

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Eftirspurn eykst nú á ný og verðbólga stefnir upp að markmiði Seðlabankans

Samdráttur varð heldur meiri á síðasta ári en spár gerðu ráð fyrir og verðbólga hefur haldist fyrir neðan verðbólguþröng Seðlabankans það sem af er þessu ári. Útlit er fyrir að svo verði að óbreyttu fram á síðasta ársfjórðung næsta árs, þrátt fyrir að uppsveifla eftirspurnar sé hafin og í sjónmáli sé almennur efnahagsbati. Ástæður þess eru einkum hækkun gengis krónunnar undanfarna mánuði, sem aðallega virðist mega rekja til væntinga vegna stóriðjuframkvæmda, og minni alþjóðleg verðbólga en áður var reiknað með. Í nýrri þjóðhagsspá er gert ráð fyrir að framkvæmdir hefjist vegna stækkunar Norðurláls, en um það er þó enn nokkur óvissa. Samkvæmt spánni verður hagvöxtur 2½% á þessu ári og 3¼% á því næsta. Spáð er þokkalegu jafnvægi í þjóðarþróunum mest allt tímabilið en verðbólga mun þó að óbreyttu verða í kringum verðbólguþröng bankans undir lok næsta árs og stefna síðan hærra í framhaldinu að óbreyttu gengi og stýrivöxtum Seðlabankans. Verðbólguþröngin gefur ekki tilefni til vaxtabreytinga nú. Umfang og tímasetningar vaxtahækkana þegar nær dregur hátoppi stóriðjuframkvæmda ráðast eins og alltaf af framvindunni og ekki síst af þeirri stefnu sem mörkuð verður í ríkisfjármálum. Samspil stefnunnar í peningamálum og ríkisfjármálum verður því mjög mikilvægt næstu misseri og getur skipt sköpum um það hvort hægt verður að halda aftur af frekari hækkun raungengis krónunnar sem þegar er farin að bitna á útflutnings- og samkeppnisgreinum.

I Þróun efnahagsmála

Ýmsar vísbendingar eru um bata í innlendri eftirspurn, eftir tveggja ára samdráttarskeið. Má þar nefna aukna greiðslukortaveltu, fjölgun bifreiðaskráninga, aukinn innflutning neysluvöru, vaxandi sementssölu og ekki síst uppsveiflu á íbúðamarkaði. Batinn virðist að mestu bundinn við einkaneyslu, en sem komið er. Bati í einkaneyslu þarf ekki að koma á óvart í ljósi þess að kaupmáttur launa hefur vaxið verulega eftir að verðbólgan hjaðnaði, auk þess sem vextir hafa lækkað og traust á efnahagslegan stöðugleika aukist. Atvinnuleysi hefur reyndar aukist, en

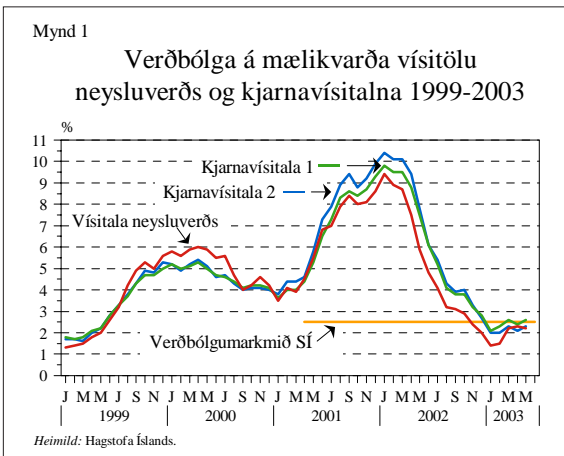
boðaðar aðgerðir stjórnvalda á sviði atvinnumála og síðan stóriðjuframkvæmdir valda því að ólíklegt er að atvinnuleysið verði langvarandi og hafi neikvæð áhrif á viðhorf heimilanna. Horfur um fjármagnsinnstreymi í tengslum við fyrirhugaðar stórframkvæmdir og ágætt jafnvægi í utanríkisviðskiptum hefur ýtt undir frekari gengishækkun krónunnar sl. þrjá mánuði og stuðlað að lítilli verðbólgu. Húsnæðiskostnaður hefur þó hækkað hratt, og skýrir u.þ.b. helming verðbólgunnar sl. tólf mánuði. Verðbólga hefur nú verið undir verðbólguþröng Seðlabankans frá því í nóvember, en hefur aukist lítillega frá því í janúar.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 9. maí 2003.

Verðlagsþróun

Verðbólguþróun undanfarna ársfjórðung

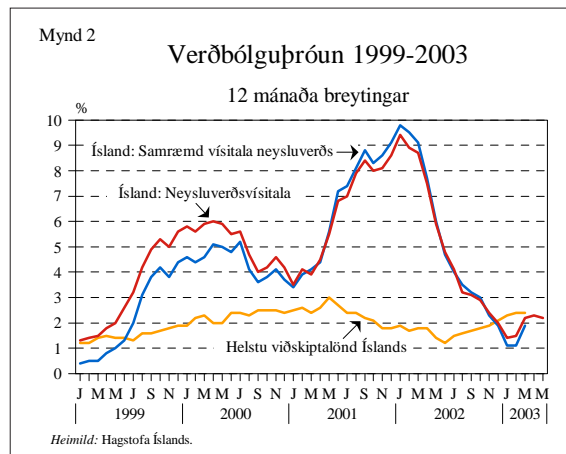
Í apríl hafði vísitala neysluverðs hækkað um 2,3% á tólf mánuðum. Verðbólgan hafði því aukist nokkuð frá janúarmánuði, þegar hún var 1,4%, en var samt minni en verðbólguþrögn Seðlabankans kveður á um. Kjarnavísitalur 1 og 2 höfðu hækkað um 2,4% og 2,1% á sama tímabili.² Að undanförunu hefur gætt árstíðarbundinnar hækkunar vegna loka vetrarútsalna og stafar tæplega helmingur hækkunar vísitölu neysluverðs undanfarna tvo mánuði af því, en hún hefur ekki haft veruleg áhrif á ársþækkun verðlags. Sá þáttur sem mest áhrif hefur haft á verðbólgu undanfarna mánuði er hækkun húsnæðiskostnaðar, en rúmlega helming hækkunar vísitölnunnar undanfarna tólf mánuði má skýra með hækkun húsnæðiskostnaðar. Að húsnæðiskostnaði undanskildum var verðbólgan aðeins 1,1% í aprílbyrjun. Undanfarna þrjú mánuði hefur verulega dregið úr verðhækkunum þjónustu á markaði, en verðlag opinberrar þjónustu hefur hækkað töluvert umfram vísitöluna í heild.



Verð innfluttrar vöru í aprílbyrjun var aðeins lægra en fyrir ári en verð innlendrar vöru að búvörum frátöldum, sem hafa lækkað í verði, aðeins hærra. Frá því að *Peningamál* komu síðast út hefur dregið úr hjöðnun vöruverðs, en í apríl var verð dagvöru þó enn 2,3% lægra en fyrir ári.

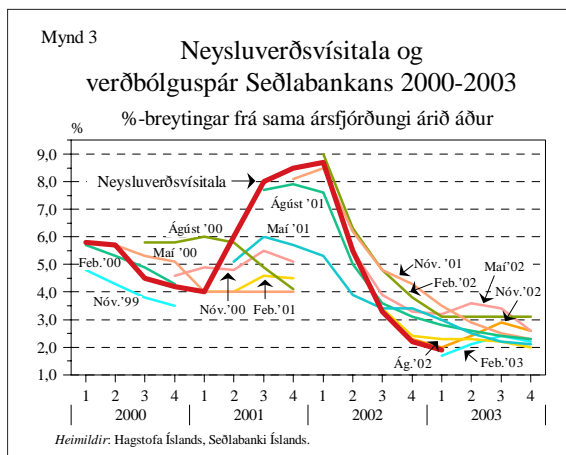
2. Kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er opinber þjónusta einnig undanskilin. Er það ástæða þess að hún hækkaði minna sl. ár en kjarnavísitala 1.

Verðbólga á Íslandi hefur undanfarna mánuði verið minni en í flestum helstu viðskiptalöndum. Í mars var verðbólga minni en hér á landi í einungis fimm þeirra. Miðað við samræmda vísitölu neysluverðs (HICP) var verðbólga 2,3% á EES-svæðinu í mars, en 1,9% á Íslandi.



Verðbólga síðasta ársfjórðung u.þ.b. jafnmikil og spáð var

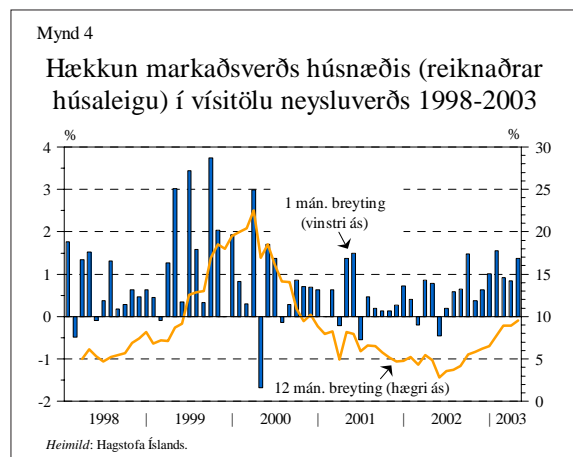
Hækkun neysluverðs frá síðasta fjórðungi liðins árs til fyrsta fjórðungs þessa árs var svipuð og Seðlabankinn spáði í janúar. Bankinn spáði að á fyrsta fjórðungi þessa árs yrði vísitala neysluverðs 2,1% hærra en fyrir ári, en í reynd hækkaði vísitalan um 2,3%. Í byrjun þessa árs var nokkur opinber umræða um að það stefndi í mjög litla verðbólgu og að hún gæti farið niður fyrir 1% þolmörk peningastefnunnar.



Flestir spáðu þannig heldur minni verðbólgu en Seðlabankinn. Þetta hefur ekki gengið eftir.

Ekkert lát virðist á húsnæðisverðbólgu

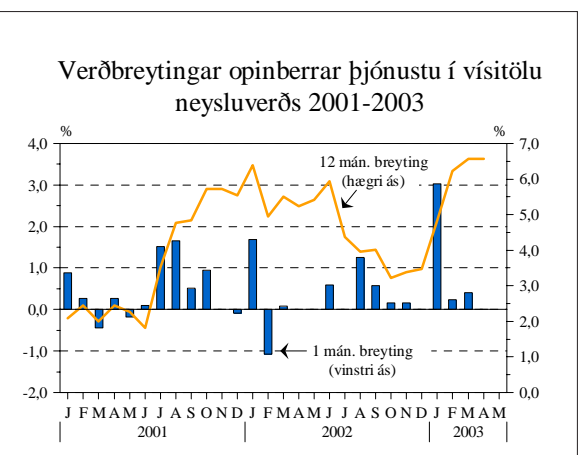
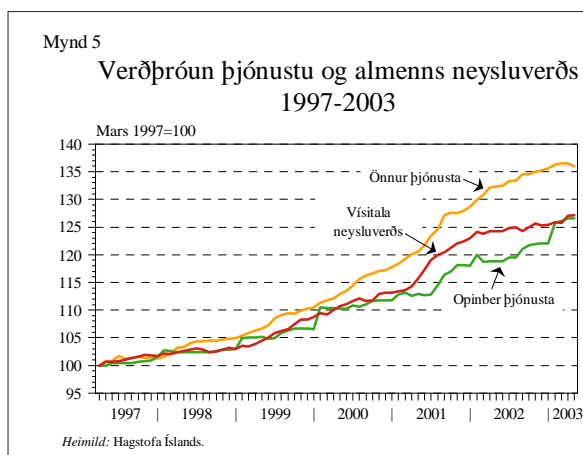
Enginn einn liður vísitölu neysluverðs hefur haft eins mikil áhrif á verðbólguna sl. ár og hækkun húsnæðis-kostnaðar. Í apríl hafði markaðsverð húsnæðis hækkað um 9,6% á tólf mánuðum og 6,5% á hálfu ári. Markaðsverð húsnæðis vegur rúmlega 11% í vísitölu neysluverðs og skýrir 1,1% af hækkun vísitölu undanfarna tólf mánuði og 0,7% hækkunarinnar sl. hálfu ár. Hefur húsnæðisverð ekki hækkað meira á tólf mánuðum frá nóvembermánuði árið 2000. Nánar er fjallað um húsnæðismarkaðinn hér á eftir.



Verð opinberrar þjónustu hefur hækkað meira en almennt verðlag sl. tólf mánuði en dregið hefur úr verðhækkun þjónustu á markaði

Á tólf mánuðum til byrjunar apríl hækkaði verðlag opinberrar þjónustu um 6,6%. Það hefur því hækkað mun meira en annað verðlag, og töluvert meira en verðbólguþátturinn. Að nokkru leyti stafar mikil verðhækkun opinberrar þjónustu sl. tólf mánuði af hliðrun frá fyrra ári, þar sem haldið var aftur af opinberum verðhækkunum á fyrri helmingi sl. árs sakir rauða striksins svokallaða í maí í fyrra. Verðlag opinberrar þjónustu hækkað oftast mest um áramót. Breytingar á opinberum gjaldskráum um áramótin 2001/2002 voru minni en kostnaðar- og almenn verðþróun gaf tilefni til, eða um 1,7%. Hækkun á verði opinberrar þjónustu var því nokkru minni en hækkun neysluverðsvísitölu á árinu 2002. Sumar verðhækkunarir voru síðan afturkallaðar, sem leiddi til þess að verð opinberrar þjónustu lækkaði um 1% í febrúar, og hækkaði ekki á ný fyrr en komið var fram á sumar. Tólf mánaða hækkun opinberrar þjónustu var því mikil í febrúar sl. og mun svo verða fram á sumar. Eftir 3,7% hækkun það sem af er þessu ári er verð opinberrar þjónustu aftur u.þ.b. komið í takt við almenna verðlagsþróun frá árinu 1997, en hefur þó hækkað töluvert minna en þjónusta á markaði á tímabilinu (sjá mynd 5).

Verð þjónustu á markaði hefur hins vegar hækkað minna en opinber þjónusta sl. tólf mánuði, eða um 2,7%. Það lækkaði reyndar um 0,4% milli mars og apríl, eftir að hafa verið óbreytt mánuðinn á undan. Að mestu má rekja þessa lækkingu til þess að verð á



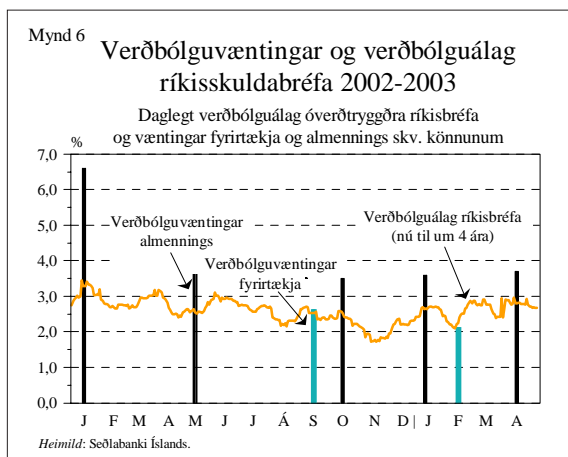
þjónustu veitingahúsa lækkaði. Styrking krónunnar undanfarið hefur leitt til þess að matvörur hafa lækkað í verði um 2,4% undanfarið ár og kann það að hafa haft áhrif á verð veitinga.

Verð flestra vöruflokka lægra en fyrir ári

Matvörur hafa lækkað um 2,4% á einu ári eins og fyrr greindi. Mest hefur verð innfluttrar matvöru lækkað, eða um 5,5%, sem rekja má til hækkunar gengis krónunnar. Verð innlendrar matvöru hefur einnig lækkað. Verð búvöru og grænmetis hefur t.d. lækkað um 2,3% og verð annarrar matvöru um 1%. Offramboð og verðstríð á kjötmarkaði hefur leitt til lækkunar á kjötverði um rúm 4% undanfarna þrjú mánuði og tæplega 6% undanfarið ár. Aðrar innfluttar vörur en matvörur hafa lækkað í verði um tæp 2% undanfarið ár. Þeir vöruflokkar sem ekki hafa lækkað í verði undanfarið eru bensín, áfengi og tóbak og innlendar vörur aðrar en matvörur.

Verðbólguálag ríkisskuldabréfa og verðbólguvæntingar stærstu fyrirtækja landsins sýna verðbólguvæntingar um eða undir verðbólgu markmiði næstu tvö árin

Verðbólguálag á óverðtryggt ríkisskuldabréf með tveggja ára líftíma hefur að undanfögnu verið svipað og í lok janúar, þ.e.a.s. um eða undir 2%. Álag á vexti óverðtryggt ríkisskuldabréfa með lengri líftíma hefur hins vegar hækkað nokkuð á tímabilinu, þrátt fyrir tímabundna lækkun fyrstu dagana í febrúar sem gekk til baka og vel það fyrir lok mánaðarins. Í fyrstu viku máfánaðar var verðbólguálag á skuldabréf með

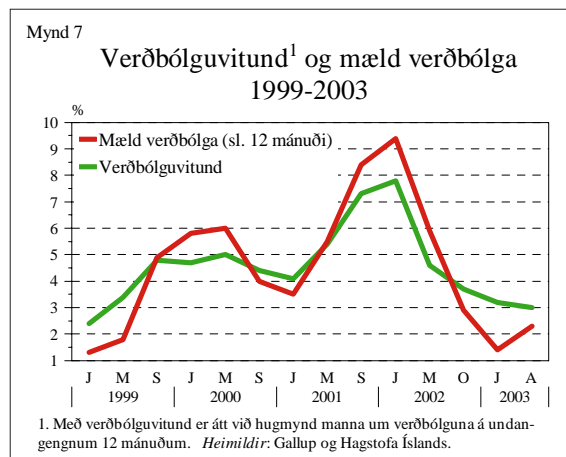


4 og 6 ára líftíma 0,1 og 0,5 prósentum hærra en í síðustu viku janúar.

Í febrúar gerðu forsvarsmenn stærstu fyrirtækja landsins ráð fyrir að vísitala neysluverðs myndi hækka um 2,1% á næstu tólf mánuðum og 2,4% á ársgrunni næstu tvö árin. Það er nokkurn veginn í samræmi við spá Seðlabankans á þeim tíma, en nokkur lækkun frá niðurstöðum sambærilegrar könnunar í september. Þá gerðu þeir ráð fyrir 2,6% verðbólgu næstu tólf mánuði. Þetta er einnig í ágætu samræmi við spá sérfræðinga á fjármálamarkaði (sjá rammagrein 4 á bls. 27).

Almenningur væntir örlítið meiri verðbólgu en hann gerði í janúar en bil á milli mældrar verðbólgu og verðbólguvitundar minnkar

Í apríl gerði almenningur ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði yrði 3,7%, sem er 0,1% meiri verðbólga en hann gerði ráð fyrir í janúar. Flestir gerðu ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði yrði u.þ.b. 3%. E.t.v. hefur gætt áhrifa komandi alþingiskosninga og áforma um stórauvin umsvif á þessu ári. Verðbólguvitund almennings var töluvert nær mældri verðbólgu í apríl en í janúar. Í apríl taldi almenningur að verðbólga undanfarna tólf mánuði hefði verið 3% en 3,2% í janúar. Mæld verðbólga var hins vegar 2,3% í apríl og 1,4% í janúar.



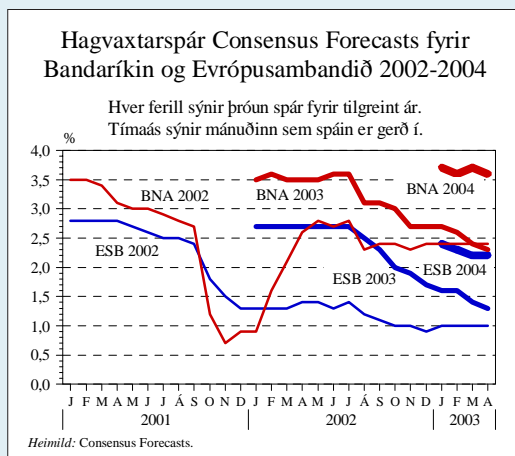
Ytri skilyrði og framleiðsla

Ekki hafa orðið miklar breytingar í ytri skilyrðum þjóðarþúsins sl. tvö ár, þrátt fyrir töluverðar sveiflur innan hvers árs. Afli var mikill á fyrri hluta sl. árs, en

Rammagrein 1 Ástand og horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og áhrif á íslenskan þjóðarbúskap

Horfur í heimsbúskapnum

Fyrri hluta ársins 2002 benti margt til þess að heimsbúskapurinn væri að ná sér á strik og fram eftir árinu var gert ráð fyrir góðum hagvexti árið 2003. Sl. haust dró þó talsvert úr væntingum um áframhaldandi hagvöxt. Nýjustu tölur, meðal annars fyrir Bandaríkin og Bretland, benda til þess að vöxtur á fyrsta fjórðungi ársins hafi jafnvel verið enn minni en búist var við. Hagvaxtarspár hafa því farið lækkandi (sjá mynd). Iðnaðarframleiðslan bæði austan hafs og vestan er ennþá í lægð og atvinnuleysi hefur haldist hátt eða hækkað. Hagvísar sem mæla framtíðarhorfur eru veikir. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir nú 3,2% hagvexti í heiminum í ár, 2,2% í Bandaríkjunum og 1,1% fyrir evrusvæðið. Spá OECD er á svipuðum nótum (sjá töflu 20 í töfluviðauka).



Ástæður hægs bata eru ýmsar: Olíuverð var óstöðugt og fór ört hækkandi frá því seint á árinu 2002 og fram undir stríðslok í Írak. Almenn óvissa vegna stríðsins olli því að fyrirtæki og heimili héldu að sér höndum og biðu átekt. Veruleg umframframleiðslugeta heldur aftur af fjárfestingu, en hún er arfur síðustu uppsveiflu, sem endaði í hlutafjarkreppu og offjárfestingu. Að loknu Íraksstríði er ýmsum áhyggjum eytt og olíuverð er að ná jafnvægi, verulega lægra en fyrir Íraksstríðið. Hlutabréfamarkaðir eru enn í lægð, en hafa þó braggast nokkuð frá því fyrir stríðið.

Á undanförunum misserum hefur eftirspurn víða verið haldið uppi af einkaneyslu og fjárfesting er ekki ennþá farin að taka nægilega við sér til að knýja hagvöxt. Það er ekki síst í Bandaríkjunum sem einkaneyslan hefur verið mikilvæg, sem sést glöggt á meðfylgjandi töflu. Einkaneysla þar óx langt umfram vöxt landsframleiðslu árin 2001 og 2002, en næstu tvö ár er gert ráð fyrir meira jafnvægi. Á evrusvæðinu var vöxtur einkaneyslu meira í takt við hagvöxt þessi ár.

Sögulegar hagtölur og spá Consensus forecasts 2001-2004

%	Bandaríkin				Evrusvæðið			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Hagvöxtur	0,3	2,4	2,3	3,6	1,4	0,8	1,0	2,0
Aukning einkaneyslu	2,5	3,1	2,3	3,3	1,8	0,6	1,1	1,8

Lágir vextir og húsnæðisverðbólga hafa í Bandaríkjunum, Bretlandi og víðar viðhaldið mikilli neyslu, sem að verulegu leyti hefur verið fjármögnuð með lántökum á grundvelli aukins veðrymis verðmætari eigna. Vextir eru nú í sögulegu lágmarki og síður að vænta mikillar lækkunar úr þessu. Dregið hefur úr hækkan húsnæðisverðs og mögulegt að tímabil verðhjöðunar fasteignaverðs sé framundan. Þá þrengir að á vinnu-markaði bæði austan hafs og vestan sem að sjálfsögðu dregur úr kaupmætti. Við slíkar kringumstæður er nokkur hætt á að einkaneyslan gefi eftir áður en bati fjárfestingar hefur náð sér á strik. Í versta falli gæti hlotist af annað samdráttartímabil, þótt spár geri almennt ekki ráð fyrir því.

Meiri líkur er taldar á hægum efnahagsbata á þessu ári og enn frekar á því næsta. Vissulega eru blikur á lofti – eins og jafnan. Skæð lungnabólga hefur geisað í Asíu og borist víða. Hún hefur þegar haft veruleg áhrif á efnahag Kína og Hong Kong. Heimsfaraldur hefði alvarlegar afleiðingar, en eins og sakir standa virðist ekki mikil hætt á honum. Mikill halli á ríkisbúskap Bandaríkjamanna og í minna mæli Þýskalands og fleiri Evrópulanda veldur líka áhyggjum. Viðvarandi halli gæti leitt til vaxtahækkana.

Áhrif á íslenskan þjóðarbúskap

Þótt enn sé lægð í heimsbúskapnum og ekki hægt að útiloka annað samdráttarskeið í mikilvægum viðskiptalöndum hefur að minnsta kosti dregið nokkuð úr einum áhættuþætti fyrir íslenskan þjóðarbúskap. Þegar yfirburðir Bandaríkjanna í stríðinu í Írak urðu ljósir og greinilegt var að mestu átökunum lyki án þess að olú-lindir Íraka yrðu fyrir verulegum skemmdum lækkaði olúverð hröðum skrefum, því að þar með jukust einnig líkur á að viðskiptabanni Sameinuðu þjóðanna yrði fljótlega aflétt og að framleiðsla hæfist af fullum krafti. Sveiflur í olúverði eru jafnan miklar. Því er ástæða til að skoða hve mikil áhrif þessar sveiflur hafa á íslenskan þjóðarbúskap. Áhrifin eru bæði bein og óbein og erfitt að meta þau að fullu, en hér verður fyrst og fremst staldrað við hin beinu áhrif. Skoðuð eru áhrif 10% verðhækkunar orku (olíu og bensíns), sem reyndar er tiltölulega hófleg verðbreyting miðað við undanfarna áratugi. Stundum hafa verðsveiflur verið margfalt meiri. Helstu bein áhrif eru þessi:

- Innflutt orka nam á sl. ári 15 ma.kr. eða u.þ.b. 2% af þjóðartekjum. Hækkun olíu og bensíns um 10% lækkar því þjóðartekjur um 0,2%.
- Vægi bensíns í vísitölu neysluverðs er u.þ.b. 4%. Að gefnum venjulegum forsendum um álagningu olúfélaga má reikna með að 10% verðhækkun á innkaupsverði bensíns leiði til um 6% hækkunar útsöluverðs og 0,3% hækkunar vísitölu neysluverðs, sem aftur leiðir til samsvarandi rýrnunar kaupmáttar og hækkunar verðtryggðra skulda heimila. Hvort tveggja kann að leiða til minni einkaneyslu þótt þau áhrif kunni að vera breytileg og ráðast líklega af því hvort litíð er á verðbreytingarnar sem tímabundnar eða varanlegar.
- Innflutt eldsneyti er stór þáttur í rekstrarkostnaði ýmissa atvinnugreina, t.d. sjávarútvegs. Langstærsti notandi eldsneytis er fiskiskipastóllinn, sem brennir innfluttri orku fyrir 7-8 ma.kr. á ári. Vægi eldsneytis útgerðarinnar nemur 10-12% heildargjalda og 8-9% tekna. Áhrif fyrrgreindra verðbreytinga á orku myndu því minnka framlegð útgerðarinnar u.þ.b. um 1½ prósentu af veltu.

Hin beinu áhrif eru auðvitað aðeins hluti af heildaráhrifunum. Breytingar á orkuverði hafa áhrif á heimsbúskapinn allan. Verðhækkun dregur úr eftirspurn og að endingu verður t.d. allt innflutningsverð

fyrir áhrifum. Verðbólguáhrifin geta orðið langvinn, leitt til togstreitu um hlutdeild launa og fjármagns í skiptingu þjóðartekna og breytinga á vöxtum. Einkum á þetta við ef sveiflurnar verða miklar og langvarandi, eins og á áttunda og níunda áratugum síðustu aldar. Ef ríkisfjármálum er beitt til að veða á móti samdráttaráhrifum getur það leitt til enn frekari hækkunar vaxta. Eitt af því sem valdið hefur áhyggjum að undanfögnu er vaxandi halli hins opinbera í ýmsum OECD-ríkjum. Hafa umskiptin verið sérstaklega snörp í Bandaríkjunum. Á sama tíma og lægð í þjóðarbúskapnum hefur rýrt tekjur hins opinbera hafa útgjöld aukist vegna stríðsrekstrarins og skattar verið lækkaðir. Leiði þessi umskipti að lokum til hærri vaxta gætu áhrifin á íslenskan þjóðarbúskap orðið umtalsverð. Til þess að varpa ljósi á þessi áhrif má skoða áhrif 1% hækkunar erlendra vaxta á þjóðarbúskapinn:

Miðað við hreinar skuldir þjóðarbúsins í lok sl. árs nema áhrifin u.þ.b. 1,7% af útflutningstekjum, eða 0,7% af þjóðartekjum. Til að varpa ljósi á hve stórar sveiflurnar geta orðið má geta þess að á árunum 2000-2002 lækkuðu hreinar vaxtagreiðslur þjóðarbúsins úr u.þ.b. 10% af útflutningstekjum í 5½%.¹ Gangi vaxtalækkunin sem olli þessari breytingu til baka myndi aukinn þáttatekjuhalli rýra þjóðartekjur um 1½%-2%. Þá eru enn ótalin áhrif hærri erlendra vaxta á fjárfestingu fyrirtækja.

Segja má að versta hættan á áföllum fyrir íslenska þjóðarbúskapinn sé afstaðin. Hún hefði fólgið í verulegri hækkun olúverðs, sem hefði leitt til aukinnar verðbólgu, samdráttar í einkaneyslu viðskiptalanda, lækkunar útflutningsverðs og hærri erlendra vaxta. Vegna þess hve skuldsett íslenska þjóðarbúið er má auðveldlega hugsa sér að slík atburðarás hefði fært þjóðartekjur niður um nokkrar prósentur. Eftir stendur að þegar lægðin í heimsbúskapnum er á enda og vextir taka að hækka á ný verður ábati Íslands af því minni en landa sem ekki eru jafn skuldsett, sérstaklega ef batin í einkaneyslu verður hægur. Hitt er annað mál að hagvöxur á Íslandi mun að miklu leyti ráðast af öðrum þáttum á næstu árum, sem ekki verða raktir nánar hér.

1. Í byrjun níunda áratugarins var hlutfallið mun hærra þrátt fyrir lægri skuldir, enda erlendir vextir þá mun hærri en á sl. áratug.

dalaði þegar leið á árið og hefur verið heldur slakari en á síðasta ári það sem af er árinu. Verðlag sjávarafurða lækkaði töluvert um miðbik sl. árs, en rétti heldur úr kútnum er leið á veturinn. Þannig var verðið í erlendum gjaldmiðlum tvo fyrstu mánuði þessa árs um 3% hærra en meðalverð seinasta árs. Olíu- og bensínverð lækkaði verulega yfir árið 2001, hækkaði á sl. ári og framundir átökin í Írak, en hefur síðan fallið á ný. Því má segja að skipst hafi á skin og skúr-ir, en breytingar ekki orðið afgerandi eða langvarandi.

Aflabrögð voru dræmari fyrstu þrjá mánuði ársins en á sama tíma undanfarin ár. Munar þar mest um að uppsjávarafllinn var rúmlega 300 þús. tonnum minni í ár en í fyrra. Þá var þorskaflinn rúmlega 8% minni, en aflu annarra tegunda botnfisks jókst nokkuð. Útflutningur sjávarafla það sem af er árinu hefur verið heldur meiri að magni en fyrir ári, þrátt fyrir minni afla. Áhrif mun minni veiða á bræðslufiski eru ekki komin fram að fullu, né þorskeiðibanns á hrygningartíma, sem stóð yfir í apríl-mánuði sl. Horfur eru á að útflutningur sjávarafla á árinu öllu verði u.þ.b. óbreyttur frá fyrra ári. Um það er þó mikil óvissa, því að aflaheimildir fyrir næsta fiskveiðiár, sem hefst 1. september nk., hafa ekki verið ákveðnar. Þess utan er mikil óvissa um gengd loðnustofnsins og aflaheimildir úr honum á haust- og vetrarvertíð. Töluverðar líkur eru á að aflaheimildir í þorski og jafnvel ýsu, sem eru tvær verðmætustu botnfisktegundirnar, verði auknar á næsta fiskveiðiári. Áhrif af auknum aflaheimildum munu þó að mestu leyti koma fram á árinu 2004.

Hækkun eldsneytisverðs af völdum stríðsástands í Mið-Austurlöndum hefur gengið til baka undanfarnar vikur. Meðalverð hráolúu fyrstu þrjá mánuði ársins var rúmlega fjórðungi hærra en meðalverð ársins 2002 og verð á unninni olíuvöru og bensíni þriðjungi hærra. Þessi hækkun hefur nú gengið til baka að mestu. Með hliðsjón af framvirku verði má búast við að meðalverð þessa árs verði svipað og í fyrra, og eldsneytisverð haldi áfram að lækka fram á næsta ár. Líklegt er að olíuverð haldist hóflegt á næstunni og gæti jafnvel fallið enn frekar ef viðskiptabanni Sameinuðu þjóðanna gegn Írak verður aflétt og farið verður að dæla olíu úr olíulindum landsins í miklum mæli, en þekktar olíulindir Íraka eru hinar næstmestu í heiminum. Eldsneyti á heimsmarkaði er verðlagt í Bandaríkjadöllum, sem hafa lækkað verulega að undanförmu. Útsölverð í krón-

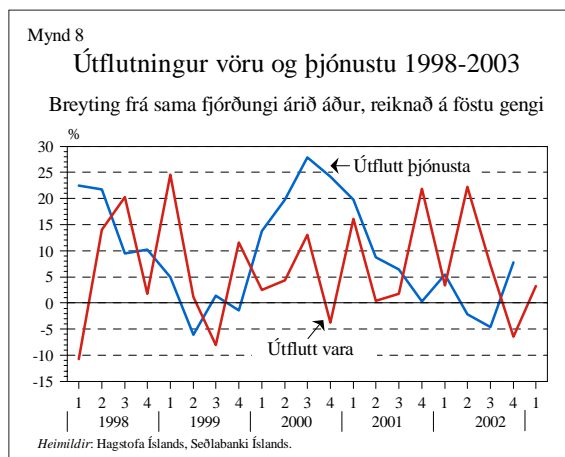
um ætti því að lækka meira en sem nemur verðlækkun í döllum.

Efnahagsbatanum sem búist hefur verið við í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur hins vegar seinkað. Ófriðurinn við Persaflóa kann að hafa haft umtalsverð áhrif á nýlegar hagtölur, en of snemmt er að fullyrða hvort lok stríðsins muni bæta ástandið verulega. Minnkandi vöxtur einkaneyslu er sérstakt áhyggjuefni og gæti ýtt undir verðlækkun á helstu útflutningsafurðum. Slaki á útflutningsmörkuðum hefur þegar birst í heldur lægra verði sjávarafurða og horfur eru taldar á nokkru lakara útflutningsverði sjávarafurða á næstunni.

Efnahagslægðin sem ríkt hefur í viðskiptalöndun-um að undanförmu hefur ekki verið að öllu leyti neikvæð fyrir íslenskan þjóðarbúskap. Hún hefur leitt til þess að vextir hafa verið lágir – og það kemur sér vel fyrir hið skuldsetta íslenska þjóðarbú, eins og fjallað er um í rammagrein 1.

Verðlækkun útflutnings á fyrsta fjórðungi ársins

Vöruútflutningur á fyrsta fjórðungi ársins jókst um 7-8% að magni frá fyrra ári, eftir nokkra lögð um áramótin. Verðmæti útflutningsins í krónum dróst eigi að síður verulega saman, eða um tæplega 7%, því að bæði lækkaði verð sjávarafurða nokkuð í erlendum gjaldmiðlum og gengi erlendra gjaldmiðla lækkaði um 10% gagnvart krónunni. Útflutningur sjávarafurða var lítill meiri en fyrir ári, þrátt fyrir slakan afla fyrstu mánuði ársins. Verðmæti útflutts sjávarafla minnkaði hins vegar um 10% í krónum. Álútflutningur var einnig umtalsvert meiri að magni,



en miklar mánaðarsveiflur einkenna álútlutning. Útlutningur annarrar iðnaðarvöru það sem af er árinu hefur verið minni en í fyrra. Utanríkisviðskiptin eru oft sveiflukennd í byrjun árs, og birgðahreyfingar og tímasetning frídaga geta haft áhrif. Því er varasamt að draga sterkar ályktanir af þróuninni til þessa.

Innflutningur án skipa og flugvéla hefur aukist töluvert frá fyrra ári

Ef horft er fram hjá innflutningi flugvéla fyrir tæpa 6 ma.kr. í mars í fyrra var innflutningur á fyrsta fjórðungi ársins 11% meiri á föstu gengi en fyrir ári. Í apríl var samkvæmt fyrstu vísbendingum einnig nokkur vöxtur. Magnvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins er áætlaður töluvert minni, eða u.þ.b. 6%, sem virðist mega rekja til dýrari ökutækja, og verðhækkunar bensíns og lyfja. Hafa ber í huga að innflutningur, að flugvélinni frátalinni, var á botni lægðar á fyrsta fjórðungi sl. árs, tók síðan nokkuð við sér fram á sumar en minnkaði á ný það sem eftir var ársins. Einkum er áberandi að innflutningur varanlegrar neysluvöru var u.þ.b. fimmtungi meiri að magni en fyrir ári. Þar af jókst bifreiðainnflutningur um ¾ og verðmæti innfluttra fólksbíla næstum tvöfaldaðist á föstu gengi. Innflutningur annarrar varanlegrar neysluvöru jókst um þriðjung. Einnig jókst innflutningur eldsneytis mikið, sem endurspeglar verðhækkun olíu, sem nú hefur gengið til baka, en einnig aukna orkunotkun.

Mikill afgangur var á vöruviðskiptum við útlönd fyrstu tvo mánuði ársins, en 0,6 ma.kr. halli í mars. Fyrstu þrjá mánuðina var afgangurinn 6,6 ma.kr., samanborið við 4,8 ma.kr. í fyrra, reiknað á meðalgengi janúar-mars 2003. Ef frá er talinn innflutningur skipa og flugvéla hefur afgangurinn hins vegar minnkað um tæplega 3 ma.kr.

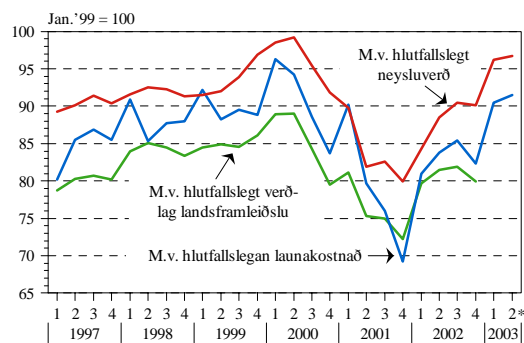
Samkeppnisstaða fyrirtækja versnaði sl. ár vegna hærra gengis ...

Afkomu fyrirtækja sem skráð eru í Kauphöll Íslands var góð á sl. ári. Velta jókst umtalsvert, framlegð var með ágætum og hagnaður eftir skatta stórkjóst. Innan ársins urðu þó breytingar á rekstrarumhverfi fyrirtækja sem ekki voru þeim öllum hagfelldar. Hin mikla aukning hagnaðar eftir skatta skýrist að miklu leyti af lækkuðum fjármagnsliða, sökum gengishækkunar krónunnar og lægri vaxta – bæði innanlands og er-

lendis. Samkeppnisstaða útlutnings- og samkeppnisfyrirtækja versnaði þó eftir því sem leið á árið. Sjávarútvegur þurfti einnig að glíma við lægra afurðaverð á seinni helmingi ársins. Gengi krónunnar hækkaði um 13% milli síðustu fjórðunga árána 2001 og 2002. Raungengi á mælikvarða launa hækkaði á sama tíma um tæplega 19%, en 12½%, ef miðað er við hlutfallslegar breytingar neysluverðlags. Það sem af er árinu hefur raungengið haldið áfram að styrkjast og hafði á fyrsta fjórðungi ársins hækkað um 6½% á mælikvarða verðlags frá fyrri ársfjórðungi og enn meira á mælikvarða launa. Þetta eru miklar breytingar, og er sveiflan enn meiri ef miðað er við síðasta fjórðung ársins 2001, þegar gengi krónunnar var sem lægst. Frá þeim tíma hafði raungengi á mælikvarða launa hækkað um 30% á fyrsta fjórðungi ársins. Raungengi hefur það sem af er árinu verið nálægt hámarki þess árið 2000. Á launakvarða var það 7,8% yfir 10 ára meðaltali og 2½% yfir 20 ára meðaltali, en þó mun lægra en í toppunum árin 1981-1982 og 1987-1988. Meðaltöl eru ekki einhlítur mælikvarði á hvort gengi er hátt eða lágt, eða samkeppnisstaða góð eða slæm. Um það er nánar fjallað í viðauka í lok kaflans.

Mynd 9

Raungengi krónu 1997:1 - 2003:2

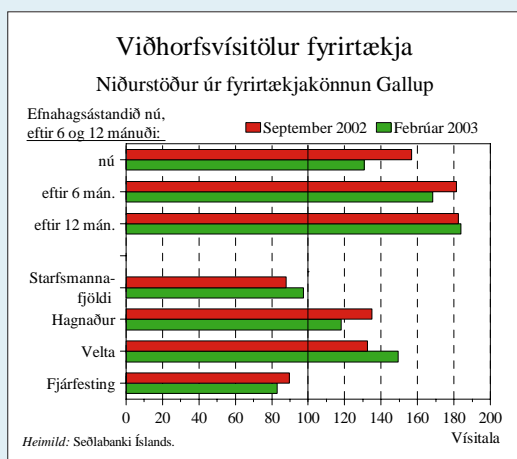


* Spá fyrir 2. ársfjórðung 2003. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Því hefur verið haldið fram að þeir mælikvarðar á raungengi sem venjulega er miðað við gefi ekki rétta mynd af samkeppnisstöðu íslenskra fyrirtækja vegna þess að hækkun innlends launakostnaðar umfram erlendan sé vanmetin í þeim launavísitölum sem stuðst hefur verið við. Slík skekkja ætti ekki að vera fyrir hendi ef notað er verðlag innlendrar og erlendrar landsframleiðslu í stað launa- eða verðvísitalna. Á

Rammagrein 2 Áform og væntingar íslenskra fyrirtækja

I annað sinn hefur Gallup kannað væntingar og áform 400 stærstu fyrirtækja Íslands fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið. Fyrsta könnunin var gerð í september 2002 en sú sem hér er til umfjöllunar í febrúar í ár. Eins og áður var spurt um álit á efnahagsástandi og framtíðarsýn, þróun verðlags, vaxta og gengis og ýmislegt er varðar fyrirtækin s.s. veltu, birgðir og starfsmannafjöldi. Spurningar eru ýmist meginlegar eða eigindlegar. Svör við eigindlegum spurningum eru reiknuð í vísitölur.



Samanburður á könnuninum tveimur sýnir að forráðamenn fyrirtækja voru ekki eins ánægðir með ástand og horfur í febrúar sl. og í september 2002. Þetta sést á meðfylgjandi mynd af meginniðurstöðum beggja kannana. Þó eru þeir álíka hjartsýnir á efnahagsástandið eftir tólf mánuði og veltuvísitalan og vísitala starfsmannafjölda hækkar. Hins vegar lækkar hagnaðarvísitala og vísitala fjárfestingar. Það þýðir þó ekki að menn séu sérstaklega svartsýnir: Tæpir ¾ svara-enda gera ráð fyrir að hagnaður í ár verði álíka eða meiri en í fyrra. Í sjávarútvegi virðast forráðamenn hafa minni framtíðarvæntingar en í öðrum atvinnugreinum. Þá búast fyrirtæki á höfuðborgarsvæðinu við betri tíð en fyrirtæki á landsbyggðinni. Taflan sýnir svör við völdum spurningum.

Kannanir Gallup í september 2002 og febrúar 2003¹

	September 2002	Febrúar 2003
% nema annað sé tekið fram		
Fjölgun, óbreyttur fjöldi eða fækkun starfsmanna næstu 6 mánuði (vísitala)	88	97
Breyting á starfsmannafjölda á árinu	-2,4	-0,3
Raunbreyting veltu frá fyrra ári	-1,6	4,6
Breyting meðallauna á næstu 6 mánuðum	1,7	2,2
Verðbreyting afurða næstu 12 mánuði	1,6	1,3
Verðbreyting aðfanga næstu 12 mánuði	3,4	1,8
Stýrivextir Seðlabanka eftir 12 mánuði	6,8	5,4
Verðbólga næstu 12 mánuði	2,6	2,1
Breyting á gengi krónu næstu 12 mánuði	-1,5	-2,8

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

Forráðamenn fyrirtækjanna álitu að velta muni vaxa að meðaltali um tæp 5% í ár en í fyrrahaust áttu þeir von á samdrætti í heildarveltu ársins 2002. Í samræmi við það ætluðu fyrirtækin lítið sem ekkert að fækka starfsmönnum í ár, en í fyrrahaust töldu þau að um fækkun yrði að ræða árið 2002. Jafnframt virðast þau gera ráð fyrir nokkru launaskriði. Að meðaltali var gert ráð fyrir 2,2% hækkun meðallauna næstu sex mánuði, en þegar spurt var í febrúar höfðu umsamdar launahækkanir ársins 2003 þegar komið fram. Í takt við minni verðbólguvæntingar en í september bjuggust forráðamennirnir við minni verðhækkun afurða og aðfanga, en töldu þó sem fyrr að verð aðfanga myndi hækka umfram afurðaverð. Svör við spurningu um stýrivexti bæði nú og í september virðast markast af gildandi vöxtum þegar könnunin var gerð. Athyglisvert er að forráðamenn fyrirtækja gerðu ráð fyrir meiri lækku krónunnar næstu tólf mánuði en í september 2002. Þegar spurt var í febrúar hafði krónan styrkst nokkuð frá haustinu og ákvarðanir um virkjunar- og stóriðjuframkvæmdir voru nýtekna.

hinn bóginn fylgir þeim mælikvarða sá galli að breytingar á viðskiptakjörum geta valdið raungengisbreytingum sem ekki endurspeglar breytta samkeppnisstöðu.³ Einnig er það galli að ársfjórðungsleg gögn er einungis hægt að skoða stutt aftur í tímann. Eins og mynd á bls. 32 sýnir gefur þessi mælikvarði mjög svipaða niðurstöðu fyrir árið 2003 og hinir fyrrnefndu. Samkvæmt spám verður raungengi krónunnar að meðaltali 7% hærra en undanfarin 10 ár, en u.þ.b. jafnt 20 ára meðaltali. Frávik frá 10 ára meðaltali er minna en á launakvarða en meira en á kvarða hlutfallslegs neysluverðlags og frávik frá 20 ára meðaltali er minna en ef miðað er við hina kvarðana (sjá einnig viðauka).

Ljóst er að svo miklar sveiflur hafa afar misjöfn áhrif á fyrirtæki eftir eðli starfsemi þeirra. Samkeppnisstaða útflutningsgreina hefur versnað, en staða skuldsættra fyrirtækja í þjónustu og verslun batnað.

... sem birtist í lakari afkomu á síðasta fjórðungi sl. árs en fyrri hluta ársins

Ætla má að jafnmiklar sveiflur í samkeppnisstöðu komi fram í afkomu fyrirtækja. Á heildina litið hefur afkoman þó e.t.v. ekki versnað eins mikið og ætla mátti, ef marka má uppgjör fyrirtækja sem skráð eru í Kauphöllinni, en nýlegar upplýsingar um önnur fyrirtæki liggja ekki fyrir. Afkoma skráðra fyrirtækja versnaði nokkuð eftir því sem leið á sl. ár. Á síðasta fjórðungi ársins var hlutfall framlegðar allra skráðra atvinnufyrirtækja af veltu 6,9%, en yfir allt árið var það 10,2%. Hagnaður eftir skatta hækkaði hins vegar nokkuð sakir gengishagnaðar af erlendum lánnum. Mest minnkaði framlegðin hjá sjávarútvegsfyrirtækjunum. Fyrstu þrjú fjórðunga liðins árs var framlegðarhlutfallið að jafnaði 26%-28%, en hafði lækkað í 17,3% á síðasta fjórðungi ársins. Hins vegar vekur athygli að framlegðarhlutfallið lækkaði ekki hjá iðnaðar- og lyfjafyrirtækjunum, þrátt fyrir lægra útflutningsgengi, en meginhluti veltu þeirra er vegna útflutnings. Sama á við um útflutningsfyrirtæki sjávarafurða. Þessi fyrirtæki hafa mörg hver starfsstöðvar eða reka dótturfyrirtæki erlendis. Erfitt er að meta breytingar sem hafa átt sér stað í framlegð ann-

arra atvinnugreina, því að velta og afkoma flestra þeirra er tiltölulega árstíðarbundin. Segja má að afkoma skráðra fyrirtækja á síðasta fjórðungi sl. árs hafi enn verið viðunandi, þótt hún hafi verið mun lakari en fyrri hluta ársins. Áframhaldandi hækkun raungengis og verðlækkun afurða hefur þringt enn frekar að útflutningsfyrirtækjum fyrstu mánuði þessa árs. Hins vegar hefur hagur skuldugra fyrirtækja í þjónustugeiranum vænkast.

Tafla 1 Yfirlit um afkomu og efnahag skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands 1999-2002

	Í % nema annað sé tekið fram			
Öll skráð atvinnufyrirtæki	1999	2000	2001	2002
Velta (ma.kr.).....	285,9	360,7	425,6	456,4
Fjármagnsliðir (ma.kr.).....	-1,0	-12,6	-17,2	9,8
Veltufé frá rekstri (ma.kr.).....	15,0	21,4	26,5	35,3
Framlegð (EBITDA)/velta	7,1	9,2	10,1	10,2
Hagnaður e. skatta/velta.....	2,3	-0,6	0,8	8,6
Arðsemi heildareigna	6,9	8,9	10,0	9,1
Arðsemi eiginfjár	6,7	-2,0	2,4	20,9
Eiginfjárlutfall	33,0	31,1	30,6	36,7
Velta/heildareignir	0,97	0,97	0,99	0,89
<i>Sjávarútvegsfyrirtæki</i>				
Framlegð/velta.....	13,7	17,7	27,1	23,3
Hagnaður eftir skatta/velta	-0,1	-8,6	4,1	18,6
Eiginfjárlutfall	32,7	28	28	33,3
<i>Iðnaðar- og lyfjafyrirtæki</i>				
Framlegð/velta.....	7,0	13,2	12,9	13,3
Hagnaður eftir skatta/velta	3,3	2,7	5,2	7,8
Eiginfjárlutfall	43,4	38,1	42,5	37,1
<i>Flutningafyrirtæki</i>				
Framlegð/velta.....	2,3	5,6	5,1	13,4
<i>Upplýsingateknifyrirtæki</i>				
Framlegð/velta.....	4,3	23	17,3	18,2
<i>Fyrirtæki í verslun og þjónustu, verktafar</i>				
Framlegð/velta.....	6,4	6,7	5,6	-0,8

Landsframleiðslan dróst saman um 3% á síðasta fjórðungi 2002

Samdráttur landsframleiðslu árið 2002 var ívið meiri á sl. ári en Seðlabankinn hafði áætlað í febrúar, eða ½%. Munurinn liggur einkum í því að útflutningur á síðasta fjórðungi ársins var minni en reiknað hafði verið með, en innflutningur meiri. Útflutningur síðustu þrjú mánuði ársins var 2½% minni en fyrir

3. Hækkun á verði sjávarafurða kemur t.d. fram sem hækkun verðlags landsframleiðslu og raungengis. Vísitalan getur því sýnt verri samkeppnisstöðu þegar staða útflutningsfyrirtækja er í raun að batna.

ári, en undir lok ársins 2001 hafði útflutningurinn verið óvenju mikill, en innflutningur óvenju lítill. Innflutningur á síðasta fjórðungi sl. árs jókst því einnig verulega frá fyrra ári. Sveiflurnar í útflutningi má líklega að nokkru leyti rekja til birgðabreytinga. Einkaneysla hefur smám saman verið að jafna sig eftir dýfuna í kringum áramótin 2001/2002. Á síðasta fjórðungi sl. árs var hún rúmlega 1% meiri en fyrir ári, en á árinu í heild rúmlega 1% minni en árið 2001. Landsframleiðsla á síðasta fjórðungi 2002 dróst saman um 3% frá fyrra ári. Hægari vöxtur útflutnings var helsta ástæðan, en einkaneysla glæddist heldur frá fyrra ári.

Áhrif gengisbreytinga á mismunandi geira þjóðarbúskaparins koma glöggt fram í veltutölu síðustu tveggja mánaða ársins. Ef raunvirt er með vísitölu neysluverðs er niðurstaðan að heildarvelta hafi dregist saman um tæplega 5% frá fyrra ári. Það er hins vegar augljóslega umtalsvert ofmat á samdrætti, því ætla má að u.þ.b. 2/5 veltunnar tengist utanríkisviðskiptum. Verð erlendra gjaldmiðla lækkaði um rúmlega 12½% á tímabilinu og hafði því umtalsverð áhrif á veltuna. Ef tekið er tillit til þessara áhrifa má ætla að heildarvelta hafi verið lítillega meiri undir lok sl. árs en fyrir ári.

Mestur samdráttur varð í heildsölu og byggingarstarfsemi, en verulegra gengisáhrifa gæti einnig í heildsölu. Iðnaðarvelta var svipuð og fyrir ári, ef tekið er tillit til áhrifa gengisbreytinga og iðnaðarframleiðsla á heimamarkaði glæddist, eftir tímabil samdráttar frá marsmánuði 2002. Velta í smásölu var óbreytt að raungildi, eftir samdrátt frá septembermánuði 2001, en í ljósi þess að vöruverð hafði lækkað má ætla að raunvirðing með vísitölu neysluverðs feli í sér vanmat á raunvirði veltunnar. Velta

Tafla 2 Velta síðustu tvo mánuði ársins 2002

Breyting frá fyrra ári í %	
Heildarvelta	-4,9
-að teknu tilliti til gengisbreytinga.....	1,3
Heildsala.....	-14,0
Byggingarstarfsemi	-12,8
Iðnaður.....	-2,7
-að teknu tilliti til gengisbreytinga.....	-0,6
-á heimamarkað.....	1,7
Smásala.....	0,0
Þjónusta	6,7
Verðbreyting erlends gjaldeyris.....	-12,6

þjónustugreina jókst verulega frá fyrra ári og meira en mánuðina á undan. Raunvöxtur veltu í þjónustu kann á hinn bóginn að vera ofmetinn í ljósi þess að verð þjónustu í vísitölu neysluverðs hækkaði meira en vísitala neysluverðs á tímabilinu.

Innlend eftirspurn

Vísbendingar um öflugan bata einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins

Þótt landsframleiðslan hafi dregist saman á síðasta fjórðungi liðins árs voru þjóðarútgjöldin svipuð og fyrir ári, eftir nær tveggja ára samdráttartímabil og einka- og samneysla jókst nokkuð milli ára, eins og fyrr segir. Fjármunamyndun var hins vegar enn mun minni en fyrir ári. Veltutölur fyrstu mánaða ársins benda til þess að sú tilhneiging sem greinileg var í lok sl. árs hafi haldið áfram fram á þetta ár. Tímasetning páska, sem voru í lok mars í fyrra en um miðjan apríl á þessu ári gerir samanburð að vísu erfiðan og skýrir líklega samdrátt veltu í dagvöruverslunum í mars miðað við sama tíma í fyrra, og lítinn raunvöxt á fyrsta fjórðungi ársins. Hins vegar var greiðslukortavelta fyrstu þrjá mánuði ársins 8,3% meiri að raungildi en fyrir ári. Gögn um vöruinnflutning benda einnig til verulegs bata í einkaneyslu. Innflutningur neysluvöru var næstum fimmtungi meiri fyrstu þrjá mánuði ársins en fyrir ári og jókst innflutningur bifreiða og annarrar varanlegrar neysluvöru sérstaklega mikið. Sennilegt er að þessi uppsveifla nái ekki síður til innfluttrar

Tafla 3 Vísbendingar um eftirspurn á fyrsta ársfjórðungi 2003

Breyting frá fyrra ári í %	
Dagvöruvelta janúar-mars, raunbreyting	0,9
Greiðslukortavelta janúar-mars, raunbreyting	8,3
Bifreiðaskráning janúar-mars, % fjölgun	56,8
Sementssala janúar-mars, tonn, % breyting	19,7
Almennur innflutningur janúar-mars, magnbreyting	6,4
Innflutningur neysluvöru, magnbreyting.....	19,4
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla janúar-mars, magnbreyting.....	11,0
Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu janúar-mars, verðbreyting.....	9,5
Útlán Íbúðalánsjóðs janúar-mars.....	43,3
Tekjur ríkissjóðs af virðisaukaskatti desember 2002 - mars 2003	12,8

þjónustu, þótt ekki liggi fyrir endanleg gögn um þjónustuinflutninginn, en töluverðs bata var farið að gæta þegar undir lok sl. árs. Þá má nefna að útlánvöxtur og þróun húsnæðismarkaðar benda einnig í sömu átt, eins og nánar verður fjallað um hér á eftir.

Ótvírætt er að aukinn kaupmáttur launa, lækkun vaxta, lækkun vöruverðs og þær framkvæmdir sem framundan eru, hafa ýtt undir bjartsýni heimilanna. Þessi þróun er staðfest af væntingavísitölu Gallup.

Mikil umsvif og verðhækkun á húsnæðismarkaði bera vitni um vaxandi eftirspurn heimilanna

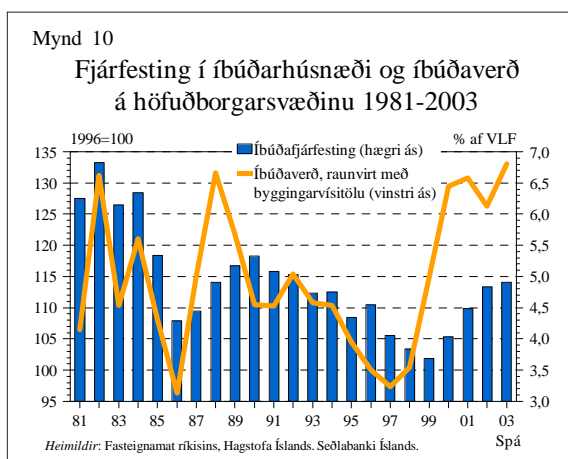
Mikil umsvif á húsnæðismarkaði og hækkun íbúðaverðs að undanfögnu eru líklega skýrasta vísbendingin um vaxandi eftirspurn heimilanna. Eins og getið var um hér að framan má skýra u.þ.b. helming verðbólgunnar undanfarna tólf mánuði með hækkun húsnæðiskostnaðar. Umtalsverð hækkun verðlags umfram kostnaðartilefni er jafnan vísbending um að framboð anni ekki eftirspurn, annaðhvort vegna þess að eftirspurn hafi vaxið hraðar en framboðshlið húsnæðismarkaðarins hefur annað á skömmum tíma, eða að framboð húsnæðis hafi verið takmarkað af einhverjum ytri ástæðum. Verðhækkunin skapar um leið hvata til að anna þessari eftirspurn.

Ástæða þess að miklar verðsveiflur geta orðið á verði fasteigna er að „meðgöngutími“ fjárfestingar í húsnæði er nokkuð langur. Það tekur byggingaraðila töluverðan tíma að bregðast við þeim skilaboðum um skort sem verðhækkun felur í sér. Einkenni uppsveiflunnar undanfarna ár er að íbúðaverð hefur haldist óvenju lengi hátt miðað við byggingarkostnað án þess að fjárfesting í íbúðarhúsnæði hafi tekið jafnmikið við

sér og í fyrri uppsveiflum. Frá tímabilinu 1996-1998 hefur verið íbúðarhúsnæðis hækkad um u.þ.b. 30% umfram hækkun byggingarkostnaðar. Að einhverju leyti kann hækkunin að endurspeglar gæðabreytingar, en breytingin er mun meiri en svo að raunhæft sé að reikna með að það skýri nema lítinn hluta breytingarinnar.⁴ Að viðbrögð fjárfestingar við svo mikilli verðhækkun umfram kostnað skuli til þessa hafa verið eins hófstíllt og raun ber vitni gæti bent til þess að takmörkun á framboði hafi átt einhvern hlut að máli. Ýmislegt kemur þar til álita. T.d. kann skortur á lóðum að hafa valdið hækkun lóðaverðs og miklar verklegar framkvæmdir á öðrum sviðum gætu hafa haldið aftur af byggingu íbúðarhúsnæðis.

Hvað sem líður hugsanlegum framboðstakmörkunum virðist næsta víst að vöxtur eftirspurnar, ásamt auknu framboði lánsfjár, hafi verið meginþrífkraftur hækkandi fasteignaverðs að undanfögnu. Í fyrri heftum *Peningamála* hefur verið fjallað um skipulagsbreytingar á húsnæðismarkaði sem fela í sér auknið framboð lánsfjár.⁵ Í ljósi efnahagsþróunarinnar að undanfögnu má þó álykta að það sé ekki eina ástæða aukinnar eftirspurnar eftir íbúðarhúsnæði og e.t.v. ekki sú helsta:

- Kaupmáttur launa hefur aukist verulega á undanfögnu ári og tók íbúðaverð að hækka u.þ.b. á sama tíma og kaupmáttur að aukast vorið 2002.
- Verðhækkun íbúðarhúsnæðis hefur einnig farið saman við lækkun vaxta, bæði á skammtímafjárskuldbindingum og verðtrygðum lánnum til lengri tíma. Afföll húsbrefa til 25 ára, sem voru u.þ.b. 10% í byrjun sl. árs hafa að undanfögnu verið lítil sem engin. Væntanlegur kaupandi sem fær í hendur verðmeiri húsbref í skiptum fyrir húsnæðisskuldabref er í stöðu til að bjóða herra verð að öðru óbreyttu án þess að greiðslubyrði hans verði þyngrri. Seljendur virðast því hafa verið í stöðu til að hækka staðgreiðsluverð sem nemur minni afföllum húsbrefanna.
- Hjöðnun verðbólgunnar og betri horfur um



4. Hugsanlegt er að vísitala byggingarkostnaðar vanmeti byggingarkostnað nokkuð, einkum vegna vanmats á launakostnaði. Til lengri tíma hefur þetta þó líklega ekki mikil áhrif. Á móti kemur að steypuverð kann að vera ofmetið þar sem ekki er tekið tillit til afsláttarkjara sem hafa orðið algengari með vaxandi samkeppni.
5. Hæri hámarkslán, hæri veðmörk í sumum tilvikum og breytingar á félagslega húsnæðiskerfinu hafa aukið framboð lánsfjár verulega.

verðstöðugleika hafa á sama tíma dregið verulega úr áhættu sem tengist því að greiðslubyrði af verðtrygðum lánum aukist verulega umfram ráðstöfunartekjur.

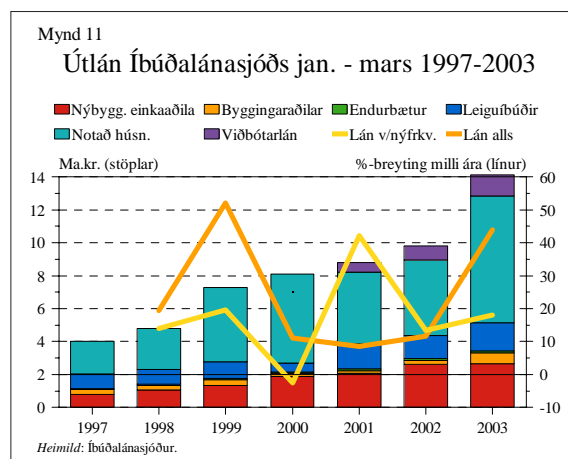
Þess sjást engin merki að uppsveiflan á húsnæðismarkaði sé í rénun. Þvert á móti hafa verðhækkanir fremur sótt í sig veðrið. Einkum hefur verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu hækkað ört. Í mars var verðið 14% hærra en fyrir ári og 8,3% hærra en fyrir ½ ári. Lánveitingar til húsnæðiskaupa hafa að sama skapi verið á uppleið í byrjun þessa árs. Á síðasta fjórðungi ársins 2002 voru afgreidd töluvert færri lán hjá Íbúðalánasjóði en á sama tíma árið áður og voru þá líkur leiddar að því að ef sú þróun héldi áfram mætti jafnvel vænta minni húsnæðisverðbólgu. Það hefur ekki gengið eftir. Á fyrstu þremur mánuðum ársins jókst útgáfa húsnæðis frá sama tíma í fyrra. Ekki hafa verið afgreiddar jafn margar lánsúmsóknir hjá Íbúðalánasjóði á fyrsta ársfjórðungi frá upphafi húsnæðisverðbólgu árið 1990.⁶ Raunverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu er sem fyrr segir orðið hærra en það varð hæst árið 2001. Í ljósi fremur hagstæðrar stöðu og horfa í efnahagsmálum sem hér hefur verið lýst ætti bygging íbúðarhúsnæðis að vera ábatasöm um þessar mundir.

Breytingar á húsnæðismarkaðinum að undanfögnu renna stöðum undir þá skoðun að framboð húsnæðis muni aukast á næstunni. Í vaxandi mæli reisa byggingaraðilar húsnæði fyrir eigin reikning og markaðssetja íbúðir seinna á byggingarferlinu en áður, jafnvel sem fullgerðar íbúðir. Byggingaraðilar hafi því í auknum mæli tekið sjálfir lán hjá Íbúðalánasjóði, hugsanlega vegna minni umsvifa við stærri framkvæmdir. Jafnframt aukast líkur á að framboð geti orðið meira en eftirspurn. Reyndar er líklegt að milt veðurfar sl. vetur hafi einnig ýtt undir byggingarstarfsemi á fyrsta fjórðungi ársins.

Það kann að auka frekar á framboð húsnæðis á næstunni að vaxandi fjöldi leiguíbúða hefur verið byggður á undanfögnu árum, á vegum stærri fyrirtækja, félagasamtaka, hálfopinberra stofnana, skóla og sveitarfélaga. Á síðasta ári var lánað til rúmlega 600 leiguíbúða, en á þessu ári stefnir í að lánað verði til allt að 1.100 leiguíbúða.

6. Heildarlán Íbúðalánasjóðs jukust um tæplega 44% á fyrstu þremur mánuðum þessa árs frá sama tíma í fyrra, þar af lán til byggingaraðila um 162%

Viðskipti með notað húsnæði hafa einnig aukist verulega að undanfögnu. Að hluta til kann endurfjármögnun húsnæðiskaupa gegnum íbúðalánakerfið að vera rót þessara viðskipta (selt og keypt einvörðungu til að fá herra húsnæðislán), en afnám forkaupsréttar sveitarfélaga í gamla félagslega kerfinu og möguleikar á viðbótarlánum eiga einnig hlut að máli. Tæplega 8.000 húsnæðiskaupendur hafa notfært sér rétt á viðbótarláni, sem getur numið allt að 90% af markaðsverði húsnæðis. Mikil notkun viðbótarlána dregur væntanlega úr þörf fyrir leiguhúsnæði og gæti hugsanlega leitt til offramboðs á slíku húsnæði.



Merki um aukna fjárfestingu í íbúðarhúsnæði og á vegum hins opinbera, en visbendingar um fjárfestingu atvinnuvega eru ekki eins skýrar

Flest bendir til þess að fjárfesting í íbúðarhúsnæði sé í nokkrum vexti, samanber ofangreint, og muni aukast töluvert á árinu. Einnig má gera ráð fyrir töluverðum vexti í fjárfestingu hins opinbera. Veruleg aukning varð á opinberum útboðum á fyrsta fjórðungi ársins og verð í þessum útboðum hækkaði, jafnvel þótt horft sé framhjá útboði Fáskrúðsfjarðarganga, sem vegur þungt og var nokkuð yfir kostnaðaráætlun. Heimildir um þróun fjárfestingar atvinnuvega eru hins vegar ekki eins skýrar. Vegna fyrrgreindra flugvélarkaupa á fyrsta fjórðungi 2002 mun líklega mælast samdráttur í fjárfestingu atvinnuvega á fyrsta ársfjórðungi 2003, þrátt fyrir að aukinn innflutningur fjárfestingarvöru gæti bent til undirliggjandi bata á meðal fyrirtækja.

Vinnumarkaður og tekjuþróun

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi enn að aukast en gæti verið að nálgast hámark

Einhverjar mikilvægustu vísbendingar um þróun innlendrar eftirspurnar er að finna á vinnumarkaði. Þróun á vinnumarkaði á sl. ári bar þess merki að verulega slaknaði á eftirspurn. Atvinna minnkaði, hlutfall atvinnulausra hækkaði, lausum störfum fækkaði og verulega dró úr veitingu atvinnuleyfa til útlendinga. Einnig dró verulega úr launaskriði. Fyrstu mánuði ársins hélt atvinnuleysi áfram að aukast, en nokkur fjölgun lausra starfa og fækkun nýskráninga gætu verið fyrstu vísbendingar um að eftirspurn fari vaxandi á ný.⁷ Rétt er að hafa í huga að atvinnuleysi nær jafnan hámarki nokkru eftir að efnahagsbati hefst.

Í mars voru rúmlega 6 þúsund manns á atvinnuleysisráði eða 4% áætlaðs mannafla. Vinnumarkaðsrannsókn Hagstofunnar sýnir áþekka niðurstöðu, en samkvæmt henni var atvinnuleysi 3,9% á fyrsta ársfjórðungi 2003. Að teknu tilliti til árstíma var atvinnuleysi 3,3% og hefur ekki verið svo mikið síðan í desember 1997. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi breyttist lítið og var á bilinu 2,9% til 3% frá september til desember, en hefur aukist síðan og var 3,3% í mars.

Dregið hefur úr nýskráningum á atvinnuleysisráði og lausum störfum fjölga

Nokkur merki eru um að atvinnuástand sé farið að braggast. Samkvæmt upplýsingum frá vinnumiðlunum hefur dregið verulega úr nýskráningum á atvinnuleysisráði undanfarnar vikur. Undanfarna tvo mánuði hafa laus störf hjá vinnumiðlunum einnig verið fleiri en fyrir ári, sem kann að benda til vaxandi eftirspurnar eftir vinnuafl. Starfsþjálfunarsamningum hefur einnig fjölgað nokkuð það sem af er ári. Á hinn bóginn bendir veruleg fækkun atvinnuleyfa undanfarið ár, einkum nýrra, til þess að minnkandi þörf sé fyrir vinnuafl sem ekki er hægt að fullnægja á innlendum vinnumarkaði. Á fyrsta fjórðungi ársins voru að meðaltali aðeins veitt 43 ný atvinnuleyfi á mánuði, en þau voru tæplega fjórum sinnum fleiri á

sama tíma í fyrra. Ráðning starfsfólks vegna virkjanafraamkvæmda er að fara af stað, en fá fyrirhuguð atvinnuáttaksverkefni á vegum ríkis og Reykjavíkurborgar eru hafin. Þegar það gerist, í sumar og á haustmánuðum, mun að líkindum draga töluvert úr atvinnuleysi.

Hversu hratt mun atvinnusköpun á næstu misserum draga úr atvinnuleysi?

Þótt atvinnuleysi hafi aukist verulega á undanföllum mánuðum getur það vart talist hátt í alþjóðlegum samanburði. Í ljósi aukinna fjárveitinga vegna atvinnuáttaks og þess að einhverjar mestu framkvæmdir í sögu þjóðarinnar standa fyrir dyrum er því ástæða til að spyrja hvort það vinnuafl sem er á lausu hér á landi geti fullnægt væntanlegri þörf vegna þeirra. Ekki er sjálfgefið að framkvæmdir vegna stóriðju og fyrirhugað atvinnuáttak skapi störf fyrir þá sem nú eru atvinnulausir.

Ef störf sem skapast vegna atvinnuáttaks og við störf framkvæmdir höfðu t.d. fremur til menntunar, starfsreynslu og áhuga karla, er líklegt að þær dragi fleiri til sín úr hópi atvinnulausra karla en atvinnulausra kvenna. Ef atvinnuleysi er meira meðal karla með starfsreynslu og menntun við hæfi gæti það auðveldað aðlögun vinnumarkaðarins að aukinni eftirspurn. Skipting atvinnuleysis eftir kynferði gefur ekki skýr svör við þeirri spurningu. Heldur fleiri karlar voru á atvinnuleysisráði í mars en konur, öfugt við ríkjandi mynstur sl. áratug. Hlutfall atvinnulausra var þó herra meðal kvenna. Í mars var árstíðarleiðrétt skráð atvinnuleysi meðal kvenna 3,8% og 2,9% meðal karla.

Samkvæmt vinnumarkaðsrannsókn Hagstofu var atvinnuleysi mest í yngsta (16-24 ára) aldurshópnum, eða 8,5%, og minnst í þeim elsta. Ef yngsti aldurshópurinn er jafnframt hreyfanlegastur, ætti aldursamsetning atvinnuleysisins að auðvelda aðlögun vinnumarkaðarins að nýjum þörfum. Spurningin er hins vegar hvort þessi hópur hefur þá reynslu og menntun sem sóst er eftir.

Í mars var töluvert meira atvinnuleysi á höfuðborgarsvæðinu en á landsbyggðinni, eða árstíðarleiðrétt 3,7% á höfuðborgarsvæðinu og 2,7% á landsbyggðinni. Þennan mun má eingöngu rekja til atvinnuleysis meðal karla. Atvinnuleysi karla á höfuðborgarsvæðinu var 1,3 prósentum meira en karla á landsbyggðinni og meðal þeirra jókst atvinnu-

7. Nokkur hækkun launa umfram áætlaðar samningsbundnar launahækkningar á fyrsta fjórðungi ársins gæti hugsanlega gefið slíka vísbendingu einnig, en líklega er fremur um áhrif umsaminna launahækkana sem ekki kom fram í kostnaðarmati að ræða.

leysi mest í vetur. Atvinnuleysi hefur aukist í öllum starfsstéttum undanfarið ár, en þó mismikið. Tæplega þriðjungur atvinnulausra í mars var verkafólk og annar þriðjungur fólk við sölu- og afgreiðslustörf og ýmis önnur þjónustustörf.

Ef fjöldi fólks hefur verið atvinnulaus mánuðum saman kann það að vera vísbending um að hina atvinnulausu skorti hæfni eða hvata til að takast á við ný störf í boði. Á miklum umbrotatímum getur atvinnuleysi hins vegar orðið nokkuð hátt, eingöngu vegna þess að mikill fjöldi fólks þarf að skipta um starfsvettvang, án þess að það feli endilega í sér að hver og einn sé lengi atvinnulaus. Vegna þess hve atvinnuleysi hefur verið lítið árum saman er verulega langvinnt atvinnuleysi sjaldgæft hér á landi. Langtímaatvinnuleysi hefur þó aukist undanfarið ár, eins og jafnan gerist á tímum vaxandi atvinnuleysis. Í mars sl. hafði fjórðungur atvinnulausra verið atvinnulaus í meira en sex mánuði, en 15% fyrir ári.

Kaupmáttur launa 3½% meiri á fyrsta fjórðungi ársins en fyrir ári

Þótt verulega hafi slaknað á spennu á vinnumarkaði á sl. ári hafa laun áfram hækkað mun meira en í helstu viðskiptalöndum. Samkvæmt launavísitölu Hagstofu hækkuðu laun á almennum markaði um 5,3% milli fyrsta ársfjórðungs 2002 og jafnlengdar á þessu ári og kaupmáttur jókst um 3,4%. Þetta eru mikil umskipti frá sama tíma fyrir ári, en þá hafði kaupmáttur dregist saman um 2,1% á einu ári þrátt fyrir að launabreytingar væru meiri, eða 6,4%. Meginhluti breytingarinnar átti sér stað í byrjun ársins. Laun opinberra starfsmanna og bankamanna hækkuðu nokkru meira, eða um 6,1%.

Launaskrið, þ.e.a.s. sá hluti launabreytinga sem ekki verður skýrður með opinberum kjarasamningum, lækkaði jafnt og þétt á sl. ári og var innan við 1% milli síðustu fjórðunga áranna 2001 og 2002, hvort heldur miðað er við launavísitölu Hagstofunnar eða tölur Kjararannsóknarnefndar.⁸ Þessi þróun er í samræmi við aðrar vísbendingar um vaxandi slaka á vinnumarkaði.

8. Samkvæmt könnun Kjararannsóknarnefndar á launum á fjórða fjórðungi sl. árs voru laun þá að meðaltali 4,8% hærri en fyrir ári. Samkvæmt því var launaskrið á tímabilinu 0,6%, sem er verulega minna launaskrið en á sama tíma 2001, þegar það var um 2%, að ekki sé talað um fyrri hluta ársins 2001 þegar það mældist mest 4,5%, sem var töluvert meira launaskrið en ef miðað er við launavísitölu Hagstofunnar. Laun á höfuðborgarsvæði og landsbyggð hækkuðu jafnmikið.

Fjármál hins opinbera

Útlit fyrir að afkoma ríkissjóðs veikist milli ára miðað við það sem stefnt var að í fjárlögum

Bráðabirgðatölur á greiðslugrunni um útkomu ríkissjóðs 2002 sýndu 13 ma.kr. halla. Tekjur af sölu Landsbankans í árslok hafa þá reyndar ekki verið færðar til tekna, en sala bankans skilaði ríkissjóði u.þ.b. 12 ma.kr. umfram bókfært verð. Tölur af þessu tagi eru helst sambærilegar við fjárlagatölur á greiðslugrunni. Samkvæmt þeim var á fjárlögum 2002 gert ráð fyrir 2 ma.kr. greiðslugrunnhalla fyrir utan eignasölu, 5% hækkun skatttekna í krónum talið milli ára, 11% hækkun heildartekna (vegna áætlana um hagnað af sölu eigna) og um 5% hækkun gjalda. Með fjárukalögum í desember hækkaði áætluð tekjuaukning milli ára án eignasölu í 10% á greiðslugrunni og áætlun um vöxt útgjalda í u.þ.b. 12%. Bráðabirgðauppgjör á greiðslugrunni sýnir að gjöld urðu í samræmi við fjárukalögin, en tekjur án eignasölu í samræmi við fjárlög, þ.e.a.s. áætlun fjárukalaga um meiri tekjur gekk ekki eftir. Þar vó þungt að áætlun fjárukalaga um tekjur af beinum sköttum gekk ekki eftir, síst áætlun um tekjuskatta einstaklinga og fyrirtækja. Í eftirfarandi töflu er leitast við að umreikna greiðsluafkomu ríkissjóðs yfir í líklega rekstrarafkomu.

Það sem af er ári 2003 hafa tekjur ríkissjóðs verið 23% hærri en á sama tíma 2002. Þennan mikla vöxt er einkum hægt að rekja til tekna af sölu Búnaðarbankans. Án þeirra jukust heildartekjurnar um 4% og skatttekjur um 5%. Útgjöld jukust á sama tíma um 11%. Greiðsla uppsafnaðra vaxta vegna innlausnar spariskírteina vegur þar þungt, og án vaxta hækkuðu útgjöld um 8% frá fyrsta ársfjórðungi 2002 til jafnlengdar 2003.

Á fjárlögum 2003 var gert ráð fyrir að innheimtar tekjur án eignasölu hækkuðu um rúm 3% að nafnvirði milli ára en greidd gjöld án vaxta um rúm 4%. Að svo miklu leyti sem greiðslutölur fyrsta ársfjórðungs eru vísbending um árið í heild, virðist líklegt að afkoma ríkissjóðs veikist á milli ára miðað við það sem gert var ráð fyrir í fjárlögum. Niðurstöður ársins 2002 benda til þess að sú veiking sé að auki frá veikari afkomu 2002 en reiknað hafði verið með.

Tafla 4 Yfirlit ríkissjármála á rekstrargrunni 1999-2003

Ma.kr.	1999	2000	2001	Fjárlög 2002	Aukin	Áætlun 2002 ¹	Fjárlög 2003 ²
					fjárlög 2002		
Tekjur samtals	222,6	224,7	237,4	257,9	267,3	259	274
Gjöld samtals.....	199,0	229,0	228,7	239,4	251,3	251	265
Afgangur	23,6	-4,3	8,6	18,5	16,0	8	9
Tekjur án eignasölu	206,6	220,9	236,3	242,4	253,0	247	262
Gjöld með venjul. lífeyri og afskriftum.....	192,0	203,1	231,1	241,1	253,5	253	267
Afgangur án eignasölu, með venjul. lífeyri og afskriftum	14,5	17,8	5,2	1,3	-0,5	-6	-5
<i>Hlutföll (%) af landsframleiðslu</i>							
Tekjur samtals	35,8	33,4	32,0	32,8	33,9	33,4	33,9
Gjöld samtals.....	32,0	34,1	30,9	30,4	31,9	32,4	32,7
Afgangur	3,8	-0,6	1,2	2,4	2,0	1,1	1,2
Tekjur án eignasölu	33,2	32,9	31,9	30,8	32,1	31,9	32,4
Gjöld með venjul. lífeyri og afskriftum.....	30,8	30,2	31,2	30,7	32,2	32,7	33,0
Afgangur án eignasölu, með venjul. lífeyri og afskriftum	2,3	2,7	0,7	0,2	-0,1	-0,8	-0,7

1. Áætlun Seðlabankans. 2. Með fjáráskilögum mars 2003.

Skuldir ríkissjóðs halda áfram að lækka samkvæmt áætlun fjármálaráðuneytis

Eignasala ríkissjóðs er tímabundin tekjuöflun, en andvirði seldra eigna hefur þó nýst til að lækka skuldir og þar með lækka vaxtagreiðslur til lengri tíma. Hreinar skuldir ríkissjóðs á föstu verði lækkuðu úr 226 ma.kr. í árslok 1996 í u.þ.b. 160 ma.kr. um síðustu áramót á föstu verði landsframleiðslu í árslok 2002, eða úr 34% í 20% af landsframleiðslu. Samkvæmt áætlunum fjármálaráðuneytisins verða þær komnar niður í 154 ma.kr. í árslok 2003, á föstu verði. Að auki hefur verið greitt talsvert inn á lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs, sem hafa fyrir vikið haldist óbreyttar sem hlutfall af landsframleiðslu síðan farið var að greiða inn á þær árið 1999, þótt þær hafi vaxið um 50 ma.kr. að raunvirði. Áratuginn á undan höfðu þær hækkað úr 13% af landsframleiðslu í 22%, sem er svipað hlutfall og ætla má að verði í árslok 2003.

Halli á rekstri sveitarfélaga minnkaði lítillega á sl. ári

Rekstur sveitarfélaga hefur verið þungur undanfarin ár. Ein helsta ástæðan er líklega aukinn kostnaður við rekstur grunnskóla. Skólareksturinn hefur kallað á miklar framkvæmdir vegna einsetningar skóla, sem víðast hvar er að ljúka. Grundvallarbreytingar á reikningshaldi sveitarfélaga frá og með árinu 2002

gera samanburð erfiðan, en samkvæmt bráða- birgðatölum Sambands íslenskra sveitarfélaga virðist þó svo sem mikill halli, um 8 ma.kr. á árinu 2001 í aðdraganda sveitarstjórnarkosninga, hafi minnkað lítillega í um 7 ma.kr. á árinu 2002. Samkvæmt fjárhagsáætlunum fyrir 2003 stefnir í u.þ.b. 6 ma.kr. halla ef fjárfestingarhreyfingar eru gjaldfærðar eins og gert var til ársins 2001. Samkvæmt tölum Hagstofunnar og áætlunum fjármálaráðuneytisins er halli á rekstri sveitarfélaga þó einungis talinn hafa verið 5½ ma.kr. 2001, um 4 ma.kr. 2002 og er áætlaður um 3 ma.kr. 2003.

Þrátt fyrir viðvarandi halla á rekstri sveitarfélaga að heita má síðustu tíu árin hafa skuldir þeirra haldist á bilinu 7-8% af landsframleiðslu. Skýrist það af örum vexti landsframleiðslu og einnig því að sveitarfélög hafa selt eignir eða fært rekstur fyrirtækja út úr bókhaldi sveitarsjóða og endurfjármagnað þau samhliða greiðslu inn í sveitarsjóð.

Halli á rekstri hins opinbera 5½ ma.kr. í fyrra

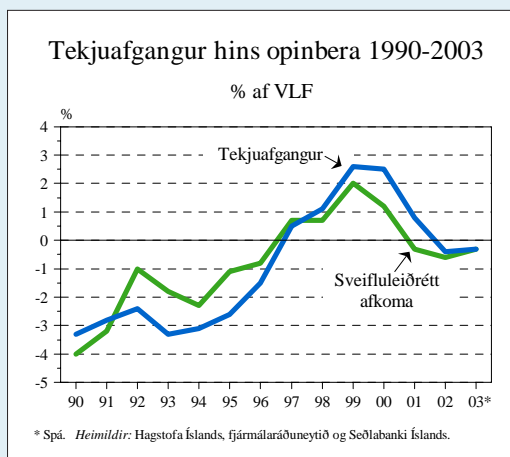
Heillegustu talnaraðir sem tiltækar eru um opinberan búskap eru teknar saman af Hagstofu Íslands (sjá rammagrein 3), en framsetning þar vísar nokkuð frá framsetningu í fjárlögum og ríkisreikningi. Samkvæmt tölum Hagstofunnar var halli á rekstri ríkissjóðs um 3 ma.kr. árið 2002. Á almannatryggingum var 1½ ma.kr. afgangur, en 4 ma.kr. halli á sveitar-

Rammagrein 3 Hagsveiflan og búskapur hins opinbera síðastliðinn áratug

Þegar talað er um opinberan búskap í heild er átt við ríkissjóð og sveitarfélög án atvinnufyrirtækja í eigu þeirra (s.s. orkufyrirtæki og hafnir) og að auki almannatryggingar, sem hér á landi eru í reynd nær algerlega á hendi ríkisins. Hagstofa Íslands og áður Þjóðhagsstofnun tekur saman talnaefni um rekstur hins opinbera í samræmi við alþjóðlega þjóðhagsreikningastaðla. eru þetta heillegustu tímaráðir sem tiltækar eru um opinberan búskap. Framsetning þeirra viku í ýmsu frá framsetningu fjárlaga og ríkisreiknings (sem gefa útkomuna í fyrstu tveimur línnum í töflu 4 á bls. 19) og samsvarandi framsetningu sveitarsjóðareikninga. Vegur þyngst að eignasala er ekki talin til tekna, leiðréttingar á lífeyrisskuldbindingum vegna breyttra forsendna aftur í tímann eru ekki taldar til útgjalda, afskriftir skatttekna eru dregnar frá tekjum en ekki taldar til útgjalda og ýmsar tekjur ríkisins af þjónustu eru dregnar frá gjöldum í stað þess að færast bæði til tekna og gjalda. Fyrir vikið reiknast tekjur og gjöld ríkissjóðs og sveitarfélaga lægri samkvæmt þessum tölum en samkvæmt framsetningu fjárhagsáætlana og reikninga. Afkoma ríkissjóðs samkvæmt þessum reikningum verður þó svipuð og fram kemur í neðstu línunni í töflu 4.

Meðfylgjandi mynd sýnir afkomu hins opinbera með og án leiðréttingar fyrir áhrifum hagsveiflunnar. Afkomutölur og framleiðsluspenna eru sýndar sem hlutfall af landsframleiðslu síðastliðin tólf ár og áætlun er sýnd fyrir árin 2003 og 2004. Stuðst er við tölur Hagstofu Íslands fyrir árið 2002 og áætlanir fjármálaráðuneytisins um breytingar milli ára 2003. Eftir

viðvarandi hallarekstur á árunum 1985-1996, sem varð allt að 4½% af landsframleiðslu í efnahagssamdrættinum 1993-1994, komst á jafnvægi í búskap hins opinbera árið 1997, og á næstu árum myndaðist afgangur sem u.þ.b. svaraði til viðbótartekna ríkisins af umframeyðslu þjóðarbúsins sem fólst í viðskiptahalla við útlönd. Á sama tíma hækkuðu tekjur ríkis og sveitarfélaga af beinum sköttum (tekju- og eignarsköttum og tryggingargjöldum) úr 16% í 20% af landsframleiðslu, en útgjöld héldust nálægt 40% af landsframleiðslu. Því má til sanns vegar færa að halla á rekstri hins opinbera hafi verið eytt með auknum tekjum af beinum sköttum, en drjúgur afgangur 1999-2000 hafi tengst mikilli þenslu, viðskiptahalla og skuldasöfnun einkageirans.



félögunum. Samanlagt var því 5½ ma.kr. halli á rekstri hins opinbera. Samkvæmt áætlunum sem fjármálaráðuneytið hefur birt, myndast afgangur á ríkissjóði á þessu ári og hinu næsta, sem nær að veita upp hallarekstur sveitarfélaga og eilítið betur.

Lítills háttar kerfislegur halli á búskap hins opinbera í fyrra og á þessu ári

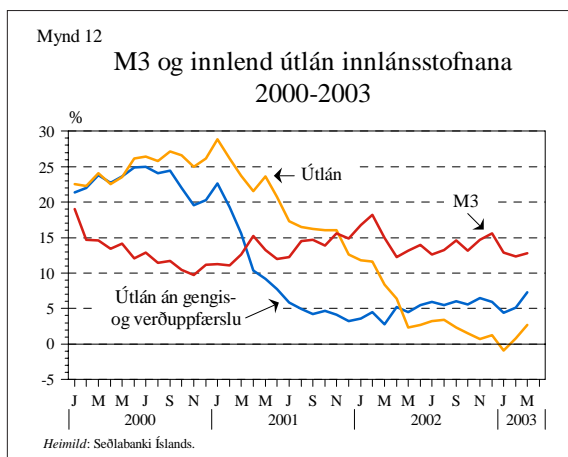
Skattkerfi landsmanna, einkum það sem snýr að tekjuskattsinnheimtu ríkissjóðs, er þannig úr garði gert að þegar tekjur eru tiltölulega háar fer hærra hlutfall af tekjum einstaklinga í skatta en á lágtækju-skeiðum. Bein afkoma ríkis og hins opinbera í heild

getur af þeim sökum gefið villandi mynd af undirliggjandi stöðu opinbers búskapar. Halli getur verið eðlilegur þegar hart er í ári og jöfnuður ófullnægjandi árangur í góðæri. Því er gjarnan reynt að einangra áhrif hagsveiflunnar á opinbera búskapinn og gera sér grein fyrir hvernig afkoman væri ef meðalárferði ríkti að öðru leyti í þjóðarbúskapnum. Niðurstaðan er kölluð sveifluleiðrétt afkoma eða kerfisleg afkoma. Mynd bls. 20 í rammagrein 3 sýnir mat Seðlabankans á sveifluleiðrétttri afkomu ríkissjóðs árin 1990-2003 samkvæmt fyrirliggjandi áætlunum. Á þessu ári er talið að hagsveiflan og álag á framleiðslugetu þjóðarbúsins (framleiðsluspenna) verði í lágmarki, og

sveifluleiðrétt afkoma verði svipuð raunverulegri afkomu með örlitlum halla hjá ríkissjóði og heldur meiri halla hjá hinu opinbera í heild vegna lakari afkomu sveitarfélaga. Á næsta ári er svo búist við vaxandi álagi á framleiðslugetu. Afkoma ríkissjóðs er þá talin batna, en ekki miklu meira en hagsveiflan gefur tilefni til.⁹

Fjármálamarkaðir

Mikil umskipti urðu á fjármálamarkaði á sl. ári. Verulega dró úr vexti útlána, vextir lækkuðu og gengi krónunnar hækkaði. Frá því að *Peningamál* komu síðast út hefur gengi krónunnar haldið áfram að hækka, skammtímaraunvextir lækkað enn frekar, þrátt fyrir að stýrivöxtum Seðlabankans hafi ekki verið breytt frá 10. febrúar, og vaxtamunur við útlönd minnkað í sjö ára lágmark. Sl. mánuði hefur ávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa til lengri tíma hins vegar ekki fylgt skammtímaávöxtun eftir.



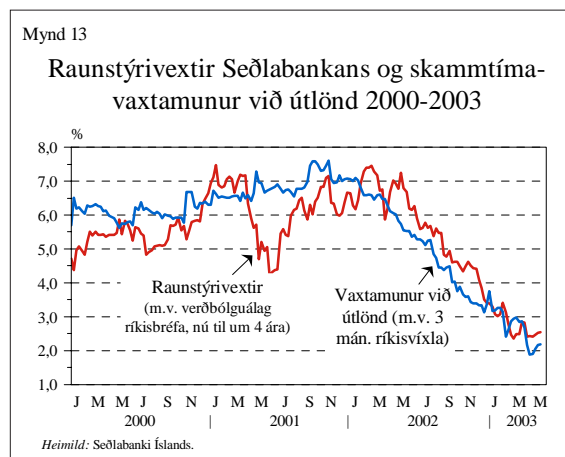
Tólf mánaða vöxtur innlendra útlána og verðbréfaeignar fór úr 19% í 3½%. Mest hæðdi á vexti útlána til fyrirtækja sem jukust um fimmtung árið 2001, en aðeins 1% á sl. ári. Gætir þar reyndar gengishækkunar krónunnar um 17% á árinu, en um helmingur skulda fyrirtækja er gengistryggður. Útlán

9. Rétt er að taka fram að í þessum áætlunum er gert ráð fyrir óbreyttum erlendum vöxtum, en þeir voru óvenjulágir á sl. ári. Ef tekið væri tillit til þessa í sveifluleiðréttari afkomu væri niðurstaðan nokkuð lakari á sl. ári og þessu. Hækkni vextir til fyrra horfs, sem er ósennilegt í ár en nokkuð líklegt næstu 2-3 árin gæti afkoman versnað um sem nemur tæplega 0,4% af landsframleiðslu.

til einstaklinga jukust nokkru meira, eða um 7%. Gætir þar einkum verulegrar útlánaaukningar Íbúðalánasjóðs og Lífeyrissjóða, sem juku útlán sín um u.þ.b. 12%.

Útlánavöxturinn hefur aukist nokkuð á ný sl. mánuði. Útlánavöxtur innlánsstofnana virðist hafa náð botni í janúar, en tók nokkuð við sér í febrúar og mars. Ef horft er framhjá áhrifum gengisbreytinga og verðtryggingar á útlánastofninn hefur vöxturinn ekki verið meiri frá vormánuðum 2001. Frá ársbyrjun hefur gengi krónunnar hækkað um tæplega 4%.

Ekki hafa orðið meiri háttar breytingar á skammtímaávöxtum frá febrúarmánuði, en stýrivextir Seðlabanka voru síðast lækkaðir 10. febrúar um ½ prósentu í 5,3%. Raunstýrivextir Seðlabanka mældir með verðbólguálagi óverðtryggðra ríkisbréfa hafa lækkað nokkuð sl. þrjá mánuði, úr u.þ.b. 3½% í byrjun febrúar í 2½% sl. vikur. Raunstýrivextir hafa ekki verið eins lágir síðan í mars árið 1996. Lækkun raunstýrivaxta eftir síðustu lækkun stýrivaxta endurspeglar auknar verðbólguvæntingar. Þær hafa hækkað frá því í desember sl. í kjölfar upplýsinga um fyrirhugaðar stóriðjuframkvæmdir. Þetta kemur einnig fram í vaxandi mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra bréfa til lengri og skemmri tíma það sem af er árinu. Munurinn á ávöxtunarkröfu skuldabréfa til fjögurra og tíu ára var að meðaltali 1 prósentu í apríl en 0,6 prósentur í lok árs 2002 og skýrist að mestu af hækkun ávöxtunarkröfu lengri bréfanna. Í maíbyrjun hafði ávöxtunarkrafa ríkisbréfa til 10½ árs hækkað um u.þ.b. ½ prósentu frá upphafi árs. Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa til fjögurra ára hefur verið



nokkuð sveiflukennð en þróunin hefur verið heldur upp á við undanfarna mánuði.

Skammtíma vaxtamunur við útlönd hefur lækkað nokkuð undanfarna mánuði vegna lækkunar innlendra ríkisvixlavaxta. Hann var að jafnaði nálægt 2% í apríl, og varð munur á vöxtum þriggja mánaða ríkisvixla minnstur 1,8% hinn 16. apríl. Vaxtamunurinn hefur ekki verið svo lítill síðan um mitt ár 1996.

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra bréfa með ábyrgð ríkisins hefur ekki hækkað með afgerandi hætti það sem af er árinu, eftir verulega lækkun á sl. ári. Framboð húsbréfa hefur verið mikið það sem af er ári og eftirspurn einnig. Ávöxtunarkrafa hefur því ekki breyst verulega. Ávöxtunarkrafa 25 ára húsbréfa hefur að mestu legið undir 5 prósentum það sem af er árinu, og afföll húsbréfa því verið lítil sem engin.

II Þjóðhags- og verðbólguþspá

Í eftirfarandi þjóðhags- og verðbólguþspá Seðlabankans er gert ráð fyrir að ráðist verði í fyrirhugaðar framkvæmdir við stækkun álverksmiðju Norðuráls, til viðbótar við framkvæmdir tengdar álverksmiðju Fjarðaáls á Austurlandi. Aðrar forsendur hafa verið uppfærðar í ljósi nýjustu upplýsinga. Eins og venjulega er gengið út frá óbreyttri peningastefnu og óbreyttu gengi krónunnar út spátímabilið.

Samkvæmt spánni verður hagvöxtur á þessu ári undir vexti framleiðslugetu. Á næsta ári er hins vegar spáð nokkru meiri hagvexti, en þó verður þjóðarþúskaþurinn í ágætu jafnvægi. Framleiðsluspenna verður engin og jafnvægi á vinnumarkaði. Verðbólga mun minnka nokkuð framan af spátímabilinu, m.a. vegna styrkingar gengis krónunnar undanfarið. Í lok spátímabilsins verður verðbólga hins vegar nálægt verðbólguþspá Seðlabankans. Talið er að spátímabilinu eitt ár fram í tímann sé heldur niður á við en tvö ár fram í tímann er talið líklegra að verðbólga verði meiri en bankinn spáir heldur en að hún verði minni.

Eftirspurn og framleiðsla

Litlar breytingar á mati á þróun síðasta árs

Áætlun Hagstofu Íslands um framvindu þjóðarþúskaþurins síðastliðið ár víkur ekki mikið frá því sem gengið var út frá í síðustu þjóðhagsþspá Seðlabankans. Áætlað er að fjármunamyndun hafi dregist minna saman en gert var ráð fyrir í febrúarspánni.

Munar þar mest um minni samdrátt atvinnuvegafjárþestingar. Á móti kemur að opinber fjárþesting dróst meira saman og fjárþesting í íbúðarhúsnæði jókst meira en gert var ráð fyrir síðast. Áætlað er að þjóðarútgjöld í heild hafi dregist saman um 2½% í stað 3¼%. Nettóáhrif utanríkisviðskipta á hagvöxt voru hins vegar ekki eins jákvæð og reiknað var með. Útflutningur jókst minna en gert var ráð fyrir í febrúarspánni og innflutningur dróst minna saman. Áætlaður hagvöxtur síðasta árs er því svipaður og reiknað var með í febrúar.

Reiknað er með heldur herra gengi en í febrúar og lægra útflutningsverðlagi

Gengi krónunnar hefur haldið áfram að styrkjast það sem af er árinu. Einnig hafa ytri skilyrði þjóðarþúskaþur breyst nokkuð frá því að þjóðhagsþspá Seðlabankans var birt í febrúar. Í þeirri spá sem hér fer á eftir er reiknað með að gengi krónunnar verði u.þ.b. 3% herra út spátímabilið en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Byggist spáin á vísitölu gengisskráningar þann 25. apríl sl., en þá var hún um 120 stig. Gera má ráð fyrir að hækkun gengisins tengist að hluta væntingum um áhrif fyrirhugaðrar stækkunar Norðuráls, sem nú er reiknað með í þjóðhagsþspá bankans. Fjárþesting sem tengist henni hefur einnig almenn eftirspurnarhvetjandi áhrif, en töluverður hluti áhrifanna kemur líklega fram að spátímabilinu loknu.

Forsendur um þróun ytri skilyrða næstu tvö árin hafa breyst þannig að gert er ráð fyrir heldur meiri lækkun á verði sjávarafurða en í síðustu spá. Einnig er gert ráð fyrir nokkru minni vexti útflutningsframleiðslu sjávarafurða á þessu ári. Á móti kemur samsvarendi aukning á næsta ári, þannig að horfur til tveggja ára eru lítt breyttar. Talið er að verð á áli muni lækka mun minna á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Þá var byggt á erlendum spám, en að þessu sinni er verð framvirkra samninga lagt til grundvallar. Á næsta ári er gert ráð fyrir smávægilegri verðlækkun í stað hækkunar í síðustu spá. Horfur um eldsneytisverð eru einnig metnar á grundvelli framvirkra samninga. Í febrúar var gert ráð fyrir u.þ.b. 13% hækkun eldsneytisverðs á þessu ári, en nú er gert ráð fyrir aðeins 2½% hækkun. Á næsta ári er gert ráð fyrir 14% verðlækkun, í stað óbreytts verðs í síðustu spá. Einnig er gert ráð fyrir að annað innflutningsverðlag hækki minna á næstu misserum en

áður var gert ráð fyrir, í ljósi hægari bata í heimsbúskapnum. Þá er reiknað með heldur lægri vöxtum á erlendum skuldum innlendra aðila til loka spátímabilsins en gert var ráð fyrir í síðustu spá.

Í spánni er tekið tillit til opinberra framkvæmda sem nýlega voru ákveðnar. Hins vegar er ekki tekið tillit til hugmynda í kosningastefnuskrám flestra stjórnmalaflokka um lækun skatta á næstu árum, enda liggur ekki fyrir hvernig framkvæmd þeirra verður háttáð.

Hagvöxtur þessa árs verður undir vexti framleiðslugetu en hagvöxtur eykst nokkuð á næsta ári

Samkvæmt spánni verður 2½% hagvöxtur á þessu ári. Það er undir vexti framleiðslugetu, enda slaknar framleiðsluspenna og atvinnuleysi eykst frá fyrra ári. Á næsta ári spáir bankinn hins vegar að hagvöxtur fari á ný lítillega yfir vöxt framleiðslugetu og verði um 3¼%. Þetta er nokkru meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar, sem einkum á rót sína að rekja til meiri vaxtar þjóðarútgjalda, sérstaklega á næsta ári. Spáð er að viðskiptahalli verði aðeins meiri á þessu ári og því næsta en gert var ráð fyrir í síðustu spá.

Talið er að einkaneysla muni aukast smávægilega

á þessu ári eftir tveggja ára samdrátt og enn frekar á því næsta. Fjármunamyndun mun hins vegar aukast verulega bæði árin, sem að stórum hluta má rekja til framkvæmda í tengslum við virkjanir. Almenn atvinnuvegafjárfesting (án stóriðju, skipa og flugvéla) er hins vegar talin dragast saman um 2% á þessu ári. Á móti kemur að opinber fjárfesting eykst verulega á þessu ári vegna áformaðra flýtiframkvæmda hins opinbera og verður töluvert meiri en gert var ráð fyrir í febrúar. Gert er ráð fyrir að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist nokkuð bæði árin, en í síðustu spá gerði bankinn ráð fyrir nokkrum samdrætti. Eins og fjallað hefur verið um hér að fram hefur verið íbúðarhúsnæðis hækkað verulega og útlán til nýbygginga aukist auk þess sem aðrar aðstæður hafa stuðlað að auknu framboði og eftirspurn eftir húsnæði. Vöxtur fjárfestingar í íbúðarhúsnæði er þó talinn verða nokkru minni á þessu ári en á því síðasta.

Reiknað er með að útflutningur muni aukast um rúmlega 1% á þessu ári, sem er rúmlega helmingi minni vöxtur en í síðustu spá. Spá um vöxt útflutnings á næsta ári hefur aftur á móti verið hækkuð. Á næsta ári er hins vegar gert ráð fyrir nokkru meiri vexti en gert var ráð fyrir í febrúar. Spáð er kröftug-

Tafla 5 Þjóðhagsspá Seðlabankans

	Milljarðar króna á verðlagi hvers árs			Magnbreytingar frá fyrra ári (%) ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur)		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Einkaneysla.....	419,5	433,6	452,2	-1¼	1	3	¼	¾	1½
Samneysla.....	194,7	202,4	218,0	3	2	2½	0	-¼	0
Fjármunamyndun.....	146,5	169,1	188,9	-12¾	11½	10¾	1¾	1	1¾
Atvinnuvegafjárfesting.....	79,4	94,2	114,4	-19½	14½	19¾	1½	-3¾	5¼
Án stóriðju, skipa og flugvéla.....	64,5	65,4	72,2	-9	-2	9½	.	.	.
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði.....	37,4	39,9	41,6	5¼	3	3½	¾	4½	5¼
Fjárfesting hins opinbera.....	29,7	35,0	32,8	-8¼	14	-7	-1¾	12½	-8½
Þjóðarútgjöld, alls.....	760,6	805,0	859,1	-2½	3½	4½	¾	¾	1¼
Útflutningur vöru og þjónustu.....	307,3	288,3	302,2	3	1¼	3¾	-1¼	-1¾	1
Innflutningur vöru og þjónustu.....	293,5	284,4	305,0	-2½	4	7	1½	-2	3
Verg landsframleiðsla.....	774,4	809,0	856,3	-½	2½	3¼	-¼	¾	¼
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF.....	.	.	.	¼	-1	-2¼	-¼	½	¼
Atvinnuleysi sem % af mannafla.....	.	.	.	2½	3	2½	0	-½	-½
Framleiðsluspenna sem % af VLF.....	.	.	.	½	0	½	-¼	0	0

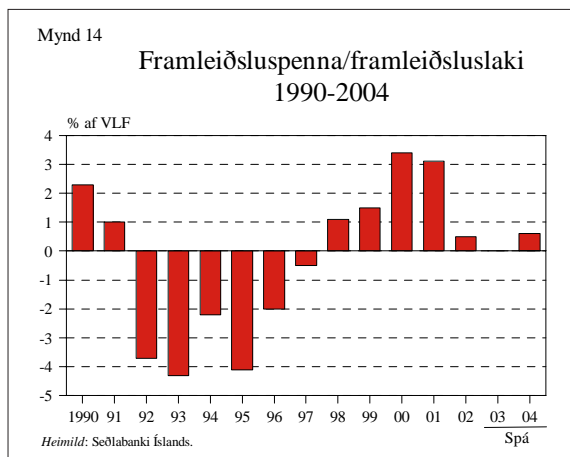
1. Magnbreytingar eru reiknaðar á föstu verðlagi ársins 1990.

um vexti innflutnings, en þó minni á þessu ári en spáð var í febrúar, en meiri vöxtur á næsta ári en áður var spáð vegur það upp.

Í spánni er eins og fram hefur komið reiknað með framkvæmdum vegna stækkunar Norðuráls. Enn ríkir nokkur óvissa um þessar framkvæmdir þótt Alþingi hafi samþykkt heimildarlög vegna þeirra. Þannig á Norðurál eftir að ljúka samningum um rafskaut, eftir á að ganga frá raforkusamningi og endanlegar ákvarðanir varðandi hönnun Norðlingaölduveitu hafa ekki verið teknar. Ef svo færi á þessar framkvæmdir yrðu ekki gæti hagvöxtur í ár orðið 2% í stað 2½% á þessu ári og 2½% í stað 3¼% á því næsta. Atvinnuleysi yrði þá meira bæði árin og framleiðsluspenna minni.

Reiknað er með svipaðri eftirspurnarþenslu á vöru- og vinnumarkaði og í febrúarspánni

Gert er ráð fyrir aðeins minna atvinnuleysi á þessu og næsta ári en í febrúarspánni. Eins og áður hefur komið fram eru vísbendingar um að umskipti á vinnumarkaði séu í nánd. Slaki sem hefur haldið áfram að aukast framan af árinu mun því líklega fara að minnka á ný og hverfa þegar líður á næsta ár. Auknar opinberar framkvæmdir eiga þar hlut að máli og að reiknað er með að framkvæmdir í tengslum við stækkun á verksmiðju Norðuráls geti fljótlega hafist.



Mat á framleiðsluspennu hefur hins vegar lítið breyst. Framleiðsluspenna er nú talin hafa verið lítillega minni á sl. ári en áður var talið, en það endurspeglar minni hagvöxt. Á þessu og næsta ári er reiknað með svipaðri framleiðsluspennu og í síðustu spá.

Horfur á innlendum vinnu- og vörumarkaði gefa því til kynna að innlend eftirspurn verði í ágætu samræmi við fulla nýtingu framleiðsluþátta á þessu og næsta ári. Því virðist lítils verðbólguþrýstings að vænta frá innlendri eftirspurn.

Verðbólguhorfur

Minni verðbólguþrýstingur frá undirliggjandi verðþáttum á þessu ári

Eins og áður hefur komið fram byggist eftirfarandi verðbólguþrýstingur á því að farið verði í stækkun álverksmiðju Norðuráls, til viðbótar við álversframkvæmdir á Austurlandi. Gert er ráð fyrir óbreyttri peningastefnunni út spátímabilið, þ.e.a.s. að stýrivextir Seðlabankans verði óbreyttir og að nafngengi krónunnar verði óbreytt frá spádegi. Miðað er við vísitölu gengisskráningar þann 25. apríl sl. en þá var vísitalan um 120 stig, sem felur í sér tæplega 4% styrkingu gengis krónunnar yfir þetta ár, eða rúmlega 3 prósentum meiri hækkun en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans.

Áðrar forsendur um eftirspurn og framleiðsluspennu hafa verið raktar hér að framan. Að auki byggist verðbólguþrýstingurinn á forsendum um verðþróun nokkurra lykilstærða, svo sem launakostnaðar og innflutningsverðlags.

Tafla 6 Helstu forsendur verðbólguþrýstingar (%)

	Síðasta spá			Ný spá		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Launakostnaður ¹	5	4¼	4	5	4½	5
Innlend framleiðni ²	½	1	1½	1	1½	1½
Innflutningsgengisvísitala krónunnar ¹	-12	-¾	0	-12	-4	0
Innflutningsverð í erlendri mynt ²	-1	1	1½	-½	-½	½

1. Prósentubreyting yfir ár. 2. Prósentubreyting milli ársmeðaltala.

Niðurstaða endurmats á þessum kostnaðarþáttum er að verðbólguþrýstingur frá þeim verði minni en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Mestu munar um minni innflutta verðbólgu. Nýjustu upplýsingar, spár alþjóðastofnana og framvirkir olíusamningar, benda til þess að innflutt verðbólga verði tæplega 1½ prósentu minni á þessu ári og um 1 prósentu minni á því

næsta. Einnig er í ljósi endurskoðaðrar þjóðhagsspár gert ráð fyrir ögn hagstæðari framleiðniþróun á þessu ári en gert var í síðustu spá bankans. Launakostnaður á framleidda einingu eykst því minna en áður var gert ráð fyrir. Á næsta ári gerir spáin, eins og áður, ráð fyrir því að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu verði í ágætu samræmi við verðbólgu markmið bankans, sé horft til ársmeðaltala. Þegar líða tekur á árið eykst hann þó nokkuð og verður meiri en samræmist verðbólgu markmiði.

Verðbólga fram undir mitt næsta ár minni en spáð var síðast en við markmið tvö ár fram í tímann

Í ljósi ofangreindrar þróunar er spáð minni verðbólgu fram undir mitt næsta ár en gert var í febrúar. Eitt ár fram í tímann er spáð 1,8% verðbólgu, í stað 2,2% í síðustu spá. Hins vegar er gert ráð fyrir að verðbólga vaxi smám saman eftir því sem líður á spátímabilið. Eftir tvö ár er gert ráð fyrir að verðbólga verði við verðbólgu markmiðið, eða um 2,6%, en síðast spáði bankinn 2% verðbólgu (2,2% sé miðað við sama ársfjórðung, þ.e. 2005:1).

Þótt horfur séu á að verðbólga fari tímabundið nokkuð undir verðbólgu markmiðið verður hún samkvæmt spánni vel innan neðri þolmarka allt spátímabilið og nær verðbólgu markmiðinu síðari hluta tímabilsins. Að tveggja ára spátímabili loknu, þegar eftirspurnarþensla eykst vegna aukinna umsvifa í tengslum við stóriðjuframkvæmdir, er hins vegar ljóst að verðbólga mun aukast nokkuð, að óbreyttri peningastefnu.

Töluverð óvissa ríkir um gengisþróunina ...

Sem fyrr er þróun gengis krónunnar sá þáttur verðbólguþróunarinnar sem mest óvissa er um. Gengið hefur hækkað töluvert undanfarið og meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans. Hvort gengið heldur áfram að hækka á næstu mánuðum verður ekki fullyrt um. Hins vegar er hugsanlegt að gengi krónunnar styrkist enn frekar þegar nær dregur stóriðjuframkvæmdunum og áhrif aukins gjaldeyrisinnstremmis koma betur fram.

... og um fyrirhugaða stækkun álverksmiðju Norðuráls

Eins og fram hefur komið er enn óvissa um fyrirhugaða stækkun Norðuráls. Verði hún ekki á spátímabilinu munu vegast á tvenns konar áhrif á

Tafla 7 Verðbólguþróun Seðlabanka Íslands

	Ársfjórðungsbreytingar (%)		
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi	Ársfjórðungs-breyting á ársgrundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
2001:1	0,8	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	0,6	2,3	2,2
2003:1	0,7	2,9	1,9
2003:2	0,9	3,5	2,3
2003:3	0,3	1,1	2,4
2003:4	0,2	0,6	2,0
2004:1	0,5	2,1	1,8
2004:2	0,8	3,1	1,8
2004:3	0,7	2,6	2,1
2004:4	0,5	2,1	2,5
2005:1	0,6	2,6	2,6
2005:2	0,9	3,6	2,7

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	4,8	1,4
2003	2,2	1,9
2004	2,1	2,6

Skyggt svæði sýnir spá.

verðbólgu. Annars vegar er líklegt að gengi myndi lækka í bráð og það mun valda meiri verðbólgu framánaf. Hins vegar verður framleiðsluspenna og atvinna minni, einkum á næsta ári. Það mun draga eitt-hvað úr verðbólguþrýstingi þegar lengra líður á spátímabilið.

Innflutt verðbólga gæti orðið enn minni en gert er ráð fyrir

Enn ríkir nokkur óvissa um framvindu heimsbúskaparins. Efnahagsbatinn er hægur og ekki útilokað að

hann verði enn hægari en gert er ráð fyrir í þeim spám sem liggja til grundvallar verðbólguþánni. Það gæti leitt til minni verðbólgu í viðskiptalöndunum og orðið til þess að innflutt verðbólga verði minni en gert er ráð fyrir í spánni. Áhættumat í síðustu spám alþjóðastofnana hefur t.d. verið fremur neikvætt, þ.e.a.s. líklegra er talið að hagvöxtur verði minni fremur en meiri en í grunnspám. Spárnar eru reyndar að mestu gerðar fyrir lok stríðsátaka í Írak, en hag-tölur sem birst hafa eftir þann tíma hafa ekki verið uppörvandi.

Innlend eftirspurn gæti hins vegar orðið meiri þegar horft er lengra fram á veginn

Á næsta ári verða gerðir kjarasamningar fyrir meirihluta launþega. Vegna þess að eftirspurn eykst eftir því sem líður á spátímabilið er nokkur hætta á að launahækkunar verði meiri en gert er ráð fyrir í spánni. Launakostnaður á unna einingu myndi þá hækka töluvert umfram verðbólguþánni Seðlabankans. Á hinn bóginn er vert að hafa í huga að hlutdeild launa í þjóðartekjum er þegar orðin mikil í sögulegu samhengi. Það bendir til þess að frekari hækkun gæti sett jafnvægi í þjóðarbúskapnum úr skorðum, en jafnframt að líklegt sé að atvinnurekendur muni spyrna við fótunum.

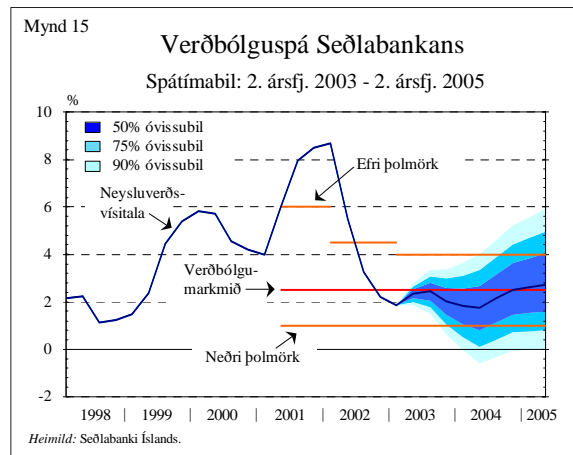
Mikil óvissa ríkir einnig um horfur í ríkisfjármálum og afstöðu hins opinbera til launabreytinga opinberra starfsmanna. Eins og fjallað er um síðar er ljóst að ef umtalsverðar skattalækkunar koma til framkvæmda án þess að gripið sé til samsvarandi niðurskurðar opinberra útgjalda er hætta á að verðbólga verði meiri en gert er ráð fyrir í spánni, sérstaklega þegar lengra er horft fram á veginn.

Spáóvissan niður á við til skamms tíma en upp á við til lengri tíma litið

Á heildina litið virðast samkvæmt ofangreindu mati heldur meiri líkur á að verðbólga verði minni en gert er ráð fyrir í spá bankans næsta ár en að hún verði meiri. Líkur á veikari þróunar innlendra og erlendra eftirspurnar og hugsanlegar tafir á framkvæmdum við álverksmiðju Norðuráls eru þá taldar vega þyngra en áhrif gengisþróunar eða slaka í ríkisfjármálum á næstunni. Síðar á spátímabilinu eru hins vegar talið líklegra að verðbólga verði meiri en í spá bankans en að hún verði minni. Hugsanlegt er að innlend eftirspurn verði meiri en gert er ráð fyrir, það ræðst m.a.

af aðhaldi í ríkisfjármálum. Óvissa tengd hugsanlegri frestun Norðuráls dregur þó aðeins úr ósamhverfni óvissunnar til lengri tíma litið.

Sem fyrr er líklegt að sögulegar spáskekkjur gefi til kynna meiri spáóvissu en raunverulega er til staðar, því að þær eru nokkuð litaðar af miklum sveiflum í verðbólgu undanfarin ár. Spáóvissan er því talin eitthvað minni næstu tvö ár en endurspeglast í sögulegum spáskekkjum.



Spá bankans til næstu tveggja ára er sýnd ásamt spáóvissu á mynd 15. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur eru á að hún verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að hún verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann, eins og birtist í víkkun óvissubilsins.¹⁰

Tafla 8 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

	Verðbólga				
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	yfir 4%
Ársfjórð.					
2003:2	< 1	73	73	27	< 1
2004:1	24	50	74	24	2
2005:1	15	30	45	32	23

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

10. Fyrir þær tímalengdir sem bankinn hefur ekki áður spáð er byggt á einföldum framreikningi. Hafa þarf í huga að matið á spáóvissu er á sama hátt og spár um einstök gildi háð óvissu. Því þarf að túlka spá-

Rammagrein 4 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Fyrir ári fór Seðlabankinn þess á leit að sérfræðingar nokkurra banka og fjármálafyrirtækja spáðu fyrir um ýmsar hagstærðir og hafa spánnar síðan birst í *Peningamálum*.

Meðfylgjandi tafla sýnir spár sem gerðar voru í apríl. Spár um verðbólgu yfir árið 2003 hafa hækkað frá könnuninni í janúar sl. en eru að meðaltali samhljóða verðbólgu markmiði bankans. Mikil hækkun fasteignaverðs undanfarna mánuði og verðbólgu skot í mars hafa af greiningardeildum verið nefnd sem ástæður hækkunar. Verðbólgu spá Seðlabankans fyrir þetta tímabil er nokkru lægri, eða 1,9%, sem er lækkun frá því í janúar sl. Um meðalhækkun verðlags milli ársmeðaltala 2002 og 2003 eru markaðsaðilar og bankinn nánast sammála. Á árinu 2004 gera sérfræðingarnir ráð fyrir meiri verðbólgu en bankinn, sérstaklega milli ársmeðaltala.

Í könnuninni voru sérfræðingarnir sem endranær spurðir um horfur varðandi aðrar lykilstærðir þjóðar-

búskaparins. Í janúar sl. skeikaði töluvert miklu milli hagvaxtarspár fjármálafyrirtækjanna og Seðlabankans. Sá munur er nánast horfinn og eru áætlanir um hagvöxt nú á svipuðum nótum. Bankinn spáir 2½% hagvexti í ár og 3¼% árið 2004.

Allir töldu svarendur að gengi krónunnar myndi lítið breytast næstu tólf mánuði og flestir að staðan yrði svipuð eftir 24 mánuði. Eins og í janúar álitu markaðsaðilar að ferli vaxtalækkana Seðlabankans væri lokið og hafa væntanlegar stórfamkvæmdir sjálfsagt haft áhrif á þá niðurstöðu. Töldu þeir stýrivextina verða komna í 6% eftir ár og tæp 7% eftir tvö ár, sem er nær samhljóða síðustu spá.

Sérfræðingarnir bjuggust við heldur hóflegri hækkun á verði hlutabréfa en í síðustu könnun. Mikill munur er þó á væntingum, eins og ráða má af mun á hæstu og lægstu gildum. Skiptar skoðanir voru einnig um fasteignaverð, en enginn býst við lækkun næstu tvö árin.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2003			2004		
	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	2,5	3,4	2,0	2,9	3,5	2,0
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	2,3	2,9	2,0	2,8	3,5	2,0
Hagvöxtur	2,2	2,5	1,9	3,4	3,8	3,0
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlends gjaldmiðils.....	120,0	122,0	118,0	122,0	125,0	115,0
Stýrivextir Seðlabankans	6,0	6,3	5,8	6,8	7,6	6,5
Langtímanafnvextir ²	7,4	8,0	7,0	7,8	8,2	7,3
Langtímaraunvextir ³	4,7	5,1	4,3	4,8	5,4	3,8
Úrvalsvísitala Aðallista	4,9	10,0	-1,1	9,8	18,0	4,2
Breyting fasteignaverðs	4,7	7,0	1,0	6,1	12,5	2,0

1. Taflan sýnir breytingar milli tímabila í % nema hvað varðar gengi og vexti. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stíg). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Búnaðarbanka Íslands hf., Íslandsbanka hf., Kaupþings banka hf., Landsbanka Íslands hf., SPRON og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 07 0209). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsbref (IBH 41 0315). Heimild: Seðlabanki Íslands.

Samkvæmt ofangreindu hafa líkur á því að verðbólga eitt ár fram í tímann verði undir verð-

bólgu markmiðinu haldið áfram að aukast. Til tveggja ára hafa líkurnar hins vegar minnkað. Líkur á að verðbólga verði innan þolmarka verðbólgu markmiðsins hafa lítið breyst frá síðustu spá og það sama á við um líkur á verðhjöðnun.

óvissuna af varúð. Henni er fremur ætlað að draga óvissu sem felst í spánni fram í dagsljósið en að vera nákvæmt mat á líkindadreifingu verðbólgu spárinnar.

III Stefnan í peningamálum

Í framhaldi af 0,5 prósentna lækkun stýrivaxta Seðlabankans 10. febrúar sl. hefur enn slaknað á aðhaldi peningastefnunnar. Raunstýrivextir voru snemma í maí um 2½% og hafa ekki verið lægri síðan snemma árs 1996. Þá hefur lækkun bindiskyldu haft í för með sér aukið framboð á lausu fé og stuðlað að frekari lækkun vaxta á peningamarkaði. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur því enn lækkað og hefur ekki verið lægri síðan um mitt ár 1996. Þrátt fyrir það hefur gengi krónunnar haldið áfram að hækka og var snemma í maí 2% hærra en í byrjun febrúar. Aðgerðir Seðlabankans á undanfönum mánuðum í formi lækkunar vaxta, lækkunar bindiskyldu og reglulegra kaupa gjaldeyris á markaði stuðla frekar að lægra gengi en ella, a.m.k. um hríð. Peningastefnan skýrir því ekki þá gengishækkun sem orðið hefur á undanfönum mánuðum, heldur virðist mega rekja hana til væntinga vegna fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda. Þessum framkvæmdum mun fylgja umtalsvert gjaldeyrisinnstreymi og vextir munu óhjákvæmilega hækka umfram það sem verður í viðskiptalöndum. Báðir þessir þættir munu skapa þrýsting til gengishækkunar og á framsýnum markaði hefur það tafarlaus áhrif á gengið.

Hækkun gengis á rætur að rekja til væntinga vegna stóriðjuframkvæmda

Hækkun gengisins er hluti af aðlögun hagkerfisins vegna stóriðjuframkvæmda. Sá hluti styrkingarinnar sem á sér stað fyrirfram hjálpar til að skapa svigrúm fyrir þessar framkvæmdir þar sem hún lækkar verðbólgu og dregur úr hagvexti í aðdraganda þeirra. Vandinn er hins vegar sá að hækkun gengisins bitnar á núverandi útflutnings- og samkeppnisgreinum og getur valdið þeim erfiðleikum ef hækkunin er langvarandi og mikil. Raungengi krónunnar var á fyrsta ársfjórðungi komið vel yfir söguleg meðaltöl og var rúmlega 6% hærra en meðaltal undanfarinna tíu ára. Þessa sér stað í minni framlegð útflutningsfyrirtækja, einkum í sjávarútvegi. Það verður hins vegar að hafa í huga að framlegð þessara fyrirtækja var í sögulegu hámarki á undanfönum tveimur árum og ekki við því að búast að sú staða gæti haldist. Fyrirtækin mega því búast við verri stöðu en þá var. Þá er á það að líta að raungengið er enn töluvert fyrir neðan hátoppa í fyrri uppsveiflum og ekki ósvipað og það var

á árinu 2000 (sjá nánar í viðauka). Það er því líklegt að það muni að óbreyttri hagstjórn hækka enn frekar þegar nær dregur hámarki stóriðjuframkvæmda hvort sem það gerist fyrir tilstyrk herra gengis eða meiri launahækkana og verðbólgu en í viðskiptalöndum.

Aðhaldssöm ríkisfjármálastefna er besta leiðin til að draga úr hækkun raungengis

Frekari hækkun raungengis væri auðvitað nokkurt áhyggjuefni fyrir stöðu útflutnings- og samkeppnisgreina. Því er eðlilegt að hugað sé að leiðum til að draga úr þessari hækkun. Eins og áður hefur komið fram hafa aðgerðir Seðlabankans að undanfönum stuðlað að lægra gengi fremur en hitt. Eigi að síður hefur því verið haldið fram að Seðlabankinn ætti að beita sér enn frekar til að lækka gengi, t.d. með snarpri lækkun vaxta og öflugum inngrípum á gjaldeyrismarkaði. Þá hafa verið nefndar hugmyndir um að ríkissjóður reyndi að hafa áhrif á gengið með því að taka innlend lán til að greiða niður erlend. Vandinn við frekari vaxtalækkun er að hún samrýmst ekki verðbólguþröngun Seðlabankans. Sú verðbólguþröngun sem hér er birt, og byggist á óbreyttum vöxtum, er mjög nálægt markmiðinu, sé litið tvö ár fram í tímann og verður reyndar þá á uppleið. Í ljósi horfa í efnahagsmálum myndi slík vaxtalækkun því tæplega vera trúverðug. Væntir skammtíma vextir í framtíðinni myndu því ekki lækka og því líklegt að langtíma vextir myndu ekki lækka. Áhrifin á vaxtamun á lengri enda markaðarins og þar með á gengi krónunnar yrðu því lítil sem engin. Seðlabankinn hyggst halda áfram að kaupa gjaldeyri á markaði á næstu mánuðum. Þótt það stuðli auðvitað að eitthvað lægra gengi en ella um hríð er ekki við því að búast að gjaldeyriskaupin hafi varanleg áhrif á gengið. Alþjóðleg og innlend reynsla sýnir að inngríp á gjaldeyrismarkaði sem ekki eru látin hafa áhrif á vaxtastig hafa yfirleitt aðeins skammvinn áhrif á gengið.¹¹ Sama á reyndar við um breytingar erlendra skulda ríkissjóðs í innlendar. Það gæti hækkað innlenda langtíma vexti um hríð og við óbreytt vaxtastig Seðlabankans er líklegt að áhrifin á gengið verði lítil og skammvinn. Annað mál er að skynsamlegt er að ráðstafa afgangi sem nauðsynlegt er að verði á ríkis-

11. Sjá grein eftir Gerði Ísberg og Þórarín G. Pétursson: „Inngrip Seðlabanka Íslands á innlendum gjaldeyrismarkaði og áhrif þeirra á gengi krónunnar“, í *Peningamálum* 2003/1.

sjóði í hámarki stóriðjuframkvæmda til að greiða niður erlend lán hans fremur en innlend.

Til að draga úr óæskilegri hækkun raungengis á næstu misserum verður því að grípa til annarra ráða en ofangreindra. Þar yrði áhrifaríkast að auka aðhald í opinberum fjármálum og draga úr opinberum framkvæmdum þegar stóriðjuframkvæmdir eru í hámarki. Það dregur beint úr innlendri eftirspurn og lækkar þar með raungengið frá því sem ella myndi verða. Önnur aðferð sem beita þarf samhliða er að auka framboð vinnuafls í framkvæmdatímanum með notkun erlends vinnuafls í meira mæli en ella. Það dregur úr spennu á vinnumarkaði og hækkun raungengis sem því fylgdi.

Mikilvægt er að gera sér grein fyrir hvað felst í auknu aðhaldi ríkisfjármála. Þar skiptir máli að tekjur og gjöld ríkissjóðs þróist með þeim hætti að þau haldi aftur af aukningu eftirspurnar í þjóðarþúinu en örvi hana ekki. Í því sambandi er ekki nóg að horfa á afkoma ríkissjóðs eina og sér. Afkoma ríkissjóðs getur batnað í uppsveiflu vegna þess að aukin umsvif skila meiri tekjum í ríkissjóð, án þess að í sjálfu sér hafi verið gripið til neinna sérstakra aðgerða á teknaeða útgjaldahlíð. Sakir afsláttá og þrepaskiptingar í skattkerfinu aukast skatttekjur yfirleitt meira í uppsveiflu en skattstofnarnir og skattbyrði þyngist. Í þessu felst ákveðin sjálfvirk sveiflujöfnun því aukin skattbyrði dregur úr eftirspurn. Ef tekjuauki ríkissjóðs vegna aukinna umsvifa er settur aftur út í hagkerfið með lækkun skatta eða auknum útgjöldum er þessi sjálfvirka sveiflujöfnun tekin úr sambandi og eftirspurn er örvuð en ekki heft. Til að meta áhrif ríkisfjármála á eftirspurn rétt þarf því að leiðrétta fyrir áhrifum hagsveiflunnar á þau (sjá nánar rammagrein 3). Þá fæst sveifluleiðrétta afkoma. Breytingin á sveifluleiðréttri afkomu er því besti mælikvarðinn á aðhaldsstig ríkisfjármálastefnunnar (og sama á reyndar við þegar horft er á hið opinbera í heild, þ.e. ríki og sveitarfélög). Aukið aðhald ríkisfjármála að eftirspurn krefst því bættrar sveifluleiðréttrar afkomu.

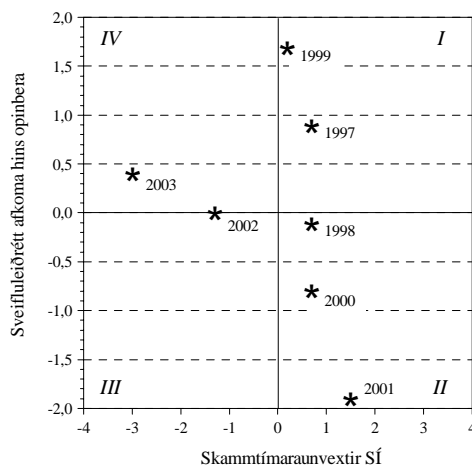
Samspil peningastefnu og ríkisfjármálastefnu verður mjög mikilvægt á næstu misserum

Eins og fram kom hér að framan er útlit fyrir nokkurn sveifluleiðréttan halla á hinu opinbera á þessu ári. Í ljósi þess að efnahagsuppsveifla virðist hafin og útlit er fyrir að hagvöxtur verði yfir vexti framleiðslugetu þegar á næsta ári er óhætt að fullyrða að ekki er hægt

Mynd 16

Peninga- og fjármálastefna 1997-2003

Breyting milli ársmeðaltala (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

að slaka frekar á aðhaldi opinberra fjármála án þess að það hafi í för með sér frekari þrengingar fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar. Ástæðan er sú að stærri hluti byrðanna vegna aðhalds að eftirspurn lendir þá á peningastefnunni og það þýðir að raungengi verður a.m.k. um hríð hærra en ella. Samspil ríkisfjármálastefnu og peningastefnu er alla jafna mikilvægt en verður það sérstaklega á næstu misserum. Á mynd 16 er sýnt hvernig þessu samspili hefur verið háttað á undanförunum árum. Myndin sýnir annars vegar breytingar á skammtímarauðvöxtum Seðlabankans og hins vegar á sveifluleiðréttri afkomu hins opinbera. Myndin skiptist í fjóra fleti. Á fleti I eykst aðhald í opinberum fjármálum og peningamálum. Togað er í sömu átt. Á fleti II er peningastefnan að verða aðhaldssamari en fjármálastefnan slakari. Togað er í sitt hvora átt. Á fleti III er aftur togað í sömu átt en nú til slökunar. Á fleti IV er stefnan í peningamálum að slakna en aðhald í opinberum fjármálum að aukast. Til þess að peninga- og ríkisfjármálastefnan vinni saman þarf að vera annað hvort í fleti I eða III. Sú hefur hins vegar ekki alltaf verið raunin, eins og myndin sýnir. Þannig jókst aðhald í peningamálum á árunum 2000 og 2001 en slaknaði í opinberum fjármálum.¹² Árið 1997 spiluðu þau hins

12. Niðurstöður Björns R. Guðmundssonar og Gylfa Zoëga benda til þess að ríkisfjármálastefnunni hafi yfirleitt ekki verið beitt kerfisbundið til

vegar mjög vel saman. Árið í ár lendir í fleti IV, þar sem fyrirbyggjandi áætlanir gera ráð fyrir lítils háttar auknu aðhaldi í opinberum fjármálum. Það er hins vegar vel hugsanlegt að þær séu of bjartsýnar, sam- anber töluvert aukinn undirliggjandi halla ríkissjóðs á fyrstu þremur mánuðum ársins.

Eftir því sem nær dregur hátoppi stóriðjufram- kvæmda er mjög mikilvægt að samspil hagstjórnar- innar færist inn á flöt I. Nákvæm staðsetning í fleti I ræðst af því hve mikið aðhald ríkisfjármála verður aukið á ný í fjárlögum fyrir árið 2004. Því meira sem þar verður tekið á, því minni þurfa hækkanir stýri- vaxta Seðlabankans að verða og geta hugsanlega komið seinna til skjalanna en ella.

Þar sem væntingar hafa leikið lykilhlutverk í hækkuð gengisins að undanfögnu myndi það hjálpa mikið til við að halda aftur af frekari hækkuð ef lögð yrði fram trúverðug áætlun fyrir næstu ár í opinber- um fjármálum, þar sem mótvægi þeirra við stóriðju- framkvæmdirnar kæmi skýrt fram. Það myndi einnig auðvelda samspil ríkisfjármálastefnu og pen- ingastefnu og draga úr líkum á því að peningastefn- an yrði önnur en best hæfir vegna þess að upplýsing-

ar skorti um áform í ríkisfjármálum. Það hlýtur að vera með brýnni verkefnum næstu mánaða að vinna slíka áætlun. Seðlabankinn er tilbúinn til að taka þátt í slíkri vinnu í samstarfi við stjórnvöld.

Ekki tilefni til vaxtabreytinga að sinni

Verðbólguþátturinn sem var kynnt hér að framan gefur ekki tilefni til vaxtabreytinga að sinni. Verðbólga verður við markmiðið lítið tvö ár fram í tímann. Hins vegar gæti hún orðið nokkuð undir 2% fram á fyrri hluta næsta árs. Það á m.a. rætur að rekja til lítillar alþjóðlegrar verðbólgu um þessar mundir og nýlegrar hækkuðar gengis krónunnar. Peningastefnan verður hins vegar að taka æ meira tillit til stóriðjufram- kvæmda eftir því sem hámark þeirra nálgast. Eins og alltaf ræðst þó peningastefnan af framvindunni og ekki er hægt að útiloka óvæntar breytingar sem hefðu áhrif á framkvæmd hennar. Miðað við nýja spá bank- ans og horfur þegar lítið er lengra fram á veginn er þó líklegast að vextir verði óbreyttir um hríð en taki síðan að hækka þegar á líður. Umfang og tímasetn- ingar ráðast bæði af framvindunni og af þeirri stefnu sem ný ríkisstjórn mun móta í ríkisfjármálum.

sveiflujöfnunar á Íslandi á tímabilinu 1960-1998. Sértekar aðgerðir virðast hafa verið sveiflumagnandi en sjálfvirkir sveiflujafnarar sáu jafnan til þess að ríkisfjármálastefnan var í meginatriðum hlutlaus. Sjá *Fjármálatíðindi*, 45. árg., 1998.

Viðauki Gengi og samanburður verðlags á milli landa

Gengi krónunnar hefur mikil áhrif í íslenskum þjóðarbúskap. Gengið hefur bein áhrif á verð innfluttrar og útfluttrar vöru og þjónustu, en samanlagt verðmæti út- og innflutnings er um 80% af landsframleiðslu. Gengið hefur þannig bein áhrif á verðlag innfluttrar vöru þar sem einnig óbein áhrif á verðlag innlendrar vöru þar sem erlend aðföng eru notuð við framleiðsluna. Af gengi og verðlagi ræðst hve hátt eða lágt verðlag hér á landi er miðað við verðlag erlendis. Hlutfall verðlags á Íslandi og verðlags í tilteknum viðmiðunarlöndum er nefnt raungengi (m.v. verðlag). Raungengi er einnig mælt út frá launakostnaði á einingu. Þótt þessir tveir mælikvarðar séu báðir kallaðir raungengi og notaðir sem viðmiðun þegar meta skal hvort gengi (raungengi) íslensku krónunnar sé hátt eða lágt, eru þeir um margt ólíkir.

Jafnvægisraungengi – jafnvægisgengi

Þegar rætt er um hvort gengi gjaldmiðils sé hátt eða lágt er byggt á einhvers konar hugmyndum um jafnvægisraungengi. Tvær viðmiðanir eru algengastar í því sambandi. Annars vegar er miðað við þjóðhagslegt jafnvægi, einkum í viðskiptum við útlönd. Gengið er þá „of hátt“ ef það leiðir til viðvarandi viðskiptahalla og skuldasöfnunar þjóðarbúsins.¹ Hins vegar er miðað við hlutfallslegt verðlag. Gengið er þá „of hátt“ ef verð á sambærilegum vörum er miklu hærra hér á landi en erlendis mælt í sömu mynt og að teknu tilliti til flutningskostnaðar, viðskiptakostnaðar, viðskiptahindrana, mismunandi skattlagningar á vöru og þjónustu milli landa, mæliskekna sem tengjast mismunandi samsetningu vörukrafa milli landa og annarra þeirra þátta sem skýra „eðlilegan“ verðmun á milli landa. Þessi skilgreining á jafnvægisgengi tengist kenningunni um kaupmáttarjafnvægi (e. Purchasing Power Parity). Auk þess að skilgreina jafnvægisraungengi felst í kenningunni að samkeppni í alþjóðlegum viðskiptum hljóti að eyða „eðlilegum“ verðmun á sambærilegum vörum og

1. Algengt er að skilgreina jafnvægisraungengi sem (raun)gengi þar sem samtímis ríkir innra og ytra jafnvægi, þ.e.a.s. ekki á sér stað ósjálfbær söfnun erlendra skulda og framleiðsluþættir eru hæfilega nýttir. Ítarlega er fjallað um kenningar um jafnvægisgengi í grein Arnórs Sigvatssonar, „Jafnvægisraungengi krónunnar – Er það til?“ í *Fjármálatíðindum*, 47. árg., 2000.

því hljóti jafnvægisraungengið að leita tiltölulega hratt í átt að jafnvægisraungenginu. Annars muni framtaksamir menn kaupa vöruna þar sem hún er ódýr og selja hana aftur með hagnaði þar sem hún er dýr. Verðmunurinn, jafnvægisraungengið, ákvarðast þá af viðskiptahindrunum, mismunandi skattlagningu og „eðlilegum“ flutnings- og viðskiptakostnaði.

Auk ofangreindra mælikvarða á jafnvægisraungengi, þar sem horft er til aðstæðna á mörkuðum fyrir vöru og þjónustu, eru einnig til viðmiðanir þar sem tekið er mið af aðstæðum á fjármagnsmörkuðum. Algengast er að miða við svokallað óvarið vaxtajafnvægi (e. Uncovered Interest Rate Parity). Í því felst að forsenda jafnvægis á fjármálamarkaði er að munur á innlendum vöxtum og erlendum sé jafn væntum breytingum á gengi, þannig að fjárfestar vænti sömu ávöxtunar í heimalandi eins og erlendis að teknu tilliti til áhættu. Ef fjárfestar horfa fram á að innlendir vextir verði mun hærri en erlendir á næstu árum ætti það að leiða til þess að fjármagn streymi inn í landið. Innstreymi fjármagns leiðir til lækkunar vaxta og hækkunar gengis. Jafnvægi kemst á þegar vaxtirnir hafa lækkað nægilega og/eða gengið hækkað það mikið að vænt gengislækkun jafni út mismuninn í innlendri og erlendri ávöxtun.

Munur á verðlagi

Í anda kenningarinnar um kaupmáttarjafnvægi hefur breska tímaritið *Economist* birt verð á Big-Mac-hamborgurum í mismunandi löndum og notað niðurstöðurnar til að gefa hugmynd um hlutfallslegt verðlag í einstökum löndum og gefa þar með vísbendingu um hvort viðkomandi gjaldmiðlar séu hátt eða lágt skráðir. Með hliðsjón af kenningunni um kaupmáttarjafnvægi er val *Economist* á vörutegund þó frekar óheppilegt. Ekki er hægt að flytja hamborgara á milli landa án þess að gæði tapist, auk þess sem víða eru verulegar hindranir í vegi viðskipta með mikilvæg aðföng eins og kjöt og vinnuafll.

Dagleg reynsla kennir að verð sambærilegrar vöru er mismunandi eftir verslunum. Staðsetning verslunarinnar skiptir máli (m.a. vegna flutningskostnaðar), umfang viðskiptanna, launakostnaður, þjónustustig o.fl. Þessir þættir hafa áhrif á mælingar á verði og verðbreytingum. Raungengi íslensku

krónunnar mundi því t.d. líklega mælast hærra á Ísa-
firði og Egilsstöðum en í Reykjavík.

Ekki liggja fyrir beinar mælingar á hlutfallslegu
verðlagi körfu sambærilegrar vöru svipað og Big-
Mac-hamborgara *Economist*. Nokkur vinna hefur þó
verið lögð í að búa til mælikvarða á hlutfallslegt
verðlag milli landa. Í meðfylgjandi töflu er sýnt hlut-
fallslegt verðlag á Íslandi miðað við verðlag í 15
ríkjum í ESB.

Hlutfallslegt verðlag á Íslandi miðað við 15 ríki í ESB			
Sama verðlag =100	1995	1999	2000
Einkaneysla	122	123	131
Matur	145	154	166
Kjöt.....	154	164	168
Fiskur.....	87	91	104
Föt og skór.....	127	130	146
Hiti og rafmagn	83	91	92

Heimild: Hagstofa Íslands

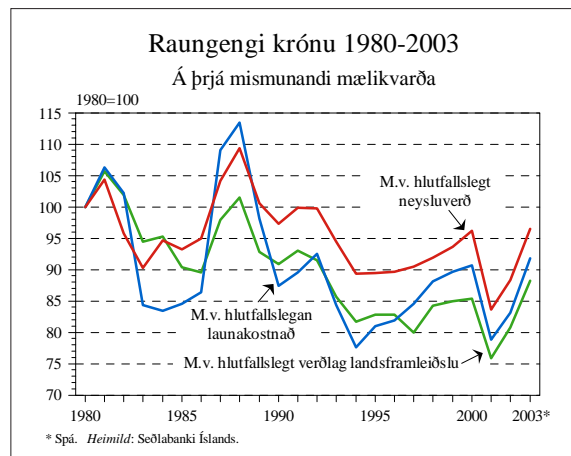
Eins og taflan sýnir er mikill munur á hlutfalls-
legu verði einstakra vöru flokka. Fiskur er ódýr hér á
landi en kjöt tiltölulega dýrt. Í töflunni er miðað við
15 ríki í ESB. Ef önnur viðmiðun er notuð fengist
önnur niðurstaða. Á árinu 1999 var hlutfallslegt
verðlag einkaneyslu 124 í Svíþjóð, 127 í Noregi og
133 í Sviss. Árið 2000 eru sambærilegar tölur 128,
129 og 135. Eins og sést á meðfylgjandi mynd var
raungengi krónunnar tiltölulega hátt á þessum árum.

Þróun hlutfallslegs verðlags

Viðskiptahindranir og munur á launastigi og fram-
leiðni hafa áhrif á verðlag í einstökum löndum.
Mikill munur er á verði landbúnaðarvöru vegna
margvíslegra viðskiptahindrana. Verð vöru og þjón-
ustu sem ekki ræðst í alþjóðlegri samkeppni, t.d.
vegna flutningskostnaðar, verður einnig mismun-
andi. Íbúðir og þjónusta hárskera eru dæmi um þess
konar afurðir. Í löndum þar sem framleiðni er mikil í
samkeppnisgreinum og laun tiltölulega há verður
verð vöru og vinnuafsfrekrar þjónustu hátt. Af þess-
ari ástæðu er nokkur jákvæð fylgni á milli framleiðni
(landsframleiðslu á mann) og hlutfallslegs verðlags.
Á Norðurlöndunum og í Sviss bætist við að flut-
ningskostnaður er oft mikill og löndin halda uppi

verulegum hindrunum fyrir viðskipti með land-
búnaðarvöru þrátt fyrir að flest þeirra séu tiltölulega
illa fallin til framleiðslu þessarar vöru.

Vegna þess hve erfitt er að bera saman hlutfalls-
legt verðlag er jafnvægisraungengi oftast metið út frá
hlutfallslegum verðlagsbreytingum frekar en beinum
mælingum á verðlagi. Því fylgir sá galli að þá tapast
beinn mælikvarði á jafnvægisraungengi, í samræmi
við kenninguna um kaupmáttarjafnvægi. Vísitölur
mæla breytingar. Gildi raungengisvísitölu á til-
teknum tíma segir því ekkert um það hvort raun-
gengið er nálægt jafnvægisraungengi. Þegar raun-
gengisvísitölur eru notaðar verður því að draga álykt-
anir á grundvelli meðaltals tiltekins tímabils í þeirri
von að meðaltalið endurspegli jafnvægisraungengi.
Raungengið er þá hátt þegar það er hærra en það var
að meðaltali á tilteknu tímabili. Ekki er hægt að úti-
loka að tiltekið meðaltal raungengisvísitölu víki um-
talsvert frá jafnvægisraungengi í skilningi kaup-
máttarjafnvægis. Einnig er mögulegt að tiltekin raun-
gengisbreyting endurspegli breytt jafnvægisraun-
gengi en ekki hækkun raungengis umfram jafnvægis-
raungengi, t.d. vegna breytts flutningskostnaðar eða
aukins vægis vöru sem ekki er í samkeppni og tækni-
þróun er hæg (t.d. þjónustu).



Meðfylgjandi mynd sýnir þróun þriggja raun-
gengisvísitalna íslensku krónunnar fyrir tímabilið
1980-2003. Eins og sést eru verulegar sveiflur í
öllum þessum vísitölum. Þær eru meiri en eðlilegt er
að búast við út frá kenningunni um kaupmáttarjafn-
vægi. (Ef raungengi annarra gjaldmiðla væri skoðað
með sama hætti sæjust enn meiri frávik). Flestir hag-

fræðingar eru þó á því að kenningin gildi „þegar til lengri tíma er litið“. Það sé hins vegar ljóst að um veruleg frávik er að ræða bæði vegna þess að jafnvægisraungengi breytist, en einnig vegna þess að raungengið sveiflast nokkuð frá jafnvægisraungenginu. Á myndinni sést að raungengi (hlutfallslegt neysluverðlag) hefur hækkað nokkuð frá árinu 2001, en er samt ekki hátt í sögulegu samhengi. Árið 1981 var raungengið t.d. 10% hærra en áætlað raungengi ársins 2003 og 1987 var það 15% hærra. Raungengi ársins í ár er 5% hærra en meðaltal undanfarinna 10 ára en 1% hærra ef miðað er við meðaltal undan­ginginna 20 ára.

Fyrsti mælikvarðinn á mynd hér að framan sýnir þróun raungengisins miðað við neysluverðlag. Sennilega væri best að miða útreikning raungengis við framleiðendaverð (eða heildsöluverð) vegna þess að þá gætti minnst áhrifa frá flutnings- og dreifingar­kostnaði. Því miður eru ekki enn til gögn til að reikna út raungengi íslensku krónunnar m.v. framleiðenda­verð.

Annar mælikvarðinn á myndinni sýnir þróun raungengis íslensku krónunnar miðað við verðlag landsframleiðslu. Þessi viðmiðun endurspeglar betur en vísitala neysliverðs hlutfallslegt verðlag þegar tekið er tillit til allrar vöru og þjónustu sem fram­leidd er hér á landi (og einnig verðlags á innfluttum vörum). Hins vegar hentar þessi viðmiðun síður til að meta jafnvægisraungengi vegna þess að stærri hluti af vöru og þjónustu í landsframleiðslu er háður sér­stökum aðstæðum í einstökum löndum. Sem mæli­kvarði á samkeppnisstöðu getur þessi mælikvarði einnig gefið misvísandi skilaboð. Hækkun fiskverðs leiðir t.d. til þess að verðlag landsframleiðslu hækka­ar og þar með raungengi. Samkeppnisstaða virðist því hafa versnað, þótt staða a.m.k. sjávarútvegsfyrir­tekja hafi batnað. Myndin sýnir að raungengi miðað við verðlag landsframleiðslu gefur svipaðar niðurstöður og raungengi miðað við neysluverðlag. Áætlað raungengi ársins 2003 er 3% hærra en það var sl. 10 ár og 3% lægra en það var sl. 20 ár.

Þróun launakostnaðar

Þriðji mælikvarðinn sem sýndur er í myndinni er raungengi miðað við laun. Þessi mælikvarði sýnir þróun launakostnaðar á framleidda einingu hér á landi og erlendis. Auk launa- og gengisbreytinga hafa framleiðibreytingar áhrif á þennan mæli­kvarða. Hann er ólíkur mælikvörðum á raungengi þar sem miðað er við verðlag að því leyti að hann tengist ekki kenningunni um kaupmáttarjafnvægi.² Því er ekki hægt að skilgreina jafnvægisraungengi m.v. laun út frá þeirri kenningu. Raungengi m.v. laun gefur vís­bendingar um þróun tiltölulegs launakostnaðar og þar með um afkomu fyrirtækjanna og samkeppnis­stöðu þeirra. Áætlað raungengi miðað við laun ársins 2003 er næstum það sama og var á árunum 1999 og 2000, en 8% hærra en það var sl. 10 ár og 3% hærra en það var sl. 20 ár.

Þrjár fyrrgreindir mælikvarðar á þróun raungengis íslensku krónunnar sem sýndir eru á myndinni gefa svipaða niðurstöðu þegar á heildina er litið. Saman­burður á raungengi ársins 2003 við meðaltal undan­farinna 10 eða 20 ára gefur einnig svipaða niður­stöðu. Myndin sýnir einnig að á alla þrjá mæli­kvarðana varð raungengi krónunnar töluvert lægra 2001 og 2002 en nokkru sinni áður á tímabilinu frá 1980. En þótt nærtækt sé að bera raungengið í dag saman við sögulegt meðaltal undanfarinna ára er ekki víst að meðaltalið gefi rétta mynd af jafnvægisraun­gengi krónunnar. Hugsanlegt er að horfur í íslenskum þjóðarbúskap hafi leitt til þess að jafnvægisraun­gengið hafi hækkað.³ Einnig er hugsanlegt að vænting­ar um áframhaldandi háa vexti hér á landi valdi hækkun gengisins til að skapa jafnvægi á fjármagns­markaði. Afstæði þessara mælikvarða sést einnig á því að raungengi ársins 2003, sama við hvern hinna þriggja mælikvarða sem er miðað, er jafnt raungengi ársins 2000. Þá nam halli á viðskiptum við útlönd 10% af VLF, en áætlað er að hallinn verði 1% í ár. Ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum getur því verið mjög mismunandi við sama stig raungengis.

2. Þessir mælikvarðar eru þó nátengdir þar sem þróun launakostnaðar ætti til langs tíma að endurspegla þróun verðlags og framleiðni.

3. Niðurstöður rannsókna Arnórs Sighvatssonar, Más Guðmundssonar og Þórarins G. Péturssonar gefa til kynna að sveiflur í viðskiptakjörum og raungengi skipti töluvert miklu máli fyrir hagsveiflur hér á landi. Sjá *Fjármálatíðindi*, 48. árg., 2001.