

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Efnahagsbati er hafinn en verðbólga verður undir verðbólguþröskulmörkum fram eftir næsta ári

Æ fleiri vísendingar eru um að efnahagsbati sé hafinn og flest bendir til að uppsveifla muni færast í aukana á komandi vetri. Enn er þó nokkur slaki í hagkerfinu. Þá eru ekki skýr merki um að viðsnúningur sé orðinn á vinnumarkaði og árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur enn ekki minnkað. Leiðandi vísendingar eins og vöxtur útlána og áform fyrirtækja um mannhald benda hins vegar sterkt til frekari aukninga eftirspurnar á næstunni. Þegar auknar aflaheimildir á nýju fiskveiðiári, meiri opinberar framkvæmdir og stóriðjuframkvæmdir bætast við má búast við að hagvöxtur geti orðið nokkuð þokkalegur á árinu. Spá bankans er að hann verði 2¼%. Það er þó undir vexti framleiðslugetu og því mun slaki aukast lítillega frá árinu 2002. Á næsta ári er hins vegar gert ráð fyrir að hagvöxtur verði nokkuð umfram vöxt framleiðslugetu, eða 3½%. Spenna gæti því byrjað að myndast þegar líður á það ár. Verðbólga verður þó undir verðbólguþröskulmörkum Seðlabankans fram á síðasta ársfjórðung næsta árs samkvæmt spánni. Það skýrist af því hversu verðbólga er lítil um þessar mundir, þeim slaka sem er til staðar og gengisstyrkingu undanfarinna mánaða. Lítið tvö ár fram í tímann er hins vegar spáð að verðbólga verði lítillega yfir verðbólguþröskulmörkinu. Þrátt fyrir það er ekki enn tilefni til vaxtabreytinga. Er þá einnig tekið tillit til verðbólgu um þessar mundir og áhættumats verðbólguþröskulspár. Eftirspurnaráföll gætu hins vegar fært verðbólgu enn neðar en hér er spáð en líkur á verðhjöðnun eru þó afar litlar. Að þeim möguleika frátöldum mun stefnan í ríkisfjármálum og húsnæðismálum hafa mikil áhrif á umfang og tímasetningar vaxtahækkana.

I Þróun efnahagsmála

Hagvöxtur tók við sér á fyrsta fjórðungi ársins, einkum vöxtur einkaneyslu, eins og skýrar vísendingar höfðu verið um. Ýmislegt bendir til eitthvað minni vaxtar einkaneyslu á öðrum fjórðungi ársins og útflutningur virðist hafa verið dræmur. Afli það sem af er árinu hefur verið minni en í fyrra sem nemur um fimmtings samdrætti í afla uppsjávarfisks. Afli var

hins vegar góður í júnimánuði bæði af botnfiski og uppsjávarfiski. Viðskiptakjarapróun hefur verið fremur óhagstæð og olíuverð hefur að jafnaði haldist hátt á þessu ári. Alþjóðleg efnahagsþróun gefur jafnframt vart tilefni til mikillar bjartsýni, nema hvað hún felur í sér að horfur eru á áframhaldandi lágum vöxtum á erlendum skuldum þjóðarinnar. Nokkur slaki virðist enn vera á flestum sviðum þjóðarbúskaparins og árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur heldur aukist áfram. Gengi krónunnar styrktist nokkuð í maí, en hefur síðan lækkað u.þ.b. í þá stöðu sem það var í um áramót. Eftir að hafa aukist tíma-bundið frá ársbyrjun dró úr verðbólgu á ný í maí, júní og júlí. Verðbólga skýrist af herra húsnæðis- og þjónustuverði en vöruverð hefur lækkað og er

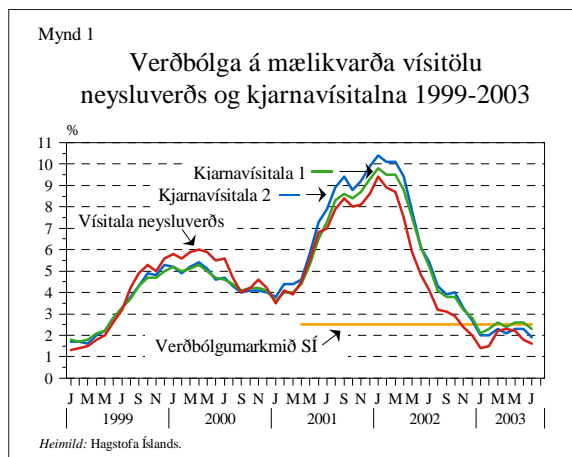
1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 25. júlí 2003. Athygli er vakin á því að í viðauka við þessa grein er að finna umfangullun um samanburð á verðbólguþröskulmörkum verðbólguþröskulmörkslanda sem framkvæmd var af rannsóknarstofnunum í Genf og London. Þar fá *Peningamál* góða einkunn.

verðbólgan nú undir verðbólguþröngu Seðlabankans. Lítil verðbólga hefur haldið kaupmætti stöðugum á árinu og töluvert meiri en fyrir ári. Á sama tíma hafa raunvextir almennt haldið áfram að lækka. Heimilin hafa brugðist við þessum jákvæðu aðstæðum með líflegum fasteignaviðskiptum og raunverð íbúðarhúsnæðis hefur náð nýju hámarki. Á heildina lítið má segja að eftirspurnarbatinn sé orðinn nokkuð skýr.

Verðlagsþróun

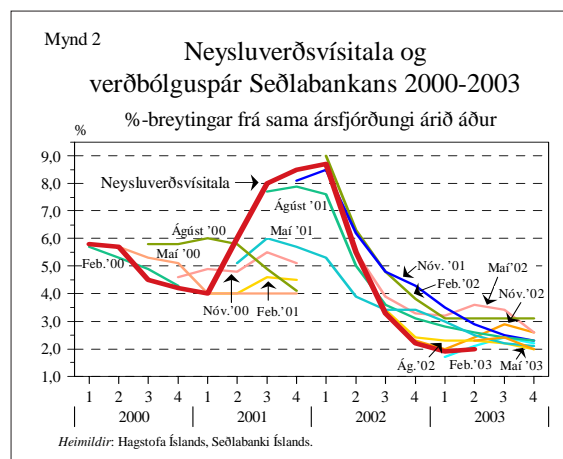
Verðbólga undir verðbólguþröngu í níu mánuði samfleytt

Frá nóvembermánuði sl. hefur verðbólga verið nokkuð undir verðbólguþröngu Seðlabankans, nálægt 2% sl. þrjú mánuði og 1,6% í júlíbyrjun. Lítil verðbólga í júlí skýrist m.a. af því að sumarútsölur á fötum og skóm var fyrir á ferðinni en venjulega og hefði tólf mánaða hækkun vísitölunnar verið um 1,9% ef útsölur hefðu ekki hafist svona snemma sumars. Sem fyrir er það einkum húsnæðisliður vísitölunnar sem skýrir hækkun hennar, en auk þess hefur verð opinberrar þjónustu hækkað mun meira en almennt verðlag. Vöruverð er hins vegar enn lægra en fyrir ári. Í viðskiptalöndunum hefur dregið úr verðbólgu undanfarna mánuði og hefur hún að meðaltali verið svipuð og á Íslandi. Í sumum mikilvægum viðskiptalöndum er verðbólga orðin mjög lítil, t.d. nálægt ½% í Þýskalandi, en allt að 4% þar sem hún er mest. Í Japan hefur ríkt verðhjöðnun.



Hækkun neysluverðs milli fyrsta og annars ársfjórðungs var undir síðustu verðbólguþröngu

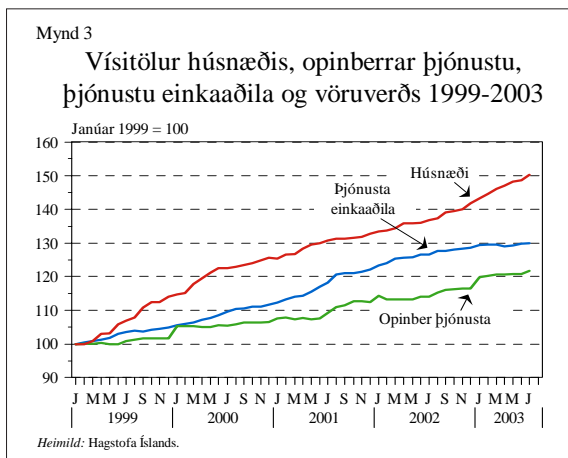
Í spá Seðlabankans, sem birt var í *Peningamállum* 2003/2, var reiknað með 2,3% hækkun vísitölu neysluverðs frá öðrum fjórðungi ársins 2002 til jafnlangdar 2003. Í reynd hækkaði vísitalan um 2,0%. Frávikið skýrist af lægra vöruverði en reiknað var með og sterkara gengi krónunnar á fyrri hluta spátímabilsins. Gengi krónunnar lækkaði hins vegar nokkuð í júní og var fyrri hluta júlímánaðar rúmlega 3% lægra en gert var ráð fyrir í maíspánni.



Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs og verð þjónustu skýra meira en alla tólf mánaða hækkun vísitölunnar...

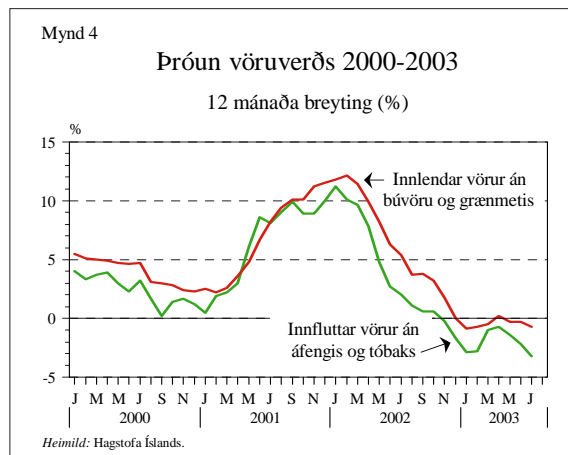
Í byrjun júlí hafði húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hækkað um 9,9% á tólf mánuðum og markaðsverð húsnæðis um 12,1% (sjá umfjöllun um íbúðamarkaðinn á bls. 12). Án húsnæðisliðar er vísitala neysluverðs óbreytt frá fyrra ári. Annar þáttur sem haft hefur umtalsverð áhrif á vísitölu neysluverðs sl. tólf mánuði er verðlag opinberrar þjónustu. Það hafði í byrjun júlí hækkað um tæplega 7% á einu ári og áhrif þess til hækkingar neysluverðs námu tæplega ½%. Eins og greint var frá í *Peningamállum* 2003/2 skýrist hækkunin af hliðrun hækkinga á opinberum gjaldskrá og ættu áhrif þess að hjaðna á næstunni og vera að mestu horfin í ársbyrjun 2004.

Dregið hefur úr tólf mánaða verðhækkun á þjónustu einkaaðila frá fyrri ársfjórðungi og var ársþækkunin á öðrum ársfjórðungi rúmlega 2½% og skýrði í júlí rúmlega 40% af hækkun vísitölunnar frá sama tíma í fyrra. Í sumum tilfellum hefur gengishækkun krónunnar ekki komið fram í lægra þjónustuverði eins og vænta mátti.



...en vöruverð hefur lækkað

Vöruverð er á heildina litið næmara fyrir breytingum á gengi krónunnar. Hækkun gengis krónunnar sl. ár kemur því einkum fram í vöruverði. Í júlíbyrjun var verðlag innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks 3,2% lægra en fyrir ári og verðlag innlendrar vöru án búvöru og grænmetis hafði lækkað um tæpt 1%. Áhrif gengisbreytinga undanfarna fjóra mánuði hafa þó ekki verið eins sterk og í byrjun ársins, enda hætti krónan að styrkjast.

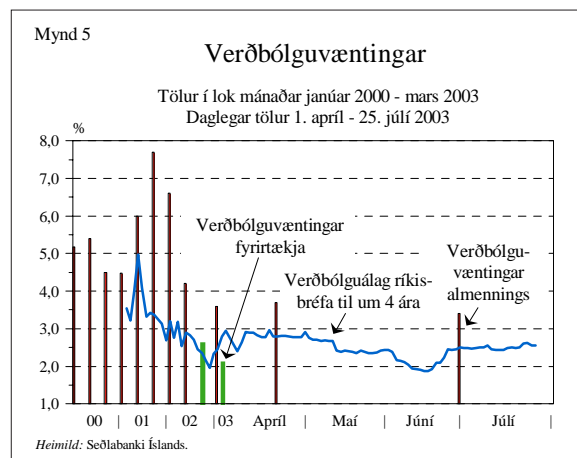


Verðbólguvæntingar hafa lengst af verið undir verðbólgu markmiði bankans, en hafa hækkað undanfarnar vikur

Verðbólguálag óverðtryggðra ríkisbréfa til fjögurra ára lækkaði í maí og fram í miðjan júní og hefur lengst af verið við eða undir verðbólgu markmiði Seðlabankans. Um miðjan júní fór verðbólguálagið

niður fyrir 2%, þegar ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa lækkaði tímabundið. Undir lok júní hækkaði verðbólguálagið á ný og hefur að undanfögnu verið tæplega 2½%.

Verðbólguvæntingar heimilanna þokuðust niður á við í könnun sem gerð var dagana 25. júní til 8. júlí. Að meðaltali töldu svarendur verðbólgu næstu tólf mánuði verða 3,4%, en miðgildið var 3%. Verðbólguvæntingar fylgja jafnan verðbólguvitund, þ.e.a.s. mati heimilanna á verðbólgu liðinna tólf mánaða. Verðbólguvitundin hefur þó lækkað heldur meira en verðbólguvæntingar að undanfögnu sem er í samræmi við minni verðbólgu. Að meðaltali töldu heimilin verðbólguna vera 2,8%, en miðgildið var 2%, þ.e.a.s. aðeins lítillega hærra en tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs í júní.



Ytri skilyrði og framleiðsla

Ytri skilyrði þjóðarbúsins hafa það sem af er árinu verið heldur óhagstæðari en fyrir ári. Afli hefur verið töluvert minni og viðskiptakjör þróast heldur til verri vegar. Olíuverðshækkunin í tengslum við Íraksstríðið hefur að nokkru gengið til baka en eldsneytisverð hefur haldist fremur hátt. Alþjóðleg efnahagsþróun er ekki heldur uppörvandi, þótt enn megi greina merki um hægan efnahagsbata allvíða. Hægur bati í viðskiptalöndunum hefur hins vegar leitt til þess að vextir hafa lækkað enn frekar, sem er hagstætt fyrir hið skuldsetta íslenska þjóðarbú. Minni afli og lægra verð hefur leitt til þess að vöruútflutningur hefur dregist saman það sem af er ári.

Undirliggjandi viðskiptajöfnuður á fyrsta fjórðungi ársins var lakari en í fyrra

Á fyrsta fjórðungi ársins var tæplega 1 ma.kr. halli á viðskiptum við útlönd, samanborið við 1½ ma.kr. halla á sama tíma í fyrra. Þessar tölur gefa þó villandi mynd af undirliggjandi þróun, þar sem innflutningur flugvélar í fyrra skipti verulegu máli. Ef óreglulegum viðskiptum með skip og flugvélar er haldið til hliðar var verulegur afgangur í fyrra og vöruskiptajöfnuður versnaði um 2,9 ma.kr. frá fyrsta ársfjórðungi í fyrra í stað þess að batna um 1,8 ma.kr. Því má segja að undirliggjandi viðskiptajöfnuður hafi ekki batnað heldur versnað um ríflega 4 ma.kr. Innflutt þjónusta jókst um tæplega 15% á föstu gengi frá sama tíma í fyrra. Þessi öri vöxtur er í takt við aðrar vísbendingar um aukna eftirspurn á fyrsta fjórðungi ársins. Útflutningur þjónustu jókst mun minna. Fyrir vikið jókst halli á þjónustuviðskiptum verulega, eða um rúmlega 2 ma.kr. en þáttatekjuhallinn minnkaði um 1,4 ma.kr.

Uppsjávarafli fyrstu mánuði ársins var mun minni en í fyrra og stuðlaði að verulegum samdrætti útflutnings í apríl og maí

Utanríkisviðskipti á öðrum fjórðungi ársins virðast stefna í að verða mun óhagstæðari en á þeim fyrsta. Það má ekki síst rekja til þess að uppsjávarafliinn var mun minni en í fyrra. Útflutningur var m.a. af þessum orsökum litill í apríl og maí og fyrstu fimm mánuði ársins var útflutningur 1,7% minni að magni en fyrir ári, samanborið við 7,5% vöxt fyrstu þrjá mánuðina. Hér segir til sín rúmlega 7% magnsam-

dráttur í útflutningi sjávarafurða og nærri 7% samdráttur í annarri iðnaðarvöru en áli. Aðeins í álútflutningi er magnaukning, um 11%. Hér er því um töluvert snögg umskipti að ræða, sem einnig birtist í 4,6 ma.kr. halla á vöruviðskiptum sl. þrjá mánuði (mars - maí), samanborið við 7,1 ma.kr. afgang fyrstu tvo mánuðina. Á hinn bóginn eru eftirstöðvar aflaheimilda heldur meiri en á sama tíma í fyrra, sem, ásamt hækkun aflamarks í þorski, ýsu og ufsa á næsta fiskveiðiári og verulegri aukningu aflaheimilda í kolmunna nú í sumar, gefa tilefni til að ætla að staðan muni lagast þegar líða tekur á árið.

Almennur vöruinnflutningur var hins vegar meiri en í fyrra

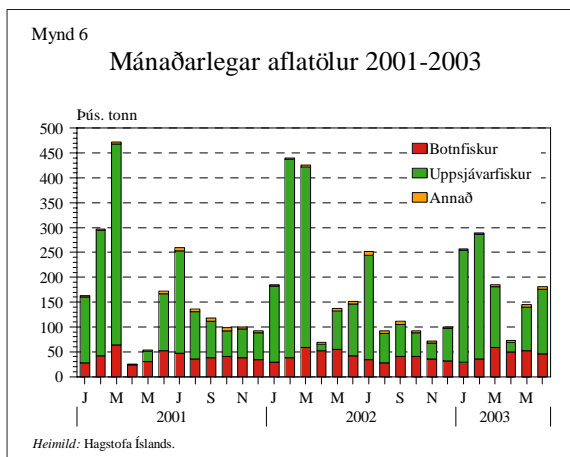
Á sama tíma og útflutningur dróst saman hefur undirliggjandi vöxtur innflutnings aukist. Vegna fyrrnefnds flugvélarinnflutnings var vöruinnflutningur fyrstu fimm mánuði ársins reyndar ívið minni að magni en fyrir ári, en að slíkum óreglulegum viðskiptum frátöldum var tæplega 8% vöxtur milli ára og innflutningur neysluvöru jókst um 14%. Síðustu þrjá mánuðina var innflutningur á föstu gengi, að skipa- og flugvélarinnflutningi frátöldum, u.þ.b. 15% meiri en fyrir ári.

Raungengi lækkaði milli ársfjórðunga vegna gengis-lækkunar krónunnar

Gengi krónunnar veiktist um tæp 2% milli fyrsta og annars ársfjórðungs og var um miðjan júlí rúmum 3% lægra en það var undir lok maí sl. Lægra nafngengi krónunnar leiddi til samsvarandi lækkunar raungengis. Á öðrum ársfjórðungi var raungengi rúmlega 4% hærra en að meðaltali undanfarin tíu ár og svipað og meðaltal undanfarinna tuttugu ára miðað við hlutfallslegt verðlag. Miðað við hlutfallslegan launakostnað var það 7½% og rúmlega 2% hærra en meðaltal undanfarinna tíu og tuttugu ára.

Afkoma skráðra fyrirtækja á fyrsta ársfjórðungi var sú sama og í fyrra, en afkoma sjávarútvegsfyrirtækja versnaði

Afkoma fyrirtækja sem skráð eru í Kauphöll Íslands stóð í stað á fyrsta fjórðungi þessa árs frá sama tíma í fyrra. Velta þeirra, að teknu tilliti til gengis- og verðbreytinga, jókst verulega frá fyrra ári, framlegð var 10,5% af veltu, en hagnaður eftir skatta lækkaði vegna minni gengishagnaðar.



Framlegð (EBITDA) sjávarútvegsfyrirtækja var hins vegar töluvert minni en á sama tíma í fyrra – lækkaði úr 34% í 24% (sölusamtök og Brim, sem er dótturfyrirtæki Eimskipafélagsins, eru ekki talin með). Þetta má þó telja góða afkomu í sögulegu tiliti. Að öðru jöfnu er framlegð sjávarútvegsfyrirtækja hvað mest á fyrri hluta ársins. Nú bregður svo við að eftirstöðvar veiðiheimilda voru óvenju miklar í lok fyrsta fjórðungs þessa árs, auk þess sem allar líkur eru á óvenjugóðum afla uppsjávarfisks nú í sumar. Þá bætist við að aflaheimildir í mikilvægustu botnfisktegundum hafa verið auknar á næsta fiskveiðiári sem hefst 1. september n.k. Má því frekar búast við að framlegð sjávarútvegsfyrirtækja haldist svipuð út þetta ár. Þrátt fyrir lakari afkomu bættu sjávarútvegsfyrirtæki eiginfjárstöðu sína úr 32% í 34,4%. Hækk-

þokkalega í sögulegu samhengi. Í nokkrum greinum eykst framlegðin á milli ára. Spáð er minni hagnaði eftir skatta en í fyrra, og má rekja það til minni gengishagnaðar en í fyrra.

Könnun, sem Samtök iðnaðarins gerðu í júní sl. um stöðu og horfur í iðnaði, sýnir að áhrif gengisbreytinga á stöðu fyrirtækja eru ákaflega mismunandi. Mikill meirihluti fyrirtækja sem tók þátt í könnuninni, eða 58 af 85, töldu að áhrif hás gengis á afkomu sína hafi verið frekar jákvæð eða lítil. Þegar iðnfyrirtæki eru vegin með veltu töldu þau að meðaltali að áhrif hás gengis hafi verið lítil. Vegið með sama hætti taldi rúmlega þriðjungur áhrif hás gengis á afkomu hafa verið jákvæð, u.þ.b 40% að þau hafi verið lítil, en aðeins um fimmtingur taldi áhrifin hafa verið neikvæð.

Tafla 1 Yfirlit um afkomu og efnahag skráðra fyrirtækja á fyrsta ársfjórðungi 2002 og 2003

%	Framlegð (% af veltu)		Hagn. e. skatta (% af veltu)		Eiginfjárhlutfall (%)	
	1. ársfj. 2002	1. ársfj. 2003	1. ársfj. 2002	1. ársfj. 2003	1. ársfj. 2002	1. ársfj. 2003
Fyrirtæki alls.....	10,7	10,5	9,1	7,2	34,9	37,9
Sjávarútvegur.....	33,8	23,8	33,3	24,9	32,1	34,4
Iðnaður.....	13,1	16,2	10,8	10,0	41,5	42,2
Flutningar.....	-7,6	-0,7	-3,6	-1,3	35,6	33,4
Hugbúnaðar- og samskiptafyrirtæki.....	18,6	22,5	8,3	4,7	37,6	39,6

Heimild: Seðlabanki Íslands.

un gengis krónunnar sem lækkar erlendar skuldir fyrirtækjanna veldur mestu um þessa hækkun.

Hækkun gengis krónunnar um 13% milli fyrstu fjórðunga árunna 2002 og 2003 átti verulegan þátt í að draga úr framlegð. Því fer þó fjarri að gengisbreytingar skýri minni framlegð að fullu, enda lækka ýmsir kostnaðarliðir til jafns við lægra afurðaverð, samanber umfjöllun í rammagrein 1. Verulegu máli skiptir einnig 270 þúsund tonna samdráttur uppsjávarafla milli ára, enda má að jafnaði rekja stóran hluta framlegðar fyrstu mánuði ársins til uppsjávarafla. Minni þorskaflí, sem gefur jafnan vel af sér, og nokkur verðlækkun á erlendum mörkuðum lögðust á sömu sveif.

Afkomuspár greiningardeilda fjármálafyrirtækja fyrir yfirstandandi ár gera ráð fyrir svipaðri framlegð í ár og í fyrra, á heildina litið. Framlegð sjávarútvegsfyrirtækja minnkar töluvert, en verður þó að telja

Einkaneysla jókst verulega á fyrsta fjórðungi ársins Samkvæmt ársfjórðungslegum þjóðhagsreikningum var landsframleiðsla á fyrsta fjórðungi ársins 3,3% meiri en fyrir ári. Ársfjórðungana tvo á undan hafði mælst samdráttur. Á bak við þennan hagvöxt stendur einkum vöxtur einkaneyslu, sem jókst um 4½%, auk þess sem nettóáhrif utanríkisviðskipta voru hagstæð. Samneysla jókst einnig verulega, en fjárfesting var mun minni en fyrir ári.

Vöxtur einkaneyslu kemur ekki á óvart. Stígandi hefur verið í vexti einkaneyslu sl. hálf ári og ýmsar veltutengdar vísbendingar höfðu gefið sterklega til kynna að einkaneysla hefði aukist töluvert á fyrstu mánuðum ársins (sjá *Peningamál 2003/2*). Hins vegar er rétt að hafa í huga að vöxtinn má að nokkru leyti rekja til lítillar einkaneyslu á fyrsta fjórðungi sl. árs, sem skánaði á öðrum ársfjórðungi.

Rammagrein 1 Ástand og horfur í sjávarútvegi – hvað skýrir lakari afkomu?

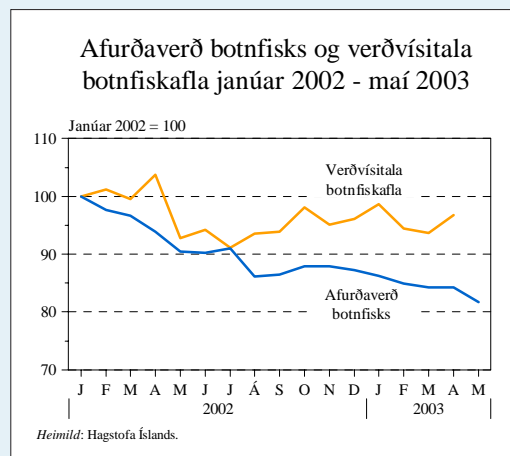
Versnandi afkoma í sjávarútvegi hefur verið nokkuð til umræðu að undanförmu. Eins og komið hefur fram hér að framan er þó á engan hátt hægt að telja afkomuna á fyrsta fjórðungi ársins slæma, þótt hún hafi ekki verið eins góð og á seinustu tveimur árum en þá voru metár að því er afkomu í sjávarútvegi varðar. Afkoma einstakra greina innan sjávarútvegsins er hins vegar til muna verri en sjávarútvegsins í heild, eða þess hluta hans sem er sýnilegur á innlendum hlutabréfamarkaði. Þetta á sérstaklega við um rækjuvinnslu, sem barist hefur í bökkum að undanförmu, hér sem og annarsstaðar.

Ástæður verri afkomu eru margþættar. Hækkun krónunnar hefur vissulega þrengt að sjávarútveginum. Þannig var verð erlendra gjaldmiðla á fyrsta fjórðungi ársins miðað við vöruútflutningsvog að meðaltali u.þ.b. 12% lægra en fyrir ári. Hins vegar er á það að líta að á sama tíma hafa orðið verulegar breytingar á gengi gjaldmiðla helstu viðskiptalanda innbyrðis. Gengi evru lækkaði t.d. aðeins um 5% gagnvart krónu, en Bandaríkjadalur um 23% og breskt pund um 13%. Þegar tekið hefur verið tillit til þess að mjöl er að miklu leyti selt í pundum og lýsi nær eingöngu í dölum, lætur nærri að Bandaríkjadalur vegi 23% og pundið u.þ.b. 30% í útflutningi sjávarafurða. Pundið vegur þannig töluvert þyngra í útflutningi sjávarafurða en í gengisvísitölunni, þar sem það vegur rúmlega 12%. Bandaríkjadalur vegur hins vegar svipað, eða tæplega 25%. U.þ.b. 40% útfluttra sjávarafurða fer til evrusvæðisins eða Evrópulanda sem mjög tengjast evrusvæðinu en vægi þessara gjaldmiðla í gengisvísitölunni er um 52%. Þá segir til sín að sá mikli ábati sem fyrirtæki sem seldu á Ameríkumarkað höfðu á árunum 2000-2001 vegna háls gengis dalsins, hefur allur gengið til baka.

Gengisbreytingar milli fyrstu fjórðunga 2002 og 2003 koma illa við greinar sem reiða sig á Bandaríkja- og Bretlandsmarkað, eða hafa gert samninga um sölu í þessum gjaldmiðlum án þess að verja sig fyllilega fyrir gjaldeyrisáhættu.¹ Þetta á sérstaklega við um fyrirtæki í rækjuvinnslu, sem selja nær eingöngu á Bret-

landsmarkað, en einnig mjölframleiðendur, að því marki sem gerðir hafa verið óvarðir samningar í breskum pundum. Þetta á einnig við um þau fyrirtæki sem framleitt hafa sérhæfðar afurðir á Ameríkumarkað. Þar sem verulegur hluti framlegðar á fyrstu mánuðum ársins byggist á vinnslu uppsjávarafla, sem að stórum hluta fer í bræðslu, hefur lækkun pundsins að líkindum haft veruleg áhrif á afkomuna. Við vanda rækjuvinnslunnar bætist svo verulegt offramboð sem einkum stafar af stóruknum rækjuveiðum Kanadamanna, sem einnig hafa styrkt stöðu sína í skjóli lágs gengis Kanadadals,² og samdráttur í rækjuaflla á Íslandsmiðum, sem rekja má til aukinnar þorskgengdar á rækjuhlóð. Erfiðleika í rækjuveiðnaði er því aðeins að óverulegu leyti að rekja til háls gengis krónunnar.

Annar vandi sem við er að etja í sjávarútvegi er að hráefnisverð til vinnslunnar fylgir ekki afurðaverði alltaf fyllilega eftir. Að undanförmu hefur afurðaverð lækkað verulega í krónum talið en hráefnisverð ekki fylgt eftir. Þetta hefur haft erfiðleika í för með sér hjá fiskvinnslufyrirtækjum sem ekki stunda einnig útgerð. Þorskerfið var t.d. 4% hærra fyrstu fjóra mánuði þessa árs en fyrir ári á sama tíma og botnfiskur lækkaði í verði á erlendum mörkuðum og krónan styrktist. Þá lækkaði verð á rækju til vinnslu á fyrstu fjórum



1. Ef markaðir eru skilvirkir ætti verðmyndun á heimsmarkaði fyrir mjöl, sem er tiltölulega einsleit vara, þó að endurspeglar gengisbreytingar á pundinu til lengri tíma lítið.

2. Á fyrsta ársfjórðungi hafði gengi Kanadadals lækkað um 18% gagnvart krónu frá sama tímabili 2002. Að auki hafa Kanadamenn komist framhá tollum í auknum mæli með því að láta vinna aflann innan ESB, einkum í Danmörku, og blanda saman við innlenda framleiðslu.

mánuðum ársins aðeins um 4% frá sama tíma í fyrra, sem er langtum minna en verðlækkun afurða í krónum talið. Hér er um innri vanda sjávarútvegsins að ræða, sem gengisstefnan getur ekki ráðið bót á. Þá hafði hátt oliuverð á fyrsta fjórðungi ársins neikvæð áhrif á afkomu útgerðarinnar.

Af ofangreindu má ráða að ekki er við einhvern einhlítan vanda að etja í sjávarútvegi sem rekja má til hækkunar gengis krónunnar. Gengishækkunin hefur vissulega rýrt afkomu sjávarútvegsins frá því í fyrra,

en hún var þá með besta móti. Hins vegar er um að ræða tekjuskriptavanda innan sjávarútvegsins og sérstakan vanda í ýmsum greinum, eins og rækju, sem ekki á rætur að rekja til gengisþróunar. Þess utan veltur það einnig á sveigjanleika sjávarútvegsins hvernig honum reidir af – t.d. hvernig til tekst með sókn inn á nýja markaði, gengisvarnir og vöruþróun. Þá má benda á að sjávarútvegsfyrirtækin eru nú almennt mun betur í stakk búin til að mæta tímabundnum erfiðleikum en áður var.

Útflutningur jókst um 4,8% á fyrsta fjórðungi ársins og innflutningur dróst lítillega saman. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar á fyrsta fjórðungi ársins nam því u.þ.b. 1½%. Margt bendir til þess að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar á öðrum fjórðungi ársins verði neikvætt, eins og fram kemur hér að framan, en vöxtur fjármunamyndunar gæti orðið meiri.

innanlandsmarkað sér aftur á strík eftir stöðugan samdrátt frá því á vori 2002.

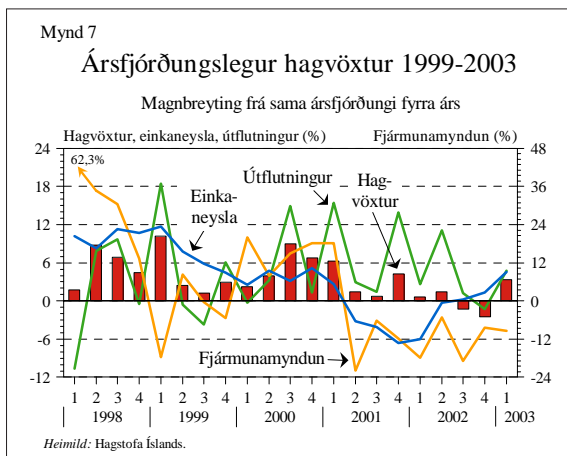
Innlend eftirspurn

Vöxtur einkaneyslu var líklega ívið veikari á öðrum fjórðungi ársins

Uppsveiflan í einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi var afdráttarlaus og í takt við batamerki sem saúst ársfjórðungana á undan. Að hluta til var að vísu um svo nefnd grunnáhrif að ræða, þ.e.a.s. vöxtur milli ára sem fremur stafar af slaka í einkaneyslu á fyrsta fjórðungi 2002 en aukningu frá næsta ársfjórðungi á undan. Þær vísbendingar um eftirspurn á öðrum ársfjórðungi sem fyrir liggja benda til þess að vöxturinn sé minni en á fyrsta ársfjórðungi, að hluta til vegna minni grunnáhrifa. Þannig virðist t.d. vöxtur greiðslukortaveltu, bifreiðaskráninga og innflutnings neysluvöru hafa verið minni á öðrum ársfjórðungi en þeim fyrsta. Einkum dró snögglega úr vexti greiðslukortaveltu í apríl og maí. Vöxturinn tók hins vegar við sér í júnímánuði.

Lækkun væntingavísitölu Gallup í júní bendir í sömu átt, þótt það sé háð nokkurri óvissu, en hún hafði hækkað samfleytt í fimm mánuði. Vísitölur væntinga til sex mánaða og mats á núverandi ástandi lækkuðu umtalsvert. Hugsanlegt er að sveiflur vísitölnnar tengist að einhverju leyti kosningum í maí og vaxandi áhyggjum af neikvæðum hliðaráhrifum fyrirhugaðra stórframkvæmda sem einkennt hafa umræðuna að kosningum loknum.

Á hinn bóginn er ekki annað að sjá en eftirspurn eftir húsnæði haldi áfram að aukast. Verð íbúðarhúsnæðis heldur áfram að hækka mun meira en sem nemur almennum verðhækkunum og útlán til íbúðakaupa hafa sjaldan verið meiri.



Velta í verslun, þjónustu, byggingarstarfsemi og iðnaði á innanlandsmarkað fer vaxandi

Virðisaukaskattskýrslur fyrstu fjóra mánuði ársins sýna verulegar breytingar á veltu samanborið við sama tíma 2002. Mikil raunveltuaukning varð í smásölu, heildsölu og þjónustu og alger viðsnúningur í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð. Raunveltuaukningin fyrstu fjóra mánuði ársins var í smásölu 3,5% (-2,4% 2002), 3,6% í heildsölu án eldsneytis (-2,4% 2002) og 11,9% aukning var í byggingarstarfsemi í stað 17,4% samdráttar fyrstu fjóra mánuði 2002. Þá nær iðnaðarframleiðslan á

Tafla 2 Vísendingar um eftirspurn á fyrri árhelmingi 2003

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Fyrsti ársfjórðungur	Það sem af er öðrum ársfjórðungi eða árinu ¹
Dagvöruvelta apríl-júní, raunbreyting	0,9	6,4
Greiðslukortavelta apríl - júní, raunbreyting	9,5	4,7
Bifreiðaskráning apríl-júní, fjölgun skráninga	56,8	40,8
Sementssala apríl-júní, magnbreyting (tonn).....	19,7	18,5
Almennur innflutningur janúar-maí, magnbreyting	6,4	7,5
Innflutningur neysluvöru janúar-maí, magnbreyting.....	19,4	13,7
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla janúar-maí, magnbreyting.....	10,7	11,1
Íbúðaverð í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu janúar-maí, verðbreyting	10,7	11,4
Útlán Íbúðalánasjóðs (nafnvirði) janúar-maí.....	24,1	23,7

1. Seinni taldáalkur sýnir breytingar frá fyrra ári á því tímabili sem tilgreint er.

Heimildir: Bilgreinasambandið, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Íbúðalánasjóður, Samtök verslunar og þjónustu, sementsframleiðendur, Seðlabanki Íslands.

Innflutningur fjárfestingarvöru bendir til undirliggjandi vaxtar fjárfestingar

Vísendingar um þróun fjárfestingar á öðrum ársfjórðungi eru fremur fátæklegar. Þó má ráða af innflutningi fjárfestingarvöru, að skipum og flugvéllum frátöldum, að undirliggjandi vöxtur sé í fjárfestingu. Samdrátt fjárfestingar á fyrsta fjórðungi ársins má rekja til fyrrnefnds innflutnings flugvélar árið 2002. Að honum frátöldum hefði orðið vöxtur. Ef slík stórviðskipti skekkja ekki samanburðinn á öðrum ársfjórðungi gæti nokkur vöxtur hugsanlega orðið niðurstaðan. Þá fer einnig að gæta nokkuð aukinna framkvæmda á vegum hins opinbera og við virkjanaf framkvæmdir í ársfjórðungnum, og vöxtur útlána til íbúðakaupa bendir til tölverðs vaxtar fjárfestingar í íbúðarhúsnæði.

Vinumarkaður og tekjuþróun

Fjölgun skólafólks á atvinnuleysisskrá skýrir auknið atvinnuleysi

Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi hefur aukist nokkuð jafnt og þétt frá haustmánuðum árið 2001, þótt hlé hafi orðið á síðustu mánuðum fyrra árs. Enn sér ekki fyrir endann á þeirri þróun, þótt hægt hafi á aukningunni. Rétt er að hafa í huga að atvinnuleysi er að jafnaði tafir vísending um ástand efnahagsmála og nær oftast hámarki nokkru eftir að efnahagsbati

hefst. Í júní sl. voru rúmlega 5.300 manns á atvinnuleysisskrá, eða sem nemur 3,2% af ætluðum mannafla. Að teknu tilliti til árstíma var atvinnuleysi 3,4%, svipað og í maí. Skráð atvinnuleysi var um hálfri prósentu lægra á öðrum ársfjórðungi en mældist í vinnu- markaðskönnun Hagstofu Íslands.

Þótt árstíðarleiddrétt atvinnuleysi sé enn ekki farið að minnka virðist vera þokkalegur hreyfanleiki á vinnumarkaðinum, því að samkvæmt upplýsingum frá vinnumarkaðinum og úthlutunarnefndum atvinnuleysisbóta hafa margir þeirra sem voru á atvinnuleysisskrá í vetur fengið vinnu, en á móti kemur að fleira skólafólk skráði sig atvinnulaust eftir að prófum lauk í maí. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar staðfesta þetta og skýra jafnframt hvers vegna atvinnuleysi hefur haldið áfram að aukast þrátt fyrir efnahagsbata. Könnun Hagstofunnar sýnir að atvinnuleysi dróst saman á öðrum ársfjórðungi hjá öllum aldurshópum nema þeim yngsta (16-24 ára). Nokkuð stór og vaxandi hluti atvinnulausra hefur þó verið atvinnulaus alllengi. Í júní hafði tæplega þriðjungur atvinnulausra verið atvinnulaus sex mánuði eða lengur, en á sama tíma fyrir ári hafði rúmlega fimmtungur verið atvinnulaus svo lengi. Skipting atvinnulausra eftir starfsstéttum í júní sl. var svipuð og á sama tíma í fyrra.

Fjölgun starfsfólks á döfnni í iðnaði, verslun og þjónustu, en fækkun í fiskvinnslu og útgerð

Ýmislegt bendir til þess að atvinnuástand batni á næstu mánuðum. Samkvæmt könnun Samtaka atvinnulífsins á ráðningaráformum fyrirtækja næstu 3-4 mánuði vildu fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki í júní sl. en í janúar og færri fyrirtæki hugðust fækka starfsfólki. Umskipti hafa helst orðið hjá fyrirtækjum í verslun og þjónustu og iðnaði, sem vildu fjölga starfsmönnum um 0,4% og 0,9%. Fyrirtæki í fiskvinnslu og útgerð vildu á hinn bóginn fækka starfsfólki, en minna en þau gerðu ráð fyrir í janúar. Fjármálafyrirtæki áformuðu að fækka starfsmönnum mun meira en í janúar síðastliðnum. Áform um fjölgun starfa voru bundin við höfuðborgarsvæðið en þar vildu fyrirtæki að meðaltali fjölga starfsfólki um 0,8%, en á landsbyggðinni hugðust fyrirtækin fækka starfsfólki lítillega. Hins vegar kom fram í könnun sem Samtök iðnaðarins gerðu meðal meðalstórra og stórra iðnaðarfyrirtækja í júní að fyrirtækin vildu fækka starfsmönnum um 0,7% á tímabilinu júní til september. Þó vilja fyrirtæki í byggingariðnaði og jarðvinnu fjölga starfsmönnum, um sem nemur 4,7% og 3,9%.

Síðustu tvö ár hefur atvinnuleysi aukist með haustinu þegar árstíðarbundnum verkefnum og sumarleyfisafleysingum hefur lokið. Óvíst er að svo verði í ár, því að könnun Samtaka atvinnulífsins bendir til þess að eftirspurn á höfuðborgarsvæðinu muni aukast á haustmánuðum, en þar hefur árstíðarleidd atvinnuleysi einmitt aukist á vor- og sumarmánuðum. Fyrirhuguð atvinnuátaksverkefni á vegum hins opinbera hefjast einnig í haust, en sum þeirra hafa tafist nokkuð.

Leiddar hafa verið getur að því að fjölgun lausra starfa kunni að vera fyrsta merki umskipta á vinnumarkaði. Lausum störfum hefur fjölgað verulega það sem af er árinu. Í júní voru laus störf á vinnumiðlunum 546 samanborið við 134 í janúar og 254 í júní í fyrra. Einnig jókst útgáfa atvinnuleyfa lítillega á vormánuðum eftir að hafa náð lágmarki í febrúar sl. Á fyrstu sex mánuðum þessa árs voru útgefin atvinnuleyfi þó fjórðungi færri en á samsvarandi tímabili í fyrra. Að nokkru leyti endurspeglar þessar breytingar þó vinnuafseftirspurn á fremur þröngu sviði. Þörf fyrir starfsfólk til starfa í slátrahúsum í haust skýrir að hluta fjölgun lausra starfa og jafnframt fjölgun nýrra atvinnuleyfa síðustu mánuði, því að erfitt er að manna þessi störf með innlendu vinnuafli.

Kaupmáttur launa var 3,6% meiri á öðrum fjórðungi ársins en fyrir ári

Launavísitala Hagstofunnar hækkaði um 0,5% milli fyrsta og annars fjórðungs ársins og hafði hækkað um 5,6% á tólf mánuðum og kaupmáttur launa því aukist um 3,6%. Laun á almennum vinnumarkaði hækkuðu um 0,4% milli ársfjórðunga og voru 5,5% hærri á öðrum fjórðungi ársins en fyrir ári, en áætlaðar samningsbundnar hækkanir á tímabilinu voru 3,6%. Laun opinberra starfsmanna og bankamanna hækkuðu um 5,9%. Kaupmáttur fastra launa á almennum vinnumarkaði jókst því um 3,5%, en kaupmáttur launa opinberra starfsmanna og bankamanna um 3,9%.

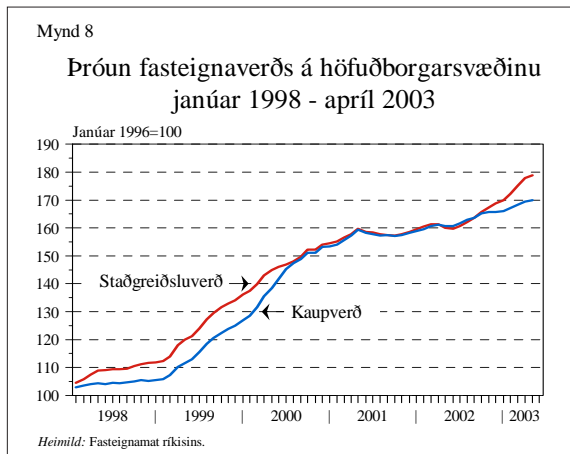
Fasteignamarkaður

Áfram mikil umsvif og verðhækkun á húsnæðismarkaði

Í síðasta hefti *Peningamála* var fjallað nokkuð ítarlega um þróun á húsnæðismarkaði, sem hefur einkennt af hröðum vexti útlána til íbúðakaupa, hækkandi íbúðaverði og minnkandi afföllum húsbrefa. Hin miklu umsvif voru þar rakin til aukins kaupmáttar launa, lækkunar vaxta og hjöðunar verðbólgu, á sama tíma og framboð lánsfjár jókst. Enn sjást þess engin merki að uppsveiflan sé í rénun.

Í maí hafði heldur dregið úr tólf mánaða hækkuðum íbúðaverði í fjölbyli á höfuðborgarsvæðinu, sem varð mest 14% í mars. Eigi að síður hélt fasteignaverð áfram að hækka mun hraðar en neysluverðlag síðustu mánuðina, sem hafði u.þ.b. staðið í stað að húsnæðiskostnaði frátöldum. Tólf mánaða vöxtur alls fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu var hins vegar enn á uppleið í apríl og nam þá tæplega 12%. Frá sl. hausti hefur íbúðaverð fyrst og fremst hækkað með þeim hætti að seljendur húsnæðis hafa fengið verðmeiri húsbref í hendur. Það felur í sér að staðgreiðsluverð íbúða hefur hækkað mun meira en nafnverð, sem eðlilegt er að gerist þegar umtalsverðar breytingar eiga sér stað á afföllum húsbrefa. Þannig myndaðist sams konar bil milli breytinga á nafnverði og staðgreiðsluverði árin 1998-1999, þegar einnig dró verulega úr afföllum húsbrefa, en árið 2000 og fram eftir ári 2001 hækkaði staðgreiðsluverð hægar en nafnverð, enda jukust þá afföll hröðum skrefum. Þessi þróun felur ekki í sér að staðgreiðsluverðið sé slæmur mælikvarði á verðbreytingar hús-

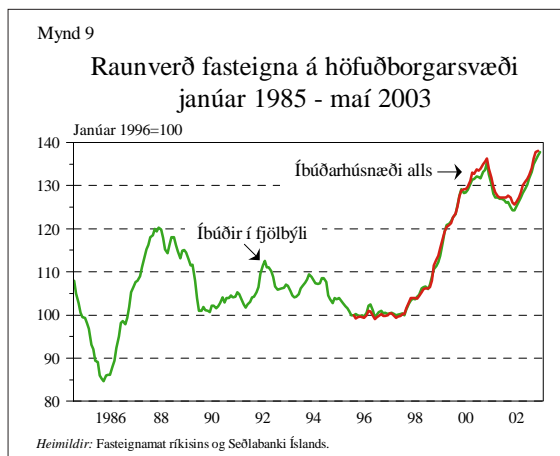
næðis, eins og haldið hefur verið fram, þótt hugsanlegt sé að kaupendur og seljendur átti sig ekki fyllilega á þessum verðbreytingum.²



Raunverð íbúða á höfuðborgarsvæðinu var í maí orðið 2% hærra en það varð hæst árið 2001 og ekki sjást nein merki þess að þessi hrina verðhækkana sé að stöðvast. Breytingar sem áformaðar eru á íbúðalánakerfinu og sú uppsveifla eftirspurnar sem framundan er gætu spennit verðið upp enn frekar. Það eykur hættu á offramboði, sem að lokum gæti endað með verðfalli. Erfitt er hins vegar að meta hve mikið verðið er komið yfir langtíma jafnvægisstöðu, eða hvort verðhækkunir endurspeglar að einhverju leyti varanlega hækkun lóðaverðs á stækkandi borgarsvæði. Stundum er horft til hlutfallslegrar verðbreytingar húsaleigu og fasteignaverðs sem vísbendingu um verðbólur á fasteignamarkaði. Ekki er að sjá að bil hafi myndast þar á milli á undanförunum árum, en hafa verður fyrirvara á um gildi þeirrar vísbendingar hér á landi sakir þess hve leigumarkaðurinn er ófullburða.

Vöxtur útlána til íbúðakaupa hefur sótt enn frekar í sig vedrið. Þannig var markaðsvirði húsnæðislána, sem endurspeglar verðmæti þess húsnæðis sem hægt er að kaupa fyrir lánin, í apríl-maí rúmlega 20% meira en fyrir ári. Lífeyrissjóðir hafa einnig haldið áfram að lána drjúgt til sjóðfélaga, og er þeim lánum

2. Minni afföll húsbrefa fela í sér ódýrara lánsfé sem ætti að auka eftirspurn eftir húsnæði og þrýsta verði þess upp að öðru óbreyttu. Því er mjög eðlilegt að saman fari minnkandi afföll og verðhækkun, sem birtist fyrst og fremst í hækkun staðgreiðsluverðs en ekki endilega nafnverðs á meðan afföllin eru að minnka.



væntanlega að mestu varið til húsnæðiskaupa. Nam tólf mánaða vöxtur útlána lífeyrissjóða til sjóðfélaga 11,9% í maílok. Þetta er að vísu töluvert hægari vöxtur en síðari hluta árs 2001, þegar ársvöxturinn nam tæplega þriðjung, en minna hefur hægt á raunvexti útlána.

Fjármálamarkaðir

Vöxtur útlána hefur aukist

Vöxtur útlána hefur aukist töluvert undanfarna mánuði. Tölur um útlán lánakerfisins í heild, sem ná til marsloka, sýna reyndar enn tiltölulega hægari vöxt, eða 3,8% á tólf mánuðum, en það gefur að vissu leyti villandi mynd vegna áhrifa gengisbreytinga á stofn útlána. Þannig drógust t.d. lán frá útlöndum saman um tæplega 3% á fyrrgreindu tímabili, en útlán til heimila, sem ekki verða fyrir umtalsverðum beinum áhrifum af gengisbreytingum, jukust um 7,7%. Vöxtur útlána á tólf mánuðum til loka mars að frádregnum áætluðum áhrifum gengisbreytinga nam 6%.

Þær upplýsingar sem fyrir liggja um þróun útlána innlánsstofnana á öðrum ársfjórðungi, benda til þess að útlánavöxturinn hafi tekið verulega við sér á ný. Einkum kom snöggur kippur í útlánin í maí. Tólf mánaða vöxtur útlána innlánsstofnana til júniloka var hinn mesti í rúmt ár og ef áætluð áhrif gengis- og vísitölubreytinga á útlánastofninn eru dregin frá var vöxturinn í maí hinn mesti í tvö ár, eða tæplega 13% en aðeins hægari í júní. Mest aukning hefur verið í útlánnum innlánsstofnana til fyrirtækja. Hugsanlegt er að útlánavöxturinn í maí skýrist að einhverju leyti af

skuldsettum yfirtökum eða tengist þeim framkvæmdum sem framundan eru.

Raunstýrivextir hækkðu í júní en hafa lækkað á ný
Stýrivextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir frá 10. febrúar. Raunstýrivextir Seðlabankans metnir með verðbólguálagi óverðtryggðra ríkisbréfa til fjögurra ára lækkuðu í kjölfar lækkunar stýrivaxta í febrúar. Þeir hækkðu nokkuð á ný fram í miðjan júní vegna lækkunar verðbólguálags (sjá mynd 12) en hafa síðan lækkað aftur og verið á bilinu 2,6%-2,8% það sem af er júlí. Skammtímavaxtamunur við útlönd hefur aukist jafnt og þétt frá því um miðjan apríl þegar hann fór um skamma hríð niður fyrir 2%. Fyrstu þrjár vikur júlímánaðar var vaxtamunur þriggja mánaða innlendra og erlendra ríkisvixla að meðaltali u.þ.b. 3%. Lækkun erlendra vaxta skýrir u.þ.b. þriðjung aukins munar.

Vaxtamunur lengri og skemmri skuldabréfa jókst verulega á öðrum ársfjórðungi er ávöxtunarkrafa styttri bréfa lækkaði

Miðlun vaxtabreytinga Seðlabankans sl. mánuði hefur mótast mjög af þeim miklu framkvæmdum sem eru í aðsigi. Frá haustmánuðum 2002 og fram á vor höfðu væntingar um aukna verðbólgu og vaxtahækkunarir vegna stóriðjuframkvæmda þau áhrif að óverðtryggðir vextir fylgdu ekki lækkun skammtímavaxta eftir, eða hækkðu jafnvel á tímabili. Munur á ávöxtunarkröfu skuldabréfa til lengri og skemmri tíma jókst því verulega. Á öðrum fjórðungi ársins var munur á vöxtum ríkisbréfa til u.þ.b. tíu ára og u.þ.b. fjögurra ára bréfa að meðaltali rúmlega 1%, en u.þ.b. 0,6% á fyrsta ársfjórðungi. Aukinn vaxtamunur á öðrum ársfjórðungi má fyrst og fremst rekja til lækkunar ávöxtunarkröfu styttri bréfanna, sem fór niður í 6,1% í byrjun júní. Síðastliðinn mánuð hefur vaxtalækkunin gengið til baka og því dregið úr muninum á ný. Undir lok júlí var ávöxtunarkrafa fjögurra ára skuldabréfanna 6,9%.

Vaxtaþróunina má túlka sem svo að á markaði sé reiknað með lítilli verðbólgu næstu misseri, en að til lengri tíma ríki meiri óvissa um verðlagsþróunina. Gengisþróunin og lítil verðbólga nýliðna mánuði hafa haft áhrif á þetta mat. Ekki er þó víst að þessar breytingar hafi eingöngu með verðbólguvæntingar að gera og hækkun vaxta sl. mánuð má hugsanlega skýra með hagnaðartöku.

Ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa lækkar

Þeir vextir sem mestu máli skipta fyrir heimilin er ávöxtun verðtryggðra lána og skuldabréfa. Ávöxtun húsbreifa, sem hefur verulega áhrif á spurn eftir húsnæði, hefur lækkað verulega frá útgáfu *Peningamála* í maí. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkisskuldabréfa lækkaði almennt um 0,3-0,6 prósentur á öðrum fjórðungi ársins. Lækkunin hefur orðið þrátt fyrir mikið framboð húsbreifa og endurspeglar mikla eftirspurn sem að hluta kemur frá útlöndum.

Fjármálaleg skilyrði á heildina litið hafa breyst í átt til aukins slaka undanfarna mánuði

Flest bendir til að fjármálaleg skilyrði hafi á heildina litið þróast í átt til aukins slaka frá því að *Peningamál* komu út í maí, þrátt fyrir nokkrar sveiflur. Nafnvextir hafa lækkað, mikilvægustu raunvextir haldist lítt breyttir eða lækkað (þrátt fyrir tímabundna hækkun) og útlánavöxtur aukist. Að auki hafa erlendir vextir lækkað enn frekar. Vegna þess að stór hluti skulda íslenskra fyrirtækja eru erlend lán eða lán tengd erlendum gjaldmiðli og vöxtum skiptir erlend vaxtaþróun einnig verulegu máli. Vextir tíu ára bandarískra ríkisskuldabréfa voru aðeins u.þ.b. 3½% í lok júní og vextir þriggja mánaða ríkisvixla innan við 1%. Skammtímavextir eru víðast hinir lægstu í áratugi og í suum tilfellum þarf að fara aftur á nítjándu öld til að finna lægri vexti. Þessa stöðu hafa íslenskar fjármálastofnanir nýtt sér með því að auka erlendar skammtímaskuldir sínar.

II Þjóðhags- og verðbólguþá

Litlar breytingar eru gerðar á forsendum nýrrar þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans frá því í maí sl. þegar bankinn birti síðast spá sína. Eins og áður er gert ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar út spátímabilið og einnig er gengið út frá óbreyttri peningastefnu. Í spánni er m.a. gert ráð fyrir framkvæmdum vegna álvers Fjarðaáls á Austurlandi og í tengslum við stækkun Norðurláls, þótt töluverð óvissa ríki enn um síðarnefndu framkvæmdina. Verði ekki af henni gæti hagvöxtur í ár orðið ½% minni og ¼% minni á næsta ári en spá bankans gerir ráð fyrir. Slakinn í hagkerfinu yrði því meiri en eftirfarandi spá gerir ráð fyrir.

Spáð er að hagvöxtur verði aðeins meiri á þessu og næsta ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Framleiðsluspenna hefur einnig verið endurskoðuð og er nú reiknað með lítils háttar slaka á árunum 2002 og 2003, sem snýst í smávægilega framleiðsluspennu á árinu 2004, þar sem hagvöxtur verður þá yfir vexti framleiðslugetu. Þar sem gert er ráð fyrir meiri slaka á vöru- og vinnumarkaði spáir bankinn minni verðbólgu framan af spátímabilinu en gert var í síðustu spá. Verðbólga er hins vegar yfir verðbólgu-markmiði Seðlabankans sé litið tvö ár fram í tímann. Eins og í síðustu spá er talið að spáóvissan eitt ár fram í tímann sé heldur niður á við en nú er talið að spáóvissan tvö ár fram í tímann sé samhverf, í stað upp á við í síðustu spá.

Eftirspurn og framleiðsla

Forsendur þjóðhags- og verðbólguþáttar Seðlabankans

Í þjóðhags- og verðbólguþátt Seðlabankans frá því í maí sl. var miðað við gengisvísitöluna 120 út spátímabilið. Nú er hins vegar reiknað með gengisvísitölunni 124. Er þannig gengið út frá því að gengi krónunnar verði rúmlega 3% lægra á spátímabilinu en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Spáin byggist jafnframt á því að áhrif opinberra fjármála verði tiltölulega hlutlaus að frátalinni umtalsverðri aukningu

opinberrar fjárfestingar á þessu ári en samdrætti á því næsta. Þetta felur í sér að ekki verði breytingar á útgjalda- og tekjuhlíð ríkissjóðs sem raski afkomu hans. Sjálfvirk sveiflujöfnun, sem felst í breytingum á tekjum og gjöldum ríkissjóðs sem stafa af hagsveiflunni, er hins vegar látin virka. Gert er ráð fyrir að vöxtur samneyslu sé undir sögulegu meðaltali.

Forsendur um þróun ytri skilyrða á þessu ári og næstu ár hafa breyst þannig að gert er ráð fyrir heldur meiri lækkun á verði sjávarafurða á þessu ári en í seinustu spá. Nú er áætlað að verð sjávarafurða lækki um 4% á þessu ári í stað 2% lækkunar í síðustu spá. Gert er ráð fyrir óbreyttu verði milli áruna 2003 og 2004 sem er breyting frá fyrri spá, en þá var gert ráð fyrir 2% hækkun á milli áruna. Þá er gert ráð fyrir nokkrum vexti í útflutningsframleiðslu sjávarafurða á þessu ári eða 3% vegna aukinna aflaheimilda á næsta fiskveiðiári og aukins kolmunnaafla nú í sumar. Óbreyttar magnforsendur eru notaðar vegna 2004 eða 5% magnaukning. Áætlað er að verðlag áls muni hækka um 4% á þessu ári og er það breyting frá fyrri spá sem gerði ráð fyrir 1% verðlækkun. Áfram er byggt á verði á framvirkum samningum og verðforsendum álfyrirtækjanna tveggja, Norðuráls og Alcan á Íslandi.

Gert er ráð fyrir að verðlag innflutnings í erlendri mynt haldist óbreytt frá því í maí. Horfur um eldsneytisverð eru byggðar á framvirkum samningum.

Tafla 3 Forsendur þjóðhagsspar Seðlabanka Íslands

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá ¹		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
<i>Stýrivextir og gengi²</i>						
Stýrivextir Seðlabankans	8,2	5,3	5,3	-	-	-
Gengisvísitala erl. gjaldmiðla	131,4	123,0	124,0	-	2,0	3,3
<i>Ytri skilyrði (breytingar frá fyrra ári í % nema fyrir vexti)</i>						
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	4¼	3	5	-	3	-
Verð sjávarafurða	3¼	-4	-	-	-2	-2
Verð áls	-6½	4	2½	-	5	3½
Verð almenns vöruinnflutnings	-½	-½	½	-	-	-
Eldsneytisverð	2	9	-14	-	6	-
Verð útflutnings vöru og þjónustu	-1¾	-7¾	¾	-	-¼	-¼
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	1	-1¼	¼	-¼	¼	-½
Erlendir skammtímavextir (%)	2¾	3	3½	-	-	-

1. Stutt lárétt strik (-) táknar að breyting er engin. 2. Ársmeðaltöl. Miðað er við óbreytta vexti og gengi frá spádegi (dagleg gögn).

Verðið hefur heldur farið hækkandi á undanförunum vikum þannig að nú er áætlað að eldsneytisverð hækki um 9% á þessu ári en lækki hins vegar um 14% á næsta ári (hvort tveggja í erlendri mynt). Þetta er talsverð hækkun frá því í síðustu spá þar sem gert var ráð fyrir 3% hækkun á þessu ári. Hins vegar er spáin óbreytt fyrir árið 2004. Búist er við að þróun viðskiptakjara vöru og þjónustu verði aðeins hagstæðari á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá, en í raun er þó um tilfærslu frá síðasta ári að ræða. Á næsta ári er reiknað með að viðskiptakjör muni batna frá þessu ári en um ½ prósentu minna en gert var ráð fyrir í síðustu spá.

Forsendum um þróun erlendra vaxta er ekki breytt frá síðustu spá bankans. Gert er ráð fyrir að erlendir skammtíma vextir verði 3% á þessu ári og 3½% á því næsta.

Hagvöxtur eykst lítillega frá síðustu spá...

Samkvæmt spá Seðlabankans verður 2¾% hagvöxtur á þessu ári og 3½% hagvöxtur á því næsta. Þetta er í báðum tilfellum ¼ prósentu meiri hagvöxtur en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Spáð er að einkaneysla vaxi um 2% á þessu ári, sem er mun meira en spáð var í maí, en áfram er gert ráð fyrir 3% vexti á næsta ári. Talið er að samneyslan muni aukast lítillega á þessu ári frá fyrri spá. Hins vegar er talið að fjármunamyndun þessa árs muni aukast um 10¾% sem er nokkru minna en spáð var í maí. Spá bankans um fjárfestingu í íbúðarhúsnæði er óbreytt. Útflutningur eykst um 2% á þessu ári og um 4% á því næsta samkvæmt spánni. Aukninguna má rekja til aukinna aflaheimilda eins og rakið var hér að framan. Talið er að vöxtur innflutnings verði óbreyttur frá síðustu spá á árinu 2004, en aukist lítillega á þessu ári miðað við spána í maí.

Tafla 4 Þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

	Milljarðar króna á verðlagi hvers árs			Magnbreytingar frá fyrra ári (%) ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ¹		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Einkaneysla	419,5	436,0	457,7	-1¼	2	3	-	1	-
Samneysla	194,7	206,5	221,9	3	2½	2½	-	½	-
Fjármunamyndun	146,5	167,4	191,2	-12¾	10¾	11¼	-	-¾	½
Atvinnuvegafjárfesting	79,4	93,6	116,5	-19½	14	20¾	-	-½	1
Án stóriðju, skipa og flugvéla	64,5	65,2	73,1	-9	-2	9¼	-	-	-¼
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	37,4	39,8	42,2	5¼	3	3½	-	-	-
Fjárfesting hins opinbera	29,7	34,1	32,5	-8¼	11¼	-7	-	-2¾	-
Þjóðarútgjöld, alls	760,6	809,9	870,7	-2½	3¾	4¾	-	¼	¼
Útflutningur vöru og þjónustu	307,3	289,5	303,6	3	2	4	-	¾	¼
Innflutningur vöru og þjónustu	293,5	285,1	304,8	-2½	4½	7	-	½	-
Verg landsframleiðsla	774,4	814,4	869,5	-½	2¾	3½	-	¼	¼
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF .....	.	.	.	½	-1¼	-2½	¼	-¼	-¼
Vergur þjóðhagslegur sparnaður sem % af VLF .....	.	.	.	18¾	18¼	18	-	-1	-1½
Hrein erlend skuld sem % af VLF .....	.	.	.	100½	94¼	94	.	.	.
Hrein erlend staða þjóðarþúsins sem % af VLF .....	.	.	.	-78¾	-73	-73	.	.	.
Launakostnaður á alm. vinnumarkaði, %-br. milli ársmeðaltala .....	.	.	.	5¾	5	4¼	-	-	-
Framleiðni vinnuafis, %-br. milli ársmeðaltala .....	.	.	.	1	2	1½	-	½	-
Kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann, %-br. milli ársmeðaltala .....	.	.	.	1	2¼	3½	-	-	1¼
Atvinnuleysi sem % af mannafla .....	.	.	.	2½	3¼	2½	-	¼	-
Framleiðsluspenna sem % af VLF .....	.	.	.	-¼	-½	¼	-¾	-½	-¼

1. Stutt lárétt strik (-) táknar að breyting er engin.

... en slaki á vinnumarkaði eykst

Þrátt fyrir heldur meiri hagvöxt á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá er talið að atvinnuleysi verði um ¼ prósentu meira á þessu ári en talið var í maí sl. Jafnframt er talið að framleiðni vinnuafls aukist um 2% milli ára 2002 og 2003 eða ½ prósentu meira en í síðustu spá. Slaki á vinnumarkaði á þessu ári er talinn meiri nú en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Matið fyrir næsta ár er hins vegar óbreytt og verður aukning launakostnaðar á framleidda einingu samkvæmt spánni í ágætu samræmi við 2½% verðbólgu markmið bankans á næsta ári.

Eftirspurnar slaki á vörumarkaði er jafnframt talinn meiri þrátt fyrir aukinn hagvöxt

Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir meiri hagvexti á þessu og næsta ári gerir bankinn nú ráð fyrir heldur meiri framleiðslulaka en í síðustu spá. Ástæðan er sú að talið er að framleiðslugeta hagkerfisins aukist meira en gert var ráð fyrir í maí sl. Er nú talið að á síðasta ári hafi verið lítils háttar slaki í hagkerfinu í stað um ½% spennu og að á þessu ári aukist slakinn enn frekar þar sem hagvöxtur verður undir vexti framleiðslugetu. Á næsta ári er hins vegar talið að slakinn snúist í smávægilega spennu enda hagvöxtur þá nokkuð yfir vexti framleiðslugetu, þótt spennan verði aðeins minni en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Mikilvægt er hins vegar að hafa í huga að mat á framleiðsluspennu er háð töluverðri óvissu vegna vandamála við að meta framleiðslugetu hagkerfisins á hverjum tíma.

Ekki virðist því gæta mikils verðbólguþrýstings frá innlendri eftirspurn á þessu og næsta ári. Lítið

áðeins lengra fram á veginn mun hins vegar að óbreyttu fara að gæta vaxandi spennu þegar nær dregur stóriðjuframkvæmdum.

Verðbólguhorfur

Litlar breytingar á forsendum frá síðustu spá

Samkvæmt ofangreindu verða litlar breytingar á forsendum verðbólgu spár frá því í maí sl. Spád er heldur meiri vexti framleiðni vinnuafls á þessu ári, auk þess sem atvinnuleysi verður líklega aðeins meira en búist var við í síðustu spá. Jafnframt hefur mat bankans á framleiðsluspennu í hagkerfinu verið endurskoðað niður á við fyrir allt spátímabilið, eins og áður hefur komið fram. Þessir þættir ættu, að öðru óbreyttu, að stuðla að heldur minni verðbólgu á spátímabilinu en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Á móti kemur að nú er gert ráð fyrir heldur veikara gengi krónunnar út spátímabilið. Áfram er spáin byggð á þeirri forsendu að samið verði um hóflegar launahækkanir á næsta ári.

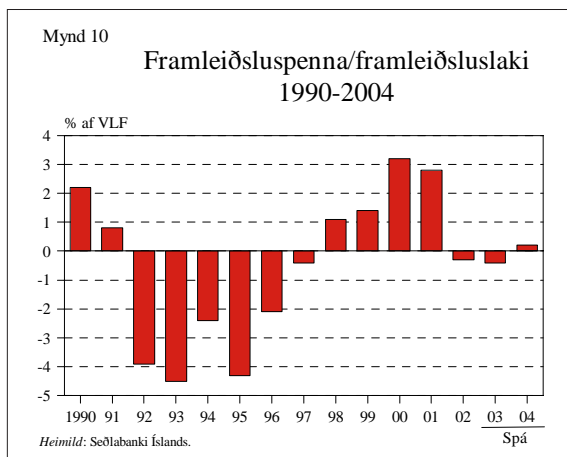
Verðbólga eitt ár fram í tímann er minni en í síðustu spá en áfram yfir verðbólgu markmiði bankans tvö ár fram í tímann

Í nýrri spá bankans er því gert ráð fyrir heldur minni verðbólgu fram undir mitt ár 2005 en búist var við í maí sl. og spáir bankinn nú aðeins um 1½% verðbólgu á fyrsta ársþingunni næsta árs. Eitt ár fram í tímann spáir bankinn nú 1,6% verðbólgu í stað 1,8% í síðustu spá.

Áfram er þó gert ráð fyrir að verðbólga fari smám saman vaxandi þegar líða tekur á árið 2004 og verði við verðbólgu markmið bankans á fyrsta fjórðungi ársins 2005 og í 2,8% tvö ár fram í tímann í stað 2,6% í síðustu spá (2,7% sé miðað við sama ársfjórðung, þ.e. 2005:2). Eftir það verður verðbólga áfram vaxandi, að gefnum forsendum spárinnar, þ.á m. óbreyttri peningastefnu.

Óvissa eitt ár fram í tímann hefur lítið breyst frá síðustu spá ...

Eins og í síðustu spá bankans eru helstu óvissuþættir spárinnar til skemmri tíma lítið taldir vera óvissa um gengisþróunina, framkvæmdir vegna álverksmiðju Norðuráls og innflutta verðbólgu. Þannig gætu tafir á framkvæmdum vegna Norðuráls dregið úr innlendri eftirspurn og þar með úr innlendum verðbólgu-



þrýstingi. Á móti kæmi hins vegar að gengi krónunnar gæti líklega veikt þar sem væntingar um gengisstyrkingu tengda innstreymi gjaldeyris vegna framkvæmdanna gengju að einhverju leyti til baka. Slík þróun yrði til að auka verðbólguþrýsting til skamms tíma. Jafnframt virðist óvissa og svartsýni um framvinduna í heimsbúskapnum síst vera í rénun og telur bankinn því óvissu tengda innfluttri verðbólgu lítið hafa breyst frá síðustu spá.

... en líkur á að verðbólga verði yfir spá bankans tvö ár fram í tímann hafa minnkað

Tvö ár fram í tímann telur bankinn hins vegar að líkur á að verðbólga verði meiri en spáð var hafi minnkað frá því í maí sl., bæði vegna þess að vægi óvissuþátta sem ýttu áhættumatinu upp á við hefur minnkað, og vægi óvissuþátta sem ýttu áhættumatinu niður á við hefur aukist.

Miðað við yfirlýsingar stjórnvalda undanfarið virðast líkur á ströngu aðhaldi í ríkisfjármálum hafa aukist. Það byggist á vaxandi skilningi á að ella muni reyna of mikið á peningastefnuna varðandi mótvægisáðgerðir vegna stóriðjuframkvæmda með óheppilegum afleiðingum fyrir gengisþróun og afkomu útflutnings- og samkeppnisgreina. Við framlagningu fjárlaga í haust mun skýrast betur hve mikils aðhalds megi vænta í ríkisfjármálum.

Áfram er fyrir hendi óvissa tengd þróun gengis krónunnar til lengri tíma lítið í tengslum við stóriðjuframkvæmdir annars vegar og áframhaldandi veikleika í alþjóðahagkerfinu hins vegar, eins og fjallað var um í síðasta hefti *Peningamála*. Þessu til viðbótar gæti samdráttur í starfsemi varnarliðsins dregið úr innlendri eftirspurn. Áhrif þessa á verðbólgu til skemmri tíma lítið eru þó ekki augljós því að líklega færi það saman við einhverja gengislækkun sem auka myndi á verðbólguþrýstinginn um hríð á móti áhrifum minni eftirspurnar. Auk þess er ekki ljóst hve stórt áfallið yrði í efnahagslegu samhengi þar sem hvorki liggur fyrir hversu mikið yrði dregið úr umsvifum varnarliðsins, né á hve löngum tíma sá samdráttur ætti sér stað.

Á móti koma hins vegar óvissuþættir tengdir hugmyndum um breytingar á húsnæðislánakerfinu og eftirspurnarhnykkur og húsnæðisverðshækkunarir sem slíkum breytingum myndu líklega fylgja. Jafnframt ríkir nokkur óvissa um þróun húsnæðisverðs á næstunni, en sú óvissa virðist vera í báðar áttir. Einnig

Tafla 5 Verðbólguþrýstingur Seðlabanka Íslands

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

Tölur sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala visitölu neysluverðs.

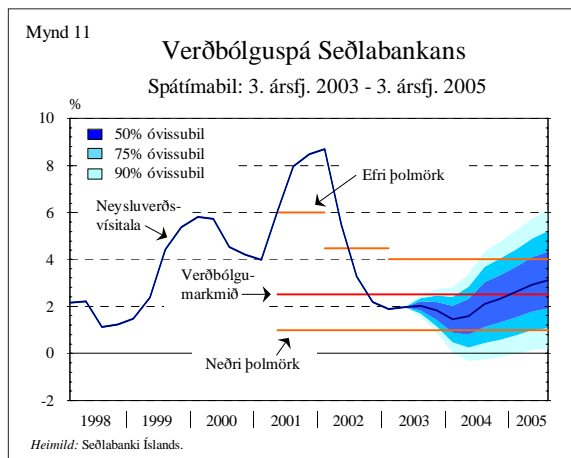
Ár	Ársbreytingar (%)	
	Milli ára	Yfir árið
2000	5,0	3,5
2001	6,7	9,4
2002	4,8	1,4
2003	1,9	1,7
2004	1,9	2,3

Skýggt svæði sýnir spá.

hefur komið fram að skortur gæti orðið á sérhæfðu vinnuafli í tengslum við fyrirhugaðar stóriðjuframkvæmdir ef erfitt reyndist að flytja það inn erlendis frá. Slíkur skortur getur valdið launahækkun sem smitast um vinnumarkaðinn. Það myndi auka verðbólguþrýsting á seinni hluta spátímabilsins umfram það sem gert er ráð fyrir í spánni.

Spáóvissan er því niður á við til skamms tíma en samhverf til lengri tíma litið

Á heildina litið gerir því bankinn áfram ráð fyrir að heldur meiri líkur séu á því að verðbólga verði eitthvað minni en gert er ráð fyrir í spá bankans eitt ár fram í tímann en að hún verði meiri. Í ljósi ofangreinds endurmats á óvissu spárinnar tvö ár fram í tímann gerir bankinn hins vegar nú ráð fyrir að óvissan tvö ár fram í tímann sé samhverf í stað upp á við í síðustu spá.



Eins og í undanförunum spám bankans er talið líklegt að sögulegar spáskekkjur ofmeti að einhverju leyti þá óvissu sem framundan er þar sem þær mótast af þróun undanfarinna missera þegar saman för tiltölulega mikil verðbólga og óvissa um verðbólguþróun, sem jafnan fylgir sveiflum í verðbólgu. Spáóvissa meginspárinnar ásamt spá bankans tvö ár fram í tímann má sjá á mynd 11. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% á að hún verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur eru á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann, og endurspeglast það í vikkun óvissubilsins.³

Samkvæmt mati bankans á óvissu verðbólguþá-
innar hafa líkur á að verðbólga eitt ár fram í tímann

3. Fyrir þær tímalengdir sem bankinn hefur ekki áður spáð er byggt á einföldum framreikningi. Hafa þarf í huga að matið á spáóvissu er háð óvissu á sama hátt og spár um einstök gildi. Því þarf að fara varlega í túlkun matsins á spáóvissunni. Þessu mati er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að vera nákvæmt mat á líkindadreifingu verðbólguþá-
innar.

Tafla 6 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjórð.	Verðbólga				
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	yfir 4%
2003:3	< 1	96	96	4	< 1
2004:2	32	49	81	18	1
2005:2	12	27	39	34	27

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

verði undir verðbólguþá-
markmiðinu aukist nokkuð frá síðustu spá bankans. Tvö ár fram í tímann eru líkurnar hins vegar minni. Líkur á að verðbólga verði innan þolmarka verðbólguþá-
markmiðsins eitt ár fram í tímann hafa jafnframt minnkað frá síðustu spá en eru nánast óbreyttar tvö ár fram í tímann. Líkur á verðlækkun, miðað við ársfjórðungsleg gildi þau sem verðbólguþá-
in byggist á, ná hámarki eitt ár fram í tímann þegar þær eru rétt undir 10%.

III Stefnan í peningamálum

Fjármála-
leg skilyrði fyrirtækja og heimila hafa á heildina litið fremur þróast til slökunar frá því að *Peningamál* komu út í maí sl. Skuldabréfavextir hafa heldur lækkað og gengi krónunnar sigið. Aðhaldsstig peningastefnunnar, eins og það birtist í raunstyrivöxtum bankans, hefur hins vegar litið breyst og skammtíma-
vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur aukist m.a. vegna vaxtalækkana erlendis. Rétt er hins vegar að hafa í huga að matið á raunstyrivöxtum Seðlabankans er ekki einhlítt og fer eftir því hvaða mælikvarði er notaður á verðbólguhorfur eða verðbólguvæntingar, sbr. mynd 12.

Forsendur síðustu vaxtaákvörðunar eru í stórum dráttum óbreyttar

Seðlabankinn breytti síðast styrivöxtum sínum 10. febrúar sl. þegar hann lækkaði þá um 0,5 prósentur og hafa þeir verið 5,3% síðan. Að baki þeirri ákvörðun lá spá um 2% verðbólgu tvö ár fram í tímann, þ.e. til fjórða ársfjórðungs 2004. Í þeirri verðbólguþá-
var miðað við sama gengi og í þeirri sem birt er í þessu hefti *Peningamála*, þ.e. gengisvísitölu 124. Hins vegar var reiknað með nokkru

minni hagvexti í ár og á næsta ári en í núverandi spá og jafnframt meira atvinnuleysi.⁴ Framleiðsluslaki á síðasta ári og þessu er hins vegar metinn meiri nú vegna endurmats, sbr. umfjöllun hér að framan í kafl-

anum um þjóðhags- og verðbólguþspá. Niðurstaðan af þessu og öðrum breytingum á forsendum er að nú er því spáð að verðbólga verði 2,3% á fjórða ársfjórðungi 2004, þ.e. mjög nærri verðbólguþspámið-

Rammagrein 2 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Meðfylgjandi tafla sýnir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru í júlí. Rétt er að taka fram að við sameiningu Kaupþings og Búnaðarbanka fækkaði um einn spáaðila. Þeir voru sex en eru nú fimm.

Fyrst er mat sérfræðinganna á verðbólguhorfum fyrir þetta og næsta ár. Spáin fyrir verðbólgu yfir árið 2003 er lægri en í könnun í apríl en að meðaltali samhljóða spá þeirra í janúar og undir verðbólguþspámið Seðlabankans. Verðbólguþspá Seðlabankans yfir árið 2003 er nokkru lægri eða 1,7%, sem er lítillga minni verðbólga en bankinn spáði í maí sl. Sérfræðingarnir spá að meðaltali 2,1% verðbólgu milli árunna 2002 og 2003 en spá bankans er ívið lægri. Bankinn spáir einnig lægri verðbólgu milli árunna 2003 og 2004 eða 1,9% samanborið við rösklega 2½% hjá sérfræðingum.

Í könnuninni voru sérfræðingarnir eins og jafnan spurðir um horfur varðandi aðrar lykilstærðir efnahagsframvinnunnar. Hagvaxtarþspár fjármálafyrirtækjanna eru á svipuðum nótum og hagvaxtarþspá bankans

sem þó spáir ¼% meiri hagvexti fyrir bæði 2003 og 2004.

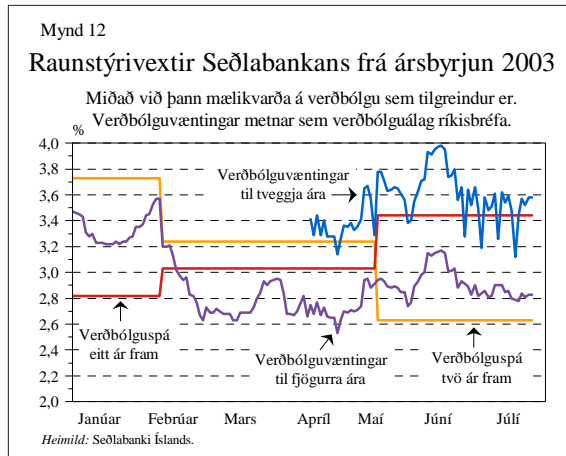
Að meðaltali telja svarendur að gengi krónunnar breytist lítið næstu tvö árin. Þó virðast þeir gera ráð fyrir heldur meiri styrkingu krónunnar þegar til lengri tíma er lítið en síðast. Rétt er að vekja athygli á að þar er munur hæsta og lægsta gildis töluverður. Markaðsaðilar spá gengisvísitölu frá 115 upp í 125 eftir tvö ár. Sérfræðingarnir álíta nú, eins og í janúar og apríl, að sjái fyrir lok vaxtalækkunarferlis Seðlabankans. Spá þeir 6,3% stýrivöxtum um þetta leyti á næsta ári og 7,1% vöxtum eftir tvö ár.

Sérfræðingarnir búast við svipaðri verðþróun á hlutabréfamarkaði og síðast þegar þeir voru spurðir. Mikill munur er þó á væntingum eins og ráða má af hæstu og lægstu gildum. Skiptar skoðanir eru einnig um fasteignaverð en sérfræðingarnir spá meiri verðhækkunum á fasteignum nú en þeir gerðu bæði í janúar og apríl og líta þar vafalaust til verðþróunar undanfarinna mánaða.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2003			2004		
	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	2,3	2,7	2,0	2,7	3,1	2,0
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	2,1	2,3	2,0	2,6	2,9	2,0
Hagvöxtur	2,4	2,6	2,0	3,3	3,7	3,0
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlends gjaldmiðils.....	121,3	123,5	120,0	119,7	125,0	115,0
Stýrivextir Seðlabankans	6,3	6,8	5,8	7,1	7,4	6,8
Langtímanafnvextir ²	6,9	7,5	6,4	7,3	7,8	6,6
Langtímaraunvextir ³	4,3	4,8	4,0	4,4	5,1	3,8
Úrvalsvísitala Aðallista	6,1	7,0	4,5	11,4	20,0	5,0
Breyting fasteignaverðs	6,4	10,0	3,0	6,8	12,0	3,0

1. Taflan sýnir breytingu milla 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 Íslandsbanka hf., Kaupþings-Búnaðarbanka hf. og Landsbanka Íslands hf., SPRON og Ráðgjöf og efnahagsþspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 07 0209). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsbref (IBH 41 0315). Heimild: Seðlabanki Íslands.



inu og nær því en reiknað var með í febrúar. Það styður þá niðurstöðu að forsendur vaxtaákvörðunar í febrúar sl. hafi verið í meginatriðum réttar og séu í stórum dráttum óbreyttar. Hins vegar er því spáð nú að verðbólga verði lítillaga yfir verðbólguálagmiðinu lítið tvö ár fram í tímann, þ.e. til annars ársfjórðungs 2005 en þá verður stóriðjuframkvæmda farið að gæta af nokkrum þunga á vinnu- og vörumarkaði.

Það flækir framkvæmd peningastefnunnar að verðbólga verður mjög lítil á næstunni en yfir markmiði þegar lengra er lítið

Verðbólga á tólf mánuðum til júlí mældist aðeins 1,6%, sem er umtalsvert undir verðbólguálagmiðinu bankans. Það skýrist að hluta af því að sumarútsölur voru óvenju snemma á ferðinni og án þess hefði verðbólga mælst 1,9%. Kjarnavísitölur eru nær markmiðinu. Samkvæmt þeirri verðbólguálagmiðinu sem kynnt var hér að framan mun verðbólga verða um eða undir 2% fram á seinni hluta næsta árs en stefnir síðan smám saman upp fyrir verðbólguálagmið bankans. Til viðbótar þessu er það mat bankans að áhættan sé fremur niður á við en upp á við lítið eitt ár fram í tímann, m.a. vegna veiks vaxtar og mjög lítillar verðbólgu í mörgum viðskiptalöndum. Það er því hugsanlegt að verðbólgan á næstunni verði jafnvel minni en hér er spáð og reyndar eru taldar 10% líkur á að verðlækkun mælist hér um hríð á fyrstu mán-

4. Hafa verður í huga við samanburð á bæði hagvaxtar- og verðbólguálagmiðinu nú og í febrúar sl. að í spánni í febrúar var miðað við hærri Seðlabankavexti, þ.e. 5,8% vexti í endurhverfum viðskiptum í stað 5,3% nú.

uðum næsta árs. Líkurnar á eiginlegri verðhjöðnun eru hins vegar litlar, þótt ekki sé hægt að útiloka hana með öllu. Um þetta er fjallað sérstaklega í viðauka 1, en þar er notuð aðferðafræði sem Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur þróað til að meta viðkvæmnistuðul fyrir verðhjöðnun og niðurstaðan borin saman við önnur lönd sem sjóðurinn hefur reiknað slíkan stuðul fyrir. Samkvæmt því er Ísland í hópi þeirra landa þar sem hætta á verðhjöðnun er talin lítil. Ýmsa fyrirvara verður þó að gera við mælikvarða af þessu tagi og ekki er tekið tillit til þess að Ísland stendur frammi fyrir miklum eftirspurnarauka á næstu árum sem dregur verulega úr líkum á verðhjöðnun. Líkurnar á verðhjöðnun eru því mjög líklega minni en ofangreindur viðkvæmnistuðull gefur til kynna.

Í framansögðu ljósi má rökstyðja að vextir bankans eigi ekki að hækka nú, þótt verðbólguálagmið tvö ár fram í tímann sé aðeins yfir verðbólguálagmið bankans. Vissulega er helsta þumalfingursregla verðbólguálagmiðsstefnu að vextir skuli breytast í samræmi við verðbólguálagmið tvö ár fram í tímann en taka minna mið af spám nær í tímanum vegna tímatafa sem eru í áhrifum seðlabankavaxta á verðbólgu. En einnig verður að taka tillit til áhættumatsins og upphafsstöðunnar. Þótt almennt sé talið að líkur á verðhjöðnun séu fremur litlar í löndum eins og Bandaríkjunum, gefur lítil verðbólga um þessar mundir svigrúm til að taka tryggingu gegn þeirri áhættu og hafa vexti nokkru lægri en líklegasta spá gefur tilefni til. Sama á með vissum hætti við hér á landi þótt líkurnar á verðhjöðnun séu þó nokkru minni en í Bandaríkjunum í ljósi fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda.

Það flækir hins vegar útskýringar á peningastefnunni hversu lítil verðbólga er um þessar mundir og að hún geti jafnvel lækkað enn meira á næstunni. Það gæti sýnst tilefni til þess að lækka stýrivexti að minni verðbólga og minni verðbólguálagmiðinu felja í sér að raunvextir verða hærri en ella. Peningastefnan verður vissulega alltaf að vera framsýn en þegar óvissa er mikil hlýtur nýleg þróun þó að vega þungt í matinu á framtíðinni. Vissa er um búhnykki framtíðarinnar í formi aukinna aflaheimilda og stóriðjuframkvæmda á Austurlandi og peningastefnan nú tekur mið af því. Vissulega gætu hæglega orðið áföll sem draga úr innlendra eftirspurn og verðbólgu. Peningastefnan getur hins vegar ekki brugðist við slíkri framvindu fyrr en hún er orðin staðreynd. Þá er rétt að benda á að þeg-

ar verðbólga fór langt upp fyrir þölmörk verðbólgu-markmiðs á árinu 2001 eltu skammtímavextir hana ekki að fullu uppi. Rök eru fyrir sams konar við-brögðum nú þegar verðbólga gæti um hríð verið nokkru undir verðbólgu-markmiði bankans og jafnvel orðið mjög nálægt neðri þölmörkum.

Spyrja má hvort verðbólga sem er verulega undir markmiði í meira en ár beri merki um það að peningastefnan hafi verið of aðhaldssöm á síðasta ári. Mikilvægt er í því sambandi að ein helsta ástæðan fyrir því hvað verðbólga er lítil um þessar mundir er sú hækkun á gengi krónunnar sem varð undir lok síðasta árs og framan af þessu ári, sem skýrðist að hluta af væntingum um stóriðjuframkvæmdir. Ekki var reiknað með þessari gengishækkun þegar vextir voru ákvarðaðir á síðasta ári. Til viðbótar þessu kemur svo minni alþjóðleg verðbólga en flestir reiknuðu með. Þessi staða gerir það hins vegar að verkum að gengislækkun krónunnar síðan í maí er vel innan ramma verðbólgu-markmiðs og reyndar gæti frekari lækkun gengisins samrýmst því.

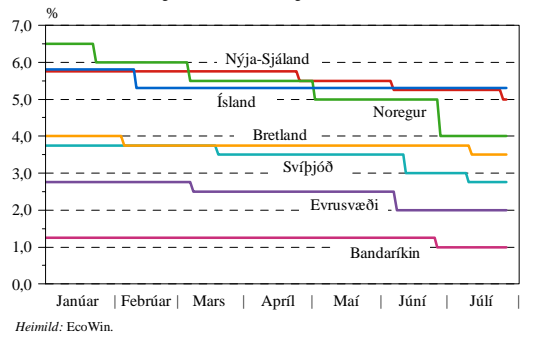
Mikilvægt er hins vegar að skilja að þótt peningastefnunni beri að stefna að 2½% verðbólgu í framtíðinni eins vel og kostur er, mun henni aldrei takast það fullkomlega í raun. Verðbólguþáttur byggjast t.d. yfirleitt á ákveðnum forsendum um erlenda verðbólgu og gengi krónunnar. Á þeim geta orðið miklar og skyndilegar breytingar á spátímabilinu og þá er yfirleitt of seint og jafnvel ekki heppilegt að breyta vöxtum í stórum stökkum til að finnstilla verðbólgu-stigið. Hugsunin að baki framsýnu verðbólgu-markmiði er einmitt að langtímasjónarmið hafi meira vægi en skammtímasjónarmið.

Ahrif stýrivaxtalækkana erlendis

Síðan *Peningamál* voru gefin út í maí sl. hafa seðlabankavextir verið lækkaðir í mörgum löndum sem hafa formlengt verðbólgu-markmið og einnig í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu. Þannig voru t.d. seðlabankavextir lækkaðir um eina prósentu í Noregi undir lok júní og vextir voru lækkaðir í Svíþjóð, Bretlandi og Kanada um 0,25 prósentur í júlímánuði. Lækkun seðlabankavaxta er aðallega afleiðing veikari hagvaxtar en vænst hafði verið og mjög lítilli verðbólgu í mörgum viðskiptalöndum. Afleiðingin af þessum lækkunum er að seðlabankavextir eru hlutfallslega hærri hér á landi en áður var og vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur aukist. Seðlabankavextir

Mynd 13

Stýrivextir seðlabanka í nokkrum löndum 1. janúar - 25. júlí 2003



hér á landi eru þó alls ekki fjarri því sem þekktist í öðrum verðbólgu-markmiðslöndum. Þannig voru vextirnir á Nýja-Sjálandi og Póllandi 5¼% fram til 24. júlí, eða svipaðir og hér, en mun hærri í verðbólgu-markmiðslöndum sem búa við meiri verðbólgu en við og ofangreind lönd, eins og Brasilía, Ísrael og Suður-Afríka.

Vaxtalækkunarir erlendis kalla hins vegar ekki á vaxtabreytingar hér á landi nema að svo miklu leyti sem þær breyta verðbólguhorfum. Þar togast á tveir þættir. Annars vegar eykst vaxtamunur sem að öðru óbreyttu stuðlar að hærri gengi og minni verðbólgu um hríð. Hins vegar lækkar fjármögnunarkostnaður þeirra innlendu aðila sem kost hafa á erlendri fjármögnun en það stuðlar að meiri umsvifum og síðar meiri verðbólgu. Eftir að Ísland tók upp verðbólgu-markmið og flotgengi er ekkert sjálfvirkt samband á milli vaxtabreytinga hér á landi og í viðskiptalöndum.

Skilningur á tilefni gengisstyrkingar og hagstjórnarvanda vegna stóriðju hefur aukist⁵

Þótt gengi krónunnar hafi lækkað nokkuð frá því sem það var hæst í maí sl. er það þó enn töluvert fyrir ofan það gengi sem hér var frá vormánuðum 2002 og fram undir lok október þess árs. Það var þá talið nokkuð nærri mati á jafnvægisgengi og vel ásættanlegt fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar. Til að

5. Nánar er fjallað um hágengið og hagstjórnarvandann í ræðu Más Guðmundssonar, aðalhafgræðings bankans, sem haldin var á fundi Samtaka iðnadarins 24. júní sl. Ræðan er birt í þessu hefti *Peningamála* og er einnig að finna á heimasíðu bankans.

byrja með bar töluvert á því að of harðri peningastefnu væri kennt um gengisstyrkinguna sem hófst á síðustu vikum ársins 2002 og stóð linnulítið fram í maí á þessu ári. Sú kenning stóðst hins vegar ekki skoðun þar sem allar aðgerðir Seðlabankans undanfarna mánuði hafa falið í sér slökun í peningamálum sem að óbreyttu stuðlar að lægra gengi. Þannig voru vextir lækkaðir, bindiskylda lækkuð og bankinn jók til muna kaup sín á gjaldeyri í reglulegum viðskiptum á gjaldeyrismarkaði.

Þegar nánar er skoðað virðist mega rekja gengishækkunina til þriggja nátengdra þátta, þ.e. aukins trausts á vöxt og stöðugleika þjóðarbúsins, væntinga vegna stóriðjuframkvæmda og aukinnar stöðutöku erlendra fjárfesta á innlendum gjaldeyrismarkaði. Ákvarðanir um stóriðjuframkvæmdir gegna hér lykilhlutverki þar sem þær bættu hagvaxtarhorfur, stuðluðu að sterkara gengi og gerðu það þannig vænlegra fyrir erlenda fjárfesta að taka stöðu með krónunni. Þótt þessi gengishækkun sé auðvitað óheppileg fyrir núverandi útflutnings- og samkeppnisgreinar verður ekki fram hjá því horft að hún ásamt lítilli verðbólgu og slaka í hagkerfinu hefur búið þannig í haginns fyrir stóriðjuframkvæmdir að ekki mun reyna á þanþol hagkerfisins í þeim mæli sem áður var talið og því munu væntanlegar vaxtahækkanir í framtíðinni verða minni en ella.

Stóriðjuframkvæmdir munu hækka raungengið þar sem eftirspurn á Íslandi verður meiri en ella um nokkurt árabil og það hækkar laun og verðlag hér í samanburði við viðskiptalönd. Peningastefnan getur ekki breytt þessu nema í skamman tíma þar sem hún hefur yfirleitt ekki áhrif á raunstærðir eins og hagvöxt og raungengi nema í 1-2 ár en eftir það eru áhrif hennar aðallega á verðbólgu og nafngengi. Þessi þrónueldur veldur þeim útflutnings- og samkeppnisgreinum sem fyrir eru búsiþjóm og getur skaðað þær þannig að það taki nokkurn tíma fyrir þær að ná sér á strík á ný eftir að framkvæmdirnar eru yfirstaðnar og raungengishækkunin að einhverju leyti gengin til baka. Því er mikilvægt að finna leiðir sem geta dregið úr hækkun raungengisins án þess að setja verðbólgu-markmiðið í hættu. Nú er almennt viðurkennt að þær er helst að finna í aðhaldssamri ríkisfjármálastefnu, mótvægisáðgerðum í opinberri fjárfestingu á uppbyggingartíma stóriðjunnar og auknum innflutningi vinnuafis, einkum á þeim sviðum þar sem flöskuhálsar eru líklegir til að myndast á byggingartíma

stóriðjuveranna. Ef ekki kemur til aðgerða af þessu tagi mun álagið á peningastefnuna verða meira en ella og vextir og gengi hækka sem því nemur. Það þýðir að byrðarnar af mótvægisáðgerðum vegna stóriðjuframkvæmda lenda í meira mæli á útflutnings- og samkeppnisgreinum en á neyslu, heimgreinum og hinu opinbera. Mikilvægt er að reyna að forðast slíka framvindu.

Stefnan í ríkisfjármálum og húsnæðismálum mun hafa veruleg áhrif á stefnuna í peningamálum

Mikilvægt er í ofangreindu ljósi að stefnan í ríkisfjármálum verði á næstu árum nægilega aðhaldssöm. Þjóðhagsspáin sem birt er hér að framan byggist m.a. á að vöxtur samneyslu á þessu og næsta ári verði undir sögulegu meðaltali. Þá er reiknað með að verulegur vöxtur opinberrar fjárfestingar á þessu ári, m.a. vegna flýti framkvæmda til að örva atvinnu dragist verulega saman á næsta ári. Að vísu er reiknað með minni aukningu opinberra framkvæmda í ár en í síðustu spá bankans og er það byggt á skoðun á því sem komið er og því mati bankans að umfang þessara framkvæmda gæti farið að skapa flöskuhálsa einmitt á þeim sviðum vinnumarkaðar þar sem reyna mun á vegna stóriðjuframkvæmda, svo sem varðandi vana véla- og tækjamenn við jarðvegsframkvæmdir. Þá er reiknað með að ekki verði breytingar á tekjuhlíð ríkissjóðs sem raski afkomu hans. Varðandi hið opinbera í heild, þ.e. ríki og sveitarfélög, er reiknað með að tekjur sem hlutfall af landsframleiðslu og afkoma haldist tiltölulega óbreytt.

Gangi þetta ekki eftir og afkoma verður verri vegna aðgerða á útgjalda- eða tekjuhlíð ríkissjóðs, munu fyrirliggjandi spár raskast og viðbrögð peningastefnunnar verða önnur en nú eru líklegust. Vextir munu þá þurfa að hækka fyrr og meira en ella. Það er ákaflega óheppilegt í núverandi stöðu og myndi þrengja enn frekar að útflutnings- og samkeppnisgreinum. Litið lengra fram á veginn er nauðsynlegt að ríkið leggi fram áætlun til nokkurra ára til mótvægis við stóriðjuframkvæmdirnar. Mikilvægt er því að fjármálaráðuneytið hefur kynnt að það vinni að slíkri áætlun sem væntanlega verður lögð fram í síðasta lagi í haust samhliða fjárlagafrumvarpi. Innihald og trúverðugleiki þeirrar áætlunar munu ráða miklu um hvenær og í hvaða mæli vextir munu hækka hér á landi á næstu misserum. Því meira mótvægi sem ríkissjóður og sveitarfélög munu mynda

við stóriðjuframkvæmdir, því síðar og því minna munu vextir þurfa að hækka. Í því sambandi er mikilvægt að ekki komi til skattalækkana á allra næstu árum nema þær séu fjármagnaðar að fullu með niðurskurði útgjalda eða hækkun annarra skatta.

Í stefnuyfirlýsingu nýrrar ríkisstjórnar nú í vor er boðað að lánschlutfall almennra íbúðalána verði hækkað á kjörtímabilinu í áföngum í allt að 90% af verðgildi eigna. Ekki liggur á þessu stigi fyrir með hvaða hætti þessi stefnumörkun verður útfærð. Hins vegar er mjög mikilvægt að haft sé í huga að breytingar af þessu tagi gætu við núverandi aðstæður haft hliðstæð áhrif á gengi og peningastefnu og minna aðhald í ríkisfjármálum, sérstaklega ef samhliða hækkan lánschlutfalls á sér stað veruleg hækkan hámarkslána, eins og nefnt hefur verið. Hætt er við að það örvi eftirspurn heimila, bæði varðandi íbúðarhúsnæði og einkaneyslu, og stuðli þannig að meiri verðbólgu en ella. Peningastefnan yrði þá að bregðast við með hærri vöxtum en ella og gengið mundi þá hækka samsvarandi. Við þær aðstæður sem framundan eru mundi það ekki bæta ástandið að erlendir aðilar fjármögnuðu húsnæðisviðskipti óbeint með auknum kaupum á húsbrefum, þótt það myndi vissulega halda aftur af vaxtahækkunum á skuldabréfamarkaði vegna þessara breytinga. Á móti kemur hins vegar að gengi krónunnar myndi hækka enn frekar, nema ef skuldabréfakaupin eru að fullu varin áhættu vegna breytinga á gengi krónunnar. Það er hins vegar ekki heppilegt eins og sakir standa að stuðla að frekari hækkun gengis krónunnar. Til viðbótar skapast sú hættu að útlendingar dragi úr húsbrefaeign sinni ef tímabundin efnahagslægd vegna loka stóriðjuframkvæmda verður til þess að þeir endurmeta áhættu við fjárfestingu hér á landi. Að svo miklu leyti sem fjárfesting þeirra verður óvarin fyrir gengisáhættu myndi það auka á gengislækkunarþrýsting sem væntanlega

yrði til staðar vegna niðursveiflu við lok stóriðjuframkvæmda og langtímavextir myndu hækka þvert á þróun hagsveiflunnar. Til viðbótar vanda við eftirspurnarstjórnun er því hugsanlegt að fjármálagætur óstöðugleiki gæti skapast. Því er mjög mikilvægt að þjóðhagsleg áhrif þessara áforma verði skoðuð ræki-lega áður en í þau verður ráðist.

Ekki er enn tilefni til vaxtabreytinga

Samantekin niðurstaða verðbólguþáttar og greiningarinnar hér að framan er að ekki sé tilefni til vaxtabreytinga að sinni. Í síðustu *Peningamála* var talið líklegast að vextir yrðu óbreyttir um hríð en færu síðan hækkanði þegar nær dragi hátoppi stóriðjuframkvæmda. Þetta er enn talið líklegast. Hins vegar gæti orðið eitthvað lengra en áður var talið í að nauðsynlegt verði að hækka vexti þar sem verðbólga hefur verið mjög lítil að undanförmum, m.a. vegna lítillar alþjóðlegrar verðbólgu, og metinn slaki er meiri. Þó veltur þetta eins og alltaf á framvindunni og sérstaklega á þeirri stefnu sem kynnt verður á næstunni varðandi fjármál hins opinbera og húsnæðisfjármögnun. Í ljósi þess hvað verðbólga er nú lítil er ekki hægt að útiloka að breytingar sem draga úr innlendri eftirspurn og innfluttri verðbólgu kalli á tímabundna lækkun vaxta frá því sem nú er. Dæmi um slíkt er að ekki verði af framkvæmdum vegna Norðuáls, innlend eftirspurn vegna annars en stóriðjuframkvæmda reynist minni en nú er talið að hún verði eða að verðhjöðunarþrýstingur heldur áfram að magnast í umheiminum. Þetta er hins vegar ekki líklegasti möguleikinn nú sem stendur en ekki er hægt að útiloka hann. Vextir verða því að gefnum forsendum verðbólguþáttar óbreyttir á næstunni. Stefnan í peningamála verður í síðasta lagi tekin til endurmats þegar stefnan í ríkisfjármálum og/eða húsnæðismálum liggur fyrir.

Viðauki 1 Viðkvæmnistuðull verðhjöðunar

Á síðustu árum hefur athygli hagfræðinga beinst í auknum mæli að verðhjöðnun¹ og þeirri hættu á almennum samdrætti í efnahagslífinu sem af henni gæti leitt. Telja sumir að verðhjöðnun sé helsta ástæða langvarandi efnahagsferfiðleika í Japan upp á síðkastið, en talsverður þrýstingur hefur verið á verðlagslækkunar þar og víðar í Asíu. Nú eru menn einnig farnir að sjá ýmis merki þróunar í sömu átt sumstaðar á Vesturlöndum. Mikil gengislækkun á hlutabréfamörkuðum, vaxandi framleiðslulaki ásamt ýmsum ytri áföllum og hægari efnahagsbata en vonir stóðu til eru allt þættir sem valdið hafa mönnum áhyggjum um komandi verðlagsþróun.

Síðastliðið vor gaf Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF) út skýrslu þar sem fjallað er um verðhjöðnun í heiminum í dag.² Í þeirri skýrslu er gerð tilraun til að meta hverjar eru orsakir og afleiðingar verðhjöðnunar, hversu mikil hættu er á slíku ástandi í ýmsum löndum og hvernig best megi bregðast við ef ákveðin hættumerki eru komin fram í viðkomandi hagkerfi.

Áhættumatið var framkvæmt með þrennum hætti. Í fyrsta lagi var reiknaður út svonefndur „viðkvæmnistuðull verðhjöðnunar“ (e. index of deflation vulnerability) fyrir hvert ríki sem könnunin náði til, en það voru 35 ríki sem í heild ná yfir 90% af vergri landsframleiðslu (VLF) heimsins. Í öðru lagi var notast við væntingabætta Phillippskúrfu til að meta hve mikla aukningu í framleiðslulaka og atvinnuleysi þurfi til að koma af stað verðhjöðnun í sjö af stærstu iðnríkjum heims.³ Loks var efnahagsástandið í Kína skoðað sérstaklega og lagt mat á hversu mikla hættu megi telja af útbreiðslu verðhjöðnunar yfir í fleiri hagkerfi þaðan.

Viðkvæmnistuðull verðhjöðnunar var reiknaður út með því að skoða þróunina í verðlagi, framleiðslu,

peninga- og fjármálastærðum og á hlutabréfamörkuðum út frá ákveðnum afmörkuðum forsendum sem taldar voru vísar að tilhneigingu til almenns samdráttar. Í heild voru athugaðar 11 mismunandi mælingar og fékk hver mæling gildið 1 ef hún var talin vísir að verðhjöðnun en annars gildið 0. Eftirfarandi atriði voru mæld:

1. Hvort árshækkun vísitölu neysluverðs hafi verið minni en 0,5%.
2. Hvort árshækkun verðvísitölu VLF hafi verið minni en 0,5%.
3. Hvort árshækkun kjarnavísitölu neysluverðs hafi verið minni en 0,5%.
4. Hvort lækkun framleiðsluspennu eða aukning framleiðslulaka hafi verið meiri en 2 prósentur síðastliðna fjóra ársfjórðunga.
5. Hvort núverandi framleiðslulaki sé meiri en 2%.
6. Hvort hagvöxtur síðastliðinna þriggja ára hafi verið minni en meðalhagvöxtur áratugarins þar á undan.
7. Hvort lækkun hlutabréfavísitölu hafi verið meiri en 30% á síðastliðnum þremur árum.
8. Hvort hækkun á raungengi gjaldmiðils viðkomandi ríkis hafi verið yfir 4% s.l. ár.
9. Hvort vöxtur útlána til atvinnuvega og heimila sl. ár hafi verið minni en vöxtur VLF yfir sama tímabil.
10. Hvort útlánaaukning síðastliðinna þriggja ára til atvinnuvega og heimila hafi verið minni en 10%.
11. Hvort peningamagn (M3) hafi vaxið hægar en grunnfé sem nemur 2% eða meira síðastliðna átta ársfjórðunga.

Viðkvæmnistuðull viðkomandi lands fékkst síðan með því að reikna hlutfall mældra gilda af heild.⁴ Þetta hlutfall var mælt með tvennum hætti. Annars vegar óvegið þannig að mælingarnar 11 voru allar jafngildar og hins vegar vegið þannig að mælingar á þróun hlutabréfaverðs og útlánum fengu hærri gildi eftir mikilvægi þeirra stærða í viðkomandi hagkerfi.

1. Verðhjöðnun er skilgreind sem viðvarandi lækkun almenns verðlags, þ.e.a.s. andstæða verðbólgu sem er skilgreind sem viðvarandi hækkun almenns verðlags. Til nánari útskýringar á hugtakinu er hér vísað í rammagrein 3 bls. 26 í *Peningamálum* 2003/1 þar sem hugtakinu verðhjöðnun er gerð nokkuð ítarleg skil.

2. Skýrslan heitir „*Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force*“ og er að finna á síðunni <http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.htm>

3. Þ.e. Bandaríkjunum, Bretlandi, Frakklandi, Ítalíu, Japan, Kanada og Þýskalandi.

4. Þannig væri t.d. land þar sem allar mælingar skilgreindust sem vísir að verðhjöðnun með viðkvæmnistuðulinn $11/11=1$ o.s.frv.

Áhættumat fyrir verðhjöðnun (óvegið)

Áhætta	Hverfandi	Lítill	Nokkur	Mikil
Stuðull	< 0,2	$0,2 \leq X \leq 0,3$	$0,3 \leq X \leq 0,5$	> 0,5
	Ástralía	Austurríki	Belgía	Japan
	Bandaríkin	Brasilía	Finnland	Hong Kong
	Bretland	Holland	Noregur	Taívan
	Chile	Indland	Pólland	
	Danmörk	Ísland	Portúgal	
	Frakkland	Ítalía	Singapúr	
	Grikkland	Kína	Sviss	
	Írland	Kórea	Svíþjóð	
	Kanada	Malasía	Tailand	
	Nýja-Sjáland	Mexíkó	Þýskaland	
	Rússland	Suður Afríka		
	Spánn			

Áhættumat fyrir verðhjöðnun (vegið)

Áhætta	Hverfandi	Lítill	Nokkur	Mikil
Stuðull	< 0,2	$0,2 \leq X \leq 0,3$	$0,3 \leq X \leq 0,5$	> 0,5
	Ástralía	Austurríki	Belgía	Japan
	Chile	Bandaríkin	Finnland	Hong Kong
	Danmörk	Brasilía	Noregur	Taívan
	Ísland	Bretland	Portúgal	Þýskaland
	Malasía	Frakkland	Singapúr	
	Nýja-Sjáland	Grikkland	Sviss	
	Rússland	Holland	Svíþjóð	
	Suður Afríka	Indland		
	Spánn	Írland		
		Ítalía		
		Kanada		
		Kína		
		Kórea		
		Mexíkó		
		Pólland		
		Tailand		

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Seðlabanki Íslands.

Ísland var ekki meðal þeirra 35 ríkja sem valin voru í úttekt IMF. Hins vegar hefur hagfræðisvið Seðlabanka Íslands reiknað út viðkvæmnistuðul verðhjöðnunar fyrir Ísland út frá sömu forskrift og í skýrslu IMF. Samkvæmt þeirri mælingu reiknast Ísland með óveginn viðkvæmnistuðul 0,27 og veginn stuðul 0,19, þ.e. í lítilli til hverfandi hættu á verðhjöðnun.⁵ Þau atriði sem þóttu þó gefa vísbendingu um slaka í hagkerfinu hér skv. viðkomandi mælingum voru eftirfarandi: (i) verðvísitala VLF lækkaði

um 2,1% á milli fyrsta ársfjórðungs 2002 og fyrsta ársfjórðungs 2003; (ii) meðalhagvöxtur síðastliðin þrjú ár var minni en meðalhagvöxtur síðastliðinn áratug og (iii) raungengi krónunnar hækkaði um mun meira en 4% á milli ára skv. tölum yfir fyrsta ársfjórðung 2003.

Samkvæmt greiningu IMF virðast nokkrar þjóðir talsvert viðkvæmar fyrir verðhjöðnun um þessar mundir. Ef athuguð er niðurstaða óvegins áhættumats eru það einungis þjóðir sem nú þegar glíma við verðhjöðnun sem mælast í mikilli áhættu fyrir slíku ástandi, þ.e. með viðkvæmnistuðul yfir 0,5. Vegið

5. Miðað við nýjustu fáanlegar tölur í hverjum flokki.

mat áhættunnar, þar sem tekið hefur verið tillit til virkni fjármálamarkaða, gefur hins vegar til kynna að Þýskaland sé einnig í þessum hópi. Þó benda flestar spár til þess að verðbólga í Þýskalandi verði í kringum 1¼% árið 2003, sem er svipað og verið hefur síðastliðin ár. Nokkrar líkur eru samt á því að einhver verðhjöðnun geti komið fram næstu misseri þó að líkurnar á að slíkt ástand festi sig í sessi séu taldar litlar. Einkum í Japan, en þó einnig í Hong Kong og Taívan, virðast hins vegar talsverðar líkur á áframhaldandi verðhjöðnun. Telja má líklegt að þar vegi þungt innbyggðar væntingar um lækkandi verðlag í framtíðinni.

Þrátt fyrir að verðhjöðnun hafi nú þegar greinst í Kína mælist áhætta á efnahagssamdrætti einungis lítil þar. Ástæða þess er að þeir vísar sem notast var við eru talsvert eftirspurnarmiðaðir, þ.e. þar er einblínt að mestu á minnkandi eftirspurn, en verðhjöðnunin í Kína hefur að stórum hluta verið drifin af aukningu framboðs umfram vöxt eftirspurnar.

Í Bandaríkjunum virðist lítil hætta á verðhjöðnun samkvæmt áhættumati IMF þó svo að ýmsar tölur gefi til kynna fremur veikt efnahagsástand þar um þessar mundir. Hins vegar er það mat IMF að líkur á minnkandi framleiðsluslaka, jákvæð áhrif gengisþróunar Bandaríkjadals, sveigjanleiki fjármálamarkaðar, ýmsir mögulegir efnahagshvatar og skýr vilji stjórnenda efnahagsmála landsins til nauðsynlegra aðgerða muni verða til þess að ekki komi til of mikils þrýstings á lækkun verðlags í Bandaríkjunum á næstu misserum.

Að því er Ísland varðar er ljóst að með þær stóriðjuframkvæmdir sem framundan eru á næstu árum er líklegt að verðlag muni halda áfram að hækka

hér á landi. Hins vegar getur almennur samdráttur t.d. í Japan og Þýskalandi haft mikil áhrif á einstakar útflutningsgreinar eins og sjávarútveg og ferðamannþjónustu.

Þótt sá viðkvæmnistuðull verðhjöðnunar sem hér hefur verið kynntur gefi ákveðnar vísbendingar um núverandi stöðu í efnahagsmálum þjóða er samt rétt að taka niðurstöðunum með ákveðnum fyrirvara. Ekki er t.d. alveg víst að sams konar mælingar séu endilega vísar að því sama í öllum hagkerfum. Til að mynda má færa rök fyrir því að sú mæling sem sýnir að meðalhagvöxtur síðastliðin þrjú ár var minni en meðalhagvöxtur síðastliðinn áratug geti í sumum tilfellum frekar verið vísbending um auknið jafnvægi í hagkerfinu heldur en beinlínis um slaka. Einnig er rétt að slá ákveðinn varnagla við því að það sé endilega vísbending um slaka í hagkerfinu að vöxtur útlána á milli ára sé minni en vöxtur nafnvirðis VLF yfir sama tímabil. Minnkandi skuldabyrði heimila og fyrirtækja gæti allt eins verið vísbending um aukna fyrirhyggju sem leiddi til aukins fjármálalegs stöðugleika og skili sér á endanum í minni útlánatöpum bankanna.

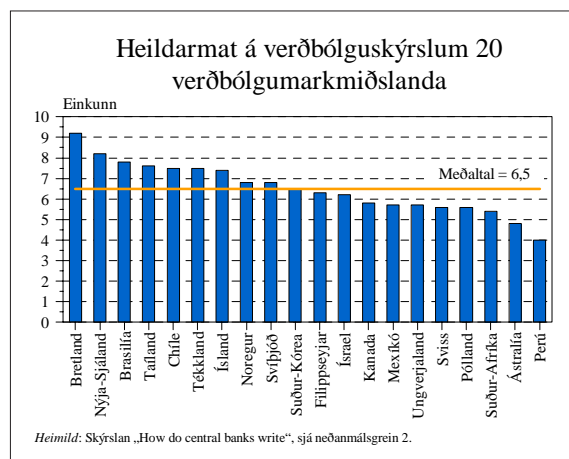
Yfir heildina litið er fátt sem bendir til þess að verðhjöðnun verði eitthvert alheimsvandamál á komandi árum. Ekki þykir mikil hætta á útbreiðslu hennar frá Kína þar sem ólíklegt er talið að ástandið þar verði langvarandi. Ef undan eru skilin Japan, Hong Kong og Taívan, þar sem verðhjöðnun hefur þegar náð að festa rætur, eru einnig taldar hverfandi líkur á langvarandi verðhjöðnun í öðrum löndum. Þó veldur sú mikla fylgni sem er á milli hagsveiflna í einstökum löndum ákveðnum líkum á samtímis lækkun verðlags og efnahagssamdrætti víða.

Ljóst er að Englandsbanki fer fremstur í flokki að því er varðar gæði verðbólgu-skýrslunnar. Nánast á hvaða mælikvarða sem er fær skýrsla bankans hæstu einkunn meðal samanburðarbankanna. Ánægjulegt er hins vegar að sjá hvað *Peningamál* koma vel út í þessum samanburði, sérstaklega að því er varðar gæði og trúverðugleika greiningarinnar og hversu ítarleg og tæmandi skýrslan er. Það sem lesendum finnst helst áfátt í *Peningamálum* er hins vegar skortur á upplýsingum um hvenær ákvarðanir eru teknar í peningamálum, hverjar taka þær, hverjar skoðanir einstakra ákvörðunaraðila eru og nánari útlitun á skoðanaskiptum milli ákvörðunaraðila. Samanburðurinn gefur því til kynna að á heildina litið standi Seðlabankinn sig nokkuð vel í útgáfu á verðbólgu-skýrslu sinni og telst greiningin í *Peningamálum* vera bæði fagleg og trúverðug. Samanburðurinn gefur hins vegar einnig til kynna hvar Seðlabankinn getur bætt sig og er því ákaflega gagnlegur sem slíkur.

Samkvæmt heildarmati lesenda skýrslunnar telst greiningin sem birtist í *Peningamálum* ágætlega sannfærandi og fær 7,8 í einkunn af 10 mögulegum. Meðaleinkunn fyrir þennan lið er 6,4 og er greiningin í *Peningamálum* talin sú þriðja besta á eftir ritum seðlabanka Bretlands og Nýja-Sjálands. Jafnframt var skýrslan talin endurspeglar ágætlega getu Seðlabanka Íslands til að ná markmiði sínu. Fyrir þann lið fær ritið 7,0 í einkunn og er það í sjöunda til níunda sæti ásamt ritum seðlabanka Ungverjalands og Noregs en meðaleinkunn fyrir þennan lið var 6,3. Lesendur töldu jafnframt að *Peningamál* svöruðu spurningum þeirra nokkuð vel og gáfu ritinu 7,2 í einkunn en meðaleinkunnin var 5,9. Eru *Peningamál* þar í flokki með ritum seðlabanka Chile og Tékklands. Hlutfallslega fá *Peningamál* lægsta einkunn fyrir læsileika en fyrir þann lið fær ritið 7,4 í einkunn sem er rétt undir meðaleinkunn. Efst trónir Bretland með 10 í einkunn en *Peningamál* aðeins í ellefta sæti. Hér er því möguleiki á að bæta ritið. Að lokum teljast upplýsingar í *Peningamálum* ágætlega tæmandi. Fyrir þann lið fær bankinn 7,6 í einkunn en meðaleinkunn allra ritana er 6,5 og er ritið í sjötta til sjöunda sæti ásamt peningamálariti seðlabanka Taílands.

Á heildina litið fá *Peningamál* 7,4 í einkunn, sem er sjöunda hæsta einkunnin. Efst trónir verðbólgu-skýrsla Englandsbanka með 9,2 í meðaleinkunn en nokkru þar á eftir kemur skýrsla seðlabanka Nýja-Sjálands með 8,2 í meðaleinkunn. Síðan koma nokk-

ur rit í hnapp: skýrsla seðlabanka Brasilíu með 7,8 í meðaleinkunn, skýrsla seðlabanka Taílands með 7,6 í meðaleinkunn, skýrslur seðlabanka Chile og Tékklands með 7,5 í meðaleinkunn og loks *Peningamál*. Miðað við uppgefin staðalfrávik á matinu má hins vegar ætla að munurinn á þessum fimm ritum sé varla tölfræðilega marktækur. Nokkuð er síðan í næstu rit en það eru skýrslur seðlabanka Noregs og Svíþjóðar með 6,8 í meðaleinkunn. Heildar meðaleinkunn er 6,5 eins og sést á meðfylgjandi mynd á heildareinkunn einstakra rita (mynd 3.3 í skýrslunni).



Meðal annarra niðurstaðna má nefna að lesendur töldu upplýsingar í *Peningamálum* ágætlega tæmandi og magn upplýsinga í ritinu hæfilegt. Almennt telja þeir hvorki skorta upplýsingar né þeim vera ofaukið og töldu þeir jafnframt að auðvelt væri að finna þær upplýsingar sem verið væri að leita að. T.d. fær ritið næsthæstu einkunn af öllum ritunum í samanburðinum fyrir rökstuðning á bak við framtíðarákvarðanir. *Peningamál* eru einnig meðal hæst metnu ritanna þegar kemur að mati á skýrleika umfjöllunar um þær forsendur sem liggja að baki ákvarðana í peningamálum. Lesendur telja þó að bæta megi umfjöllun um forsendur fyrir þróun alþjóðlegra fjármálaskilyrða. Ritið kemur einnig vel út í samanburði á gagnsæi forsendna á bak við spár bankans.

Í rannsókninni er einnig lagt mat á hversu vel tekst að skýra ákvörðunarferlið að baki peningastefnunnar og koma *Peningamál* ágætlega út í þeim samanburði nema að því sem snýr að umfjöllun um umræðu og skoðanaskipti meðal þeirra sem taka

ákvörðun í peningamálum, eins og áður hefur komið fram. Þetta helgast af því að Seðlabanki Íslands er einn seðlabanka með verðbólguþolmið þar sem ekki er notast við fyrirframákveðna vaxtaákvörðunarfundi. Jafnframt er fundargerð slíkra funda gerð opinber í mörgum tilvikum til að auka gagnsæi peningastefnunnar enn frekar. Slíkt vinnuferli hefur Seðlabanki Íslands haft til skoðunar um tíma.

Að lokum er lagt á mat á gæði samantektar á niðurstöðum greiningarinnar (sem birtist í inngangi

Peningamála). Lesendum þykir inngangurinn gefa góða samantekt á helstu atriðum greiningarinnar, miðla vel röksemdafærslu að baki ákvörðunum í peningamálum og finnst hún almennt sannfærandi. Aftur er það þó skortur á nánari umfjöllun um skoðana-skipti meðal þeirra sem taka ákvörðun sem dregur niður heildareinkunn ritsins fyrir þennan lið. Á heildina litið er þessi samantekt hins vegar talin sú næst besta í samanburðinum á eftir þeirri sem kemur fram í skýrslu Englandsbanka.