengi var sérstaklega hagstætt fyrir útflutningsfyrirtæki á síðasta ári enda í sögulegu lágmarki síðla árs. Þrátt fyrir að lækkunin hafði að verulegu leyti gengið til baka var raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag á 3. fjórðungi þessa árs enn tæpum 2% undir meðaltali undanfarinna 10 ára og tæpum 5% undir meðaltali undanfarinna 20 ára en áætlun hækkun þess milli ára er um 5,5%. Miðað við hlutfallslegan launakostnað var raungengi á 3. ársfjórðungi 2,3% yfir 10 ára meðaltali en tæpum 3% undir meðaltali undanfarinna 20 ára.



Velta skráðra fyrirtækja vex, framlegð er áfram góð og hagnaður hefur aukist verulega

Þau hagstæðu ytri skilyrði sem lýst hefur verið hér að framan hafa komið fram í góðri afkomu fyrirtækja sem þeirra njóta, auk þess sem mörg fyrirtæki uppskera nú ávexti öflugs þróunar- og markaðsstarfs undanfarinna ára. Spár fjármálafyrirtækja um afkomu skráðra atvinnufyrirtækja á þessu ári eru jákvæðar. Gert er ráð fyrir að velta aukist um 12% að raungildi, aðallega vegna samruna, yfirtöku og sóknar á erlendum mörkuðum, framlegð verði tæplega 12% af veltu (var tæplega 11% 2001), hagnaður eftir skatta 7,9% (var 1,7% 2001) og fjármagnsliðir verði lítillaga jákvæðir (voru neikvæðir um 4,3% af veltu 2001). Bestar eru horfurnar í sjávarútvegi þar sem gert er ráð fyrir 26% framlegð sem gefur meti framlegðar sl. árs lítið eftir. Hagnaður eftir skatta eykst



mikið, og skýrist það m.a. af áhrifum gengishækkunar krónunnar á fjármagnsliði og lækkun skatta. Staða og horfur iðnaðarfyrirtækja eru einnig góðar. Bæði framlegð og hagnaður batnar á milli ára. Staða fyrirtækja í verslun og þjónustu er hins vegar veik, en ástandið hjá fyrirtækjum í samgöngum og upplýsingatækni hefur batnað verulega.

Ekki liggur fyrir traust mat á stöðu og afkomu óskráðra fyrirtækja fyrr en löngu eftir að árið er liðið. Reynt hefur verið að afla upplýsinga um stöðuna með óformlegum viðtölum. Í þeim hefur komið fram að umtalsverður samdráttur er í smásöluverslun, sem brugðist hefur verið við með hagræðingu og minna

mannahaldi. Í heildsölu, t.d. bílasölu, virðist heldur bjartara framundan en verið hefur. Hótel- og veitingastarfsemi stendur fremur illa eftir lakara sumar en vænst var, en mikil fjárfesting stendur yfir eða er í undirbúningi í hótelum. Afturkiptur hefur verið hjá verktakafyrirtækjum eftir mikil umsvif á sl. árum. Vonir um stóriðju- og virkjunarframkvæmdir og ágæt eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði hafa dregið úr svartisýni sem áberandi var í lok sl. og byrjun þessa árs.

Í könnun á viðhorfum 400 veltuhæstu fyrirtækja landsins sem Gallup hefur gert fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið (sjá rammagrein 2), kemur fram

Rammagrein 2 Staða og viðhorf íslenskra fyrirtækja

Seðlabankinn og fjármálaráðuneytið hafa fengið Gallup til að spyrja forráðamenn íslenskra fyrirtækja um væntingar þeirra og áform. Slíkar kannanir hafa lengi tíðkast erlendis enda þykja þær gefa vísbendingar sem nýtast ásamt hagtölum til að spá fyrir um efnahagsþróun. Áformað er að gera slíka könnun tvisvar á ári hér á landi.

Þessi fyrsta könnun var gerð á tímabilinu 4. september til 8. október sl. Í úrtak voru valin 400 veltuhæstu fyrirtæki á Íslandi og var svarhlutfall um 80%. Spurt var um álit á efnahagsástandi, framtíðarsýn, þróun gengis, vaxta og verðlags og ýmislegt varðandi fyrirtækin s.s. veltu, birgðir og starfsmannafjöldi. Spurningar voru þannig bæði eigindlegar og megindlegar.

Svör við eigindlegum spurningum eru reiknuð í vísitölur sem má nota til að leggja mat á niðurstöður og þá ekki síst breytingar og þróun. Í tímans rás kemur leitni betur í ljós og jafnframt hversu áreiðanleg svörin reynast. Taflan sýnir svör við völdum spurningum.

Fyrirtæki sem gera ráð fyrir að velta aukist í ár eru fleiri en hin sem reikna með að velta dragist saman. Athyglisvert er að breyting meðallauna er metin 1,7% næstu sex mánuði, sem er töluvert undir umsömdum launahækkunum í einkageiranum án fjármálastofnana, sem eru ríflega 3%. Þessa niðurstöðu má túlka þannig að fyrirtækin reikni með hagræðingu sem leiði til hlutfallslegrar fækkunar hálaunafólks og/eða neikvæðu launaskriði. Hagræðingu má einnig lesa út úr því að gert er ráð fyrir að hagnaður í ár verði hærra hlutfall af veltu en í fyrra þrátt fyrir að afurðir hækki minna í verði en aðföng.

Velta dregst á hinn bóginn saman að raunvirði í ár miðað við árið 2001 og það sama gildir um fjárfestingu. Vísitala sem mælir fjölgun/fækkun starfsmanna sýnir að fleiri fyrirtæki ætli að fækka starfsfólki en fjölga á næstunni og að starfsmönnum muni heldur fækka á árinu. Næstu tólf mánuði telja fyrirtækin að verðbólga verði nánast í samræmi við verðbólgu markmið Seðlabankans, að gengi krónunnar lækki um hálf tannað prósent og að stýrivextir bankans verði 6,8%.

Könnun Gallups í september- október 2002¹

% nema annað sé tekið fram

Fjölgun, óbreyttur fjöldi eða fækkun starfsmanna næstu 6 mánuði	86
Breyting á starfsmannafjölda 1.jan.- 31.des. 2002	-2,4
Raunbreyting veltu milli árána 2001 og 2002	-1,6
Breyting meðallauna á næstu 6 mánuðum	1,7
Verðbreyting afurða næstu 6 mánuði ²	0,8
Verðbreyting aðfanga næstu 6 mánuði ³	1,7
Stýrivextir Seðlabanka eftir 12 mánuði	6,8
Verðbólga næstu 12 mánuði	2,6
Breyting á gengi krónu næstu 12 mánuði	-1,5

1. Taflan sýnir prósentubreytingar nema fyrir vexti (prósentur) og fjölgun/fækkun starfsmanna (vísitala). Vísitalan tekur gildi frá 0 - 200. Gildi nálægt 100 þýðir að jákvæð og neikvæð svör hafi svipað vægi.

2. Ársbreyting: 1,6%.

3. Ársbreyting: 3,4%.

að forráðamenn fyrirtækjanna 400 gera ráð fyrir að hagnaður verði meiri í ár en í fyrra. Smærri fyrirtækin eru þó ekki eins bjartsýn og hin stærri, e.t.v. vegna þess að hagræðing hafi verið minni á meðal þeirra. Þau gera t.d. ekki ráð fyrir að fækka starfsfólki næstu sex mánuði. Hins vegar virðast smæstu fyrirtækin gera ráð fyrir meiri aukningu veltu og fjölgun starfsmanna. Öll telja fyrirtækin að fjárfesting verði minni í ár en í fyrra og virðist samdrátturinn vera mestur hjá meðalstórum fyrirtækjum. Ýmsar almennar vísbendingar gefa til kynna að staða óskráðra fyrirtækja sé erfiðari en birtist í reikningum skráðra fyrirtækja. Hlutdeild hagnaðar í vergum þáttatekjum er t.d. tiltölulega lág í sögulegum samanburði og gjaldþrotum hefur fjölgað verulega, eins og greint er frá í grein um stöðugleika fjármálakerfisins hér á eftir.

Innlend eftirspurn og jafnvægi í þjóðarþúskapnum

Innlend eftirspurn er ennþá í lægð og vaxandi slaki er í þjóðarþúskapnum þrátt fyrir nokkurn bata í eftirspurn

Samdráttur innlestrar eftirspurnar hefur að öllum líkindum náð botni, þótt hún sé enn í töluverðri lægð miðað við fyrri ár. Ýmsir hagvísar benda til þess að hægfara vöxtur eftirspurnar sé hafinn eftir snarpari lægð í byrjun ársins, en áður var talið.

- Þjóðhagsreikningar fyrir annan fjórðung ársins sýndu minni samdrátt þjóðarútgjalda frá fyrra ári en var á þeim fyrsta. Það stafar þó að verulegu leyti af því að endurskoðaðar tölur fyrir fyrsta ársfjórðung sýna mun meiri samdrátt þá en fyrri áætlanir bentu til.
- Virðisaukaskattstengd velta fyrstu sex mánuði ársins var nokkru minni að raungildi en á sama tíma fyrir ári. Fyrstu fjóra mánuði ársins var velta eilítið meiri að raunvirði en á sama tíma í fyrra, en á tímabilinu maí-júní var 2% raunsamdráttur frá sama tímabili 2002. Svipað er að segja um veltu í smásölu. Greiðslukortavelta á fyrsta fjórðungi ársins var 7% minni að raungildi en fyrir ári, en hefur undanfarna mánuði verið svipuð að raungildi og á sama tíma í fyrra og meiri í september.
- Fjöldi nýskráðra bifreiða hefur að undanfögnu

verið svipaður og fyrir ári, en þess ber að gæta að á sama tíma í fyrra hafði fjöldi nýskráninga u.þ.b. náð lágmarki að teknu tilliti til árstíma.

- Sementssala hefur einnig heldur sótt í sig veðrið, enda töluverð umsvif í íbúðarbyggingum og jafnvel töluvert byggt af atvinnuhúsnæði þrátt fyrir trega sölu.
- Innflutningur fyrstu níu mánuði ársins var 5,4% minni að magni en á sama tíma í fyrra. Þetta er nokkru minni samdráttur en mældist fyrr á árinu og hefur t.d. innflutningur bifreiða glæðst nokkuð síðustu mánuði. Árstíðarleidiréttur vöruinnflutningur án skipa og flugvéla hefur staðið í stað undanfarna þrjá mánuði en verið ívið meiri en á sama tíma í fyrra.
- Innheimta virðisaukaskatts það sem af er ári er svipuð að raunvirði og á sama tíma í fyrra. Ef einungis er litið á mánuðina mars-september, þegar innheimt var fyrst og fremst vegna neyslu á árinu 2002, sést hins vegar 3% raunhækkun, en árs-hækkunin var þó heldur minni á haustmánuðum en í sumar. Tekjur af staðgreiðslu og tryggingagjöldum voru 3,1% hærri að raungildi en fyrir ári. Skatttekjur af innflutningi eru heldur að rétta við. Undanfarna tólf mánuði voru þær um 13%-20% lægri að raungildi en næstu tólf mánuði á undan, en síðustu tvo mánuði voru þær örlítið hærri að raungildi en á sama tíma í fyrra.
- Hjöðnun í tólf mánaða vexti útlána stöðvaðist á vormánuðum, hefur síðan flókt á bilinu 2-3% og var 2½% í septemberlok. Að frátöldum áhrifum gengisbreytinga og verðtryggingar var tólf mánaða vöxtur útlána í septemberlok u.þ.b. 6% og hafði aukist töluvert frá því í mars. Útlán hafa aukist nokkuð að raungildi undanfarna mánuði, en eru ívið minni að raungildi en fyrir ári.
- Markaðurinn fyrir íbúðarhúsnæði hefur verið þróttmeiri en vænst var. Verð fjölbýlis á höfuðborgarsvæðinu hækkaði töluvert sl. sumar. Viðskipti með notað húsnæði eru mikil, en heldur hefur dregið úr uppsveiflu í viðskiptum með nýtt húsnæði, sem vart varð fyrr á árinu.
- Fjárfesting á öðrum sviðum virðist dræm og litlar horfur á að það breytist í bráð.
- Stöðug aukning árstíðarleidiréttis atvinnuleysis er glögg vísbending um hægan vöxt eftirspurnar.

Hér á eftir verður fjallað nánar um stöðuna á nokkrum mikilvægum sviðum þjóðarbúskaparins, sem gefa vísbendingu um ástand eftirspurnar, þ.e.a.s. á vinnumarkaði, eignamörkuðum, í opinberum fjármálum, lánakerfinu og hjá heimilum.

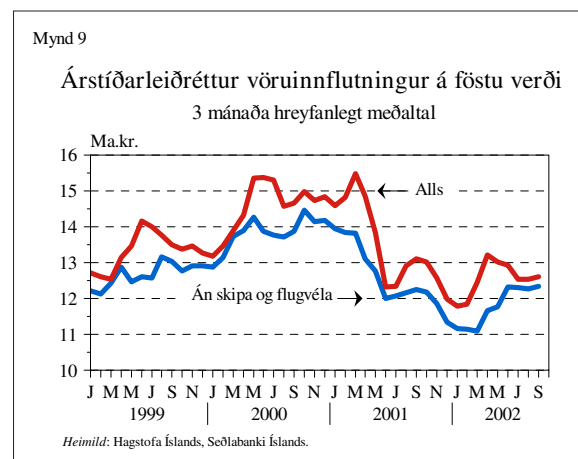
Umtalsverður samdráttur í fjárfestingu atvinnuvega, en enn virðist töluvert byggt af atvinnu- og íbúðarhúsnæði

Eftir mikla uppsveiflu á árunum 1996-1998 og árinu 2000 dróst fjárfesting atvinnuvega saman í fyrra og hefur sá samdráttur að því er best verður séð haldið áfram á yfirstandandi ári. Þetta má greina á innflutningi fjárfestingarvöru, eins og að framan var getið. Samkvæmt upplýsingum sem aflað hefur verið með óformlegri könnun virðist stefna í litla fjárfestingu í sjávarútvegi á árinu, líklega aðeins u.þ.b. 2½-3 ma.kr., og líklega mun fjárfesting minnka enn frekar á næsta ári. Í samgöngugeiranum var fjárfest í flugvél og flutningaskipi á þessu ári fyrir u.þ.b. 6 ma.kr., en ekki er vitað um nein stór fjárfestingaráform á næsta ári. Verð á atvinnuhúsnæði fer lækkandi, enda mikið framboð eftir byggingarhrinu síðustu ára. Því hefði mátt gera ráð fyrir að verulega dragi úr fjárfestingu þar á næstunni. Athuganir á umfangi nýhafinna bygginga (sökkla) benda hins vegar til að enn séu töluverð umsvif á þessu sviði. Bygging á vöruhótelum Eimskips, sem áætlað er að kosti um 2 ma.kr., stendur upp úr af einstökum stórum framkvæmdum. Einnig eru uppi mikil áform um byggingu hótela á þessu og næsta ári. Gert er ráð fyrir að þessi fjárfesting muni nema 5½-6 ma.kr. árin 2002 og 2003. Eftir stórfellda aukningu verslunar- og þjónusturýmis undanfarnin ár má gera ráð fyrir verulegum samdrætti á næstunni. Einnig eru horfur á samdrætti fjárfestingar í iðnaði. Íbúðafjárfesting hefur verið meiri en reikna mátti með í ljósi samdráttar í innlendri eftirspurn. Útlit er fyrir að hún haldi í horfinu og gott betur, en nánar er fjallað um fjárfestingu á á öðrum stað í þessari grein.

Vöruinnflutningur dregst ekki lengur saman eins og á síðari hluta árs 2001 en aukningin er lítil og virðist hafa stöðvast í bili

Á fyrstu níu mánuðum hafði vöruinnflutningur á föstu gengi dregist saman um 6½% frá sama tíma í fyrra og um rúmlega 5% að magni. Nokkuð hefur dregið úr uppsöfnuðum samdrætti á árinu því að

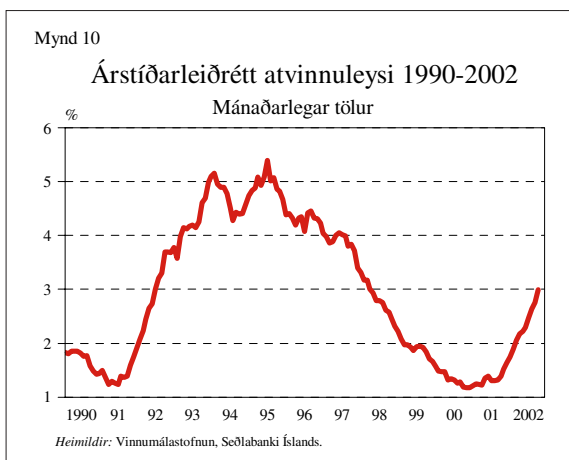
hann nam 10½% á fyrstu fjórum mánuðum ársins og var enn meiri í lok sl. árs. Árstíðarleiddréttur innflutningur jókst töluvert í apríl, maí og júní en hefur verið nokkuð stöðugur síðan. Almennur vöruinnflutningur á tímabilinu janúar-september hafði dregist saman um 4% að magni frá sama tíma árið áður. Þar vegur þyngst 20% magnsamdráttur í innflutningi fjárfestingarvöru, en innflutningur neyslövöru dróst saman um tæplega 4%. Innflutningur neyslövöru hefur heldur aukist á ný sl. mánuði, t.d. bifreiðainnflutningur. Innflutningurinn hafði þannig dregist saman 6% á fyrstu sex mánuðum ársins og rúmlega 10% á fyrstu fjórum mánuðunum. Innflutningur rekstrarvöru jókst nokkuð, einkum vegna aukinna umsvifa tengdum stóriðju.



Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi hefur aukist og dregið úr launaskriði

Að undanfögnu hafa vísbendingar um vaxandi slaka á vinnumarkaði orðið skýrari. Skráð atvinnuleysi var 2,2% í september. Atvinnuleysi er jafnan minna yfir sumarmánuðina en á öðrum árstímum og hefur það af þeim sökum minnkað samfellt síðan í mars. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi hefur hins vegar aukist jafnt og þétt frá miðju síðasta ári. Á landsbyggðinni átti sér stað árstíðarbundin fækkun atvinnulausra yfir sumarmánuðina en á höfuðborgarsvæðinu var hún vart greinanleg. Að teknu tilliti til árstíma var atvinnuleysi áætlað 3% í september, eða hið mesta síðan í mars 1998.

Með auknu atvinnuleysi hefur langtímaatvinnulausum, þ.e.a.s. þeim sem hafa verið atvinnulausir í sex mánuði eða lengur, fjölgað. Í september höfðu



28% atvinnulausra verið það sex mánuði eða lengur, en á sama tíma í fyrra var þetta hlutfall 23%. Ársfjórðungslegar tölur um fjölda langtímaatvinnulausra á höfuðborgarsvæðinu frá 1992 sýna að flest árin eykst langtímaatvinnuleysi yfir vetrarmánuðina og fram á sumar en dregst þá saman. Þessa árstíðarsveiflu er ekki að sjá í ár og er þróunin svipuð og árið 1992 þegar langtímaatvinnuleysi jókst verulega allt árið.

Niðurstöður könnunar meðal forvarsmanna 400 fyrirtækja á væntanlegri breytingu stafsmannafjölda næstu mánuði benda til að atvinnuleysi eigi eftir að aukast. Meirihluti forsvarsmanna fyrirtækja í könnuninni eða 61% telja að starfsmannafjöldi verði svipaður og hann var um mitt ár, 22% að þeir verði færri en aðeins 17% telja að þeim muni fjölga. Meiri tilhneigingar til fækkunar starfsmanna gætir á landsbyggðinni, meðal sjávarútvegs- og flutninga- og ferðaþjónustufyrirtækja og meðal stærri fyrirtækja. Hins vegar virðast iðnaðar- og framleiðslufyrirtæki og minni fyrirtæki telja að starfsmenn þeirra verði nokkru fleiri í upphafi næsta árs en þeir voru í september. Samkvæmt könnun Gallups lækkaði væntingavísitala sem mælir viðhorf heimilanna til atvinnuástandsins verulega milli september og október, eða úr 98,8 í 78,4 stig og hefur ekki verið lægri frá því í janúar.

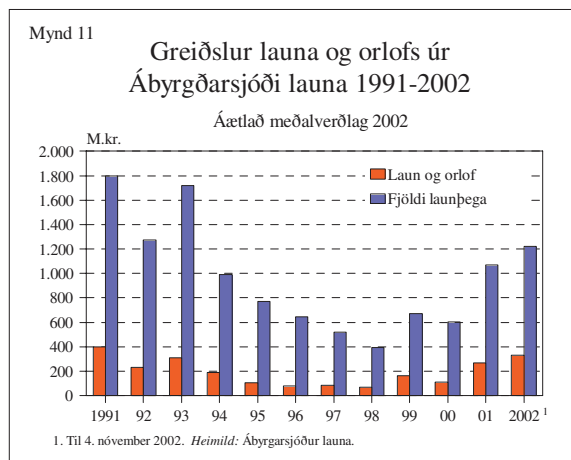
Verulega hefur dregið úr framboði á störfum. Meðalfjöldi lausra starfa í lok mánaðar fækkaði úr 595 í 242 fyrstu níu mánuði ársins samanborið við sama tíma í fyrra. Fjöldi lausra starfa er nú svipaður og hann var árið 1999. Nokkur samdráttur hefur einnig orðið á veitingu atvinnuleyfa það sem af er

árinu miðað við sama tíma í fyrra. Fjöldi veittra atvinnuleyfa fyrstu níu mánuði ársins er þó enn svipaður og árið 2000 en veruleg breyting hefur orðið á samsetningu útgefna atvinnuleyfa. Árið 2000 var meirihluti útgefna atvinnuleyfa, eða um 60%, ný atvinnuleyfi, en það sem af er ári voru endurnýjuð atvinnuleyfi svipað hlutfall. Flest atvinnuleyfi eru veitt til starfa við fiskvinnslu, ræstingu, þrif, eldhús- og umönnunarstörf en dregið hefur úr veitingu leyfa vegna starfa í byggingariðnaði og öðrum iðnaði. Enn virðist því erfitt að manna ákveðin störf þrátt fyrir verulega aukningu atvinnuleysis. Einnig hefur orðið fækkun meðal þeirra sem ráðnir eru til starfa hér á landi í gegnum EES-vinnumiðlanir á sama tíma og fleiri leita vinnu utan landsteina fyrir tilstilli EES-vinnumiðlunar hér á landi.

Veruleg aukning hefur verið undanfarin ár á útgjöldum Ábyrgðasjóðs launa vegna vangoldinna vinnu- og orlofslauna og vaxandi fjöldi launþega fær greitt úr sjóðnum.⁶ Í byrjun nóvember höfðu fleiri launþegar fengið greidd laun úr sjóðnum en allt árið í fyrra og það sama á við um útgjöld hans vegna launa (á verðlagi ársins 2002). Gert er ráð fyrir áframhaldandi aukningu það sem eftir er ársins. Gangi áætlanir sjóðsins eftir verður fjöldi launþega sem fær greidd laun úr sjóðnum í ár meiri en nokkurt ár undanfarinn áratug ef undan eru skilin árin 1991 og 1993.

Umtalsvert hefur dregið úr launaskriði í einkageiranum án fjármálastofnana á árinu. Á þriðja fjórðungi ársins mældist launaskrið 0,3% frá ársfjórðungnum á undan, eða jafn mikið og á öðrum fjórðungi. Tölur Kjararannsóknarnefndar um launabreytingar frá öðrum ársfjórðungi 2001 til sama ársfjórðungs í ár sýna u.þ.b. sömu niðurstöðu og launavísitala Hagstofunnar. Launaskrið á þriðja ársfjórðungi 2002 var 1,2% en 3,5% á sama ársfjórðungi í fyrra. Vegna þess að verðbólga hefur hjaðnað hratt á árinu hefur kaupmáttur launa í einkageiranum aukist síðastliðna tvo ársfjórðunga þrátt fyrir minna launaskrið, eftir að hafa dregist saman þrjá ársfjórðunga í röð. Í einkageiranum án fjármálastofnana stefnir í 5-6% hækkun launa milli árana 2001 og

6. Útgjöld Ábyrgðasjóðs launa vegna hvers launþega sem fær greitt úr sjóðnum geta verið mismunandi eftir því hver laun hans voru, hve marga mánuði laun eru greidd og hvort einnig er um að ræða vangöldið orlof.



2002, en laun opinberra starfsmanna og bankamanna munu að líkindum hækka um 9-10%. Þetta þýðir að kaupmáttur launa í einkageiranum verður að meðaltali því sem næst óbreyttur milli ára, en annars staðar á sér stað umtalsverð hækkingu launa umfram verðlag.

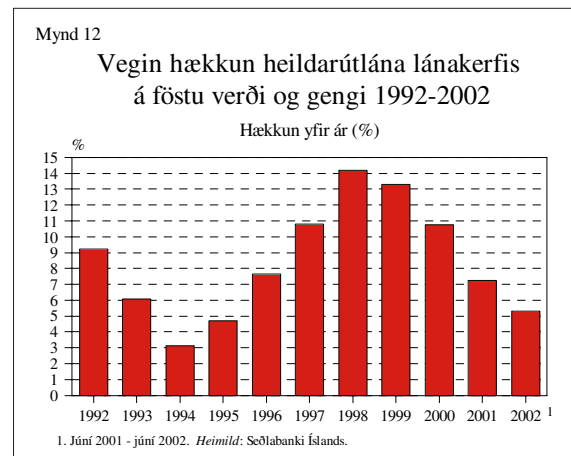
Kaupmáttur ráðstöfunartekna heimilanna eykst líklega óverulega á þessu ári

Á móti nokkrum vexti í kaupmætti launa á milli ára, á heildina lítið, vega ýmsir aðrir þættir sem valda því að kaupmáttur ráðstöfunartekna eykst ekki að sama skapi. Atvinnuleysi hefur aukist umtalsvert á árinu og horfur eru á að það haldi áfram að aukast á næsta ári. Innheimta eignar- og tekjuskatts af einstaklingum er um 9% meiri það sem af er ári en á sama tíma í fyrra: Skattleysismörk hækkuðu um 3,6%, þ.e.a.s. minna en launin, og eignamörk í eignarskatti einstaklinga um 20%, m.a. með vísun í mikla hækkingu fasteignamats um áramótin 2001-2002. Litlar breytingar hafa orðið á útsvarshlutföllum og skatttekjur sveitarfélaga vaxa um u.þ.b. 8-10% á milli ára. Rauntekjur heimilanna af eignum minnka einnig talsvert vegna minni arðgreiðslna. Að samantöldu virðist mega gera ráð fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna heimilanna á mann aukist lítið á milli ára.⁷

7. Fjármálaráðuneytið gerði í október ráð fyrir 1½% kaupmáttarauka á mann.

Gengishækkun krónunnar leiddi til þess að heildarskuldur við lánakerfið minnkuðu lítillega á öðrum ársfjórðungi

Verulega dró úr vexti útlána lánakerfisins á fyrri hluta ársins, en tölur um heildarútlán lánastofnana og erlendra aðila til innlendra liggja nú fyrir til miðs árs. Að frádregnum áhrifum verðbólgu og gengisbreytinga nam tólf mánaða vöxtur útlána til júníloka rúmlega 5%. Þetta er svipaður vöxtur og á árunum 1993-1996 þegar töluverð lægð var í þjóðarbúskapnum. Á öðrum ársfjórðungi gerðist það í fyrsta sinn svo langt sem séð verður að samanlagðar skuldir landsmanna við fjármálafyrirtæki og útlönd (þ.e. við lánakerfið) minnkuðu lítillega frá því í lok næsta ársfjórðungs á undan, eða sem nam 1,7% á föstu verðlagi. Þessi smávægilegi samdráttur stafaði eingöngu af 6% gengishækkun krónunnar frá marslokum til júníloka. Við það lækkuðu gengistryggðar skuldir skuldunauta lánakerfisins, heimila, fyrirtækja og opinberra aðila, við lánastofnanir og útlönd um nálægt 40 ma.kr., sem nægði til að yfirgnæfa undirliggjandi 10-15 ma.kr. skuldaaukningu sem mælst hefði að óbreyttu gengi.



Tölur fyrir lánakerfið í heild ná einungis til júníloka, en veigamestu hlutar lánakerfisins eru innlánsstofnanir og fjárfestingarlánasjóðir, þ.m.t. Íbúðalánasjóður. Lán þessara aðila til heimila, fyrirtækja og opinberra aðila, nema um tveimur þriðju hlutum af heildarskuldum þeirra við lánakerfið.⁸ Fyrir þennan hluta lánakerfisins liggja fyrir upplýsingar til ágústloka. Hið sama á við um þennan þátt lánakerfisins og lánakerfið í heild, að verulega hefur dregið úr útlánavexti, án þess þó að um sam-

drátt sé að ræða. Síðustu mánuði virðist hafa orðið nokkur tilfærsla í útlánavexti til innlánsstofnana og fjárfestingarlánasjóða frá öðrum hlutum fjármála-kerfisins. Útlán þessara meginlánastofnana til heimila, fyrirtækja og hins opinbera jukust um 6,2% á föstu verði og gengi á tólf mánuðum til júníloka á meðan heildarútlán í lánakerfinu jukust um 5%, en í ágúst var ársvöxturinn kominn niður í rúmlega 5%. Frá ársbyrjun til ágústloka jukust lán þessara stofnana til fyrirtækja um tæp 4% á föstu verði og gengi, útlán til opinberra aðila um 6% og útlán til einstaklinga um tæp 2%.⁹

Nokkuð hefur hægt á vexti útlána lífeyrissjóða til einstaklinga frá því í fyrra, þótt ársvöxturinn sé enn mikill, á bilinu 10-15% að raungildi sl. mánuði, samanborið við u.þ.b. fjórðungs ársvöxt á fyrri hluta sl. árs. Auknir lánsmöguleikar hjá Íbúðalánasjóði gætu hafa átt þátt í hjöðnuninni hjá lífeyrissjóðum.¹⁰

Gögn um útlán innlánsstofnana liggja fyrir til septemberloka. Hjöðnun í tólf mánaða vexti útlána stöðvaðist á vormánuðum, sveiflaðist síðan á bilinu

2-3% og var 2½% til septemberloka. Að frátöldum áhrifum gengisbreytinga og verðtryggingar hefur vöxtur útlána innlánsstofnana aukist frá því í mars og var u.þ.b. 6% til septemberloka, ríflega tvöfalt meiri en í mars. Að raungildi hafa útlán aukist nokkuð undanfarna mánuði, en voru í septemberlok ívið minni að raungildi en fyrir ári.

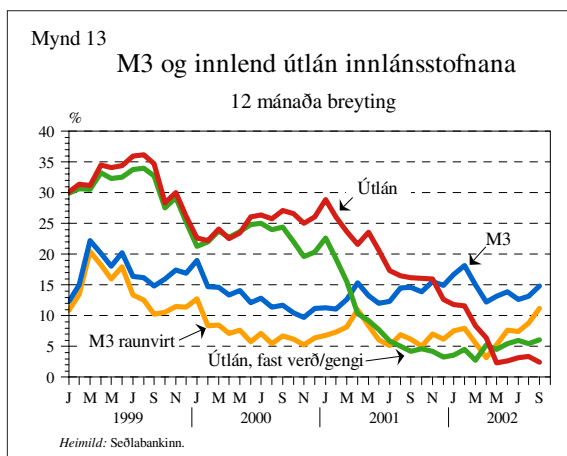
Lítill hjöðnun greinanleg í peningamagni og sparifé

Mælikvarðar á peningamagn hafa stundum gegnt veigamiklu hlutverki í mati á efnahagsástandi eða jafnvel horfum um verðlagsþróun. Túlkun slíkra vís- bendinga er þó einatt bundin miklum vandkvæðum. Ólíkt útlánatölunum hefur ekki orðið vart við mikla hjöðnun í vexti peningamagns og sparifjár (M3) á sl. ári. Til septemberloka hafði M3 vaxið um 14,7% á tólf mánuðum, sem er sami nafnvöxtur og á sama tíma í fyrra. Að teknu tilliti til verðbólgunnar, sem var mun minni á seinna tímabilinu, hefur raunvöxtur peningamagns og sparifjár reyndar aukist úr 6% í fyrra í 11% síðustu tólf mánuði. Svo mikill vöxtur gæti verið áhyggjuefni því til lengdar samræmist hann ekki stöðugu verðlagi. Ekki er þó tilefni til mikilla áhyggna í bráð því líklegt er að vöxturinn tengist aukinni sparnaðarhneigð sem fundið hefur sér farveg um hríð í auknum innstæðum í bankakerfinu. Þá hafa innstæður á peningamarkaðsreikningum aukist mjög en vöxtur þeirra þarf ekki að bera vott um peningaþenslu fremur en t.d. auknar inneignir í verð- bréfasjóðum. Þess má reyndar geta að Ísland er ekki eina landið í heiminum sem býr við töluvert mikinn vöxt peningamagns og sparifjár um þessar mundir.

Skuldir heimilanna halda áfram að vaxa

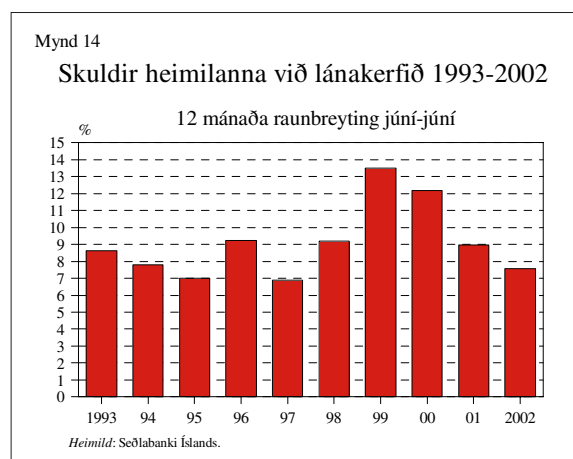
Skuldir heimilanna hafa haldið áfram að aukast á þessu ári, um 21 ma.kr. eða 3% að raungildi frá áramótum til júníloka, en lengra ná gögn ekki fyrir lánakerfið í heild. Skuldaaukningin virðist hins vegar mestöll vera í langtímalánum, nánar tiltekið við fjárfestingarlánasjóði (13 ma.kr. á föstu verði), fyrst og fremst Íbúðalánasjóð, og lífeyrissjóði (2,5 ma.kr.). Bankaskuldir einstaklinga hækkðu um 2,5 ma.kr. á þessum sex mánuðum, allt mælt á verðlagi desembermánaðar 2001.

Þótt skuldasöfnun heimilanna sé umtalsverð er hún ekki lengur jafn hröð og hún var á árunum 1999 og 2000. Umskiptin eru e.t.v. meiri en virðist við fyrstu sýn ef tekið er tillit til aukinna lántökumögu-



8. Á undanförunum misserum hafa stórar lánastofnanir flust úr flokki fjárfestingarlánasjóða og teljast nú innlánsstofnanir eða bankar. Fyrst rann FBA saman við Íslandsbanka og í byrjun þessa árs fékk Kaupþing leyfi til að starfa sem innlánsstofnum. Til þess að fá samunburðarhæfar tölur þarf því að skoða umsvif þessara stofnanaflokka í sameiningu. Samræmd gögn ná til ágústloka.
9. Markaðsskuldabréf og -vixlar eru hér talin með útlánum. Lítil skuldaaukning einstaklinga stafar að hluta af því að í ágúst er stór innheimtumannuð hjá Íbúðalánasjóði, stærsta lánardrottni heimilanna.
10. Vitað er að ýmsir lífeyrissjóðir hafa aukið veðkröfur. Á móti vegur þó að hámarkslán hafa í mörgum tilfellum verið hækkuð.

leika hjá Íbúðalánasjóði og lífeyrissjóðum. Áætlað er að skuldir heimilanna við lánakerfið hafi um síðustu áramót numið um 170% af ráðstöfunartekjum þeirra. Samkvæmt gögnum um skuldir heimilanna í júní hækkar þetta hlutfall enn á þessu ári, þar sem búist er við að raunhækkun ráðstöfunartekna verði lítil en skuldir hafa vaxið um ríflega 7% að raunvirði á síðustu tólf mánuðum. Einkaneysla undanfarin ár hefur að töluverðu leyti verið fjármögnuð með lánsfé sem hefur aukið ráðstöfunarfé heimilanna umfram þær tekjur sem eru til ráðstöfunar eftir skatta. Þegar hægir á skuldaaukningunni minnkar þetta ráðstöfunarfé og skýrir það samdrátt einkaneyslu 2001 þrátt fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann hafi aukist um 1½%. Hafi heimilunum tekist að dreifa greiðslubyrðinni meira á árinu vegur það þó á móti þessari tilhneigingu.



Vextir hafa lækkað í kjölfar lækkunar stýrivaxta

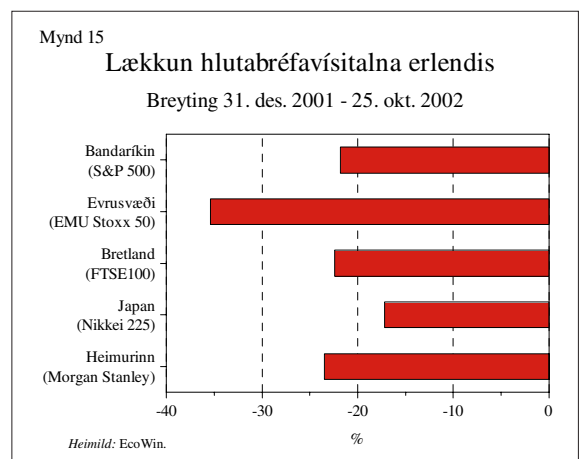
Frá því að *Peningamál* voru gefin út síðast hefur Seðlabankinn lækkað stýrivexti sína fjórum sinnum, um samtals 1,7 prósentur. Stýrivextir bankans voru 6,8% í byrjun nóvember. Vextir á peningamarkaði hafa lækkað í takti við vaxtalækkanir Seðlabankans eftir að rýmra varð um laust fé á markaði. Frá miðju sumri hafa þriggja mánaða peningamarkaðsvextir verið lægri en stýrivextir Seðlabankans. Í kjölfar lækkunar stýrivaxta hafa bæði óverðtryggðir og verðtryggðir skuldabréfavextir einnig lækkað. Óverðtryggðir vextir hafa lækkað meira en verðtryggðir, sem er eðlilegt á tímum fallandi verðbólguvæntinga. Vextir ríkisbréfa með 11 ára líftíma voru t.d. 8,2% 1. ágúst, en hafa verið u.þ.b. 7½% að

undanförnu. Vextir spariskírteina með sama líftíma voru 5,3% 1. ágúst en hafa að undanfögnu verið u.þ.b. 5%. Óverðtryggðir bankavextir hafa lækkað að meðaltali um 1,5%. Verðtryggðir útlánavextir bankanna hafa hins vegar lítið breyst. Nánar er fjallað um vaxtaþróun í næstu grein í ritinu.

Gengispróun innlendra hlutabréfa stingur í stíf við framvinduna á erlendum mörkuðum

Gengispróun hlutabréfa í íslenskum fyrirtækjum hefur verið á skjön við þróun á erlendum mörkuðum. Frá september sl. haust hefur vísitala aðallista í Kauphöll Íslands hækkað um rúmlega þriðjung og u.þ.b. 17% frá áramótum. Mest var hækkunin á fyrsta ársfjórðungi ársins. Hlutabréf lyfjafyrirtækja hafa hækkað um tvo þriðju, samgöngufyrirtækja um þriðjung og sjávarútvegsfyrirtækja um 28% á sl. tólf mánuðum. Hlutabréf fyrirtækja á sviði upplýsingatækni hafa hækkað einna minnst, en jafnvel þau hafa hækkað undanfarna mánuði. Þrátt fyrir nokkra fækkun skráðra hlutafélaga hefur heildarmarkaðsverðmæti þeirra aukist og nemur um þessar mundir rúmlega 500 ma.kr. Veltan hefur aukist með hækkandi hlutabréfaverði, eins og algengt er. Þannig var veltan í september sl. hin mesta frá upphafi og stefnir í metveltu á þessu ári.

Hin hagstæða þróun á innlendum hlutabréfmarkaði er áhugaverð í ljósi mikillar verðlækkunar á erlendum hlutabréfum. Gengi innlendra hlutabréfa dró dóm af verði erlendra hlutabréfa á árunum 1998-2000, en á sl. ári skildi leiðir. Reyndar er leitun að erlendum hlutabréfavísitölum sem hafa sýnt hag-



stæðari þróun en íslensku hlutabréfavisitölunnar að undanfögnu. Því er eðlilegt að spurt sé hvað valdi.

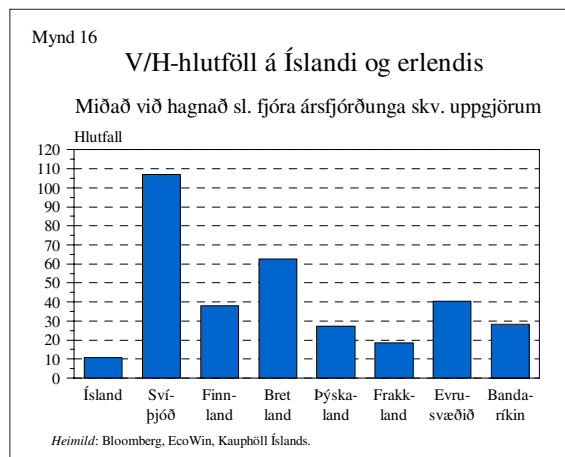
Að mörgu leyti virðist unnt að skýra velgengni á innlendum hlutabréfamörkuðum með góðri arðsemi skráðra innlendra fyrirtækja og bjartsýni um áframhaldandi vöxt þeirra. Framlegð hefur verið góð eða aukist á milli ára í flestum greinum og hagnaður eftir skatta hefur margfaldast. Samkvæmt spám fjármála-fyrirtækja eru horfur á að hreinn hagnaður skráðra fyrirtækja fjór- til fimmfaldist milli árunna 2001 og 2002.

Mikilvægt er hins vegar að gera sér grein fyrir því að íslenski hlutabréfamarkaðurinn er einhæfari og öðruvísi samsettur en erlendis hlutabréfamarkaðir. Úrvalsvisitala samanstandur að u.þ.b. $\frac{3}{4}$ af þrenns konar fyrirtækjum, þ.e.a.s. fjármálafyrirtækjum, sem hafa tæplega helming vægi í vísitölu, sjávarútvegsfyrirtækjum og lyfjafyrirtækjum. Meðal þeirra hlutabréfa sem hafa dregið erlendar hlutabréfavisitölur hvað mest niður eru hlutabréf fyrirtækja á sviði upplýsinga- og fjarskiptatækni. Vegna þess að ekki tókst að einkavæða Landssíma Íslands hf. á þeim tíma sem áformað var vó þessi geiri ekki þungt í íslensku vísitölunum þegar verðfall hátækni-hlutabréfa var sem mest. Vel hefur gengið hjá íslenskum fjármálafyrirtækjum að undanfögnu, ólíkt því sem á við víða erlendis. Það má rekja til þess að þeim hefur tekist að halda uppi góðri arðsemi, meðal annars vegna þess að hærri hlutfall verðtryggðra eigna en skulda varð til þess að bankarnir högnuðust á aukinni verðbólgu á síðasta ári. Þá hafa vaxtatekjur aukist, verulegur söluhagnaður vegna eignasölu myndast svo og gengismunur af annarri fjármála-starfsemi en hefðbundinni bankastarfsemi. Hjá fjármálafyrirtækjum er sennilega enn talsvert um vagnýtta möguleika til hagræðingar, hvort heldur með stækkun, markaðssókn til útlanda, samruna eða niðurskurði á kostnaði.

Ekki eru síður uppi væntingar um aukna arðsemi fyrir tilstilli hagræðingar og samruna fyrirtækja á öðrum sviðum. Verð lyfjafyrirtækja hefur t.d. stórhækkað vegna mikillar aukningar í útflutningi samheitalyfja, samruna innanlands og velheppnaðrar fjárfestingar erlendis. Greinilega er reiknað með góðum sóknarfærum hjá fyrirtækjum í útflutningi. Sjávarútvegur hefur búið við einstaklega góða framlegð, vegna jákvæðra gengisáhrifa og hagstæðs afurðaverðs á erlendum mörkuðum. Þar eru einnig

miklir möguleikar á hagræðingu og vexti með sam-einingu, samruna og yfirtöku fyrirtækja, sem gefur öflugustu fyrirtækjunum sem skráð eru á hlutabréfamarkaði vaxtarmöguleika langt umfram greinina í heild. Staða sumra annarra skráðra fyrirtækja er ekki jafngóð. Þær greinar sem helst hafa átt í erfiðleikum að undanfögnu, þ.e.a.s. samgöngu- og samskipta-tækniyfirtæki, hafa þó heldur verið að rétta úr kútnum.

Þótt verð íslenskra hlutabréfa hafi ekki fylgt verðlækkun erlendis eftir eru V/H-hlutföll á Íslandi lægri en víðast hvar erlendis, ef miðað er við hagnað undanfarið ár. V/H-hlutföll reiknuð á grundvelli sögulegra gagna geta þó ekki gefið endanleg svör um hvort verðlagning hlutabréfa er hæfileg eða ekki. Það sem skiptir máli er hvort verðlagning er hæfileg miðað við raunsæjar væntingar um hagnað til lengri tíma. Um hann ríkir ævinlega mikil óvissa.



Að einhverju leyti kann verðhækkunin að undanfögnu að vera knúin af eftirspurn, t.d. frá lífeyrissjóðunum. Minnkandi ávöxtun á skammtímapeningaeignum, sem fjárfestar hafa leitað í á tímum óvissu, og óhagstæð þróun á erlendum hlutabréfamörkuðum kann að hafa aukið áhuga innlendra fjárfesta á innlendum hlutabréfum. Lítil sem engin bein tengsl eru hins vegar á milli íslenska hlutabréfamarkaðarins og erlendra markaða, t.d. í gegnum starfsemi fjölþjóðlegra fyrirtækja. Líkur á að hræringar á erlendum mörkuðum smiti íslenska markaðinn eru því minni en ella. Að hluta kann hækkun hlutabréfaverðs að undanfögnu einnig að stafa af lækkun skuldabréfa-

vaxta í kjölfar vaxtalækkana Seðlabankans. Frá mánaðarmótum júlí og ágúst til loka október hækkaði þingvísitala aðallista í Kauphöll Íslands um 3-4%.

Afkoma ríkissjóðs janúar til september var verri en fyrir ári og verður líklega lakari á árinu öllu

Afkoma ríkissjóðs á fyrstu níu mánuðum ársins var mun verri en á sama tíma í fyrra. Innheimtar tekjur voru 6,2% hærri, en einungis 3,7% hærri ef horft er fram hjá tekjum af sölu 20% hlutar í Landsbanka Íslands hf í sumar. Útgjöld hækkuðu aftur á móti um 11,6% á sama tíma og um 12% ef vöxtum er sleppt, en vaxtagreiðslur koma gjarnan í stórum skömmtum við innlausn spariskírteina. Greidd gjöld umfram tekjuinnheimtu voru um 7 ma.kr. til septemberloka í fyrra, en eru nú ríflega 16 ma.kr. og nær 20 ma.kr. ef ekki hefði komið inn hagnaður af sölu á hlutabréfum Landsbanka Íslands hf. í sumar. Ríkissjóður hefur hins vegar notið mun meiri inngreiðslna af veittum lánum og eignasölu á þessu ári en í fyrra, þannig að minna munar á hreinni lánsfjárförf.

Miðað við þróun tekna og gjalda innan ársins 2002 virðist afkoman tæpast geta orðið jafn góð og í fyrra. Vöxtur útgjalda milli ára í greiðslutölunum virðist nokkuð mikill og ólíklegt að nægar viðbótar-tekjur innheimtist umfram fjárlög til að veða þar á

móti. Einkum á þetta við um tekjuskatt einstaklinga. Samkvæmt fjárlögum og fjárukalagafrumvarpi átti innheimta tekjuskatts að aukast um 17% milli ára, en það sem af er ári er hækkunin tæp 10%. Útgjöld heilbrigðisráðuneytisins virðast einnig stefna verulega fram úr áætlunum.

Áætlanir um hækkun tekjuskatts á næsta ári virðast í bjartsýnni kantinum en aðrar skatttekjur hækka nokkuð í samræmi við hækkun skattstofna samkvæmt þjóðhagsspám. Veilur á þessu ári gætu því auðveldlega boðað veikari stöðu ríkisfjármálanna á því næsta. Skattalækkanir og ný útgjaldatílefni (fæðingarorlof, barnabætur og í heilbrigðiskerfi) hafa á undanförunum misserum saxað verulega á þá styrkingu sem varð á ríkisfjármálunum á síðasta áratug.

Samkvæmt frumvarpi til fjárukalaga fyrir 2002 fara tekjur rúm 2% fram úr fjárlögum og útgjöld tæp 3%, en afkoma verður svipuð og stefnt var að, eða um 17 ma.kr. Þessi tekjuafkoma er aðeins lægri en lagt var upp með á fjárlögum.

Tekjur af eignasölu munu a.m.k. nálgast 20 ma.kr., eins og gert er ráð fyrir í fjárlögum og frumvörpum sem lögð voru fram í haust. Þær eru ekki eiginlegar tekjur heldur eignahreyfing. Peningalegur hagur ríkissjóðs af sölnunni fer eftir því hvort vaxtasparnaður af lánum sem greidd eru upp með andvirðinu vegur þyngra en arður sem ella myndi

Tafla 1 Tekjur og gjöld ríkissjóðs 2001-2003

	Fjárlög	Áætlun ¹	% br. frá fjárlögum	Frumvarp	% br. frá áætl. 2002	
<i>Milljarðar króna</i>	2001	2002	2002	2003	2003	
Tekjur.....	237,4	257,9	263,6	2,2	264,0	0,2
Gjöld.....	228,7	239,4	246,4	2,9	253,3	2,8
Tekjuafgangur.....	8,6	18,5	17,2	.	10,7	.
Tekjur án eignasölu.....	236,7	242,4	249,1	2,8	255,5	2,5
Endurmetin gjöld ²	229,8	240,8	247,9	3,0	255,3	3,0
Endurmetin afkoma ³	6,5	1,6	1,2	.	0,2	.
<i>% af VLF</i>						
Tekjur án eignasölu.....	31,8	30,8	31,7	.	31,3	.
Endurmetin gjöld.....	30,9	30,6	31,5	.	31,3	.
Endurmetin afkoma.....	0,9	0,2	0,2	.	0,0	.

1. Fjárlög og fjárukalagafrumvarp. 2. Skattaafskriftir og lífeyrisskuldbindingar færðar í átt til langtímadeðaltals. 3. Tekjur án eignasölu umfram endurmetin gjöld.

falla til. Þegar meta á raunverulega afkomu ríkissjóðs er því eðlilegra að horfa fram hjá eignasölu á tekjuhlið og endurmeta auk þess útgjöld vegna skattafskrifta og færslu lífeyrisskuldbindinga, sem sveiflast mjög milli ára. Þessar endurmetnu tekjur og gjöld gefa betri mynd af undirliggjandi rekstri ríkissjóðs. Frávik frá fjárlögum þessa árs eru svipuð á þennan mælikvarða og án endurmetins, en endurmetin afkoma er sýnu lakari en í fyrra. Í töflu á bls. 18 sést einnig að tekjur án eignasölu eru svipað hlutfall af landsframleiðslu árin 2001 og 2002, en gjöld vaxa meira og rýra afkomuna. Einkum eru það rekstrargjöld og heilbrigðiskostnaður sem valda hækkun útgjalda. Samkvæmt áætlunum haustsins stefnir raunhækkun endurmetinna útgjalda í u.þ.b. 5 ma.kr. á þessu ári, ef raunvirt er með verði landsframleiðslu, en rekstrarútgjöld að viðbættum ýmsum heilbrigðiskostnaði hækka um 7 ma.kr. umfram verðlag.

Almennar tekjur haldast óbreyttar í hlutfalli við landsframleiðslu, en vöxturinn er afar misjafn eftir tekjustofnum. Tekjur af tekjuskatti einstaklinga hækka samkvæmt áætlun um 4½ ma.kr. að raungildi milli árunna 2001 og 2002, ef raunvirt er með verði landsframleiðslu, en 1 ma.kr. samdráttur verður í tekjum af innflutningi og neyslu öðrum en virðisaukaskatti og nær 3 ma.kr. raunlækkun á tekjum af tekjuskatti fyrirtækja og eignasköttum. Síðasttalda lækkunin stafar bæði af verri afkomu fyrirtækja 2001 en 2000 og af hærri friegnamörkum í eignarsköttum einstaklinga. Vegna eignasölu og mikillar innheimtu útistandandi lána er lánsfjárafgangur áætlaður verulegur, 20 ma.kr., þrátt fyrir að regluleg eða endurmetin afkoma sé nálægt núlli.

Regluleg afkoma ríkissjóðs nálægt núlli samkvæmt fjárlagafrumvarpi 2003

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2003 eiga tekjur ríkissjóðs að standa í stað milli ára og verða 264 ma.kr., en útgjöld að hækka um tæplega 3% og verða 253 ma.kr. Afgangurinn er talinn verða 10,7 ma.kr., 6,5 ma.kr. minni en í ár. Mismuninn má skýra því sem næst að fullu með minni eignasölu. Tekjur án eignasölu eiga að hækka um 2½% að nafnvirði, sem er örlítil raunhækkun miðað við verð landsframleiðslu, en mismikil eftir tekjustofnum. Endurmetin gjöld, þ.e.a.s. þegar horft er fram hjá tilviljanakenndum sveiflum í afskriftum og bókuðum lífeyris-

skuldbindingum, eiga að hækka örlitlu meira, um 3%, sem er tæplega 1% umfram verð landsframleiðslu.

Samkvæmt frumvarpinu má ætla að endurmetin eða regluleg afkoma ríkissjóðs verði nálægt núlli. Það má telja ásættanlegt að því gefnu að slaki verði í þjóðarþúskaðum á næsta ári. Áætluð 12 ma.kr. eignasala og 8 ma.kr. nettóinnheimta veittra lána ætti að gera greiðsluflæði ríkissjóðs mjög hagstætt. Stefnt er að 10 ma.kr. lánsfjárafgangi, sem verja á til að greiða upp lán og auka innstæður í Seðlabankanum.

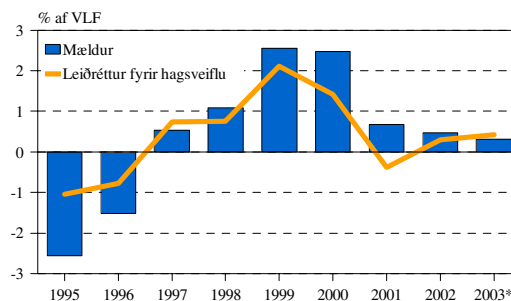
Sveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs batnar lítillega á þessu ári

Skattheimta og bótagreiðslur ríkissjóðs eru með þeim hætti að afkoma hans er að öðru jöfnu betri í uppsveiflu en þegar samdráttur er í hagkerfinu. Áætlað er að áhrif sveiflna í landsframleiðslu á afkomu ríkissjóðs hafi verið á bilinu frá -1½% til +1½% af landsframleiðslu í síðustu hagsveiflum. Til þess að leggja mat á áhrif hagsveiflunnar á afkomu ríkissjóðs eru að jafnaði notaðar tölur um tekjur og gjöld ríkisins og annarra geira hins opinbera sem lagaðar eru að þjóðhagsreikningastaðli Sameinuðu þjóðanna, SNA. Þessar fjármálatölur eru um marga keimlíkar endurmetnum tekjum og gjöldum sem hér er lýst að framan, enda í aðalatriðum leiðréttar fyrir sömu óreglulegu liðum. Þessar tölur eru til á þökkalega samræmdu formi mun lengra aftur en aðrar talnaraðir um opinber fjármál. Tekjuafgangur ríkissjóðs á þennan mælikvarða minnkaði úr 2½% af landsframleiðslu árið 2000 í 0,7% á árinu 2001 og stefnir í 0,5% á

Mynd 17

Kennitölur ríkisfjármála 1995-2003

Tekjuafgangur, mældur og sveifluleiðréttur



Heimildir: Hagstofa Íslands, fjármálaráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

Þessu ári og 0,3% á því næsta. Þegar þessi afkoma er skoðuð verður hins vegar að hafa í huga að ríkið naut þess í tekjum að þjóðarútgjöld voru mikil á árunum 2000 og 2001, framleiðsla mikil og vaxandi, atvinnuleysi lítið og bótagreiðslur sömuleiðis. Meðfylgjandi mynd sýnir afkomutölur ríkisins leiðréttar fyrir áhrifum hagsveiflunnar. Sveifluleiðrétt afkoma versnaði um 1,8% af landsframleiðslu milli 2000 og 2001, en batnar samkvæmt áætlunum þessa árs um 0,7% af landsframleiðslu, eða um 6 ma.kr. á þessu ári, því að afkoman versnar minna en minnkandi hagvöxtur gefur tilefni til. Lítils háttar bati verður á sveifluleiðréttari afkomu á næsta ári, hagvöxtur dræmur en afkoma stendur í stað ef marka má áætlanir.

Fleira er landsframleiðslan ein og sér hefur áhrif á fjárhag ríkissjóðs. Í síðustu uppsveiflu fóru þjóðarútgjöld langt fram úr landsframleiðslu, en það leiddi til mikils viðskiptahalla. Þar sem ríkissjóður hefur verulegar tekjur af útgjöldum fólks og sér í lagi innflutningi bíla og annarri varanlegri neysluvöru, hafði viðskiptahallinn jákvæð áhrif á afkomu hans.

II. Þjóðhags- og verðbólguþáttur

Að gefinni óbreyttri peningastefnu, stöðugu gengi krónunnar og því að ekki komi til stóriðjuframkvæmda eru horfur á að 2½% verðbólguþáttur Seðlabankans náist á síðasta fjórðungi þessa árs. Horfur eru á litlum sem engum hagvexti á þessu ári en að hagvaxtarhorfur fari smám saman að glæðast þegar líða tekur á seinni hluta spátímabilsins. Vöxtur þjóðarútgjalda verður hins vegar dræmur á spátímabilinu. Að sama skapi mun atvinnuleysi halda áfram að aukast þar til líða tekur á seinni hluta spátímabilsins og verður nokkuð umfram það atvinnuleysisstig sem samrýmist óbreyttri verðbólgu. Eftirspurnaraðstæður næstu tveggja ára ættu því að stuðla að því að verðbólga haldist lág á spátímabilinu. Tímabundnar aðstæður munu þó líklega leiða til þess að verðbólga fari yfir verðbólguþáttmiðað ári, en verði ávallt vel innan efri þolmarka verðbólguþáttmiðsins. Að tveimur árum liðnum verða áhrif þessara tímabundnu þátta hins vegar horfin og horfur á að verðbólga verði komin aðeins undir verðbólguþáttmiðið. Övissa spárinnar er talin vera nokkurn veginn samhverf, þ.e.a.s. jafn miklar líkur eru á að verðbólgan verði meiri en spáð er til næstu tveggja ára og að hún verði minni.

Eftirspurn og framleiðsla

Seðlabankinn birtir nú þjóðhagsspá í fyrsta skipti. Meðal lykilforsendna spárinnar má nefna að gert er ráð fyrir að útflutningur sjávarafurða 2002 verði að magni til 4% meiri en 2001, og aukist um 3% árið 2003. Talið er að verðlag sjávarafurða í erlendri mynt hækki um 3% á yfirstandandi ári, en lækki um 1½% á næsta ári. Útflutningur á áli er talinn aukast um 7% árið 2002, og um 1½% 2003. Verð á áli í erlendri mynt hefur lækkað undanfarið og eru horfur á því, að svo kunni að fara áfram. Því er gert ráð fyrir að verð á áli í erlendri mynt lækki um 7% á árinu, og um tæp 11% á því næsta. Forsendur fyrir magnbreytingu helstu útflutningsvara eru svipaðar þeim sem fjármálaráðuneytið notaði í spá sinni í haust, en hér er gert ráð fyrir töluvert óhagstæðari þróun á verðlagi erlendis.

Horfur á litlum sem engum hagvexti á yfirstandandi ári

Í kjölfar kröftugs hagvaxtar undanfarin ár eru horfur á litlum sem engum vexti á yfirstandandi ári. Er það þáttur í nauðsynlegri aðlögun hagkerfisins að jafnvægi eftir langvarandi ofpenslu. Þótt lítil breyting verði á magni vergrar landsframleiðslu milli ára, á töluverð breyting sér stað á einstökum þáttum hennar. Þannig er gert ráð fyrir u.þ.b. 1½% samdrætti í einkaneyslu og um 14% samdrætti fjárfestingar, þótt fjárfesting í íbúðarhúsnæði vaxi enn. Í heildina munu þjóðarútgjöld dragast saman um 3¼% á árinu. Samdráttur þjóðarútgjalda í ár og í fyrra er umtalsverður og boðar mikil umskipti frá vexti þeirra árin fjögur á undan. Útflutningur vex um 5½% en innflutningur gæti dregist saman um 3¼%. Verg landsframleiðsla mun því, eins og áður segir, nánast standa í stað.

Hagvaxtarhorfur munu smám saman glæðast þegar líða tekur á spátímabilið

Á næsta ári verður hagvöxtur tiltölulega lítill eða um 1½%. Að sama skapi verður vöxtur þjóðarútgjalda dræmur. Þegar líða tekur á spátímabilið er gert ráð fyrir að hagvöxtur glæðist nokkuð. Spáð er að hagvöxtur árið 2004 verði komin í 3% og að vöxtur þjóðarútgjalda verði um 2½%.

Samkvæmt þjóðhagsspánni verður hagvöxtur meiri í ár en gengið var útfrá í síðustu verðbólguþáttur

Seðlabankans. Hins vegar er spáð minni hagvexti á næstu tveimur árum en gert var ráð fyrir í spá Þjóðhagsstofnunar sem í meginatriðum lá til grundvallar verðbólguþspánni í ágúst.

Atvinnuleysi eykst á næstunni en fer að minnka aftur þegar líða tekur á 2004

Eins og fram hefur komið gætir aukins slaka á vinnumarkaði. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur hækkað jafnt og þétt undanfarið ár og var komið í 3% í september. Í þjóðhagsþspánni er reiknað með að atvinnuleysi haldi áfram að aukast á næsta ári og verði um 3¼% að meðaltali, en úr því dragi á ný þegar líða tekur á árið 2004 og verði þá u.þ.b. 3% að meðaltali. Þetta er nokkuð meiri atvinnuleysi en gengið var útfrá í síðustu verðbólguþspá Seðlabankans. Gangi þessi spá eftir gæti atvinnuleysi orðið nokkru meira á næsta ári en samrýmist stöðugri verðbólgu, en nálægt því stigi á seinni hluta ársins 2004.

Samdráttur einkaneyslu á þessu ári og dræmur vöxtur á því næsta

Áætlað er að einkaneysla dragist saman um 1½% á þessu ári. Á næsta ári er gert ráð fyrir dræmur vexti einkaneyslu, eða um ½%, og um 1¼% árið 2004. Þróun einkaneyslu dregur dóm af minnkandi vexti ráðstöfunartekna sem aftur endurspeglar verri atvinnuhorfur á næstu tveimur árum. Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann aukist óverulega á þessu ári en aukist um 1% árið 2003 og um 1½% árið 2004.

Fjárfesting vex lítillega á næsta ári en meira árið 2004

Áætlað er að fjárfesting á næsta ári verði u.þ.b. 1% meiri en í ár. Árið 2004 verður vöxtur farinn að glæðast á nýjan leik. Af undirlíðum þjóðarútgjalda er atvinnuvegafjárfesting næmst fyrir ástandi í þjóðarbúskapnum. Reiknað er með að hún verði farin að taka við sér árið 2004 og aukist þá um ríflega 10%. Hins vegar eru taldar líkur á að fjárfesting í íbúðarhúsnæði dragist þá eilítið saman, eftir sex ára samfelldan vöxt. Spáin um íbúðafjárfestingu er meðal annars byggð á upplýsingum um íbúðarlán til nýbygginga, byggingu sökklá á höfuðborgarsvæðinu, verðþróun á íbúðamarkaði og samtölum við markaðsaðila. Vísendingar eru nokkuð misvísandi sem ykur óvissu í spánni. Reiknað er með að áhrifa

kerfisbreytingar á íbúðamarkaði, sem áður hefur verið greint frá, taki að fjara út á næsta ári.

Spá Seðlabankans í meginatriðum í takti við spá fjármálaráðuneytisins en atvinna og einkaneysla eru þó veikari

Þjóðhagsþspá Seðlabankans er í stórum dráttum svipuð spá fjármálaráðuneytisins frá því í október sl. Nokkur atriði eru þó frábrugðin, sem skýrist að hluta til af því að spá Seðlabankans tekur tillit til upplýsinga sem komið hafa fram eftir að spá fjármálaráðuneytisins var gerð. Þótt byggt sé í grundvallaratriðum á sömu líkönum við spágerðina, ræður mat alltaf töluverðu um endanlega niðurstöðu og geta stofnanirnar túlkað vísendingar um stöðu efnahagsmála með mismunandi hætti. Rétt er að hafa í huga að spárnar geta mótast nokkuð af því að þjóðhagsþspá fjármálaráðuneytisins er ein af meginforsendum fjárlagafrumvarps, en spá Seðlabankans er fyrst og fremst til grundvallar verðbólguþspá bankans. Hér á eftir verður bent á það helsta sem skilur á milli þessara tveggja þjóðhagsþspáa.

Seðlabankinn spáir ½% meiri samdrætti einkaneyslu á yfirstandandi ári en fjármálaráðuneytið og ¾% minni vexti árið 2003. Meginástæða þess að í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir minni einkaneyslu en í spá fjármálaráðuneytisins er að reiknað er með meiri slaka á vinnumarkaði á þessu og næsta ári, sem birtist í minni hækkun launagreiðslna. Spáð er 3¼% atvinnuleysi árið 2003, samanborið við 2½% í spá fjármálaráðuneytisins. Seðlabankinn gerir ráð fyrir minni hækkun launa á þessu ári en ráðuneytið. Spá bankans er í samræmi við athaganir hans sem benda til sterks sambands hagvaxtar og atvinnuleysis, í samræmi við svokallað lögmál Okuns. Minnkandi hagvöxtur fer saman við vaxandi atvinnuleysi og virðist sem minnkandi hagvöxtur sé leiðandi vísending um aukið atvinnuleysi næstu ár þar á eftir. Í ljósi þess að hagvöxtur á þessu og næsta ári verður nokkuð undir langtímaavaxtargetu þjóðarbúsins og að árstíðarleiðrétt atvinnuleysi er nú um 3% er ólíklegt að atvinnuleysi komi til með að minnka út spátímabilið, eins og spá fjármálaráðuneytisins gerir ráð fyrir.

Í fjárlagafrumvarpi sem lagt var fram í haust er gert ráð fyrir að samneyslan vaxi um 1% á næsta ári. Í ljósi reynslunnar gerir Seðlabankinn ráð fyrir því að samneysla vaxi um 2% árið 2003 en samneysla hefur

Tafla 2 Þjóðhagsspá Seðlabankans

	Milljarðar króna á verðlagi hvers árs			Magnbreytingar frá fyrra ári (%) ¹		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Einkaneysla	416,9	426,3	434,7	-1½	½	1¼
Samneysla	189,6	197,7	206,4	2¾	2	2¼
Fjármunamyndun	148,1	151,4	163,6	-14	1	6¼
Atvinnuvegafjárfesting	81,4	83,9	95,3	-20¾	1½	10½
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	33,7	34,4	34,3	3	1	-1
Fjárfesting hins opinbera	32,9	33,1	33,9	-7	-½	1½
Þjóðarútgjöld, alls	754,5	775,6	804,8	-3¼	1	2½
Útflutningur vöru og þjónustu	315,1	318,7	337,2	5½	4	4¼
Innflutningur vöru og þjónustu	288,9	298,9	314,8	-3¼	2½	3¼
Verg landsframleiðsla	780,7	795,4	827,2	0	1½	3
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF .....	.	.	.	0	-1	-1
Atvinnuleysi sem % af mannafla .....	.	.	.	2½	3¼	3
Framleiðsluspenna sem % af VLF .....	.	.	.	½	-¼	0

1. Magnbreytingar eru reiknaðar á föstu verðlagi ársins 1990.

að meðaltali aukist um 2,8% á ári undanfarin 10 ár. Verði aukning samneyslu aðeins 1% munu þjóðarútgjöld vaxa um 0,7% í stað 1% og hagvöxtur verður mjög svipaður. Töluverður munur er einnig á spá um íbúðafjárfestingu 2002 og 2003, sem stafar af nokkuð ólíku mati á stöðu markaðarins.

Spáin háð óvissu en breytingar á meginforsendum höfðu lítil áhrif á heildarniðurstöðuna

Þær upplýsingar um líklega framvindu efnahagsmála sem þjóðhagsspáin veitir, t.d. um spennu eða slaka í þjóðarþúskaðum, gegna veigamiklu hlutverki við gerð verðbólguáspá. Óvissa er hins vegar töluverð, eins og ávallt þegar spáð er um efnahagsframvindu. Hún er þó líklega sérstaklega mikil í kringum hagsveifluskil, þ.e.a.s. á skilum hagvaxtar og samdráttar. Reynsla undanfarinna áratuga bendir t.d. til þess að samdráttur landsframleiðslu og þjóðarútgjalda sé kerfisbundið vanmetinn á samdráttartímum, ekki síður en hagvexti er vanspáð á hagvaxtartímum.

Þessi óvissa endurspeglar í óvissu um forsendur spárinnar. Til að kanna hversu viðkvæm spá bankans um hagvöxt næstu tveggja ára er fyrir breytingum á helstu forsendum var þeim hnikað til innan sennilegra marka. Einnig var litið á áhrif skella á nokkrar helstu stærðir líkansins. Niðurstaða þeirrar athugunar

er að spá um hagvöxt á árunum 2002-2004 er ekki mjög næm fyrir breytingum sem prófaðar voru. Spá um hagvöxt hljóp á bilinu -0,1% til +0,2% árið 2002, 1,3% til 1,7% árið 2003 og 2,7% til 3,3% árið 2004. Rétt er að taka fram að hér er ekki um tölfræðilegt mat á óvissu að ræða.

Í öllum tilfellum var gengið út frá því að ekki yrði af stóriðjuframkvæmdum sem áformuð eru. Frá því að Seðlabankinn birti síðast verðbólguáspá sína í ágúst sl. hafa líkurnar á því að farið verði í þessar framkvæmdir í raun lítið breyst. Gengið hefur verið frá samkomulagi milli Norðurlágs og Landsvirkjunar um raforkusölu til tvöföldunar á framleiðslugetu Norðurlágs. Eftir stendur þó að endanlegum samningum milli stjórnvalda og framkvæmdaaðila er ekki lokið og því ríkir enn óvissa um þessi áform. Þá liggja heldur ekki fyrir nákvæmar áætlanir um kostnað, verkumfang og endanlega stærð framkvæmda. Óvissuþættir munu væntanlega skýrast á næstu vikum og mánuðum enda er að því stefnt að ljúka samningum milli íslenskra stjórnvalda og Landsvirkjunar annarsvegar og Norðurlágs og Alcoa hins vegar í byrjun næsta árs. Ef verður af áformum um stækkun Norðurlágs úr 90 þús. tonna framleiðslu á ári í 180 þús. tonn og bygginu 320 þús. tonna álvers á vegum Alcoa, gefa fyrirliggjandi áætlanir til kynna

að heildarkostnaður vegna orkuöflunar og álversframkvæmda gæti numið um 250 ma.kr. Þar af er fjárfestingakostnaður við orkuöflun 135 ma.kr. og stóriðjuframkvæmdir um 115 ma.kr. Samkvæmt síðustu áætlunum framkvæmdaaðila er búist við því að framkvæmdir muni dreifast á fimm ára tímabil eða árabilið 2003-2007.

Í síðasta hefti *Peningamála* kom fram að Seðlabankinn áætlaði að birta mat á efnahagslegum áhrifum þessara framkvæmda og mögulegum viðbrögðum peningastefnunnar við þeim í þessu riti. Nægilegar upplýsingar lágu ekki fyrir í tíma til að það væri mögulegt. Bankinn mun framkvæma þetta mat jafnskjótt og forsendur eru til þess og mun það líklega birtast í næsta hefti *Peningamála*. Það er hins vegar ljóst miðað við mat bankans á efnahagshorfum næstu tveggja ára að framleiðslulaki verður tiltölulega lítil í þjóðarbúskapnum á næstu tveimur árum. Svo umfangsmikið verkefni sem þessar framkvæmdir eru myndu því hafa allnokkur þensluáhrif og óhjákvæmilega kalla á viðbrögð peningastefnunnar til að tryggja framgang verðbólgu markmiðsins. Erfitt er að segja til um hversu mikil þau yrðu fyrir en betri upplýsingar um framkvæmdaráætlunina liggja fyrir, þótt endanleg viðbrögð muni aldrei verða ljós fyrir en að þeim tíma kemur að Seðlabankinn tekur viðeigandi ákvarðanir.

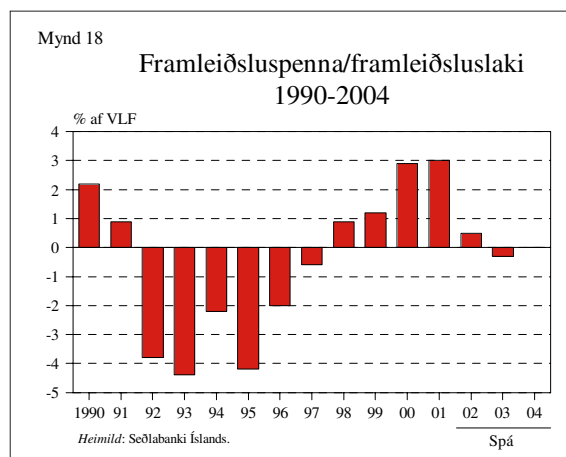
Framleiðsluspenna

Framleiðsla nálægt framleiðslugetu í ár og á næsta ári

Útlit er fyrir að framleiðsluspenna verði lítil í ár, eða u.þ.b. ½% og óverulegur slaki á næstu tveimur árum. Verg landsframleiðsla virðist því vera mjög nálægt framleiðslugetu þjóðarbúsins á spátímabilinu (sjá mynd). Hafa verður í huga að mat á samtíma framleiðsluspennu eða fram í tímann er háð töluverðri óvissu. Þessi óvissa tengist bæði því að framleiðsluspenna er ekki mælanleg með beinum hætti og að mat á henni er byggt á spá um undirliggjandi þróun framleiðslupáttanna í þjóðarbúskapnum.

Rétt er einnig að geta þess að á sl. og yfirstandandi ári hefur verið afar mikill munur á vexti þjóðarútgjalda og landsframleiðslu. Þjóðarútgjöld hafa dregist harkalega saman, en jákvæð utanríkisviðskipti haldið hagvexti jákvæðum. Þetta torveldar túlkun framleiðsluspennu eins og hún er metin hér,

því ein helsta ástæða þess að landsframleiðslan hefur haldið áfram að vaxa er mikill samdráttur innflutnings sem gæti borið vott um mun veikari innlenda eftirspurn en vöxtur landsframleiðslu gefur til kynna. Hins vegar kann það einnig að fela í sér að eftirspurn sé að færast frá útlöndum og inn í landið, sem vissulega leiðir til þess að slakinn verður minni en ella.



Mat Seðlabankans á framleiðsluspennu keimlíkt mati fjármálaráðuneytisins

Ef gengið er út frá þjóðhagsspánni sem fjármálaráðuneytið birti á haustdögum við útreikning á framleiðsluspennunni verður myndin mjög svipuð því sem hér er sýnt, en þó mælist heldur meiri slaki 2003.

Verðbólguþáinn sem birt var í ágúst miðaðist við að slaki í hagkerfinu á árunum 2003-4 yrði heldur meiri en nú er reiknað með. Að hluta til endurspeglar endurmat bankans nýjar upplýsingar um hagvöxt það sem liðið er af árinu og breyttar hagvaxtar- og atvinnuhorfur næstu ára en einnig endurmat Hagstofunnar á sögulegum hagtölum og nýjar aðferðir við mat á einkaneyslu.

Verðbólguhorfur

Helstu verðforsendur verðbólguþáinn breytast lítið

Eins og áður er verðbólguþáinn Seðlabankans byggð á þeirri forsendu að peningastefnunni sé haldið óbreyttri út spátímabilið, þ.e.a.s. að stýrivextir bankans séu óbreyttir. Að sama skapi er gert ráð fyrir því að gengi krónunnar sé óbreytt frá spádegi. Miðað er við vísitölu gengisskráningar þann 24. október sl., en þá var hún 130,6 stig. Eins og kemur fram í með-

fylgjandi töflu þýðir þetta að gert er ráð fyrir að gengi krónunnar styrkist um 8% yfir þetta ár, sem samsvarar 3½% hækkun gengis krónunnar milli meðaltala árána 2001 og 2002 og tæplega 1% styrkingu milli meðaltala árána 2002 og 2003. Í síðustu spá bankans var samsvarandi vísitölugildi 127,3. Ný spá bankans gerir því ráð fyrir um 2½% veikara gengi út spátímabilið en gert var ráð fyrir í síðustu spá.

Tafla 3 Helstu verðforsendur verðbólguþáttar (%)

	Síðasta spá			Nýjasta spá		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Launakostnaður vegna launasamninga†	4¼	3¼	3	4¼	3¼	3
Launaskrið†	½	0	1	½	0	½
Innlend framleiðni*	¼	1	1½	½	1	1½
Innflutningsgengisvísitala krónunnar†	-10¼	0	0	-8	0	0
Innflutningsverð í erlendri mynt*	-1	2	1½	-1	1	1½

† táknað prósentubreytingu yfir árið.

* táknað prósentubreytingu milli ársmeðaltala.

Til viðbótar við horfur um eftirspurn og framleiðsluspennu, sem raktar eru hér að ofan, byggir verðbólguþáttur Seðlabankans á forsendum um verðþróun nokkurra lykilstærða, svo sem launakostnaðar og innflutningsverðlags.

Þessar verðforsendur hafa tiltölulega lítið breyst frá síðustu spá. Þó er nú gert ráð fyrir að á næsta ári verði vöxtur launakostnaðar á unna einingu yfir árið nokkurn veginn í samræmi við jafnstöðuvöxt, þ.e.a.s. að launakostnaður á unna einingu vaxi um sem nemur 2½% verðbólguþáttur Seðlabankans, en verði um 1% undir því árið 2004. Í síðustu spá bankans var hins vegar gert ráð fyrir því að vöxtur launakostnaðar á unna einingu yrði í samræmi við verðbólguþáttur árið 2004. Þetta endurspeglar það að gert er ráð fyrir meiri slaka á innlendum vinnumarkaði á næstu árum en áður var talið.

Alþjóðleg verðþróun hefur verið endurmetin í ljósi skýrari vísbendinga um veikar undirstöður alþjóðahagkerfisins og að það muni taka lengri tíma að ná sér á strik aftur. Því er í spánni gert ráð fyrir að innflutningsverðlag í erlendri mynt hækki aðeins um 1% á næsta ári í stað 2% í síðustu spá.

Samkvæmt meginþáttum mun verðbólga aukast tímabundið á fyrri hluta næsta árs

Samkvæmt spánni mun verðbólguþáttur Seðlabankans nást á fjórða ársfjórðungi þessa árs. Er það töluvert fyrr en stefnt var að í sameiginlegri yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001, en í samræmi við síðustu spá bankans. Verðbólga mun hins vegar aukast nokkuð fram á mitt næsta ár, samkvæmt spánni, og verður um tíma meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Þetta helgast af tímabundnum áhrifum veikara gengis krónunnar en reiknað var með í síðustu spá, auk þess sem hagvöxtur og framleiðsluspennu verða nokkru meiri á þessu ári, eins og komið hefur fram. Með nokkurri tímatöf yfir framleiðsluspennan undir verðbólgu fram eftir árinu 2003. Samkvæmt spánni verður verðbólga eitt ár fram í tímann því tæplega 3%.

Tvö ár fram í tímann verður verðbólga hins vegar undir markmiðinu

Þegar áhrif þessara tímabundnu þátta fjara út og aukinn slaki í þjóðarþúskapnum á næsta ári fer að hafa áhrif á verðlagsþróun, mun verðbólga aftur fara minnkandi og verður komin í um 2% tvö ár fram í tímann, sem er í samræmi við síðustu spá bankans.

Spáð er að verðbólga yfir árið 2002 verði aðeins 1,7%. Hjöðnun verðbólgunnar síðustu mánuði ársins 2002 og í janúar 2003 hefur lítið að gera með hjöðnun verðbólgunnar næstu mánuði, heldur helgast hún af mikilli hækkun vísitölu neysluverðlags síðustu mánuði ársins 2001 og í janúar 2002. Yfir næsta ár er spáð 2,5% verðbólgu, eða jafnt verðbólguþáttur markmiðinu, og tæplega 2% verðbólgu yfir árið 2004.

Veikari eftirspurn gæti bent til minni verðbólgu en spáð er...

Samkvæmt ofangreindri spá mun launakostnaður á unna einingu verða nokkru minni en sem nemur verðbólguþáttur næstu tvö árin. Það má rekja til töluverðs slaka á vinnumarkaði sem endurspeglar m.a. í auknu atvinnuleysi. Sum líkön sem notuð eru við spágerðina gefa til kynna að þessar aðstæður geti stuðlað að því að launaskrið verði enn minna en gert er ráð fyrir í meginþáttum, og jafnvel neikvætt, og að því muni draga nokkru hraðar úr verðbólgu á næstu tveimur árum en gert er ráð fyrir í meginþáttum bankans.

Á meðfylgjandi mynd, sem sýnir árlega meðalverðbólgu, eru bornar saman meginþáttur bankans og

Tafla 4 Verðbólguþá 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	0,2	0,7	3,3
2002:4	0,7	2,8	2,3
2003:1	0,7	2,7	2,0
2003:2	0,8	3,3	2,4
2003:3	0,7	2,9	2,9
2003:4	0,4	1,7	2,6
2004:1	0,5	1,9	2,4
2004:2	0,6	2,4	2,2
2004:3	0,5	2,2	2,0
2004:4	0,3	1,2	1,9

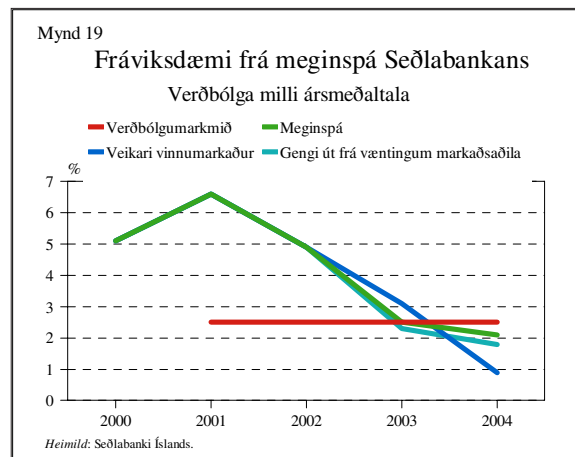
Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

Ár	Ársbreytingar (%)	
	Milli ára	Yfir árið
2000	5,0	3,5
2001	6,7	9,4
2002	4,9	1,7
2003	2,5	2,5
2004	2,1	1,9

Skyggt svæði sýnir spá.

Frávíksspá sem byggð er á þeirri forsendu að launaskrið verði neikvætt á seinni hluta næsta árs og fram eftir ári 2004. Samkvæmt síðarnefndu spánni hækkar meðalverðlag um 3% milli ára á næsta ári en síðan dregur ört úr verðbólgunni og árið 2004 er hún komin niður í u.þ.b. 1%, í stað rúmlega 2% í meginspánni. Frávíkisdæmið gefur því til kynna að verðbólga kunnri að fara töluvert niður fyrir verðbólguþá bankans þegar líða tekur á spátímabilið ef staða innlands vinnumarkaðar verður veikari en gert er ráð fyrir í meginspá bankans. Á móti þessu

gæti þó unnið góð staða sjávarútvegs sem gæti ýtt undir launaskrið á almennum vinnumarkaði þegar fram í sækir. Styrking á gengi krónunnar undanfarið misseri ætti þó að draga úr líkum á þessum möguleika.



Gengisstöðugleiki, sem náðst hefur að undanfögnu, virðist standa á styrkari stöðum nú en áður. Þannig er viðskiptahallinn nánast horfinn og stefnir jafnvel í afgang. Einkavæðing fjármálaþyrftækja og auknið innstreymi gjaldeyris vegna fjárfestingar erlendra aðila í innlendum verðbréfum gæti einnig stuðlað að sterkari stöðu krónunnar. Jafnframt gætu væntingar um fyrirhugaðar stóriðjuframkvæmdir stuðlað að styrkingu hennar á næstunni. Allir þessir þættir gætu skapað forsendur fyrir styrkingu krónunnar út spátímabilið umfram það sem gert er ráð fyrir í meginþá Seðlabankans. Endurspeglast þetta t.d. í væntingum sérfræðinga á fjármálamarkaði, sem fjallað er um í rammagrein 3, en samkvæmt reglulegri könnun Seðlabankans gera þeir ráð fyrir því að meðaltali að gengi krónunnar styrkist samtals um u.þ.b. 2% næstu tvö ár. Gangi þessi gengisspá eftir mun verðbólga næstu tveggja ára verða aðeins minni en gert er ráð fyrir í meginþánni að öðru óbreyttu, eins og sýnt er á myndinni.

Þessi frávíkisdæmi gefa að einhverju leyti til kynna þá óvissu sem ávallt fylgir verðbólguþá. Aðrir óvissuþættir snúa t.d. að þróun eignaverðs hér á landi og erlendis. Verði innlend launaþróun í samræmi við ofangreint frávíkisdæmi gæti það haft neikvæð áhrif á eftirspurn eftir húsnæði og valdið lækkun á húsnæðisverði. Lækki húsnæðisverð er lík-

legt að lakari eignastaða heimilanna veiki innlenda eftirspurn meira en gert er ráð fyrir í meginspánni og dragi úr innlendum verðbólguþrýstingi umfram það sem hér er gert ráð fyrir. Miklar skuldir heimilanna gera þau næm fyrir áföllum sem veikja efnahag þeirra. Því gætu forsendur einkaneyslu verið enn veikari en gert er ráð fyrir í þjóðhagsspánni sem liggur til grundvallar. Að auki gæti verðfall á alþjóðlegum hlutabréfamörkuðum að undanfögnu haft bein áhrif á eignastöðu innlendra heimila og fyrirtækja og slakar horfur á alþjóðlegum hlutabréfamörkuðum haldið aftur af bata í alþjóðlegri eftirspurn.

Í ljósi þess hve batinn í heimsbúskapnum er hæður er ekki loka fyrir það skotið að oliuverð gæti orðið lægra á næstu misserum en gert er ráð fyrir í meginspánni. Síðustu daga hefur oliuverð lækkað nokkuð og hafa væntingar, eins og þær birtast á framvirkum markaði, tekið mið af því. Hugsanleg skýring er að minni líkur séu taldar á stríði í Írak en áður. Lægra oliuverð myndi draga nokkuð úr innfluttri verðbólgu miðað við forsendur meginspár Seðlabankans.

Önnur hugsanleg ástæða þess að slakinn sem er að myndast í hagkerfinu gæti orðið meiri en nú þykir líklegast er að tölfræðiaðferðir sem beitt er til að meta framleiðsluspennu í þjóðarbúskapnum gætu haft tilhneigingu til að skýra of stóran hluta breytinga á eftirspurn með breyttri framleiðslugetu. Sé þetta rétt er hugsanlegt að minni hagvöxtur á næstu misserum sé að of stórum hluta skýrður með tímabundið hægari vexti framleiðslugetu þjóðarþúsins. Í því tilfalli væri verið að vanmeta framleiðsluslakann og ofmeta verðbólguþrýsting sem er til staðar í þjóðarbúskapnum. Þetta er vandamál sem allir er fást við verðbólguþrýsting standa frammi fyrir, en getur skipt sköpum þegar skil verða í þjóðarbúskapnum.

... en líkur á stóriðjuframkvæmdum og kosningar á næsta ári benda til meiri verðbólgu en spád er

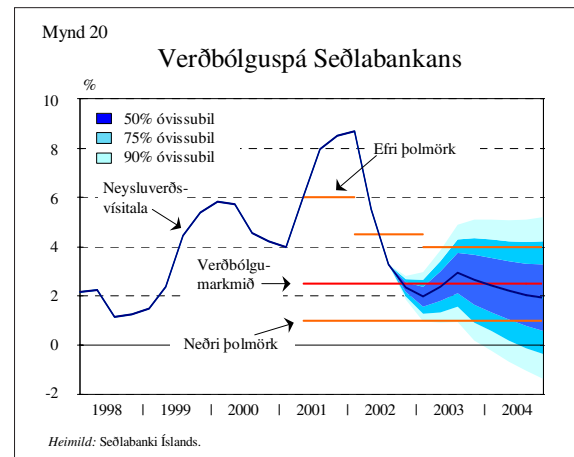
Ofangreindir óvissuþættir gefa til kynna að líkur á að verðbólga verði undir meginspá bankans séu nokkrum meiri en líkur á að verðbólga verði yfir spánni. Aðrir óvissuþættir veiga þar hins vegar á móti. Þar má t.d. nefna líkur á stóriðjuframkvæmdum, sem hafa lítið breyst frá því að síðasta verðbólguþrýsting Seðlabankans var birt. Komi til þeirra er ljóst að verðbólga út spátímabilið, að gefinni peningastefnunni, verður nokkrum meiri en hér er spád, eins og áður hefur

komið fram. Að sama skapi gæti eftirspurn frá opinbera geiranum orðið meiri en gert er ráð fyrir í meginspánni í ljósi þess að á næsta ári eru alþingiskosningar.

Spáóvissan er því samhverf

Á heildina lítið má álykta að líkur á minni verðbólgu en í meginspá bankans séu nokkurn veginn jafnar og líkur á meiri verðbólgu. Þetta er breyting frá því í ágúst sl. en þá taldi bankinn heldur meiri líkur á að verðbólgan yrði meiri en spád var en að hún yrði minni. Eins og bent hefur verið á áður er líklegt að sögulegar spáskekkjur ofmeti að einhverju leyti þá óvissu sem er framundan þar sem þær eru nokkuð litadár af þróun undanfarinna missera þegar saman för mikil verðbólga og óvissa um verðbólguþróun, sem jafnan fylgir sveiflum í verðbólgu.

Á meðfylgjandi mynd má sjá meginspá bankans til næstu tveggja ára ásamt metinni óvissu hennar. Taldar eru 90% líkur á að verðbólgan 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 spád er lengra fram í tímann, eins og kemur fram í vikkun óvissubilsins.¹¹



11. Fyrir þær tímalengdir sem bankinn hefur ekki áður spád 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 verðbólguþrýstinginnar.

Samkvæmt þessu mati eru u.þ.b. 60% líkur á að verðbólga tvö ár fram í tímann verði undir verðbólguþröskulmáti bankans, en til samanburðar voru taldar líkur á að verðbólgan væri undir eða yfir verðbólguþröskulmátiðinu væru nokkurn vegin jafnar þegar síðasta spá Seðlabankans var gefin út. Meðfylgjandi tafla sýnir mat á líkum þess að verðbólga næsta ársfjórðungs og eitt og tvö ár fram í tímann lendi á mismunandi bili.

Tafla 6 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjórð.	Verðbólga				
	undir	á bilinu		undir	yfir
	1%	1% - 2½%	2½% - 4%	2½%	4%
2002:4	< 1	71	29	71	< 1
2003:3	5	31	45	36	18
2004:3	29	31	25	60	15

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

III. Fjármáaleg skilyrði og stefnan í peningamálum

Aðhaldsstig peningastefnunnar hefur minnkað á undanförunum mánuðum í framhaldi af vaxtalækkunum Seðlabankans og önnur fjármáaleg skilyrði hafa á heildina litið þróað til minna aðhalds að eftirspurn. Raunvextir Seðlabankans voru í lok október yfir líklegu mati á jafnvægisvöxtum og hærri en efnahagshorfur án stóriðjuframkvæmda gefa tilefni til. Ekki er heppilegt að miða peningastefnuna nú í marktækum mæli við möguleikann á stóriðjuframkvæmdum, þar sem of mikil áhætta er tekin ef þær skyldu frestast og tímatafir fram að framkvæmdatoppi og viðbragðsflýtir peningastefnunnar gefur nægilegt svigrúm til rétttra viðbragða síðar.

Fjármáaleg skilyrði og aðhaldsstig peningastefnunnar

Aðhaldsstig peningastefnunnar hefur minnkað og fjármáaleg skilyrði slaknað á heildina litið

Aðhaldsstig peningastefnunnar eins og það birtist í raunstyrivöxtum Seðlabankans hefur minnkað umtalsvert á síðustu mánuðum, eins og nánar er útskýrt

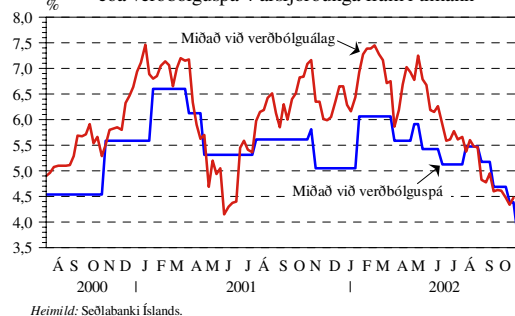
hér að framan. Önnur fjármáaleg skilyrði eru einnig rýmri, enda hafa óverðtryggðir og verðtryggðir skuldabréfavextir lækkað, svo og óverðtryggðir vextir bankalána, gengi krónunnar hefur lækkað lítillega síðan í ágúst og verð hlutabréfa hefur hækkað. Megindrífkrafturinn á bak við þessa slökun eru vaxtalækkunar Seðlabankans sem voru alls fjórar á tímabilinu ágúst til október, um samtals 1,7 prósentur.

Lækkun styrivaxta hefur skilað sér í lækkun raunstyrivaxta, en ekki að fullu þar sem verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað eftir því sem dregið hefur úr verðbólgu. Raunstyrivextir Seðlabankans, mældir með verðbólguálagi, voru í lok október u.þ.b. 4½% en voru u.þ.b. 5½% undir lok júlí. Séu raunvextir hins vegar metnir út frá nýrri verðbólguþröskulmáti, þar sem gert er ráð fyrir tæplega 3% verðbólgu eitt ár fram í tímann, eru raunstyrivextir 3,8%. Styrivaxtalækkunin hefur einnig skilað sér nánast að fullu í minnkandi vaxtamun við útlönd og stuðlað að lægra gengi. Nánar er fjallað um skammtíma-samband styrivaxtabreytinga og gengisbreytinga í rammagrein 4.

Mynd 21

Raunstyrivextir Seðlabankans 2000-2002

M.v. verðbólguálag ríkisbréfa (nú til um 4½ árs) eða verðbólguþröskulmáti 4 ársfjórðunga fram í tímann



Miðlun breytinga á styrivöxtum í gegnum vaxtarófið tekur töluverðan tíma. Einkum getur orðið töf á að verðtryggðir bankavextir lækki til jafns við styrivexti.¹² Fleira en breytingar á skammtíma vöxtum

12. Þórarinn G. Pétursson (2001), „The transmission mechanism of monetary policy: Analysing the financial market pass-through“, Seðlabanki Íslands, Working Papers, nr. 14/2001.

kann að hafa áhrif á þessa vexti, t.d. útlánaáhætta, sem kann að aukast þegar samdráttur er í þjóðar- búskapnum. Verðtryggðir bankavextir hafa enn sem

komið er lækkað töluvert minna en vextir á verð- tryggðum skuldabréfum með ríkisábyrgð.

Rammagrein 3 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Seðlabankinn birtir nú í þriðja sinn niðurstöður könnunar á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum til næstu tveggja ára. Rétt er að taka fram að mat sérfræðinganna er byggt á þeirri forsendu að ekki komi til stóriðjuframkvæmda, sem er í samræmi við forsendur spár Seðlabankans.

Fyrst sýnir taflan mat sérfræðinganna á verðbólgu- horfum fyrir þetta og næsta ár. Eins og sjá má eru verðbólguþáttir þeirra yfir ár og milli ársmeðaltala mjög svipaðar spá Seðlabankans. Fyrir árið í ár eru spárnar nánast eins, en fyrir árið 2003 er meðaltalsspá markaðsaðilanna örlitlu lægri en spá bankans.

Í könnuninni voru sérfræðingarnir einnig spurðir um horfur varðandi aðrar lykilstærðir efnahagsfram- vindunnar. Í svörum þeirra kemur fram að mat þeirra á hagvaxtarhorfum þessa og næsta árs eru að meðaltali ekki fjarri þjóðhagsspá Seðlabankans. Töluverður munur reyndist þó á spám einstakra aðila.

Fimm af sex sérfræðingum telja að gengi krónunnar haldist því sem næst óbreytt næstu tólf mánuði og þegar lítið er tvö ár fram í tímann er helmingurinn

enn sama sinnis. Almennt eru menn öllu bjartsýnni á gengi krónunnar til lengri tíma en í fyrri spám þessa árs. Sérfræðingarnir álíta jafnframt að Seðlabankinn muni halda áfram að lækka vexti og að stýrivextir bankans verði komnir niður fyrir 6% eftir eitt ár. Eins og í síðustu könnun telja þeir flestir að umskipti verði á vaxtalækkunarferlinu innan tveggja ára og að vextir taki að hækka lítillega á ný seinni hluta tímabilsins, enda þótt ekki sé gert ráð fyrir stóriðjuframkvæmdum í spánunum.

Að lokum benda niðurstöður könnunarinnar til þess að sérfræðingarnir hafi ólíkar skoðanir á þróun hlutabréfaverðs til næstu tveggja ára. Flestir þeirra telja að hlutabréfaverð muni hækka næstu tólf mánuði, á bilinu 6-34%. Sumir sérfræðingar eru svartsýnni og samkvæmt lægsta gildi er talið að hlutabréfaverð muni falla um 7% næstu tólf mánuði. Þegar lítið er lengra fram á veginn eru þeir hins vegar allir sammála um að hlutabréfaverð muni hækka, en mismikið. Skiptar skoðanir eru einnig um fasteignaverð sem menn telja ýmist að muni hækka eða lækka.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2002			2003		
	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	1,8	2,1	1,6	2,2	2,6	1,5
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	4,9	5,0	4,8	2,3	2,8	1,5
Hagvöxtur	-0,1	0,3	-0,8	1,8	2,3	1,5
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlends gjaldmiðils.....	129,0	130,0	124,0	129,2	132,0	120,0
Stýrivextir Seðlabankans	5,8	6,2	5,2	6,1	6,5	5,0
Langtímanafnvextir ²	6,4	7,0	5,5	6,6	7,0	5,3
Langtímaraunvextir ³	4,7	5,2	4,2	4,8	5,0	4,3
Úrvalsvísitala Aðallista	5,8	16,8	-7,0	19,1	34,2	0,0
Breyting fasteignaverðs	1,5	5,0	-1,5	1,4	4,0	-2,5

1. Taflan sýnir prósentubreytingar, nema fyrir vexti (prósentur) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningar- deildir Búnaðarbanka Íslands, Íslandsbanka, Kaupþings, Landsbanka Íslands, SPRON og Ráðgjöf og efnahagsspár. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum við- skiptavaka í ríkisbréf (RIKB 07 0209). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsbref (IBH 41 0315). Heimild: Seðlabanki Íslands.

Stefnan í peningamálum

Forsendur eru að óbreyttu fyrir frekari lækkun Seðlabankavaxta

Vaxtalækkarnir Seðlabankans á síðasta ársfjórðungi voru byggðar á greiningu og verðbólguþá sem bankinn setti fram í síðustu *Peningamálum*. Spáin benti til ört hjaðnandi verðbólgu og aukins slaka í hagkerfinu. Þróunin hefur hingað til staðfest þessa greiningu, eins og fram hefur komið í þessum kafla.

Raunstyrivextir Seðlabankans voru í lok október um eða yfir 4%, eftir því hvaða mælikvarða á verðbólguvæntingar og horfur er miðað við. Það er í efri mörkum þess sem bankinn telur að gætu verið jafnvægisraunvextir Seðlabankans. Með jafnvægisraunvöxtum er átt við raunvexti sem hæfa þegar verðbólga er stöðug og hvorki ríkir spennan né slaki í hagkerfinu. Mat á jafnvægisraunvöxtum er hins vegar háð mikilli óvissu, bæði aðferðafræðilegri og vegna þess að jafnvægisraunvextir eru ekki fasti, heldur breytileg stærð sem ræðst t.d. af mjög svo óvissum framtíðarvexti framleiðslugetu. Ef reiknað er með að vöxtur framleiðslugetu hér á landi sé í kringum 3% og tekið mið af sögulegu samhengi vaxta og hagvaxtar hjá öðrum löndum má færa fyrir því rök að jafnvægisraunvextir hér á landi gætu legið á bilinu 3-4% en þó nær neðri mörkunum en þeim efri. Raunstyrivextir Seðlabankans í lok október voru samkvæmt því eitthvað fyrir ofan hlutlausu stöðu.

Rétt er að áréttu að mat á jafnvægisraunvöxtum setur ekki hömlur á vaxtaákvörðanir Seðlabankans hverju sinni. Markmið Seðlabankans er ekki að halda styrivöxtum sem næst jafnvægisvöxtum heldur að sjá til þess að þeir séu hæfilegir til þess að verðbólga verði sem næst markmiði bankans u.þ.b. tvö ár fram í tímann. Ekkert er því til fyrirstöðu að raunstyrivextir bankans fari niður fyrir jafnvægisstöðu þegar horfur er á að verðbólga verði á eða fyrir neðan markmið bankans og slaki er í hagkerfinu eða séu hærri þegar hætta er á of mikilli verðbólgu. Vaxtaákvörðanir eru stöðug leit að vöxtum sem hæfa efnahagsaðstæðum hverju sinni. Að endingu munu jafnvægisraunvextirnir finnast sem niðurstaða vaxtaákvörðana yfir langt tímabil. Vaxtaákvörðanir seðlabanka eru alltaf teknar við skilyrði óvissu bæði um jafnvægisraunvexti og ástand og horfur í efnahagsmálum. Óvissan er meginskýring þess að seðlabankar breyta almennt vöxtum í mörgum smáum

skrefum en ekki fáum og stórum.¹³ Þjóðhags- og verðbólguþá sem kynntar eru hér að framan og ofangreint mat á aðhaldsstigi peningastefnunnar benda til þess að forsendur verði fyrir frekari lækkun vaxta Seðlabankans á næstunni. Eins og alltaf er það þó háð því hvort framvindan staðfestir greininguna.

Peningastefnan mun ekki taka tillit til stóriðjuframkvæmda fyrr en þær hafa verið ákveðnar

Allar aðstæður munu gjörbreytast ef stóriðjuframkvæmdir hefjast á næsta ári. Enda þótt líkur á því séu töluverðar telur Seðlabankinn ekki að tilefni sé til þess að taka tillit til þeirra við vaxtaákvörðanir enn sem komið er.

Seðlabankinn gæti brugðist við hugsanlegum virkjana- og stóriðjuframkvæmdum með þrennum hætti. Í fyrsta lagi gæti bankinn, eins og hann hefur gert til þessa, gengið út frá því að af þeim verði ekki þar til endanleg ákvörðun liggur fyrir. Í öðru lagi gæti bankinn, telji hann miklar líkur á að af framkvæmdum verði, þegar farið að haga vaxtaákvörðunum í samræmi við það mat. Í þriðja lagi gæti bankinn farið bil beggja með því að taka mið af tvenns konar spám, með og án stóriðjuframkvæmda, en gefa þeim vægi í samræmi við þær líkur sem hann telur að séu á hvorum möguleika. Í því tilfelli yrðu ákvörðanir í vaxtamálum augljóslega alltaf rangar, hvort heldur sem af framkvæmdum yrði eða ekki. Ef ekki yrði af stóriðjuframkvæmdum yrði peningastefnan of aðhaldssöm og öfugt ef af þeim yrði.

Í þessu sambandi þarf að hafa þrennt í huga varðandi mótun peningastefnunnar. Í fyrsta lagi að nokkur tími mun líða frá ákvörðun um stóriðjuframkvæmdir þar til umsvif verða veruleg og enn lengri tími líður þar til áhrifin koma fram að fullum þunga í eftirspurn og verðbólgu. Í öðru lagi að tímatafir eru í virkni peningastefnunnar. Í þriðja lagi að peningastefna er í eðli sínu nokkuð sveigjanleg í ljósi breytilegra aðstæðna, þar sem hægt er að hækka vexti hratt ef á þarf að halda. Samantekið er niðurstaðan af þessu að almennt sé eðlilegra að miða við það sem fyrir liggur við mótun peningastefnunnar, jafnvel þótt nokkrar líkur séu á miklum veðrabrigðum framundan. Það eru viðbótarröksemd fyrir þessari stefnu

13. Nánar er fjallað um óvissu og vaxtaákvörðanir seðlabanka í erindi Más Guðmundssonar sem birt er í þessu riti.

nú að verði ekki af framkvæmdum má gera ráð fyrir nokkurri lægð í þjóðarbúskapnum á næsta ári. Verði ytri skilyrði þjóðarbúsins lakari en gengið er út frá í spánni hér að framan gæti slakinn orðið enn meiri en spáð er. Tæki peningastefnan mið af framkvæmdum sem ekki verður af gæti það leitt til óæskilegs samdráttar. Þótt vextir yrðu lækkaðir hratt er óvíst er að virkni peningastefnunnar sé jafn skjót til örvunar

þegar þjóðarbúskapurinn er í mikilli lægð eins og hún er til aðhalds á ofpenslutímum. Í ljósi framan-sagðs er eðlilegt að miða peningastefnuna við að ekki verði af stóriðjuframkvæmdum fyrr en ákvörðun um þær liggur fyrir. Um leið og ákvörðun liggur fyrir má hins vegar búast við að peningastefnan taki mjög fljótt mið af breyttum horfum með hærri vöxtum en ella.

Rammagrein 4 Skammtímasamband stýrivaxtabreytinga og gengisbreytinga

Einn mikilvægasti farvegur áhrifa peningastefnunnar í litlu, opnu hagkerfi eins og hinu íslenska er í gegnum áhrif á gengi innlends gjaldmiðils. Með því að hækka stýrivexti sína getur Seðlabankinn stuðlað að því að gera innlend skuldabréf vænlegri en ella, sem eykur eftirspurn eftir þeim, en hún eykur aftur eftirspurn eftir krónum og leiðir þannig til tímabundinnar gengisstyrkingar að öðru óbreyttu. Slík gengishækkun veldur tímabundinni hækkun raungengis sem aftur veikir samkeppnisstöðu innlendra samkeppnis- og útflutningsatvinnugreina og dregur úr innlendri eftirspurn. Þar að auki dregur gengishækkunin úr hækkun innflutningsverðlags sem hefur bein áhrif á innlenda verðlagsþróun. Þannig minnka innlend framleiðsluspenna og verðbólguþrýstingur.

Peningastefnan er hins vegar aðeins einn áhrifaþáttur gengisþróunar þar sem aðrir markaðsþættir og væntingar fjárfesta skipta miklu, og oft meira, máli. Af þeim sökum hefur oft reynst erfitt að meta áhrifin og tímasetningu þeirra. Ein leið sem oft er notuð til að meta þessi áhrif er að notast við margvíð tímaráðalíkön þar sem reynt er að einangra áhrif stýrivaxtabreytinga á gengi gjaldmiðla. Niðurstöður slíkra rannsókna benda til að áhrif vaxtabreytinga seðlabanka séu yfirleitt í þá átt sem fræðileg greining bendir til en að þau komi oft fram á lengri tíma en vænta mætti fyrirfram. Sambærileg greining er gerð í grein Þórarins G. Péturssonar í *Peningamála* 2001/4.¹ Þar kemur í ljós að áhrif stýrivaxtabreytinga Seðlabankans á gengi krón-

unnar næstu ársfjórðunga séu tiltölulega lítil og að tímasetning þeirra sé í samræmi við sambærilegar alþjóðlegar rannsóknir.

Þrátt fyrir tiltölulega lítil áhrif peningastefnunnar á gengi krónunnar til lengri tíma lítið, geta skammtíma-áhrifin verið nokkur. Ein leið til að kanna það er að taka þá daga sem Seðlabankinn hefur breytt stýrivöxtum og meta með tölfræðilegum aðferðum hvaða áhrif það hafði á gengi krónunnar næstu daga þar á eftir. Eftirfarandi tölfræðisamband er því metið

$$(100/k)(\log s_{t+k} - \log s_t) = \alpha_k + \beta_k x_t + \varepsilon_{kt}$$

þar sem s_t er gengisvísitala íslensku krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum á degi t , x_t er stýrivaxtabreyting seðlabankans á degi t , k er fjöldi viðskiptadaga eftir stýrivaxtabreytinguna, ε_{kt} er óháð og samdreifin hending og α_k og β_k eru stíkar sem á að meta.

Til að kanna áhrif stýrivaxtabreytinga á gengi krónunnar var notast við gögn frá 18. nóvember 1997 en þá var fyrsta vaxtabreyting Seðlabankans frá því að innlendir gjaldeyrismarkaður var endurskipulagður, 8. júlí það ár. Frá þeim tíma hefur Seðlabankinn átján sinnum breytt stýrivöxtum sínum. Fjöldi mælinga er því lítill, auk þess sem umtalsverðar kerfisbreytingar hafa átt sér stað á tímabilinu, t.d. á aðkomu Seðlabankans að gjaldeyrismarkaðinum og á ramma peningastefnunnar. Þessar niðurstöður þarf því að túlka varlega.

Stýrivaxtabreytingar Seðlabankans fara ávallt fram eftir lokun markaða þannig að vaxtabreytingarnar eru mældar þá. Gengisvísitalan er skráð gengi hvers dags,

1. Þórarinn G. Pétursson (2001), „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál*, 2001/4, 59-74.

þannig að s_t er skráð gengisvísitala daginn sem vaxtabreytingin á sér stað (rétt fyrir hádegi þann dag). Gengisbreytingarnar eru því mældar sem breytingar milli daglegs skráningargengis.²

Í tölfræðimatinu eru metin áhrif stýrivaxtabreytingar á gengi krónunnar einum, tveimur, fimm, sjö, tíu og þrjátíu viðskiptadögum eftir vaxtabreytinguna. Matið á ofangreindri jöfnu er sýnt í meðfylgjandi töflu.

Áhrif stýrivaxtabreytinga á gengi krónunnar 1997-2002

Vinnudagar eftir gengisbreytingu	β_k	$se(\beta_k)$	R_k^2
$k = 1$	-0,775 [†]	0,321	0,216
$k = 2$	-0,342 [†]	0,126	0,284
$k = 5$	-0,133 [†]	0,055	0,110
$k = 7$	-0,152 [†]	0,057	0,144
$k = 10$	-0,101	0,048	0,123
$k = 30$	0,004	0,045	0,000

$se(z)$ er staðalfrávik stikans z leiðrétt með aðferð Newey og West.
[†] táknar að stikinn er tölfræðilega marktækur m.v. 95% öryggismörk.

Eins og sjá má hefur stýrivaxtahækkun að jafnaði tölfræðilega marktæk neikvæð áhrif á gengisvísitöluna allt að sjö virkum dögum eftir vaxtahækkunina (m.v.

2. Betra hefði verið að mæla s_t með gengi krónunnar í lok hvers dags en slík gögn liggja ekki fyrir yfir allt tímabilið.

95% öryggismörk), þ.e. stýrivaxtahækkun leiðir til hækkunar á gengi krónunnar og öfugt ef vextirnir eru lækkaðir. Áhrifin eru mest fyrst þar sem 1% stýrivaxtahækkun lækkar vísitöluna um 0,75% að jafnaði. Eftir tvo daga eru áhrifin rúmlega 0,3%, um 0,15% eftir sjö vinnudaga en eru orðin tölfræðilega ómarktæk tíu vinnudögum eftir vaxtabreytinguna.

Að sama skapi er skýringarmáttur vaxtabreytinga á gengisbreytingar mestur fyrst þar sem vaxtabreytingar skýra um og yfir 20% af breytileika gengisbreytinga tvo fyrstu dagana eftir vaxtabreytinguna en hann er síðan algerlega horfinn 30 viðskiptadögum eftir breytinguna.

Meðfylgjandi mynd sýnir þessi uppsöfnuðu áhrif vaxtabreytinga á gengisvísitöluna. Myndin sýnir hvernig áhrifin mælast sterkust til að byrja með en deyja síðan smám saman út.

