

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Hagvöxtur nær sér á strik og slaki hverfur á næstu misserum

Þrátt fyrir að vöxtur innlendrar eftirspurnar hafi verið kröftugur að undanfögnu spáir Seðlabankinn því að hagvöxtur verði heldur minni í ár en reiknað var með í síðustu spá, eða um 2%. Ástæðan liggur í því að útflutningur reyndist veikari og ekki er reiknað með framkvæmdum vegna stækkunar Norðurláls. Líkur á þeim framkvæmdum eru þó orðnar töluverðar, en þær munu ekki hafa áhrif á hagvöxt á þessu ári, jafnvel þótt af þeim verði. Án framkvæmda vegna stækkunar Norðurláls er reiknað með 3% hagvexti á næsta ári en 4¼% á árinu 2005. Hagvöxtur er því ekki umfram vöxt framleiðslugetu fyrr en á því ári og framleiðsluslaki helst þangað til. Verði af framkvæmdum vegna stækkunar Norðurláls mun hagvöxtur verða ½ prósentu meiri hvort árið 2004 og 2005 og framleiðsluslaki hverfur þegar á næsta ári. Verðbólga hefur verið tiltölulega stöðug að undanfögnu og lítillaga undir verðbólguþröngun Seðlabankans. Verðbólguþröngun gerir ráð fyrir að svo verði allt næsta ár. Litið tvö ár fram í tímann er því hins vegar spáð að verðbólgan verði lítillaga yfir markmiðinu, eða í kringum 3%, og er þá ekki reiknað með stækkun Norðurláls. Þessi spá byggist á óbreyttri peningastefnu og því ljóst að vextir þurfa að hækka á komandi mánuðum komi ekki til óvæntra breytinga. Hvenær og í hvaða mæli mun sem áður ráðast af efnahagsframvindunni en einnig af framkvæmd ríkisfjármálastefnunnar og stefnunnar í húsnæðismálum. Endanleg ákvörðun um stækkun Norðurláls mun þannig flýta vaxtahækkunum. Gangi áform fjárlagafrumvarps eftir mun ríkisfjármálastefnan styðja við peningastefnuna á næsta ári, en áformað útgjaldaaðhald er hins vegar ekki nægjanlegt til að vega á móti fyrirhuguðum skattalækkunum, sérstaklega á árinu 2006.

I Þróun efnahagsmála

Vöxtur innlendrar eftirspurnar hefur aukist verulega á þessu ári og var á öðrum fjórðungi ársins hinn mesti frá árinu 2000. Vísbendingar frá þriðja ársfjórðungi, t.d. velta, innflutningur og útlánvöxtur, benda til áframhaldandi vaxtar. Ytri skilyrði þjóðarbúsins hafa hins vegar versnað og útflutningur dregist saman, en innflutningur aukist í takt við innlenda eftirspurn. Halli á viðskiptum við útlönd hefur því vaxið hröðum skrefum. Það kann að eiga sinn þátt í

því að gengi krónunnar hefur verið heldur lægra undanfarna mánuði en sl. vor og snemma sumars. Gengið verður þó að telja sterkt, enda hefur innstreymi fjármagns, sem að nokkru leyti tengist stórfamkvæmdum sem eru hafnar eða í uppsiglingu, veitt því öflugan stuðning. Kröftug uppsveifla í útlánum, að stórum hluta gengisbundnum, samsvarar þessu innstreymi. Þrátt fyrir mikinn vöxt innlendrar eftirspurnar hefur verðbólga haldist lítil og undir verðbólguþröngun Seðlabankans, enda hafa gengisþróun og aðstæður á vinnumarkaði verið verðbólguþröngunin hagstæðar. Húsnæðisverðbólga hefur hins vegar verið mikil og skýrir reyndar hækkun neysluverðsísitölunnar að miklu leyti. Raunverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu hefur ekki

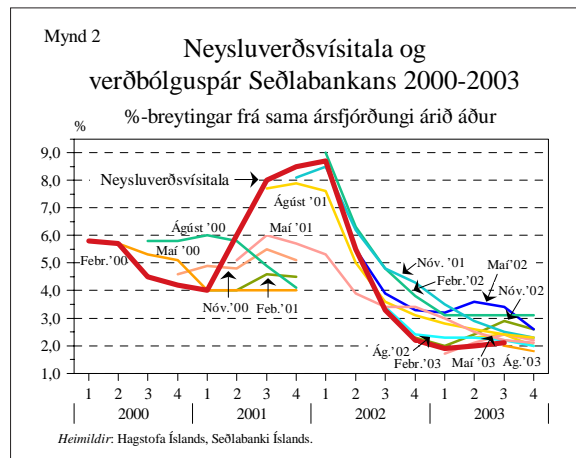
1. Í þessari grein er notast við upplýsingar sem tiltækar voru þann 31. október 2003.

verið herra í áratugi og sér ekki fyrir endann á verðhækkunum, enda ýtir lítil verðbólga, vaxandi kaupmáttur og lægri vextir en um langa hríð undir húsnæðiseftirspurn. Hækkun húsnæðisverðs er í sjálfu sér einnig eftirspurnarhvetjandi. Þegar fram í sækir gæti húsnæðisverð þó lækkað á ný og haldið aftur af vexti einkaneyslu.

Verðlagsþróun og verðbólguvæntingar

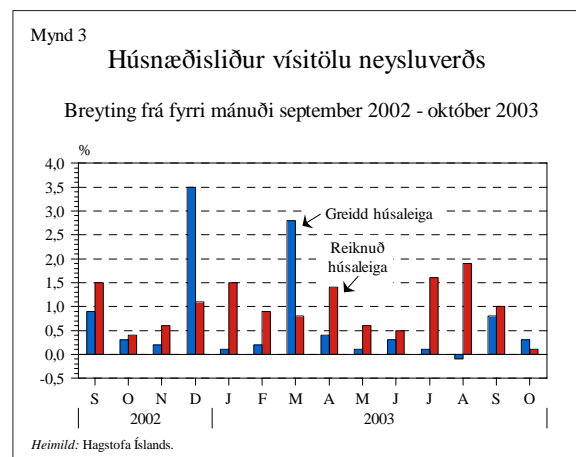
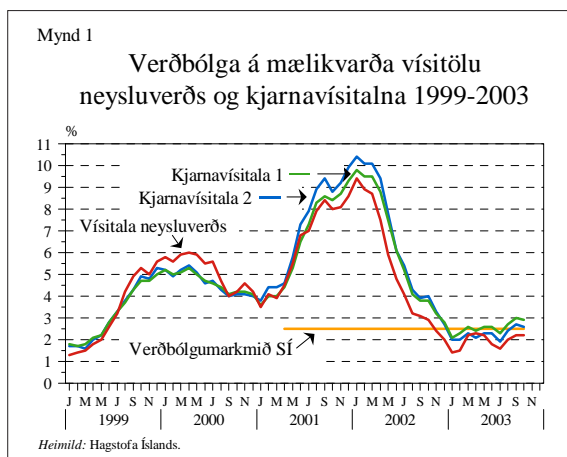
Verðbólga hefur verið stöðug

Verðbólga hefur verið í námunda við 2% það sem af er þessu ári. Með hliðsjón af 2½% verðbólgu markmiði Seðlabankans hefur stöðugleiki verðlags því verið með ágætum. Kjarnavísitölur sýna þó heldur meiri verðbólgu. Frá sjónarhóli þeirra sem ekki hafa fest kaup á íbúðarhúsnæði sl. ár hefur verðbólgan í raun verið mun minni, því að af 2,2% hækkun vísitölunnar á tólf mánuðum til októberbyrjunar stafa 1,7%, eða rúmlega ¾ hækkunarinnar af hækkun húsnæðisliðarins. Það sem eftir stendur samsvarar u.þ.b. áhrifum verðhækkunar opinberrar þjónustu, en hækkun hennar stafar, eins og áður hefur verið greint frá í *Peningamálum*, af hliðrun vegna tafinnar verðhækkunar opinberrar þjónustu. Vöruverð hefur lækkað nokkuð að meðaltali sl. ár, einkum verð innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks, og verð þjónustu einkaaðila hefur lækkað um 1½%. Stöðugt hefur dregið úr verðhækkun þjónustu einkaaðila sl. ár, á sama tíma og húsnæðisverðbólgan hefur aukist. Síðustu mánuðina hefur húsnæðisverðbólgan þó verið nokkuð stöðug.



Dregur úr árshækkun húsnæðisliðar neysluverðsvísitölu

Í ljósi þess að húsnæðisliður vísitölu neysluverðs skýrir meginhluta hækkunar vísitölunnar sl. tólf mánuði er ástæða til að beina athyglinni að honum sérstaklega. Í byrjun október hafði húsnæðisliðurinn lækkað um 10,3% og hafði þá lítilla dregið úr tólf mánaða hækkun hans frá því í ágúst. Eins og greint er frá í rammagrein 1 samanstandur húsnæðisliðurinn af nokkrum liðum og eru tveir þeir veigamestu greidd húsaleiga og svokölluð reiknuð húsaleiga, sem endurspeglar breytingar á markaðsverði húsnæðis. Það er einkum hækkun á markaðsverði húsnæðis sem olli örrí hækkun húsnæðisliðarins sl. sumar. Síðustu mánuði hefur dregið nokkuð úr hækkun markaðsverðs húsnæðis á milli mánaða. Að nokkru leyti er líklega um árstíðartengda lægð að



ræða en einnig hefur dregið aðeins úr árhækkun liðarins. Ótímabært er þó að fullyrða að hámarki sé náð. Í nóvember 2002 og febrúar sl. hækkaði greidd húsaleiga verulega, en hún er þó tiltölulega léttvæg í

vísitölunni. Á liðnum árum hefur ekki skapast umtalsvert og langvarandi misræmi á milli húsaleigu og húsnæðisverðs.

Rammagrein 1 Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs

Í síðustu neyslukönnun Hagstofunnar (2000-2002) reyndust tæp 18% úrtaksins búa í leiguhúsnæði. Það leiguverð sem leigjendur gáfu upp myndar útgjalda-grunn vegna leiguhúsnæðis og er sú fjárhæð nú framreiknuð með hliðsjón af upplýsingum um breytingar á leigu á sambærilegu húsnæði. Í mars 2002 voru útgjöld vegna leigu 2,1% af heildarútgjöldum í grunni neysluverðsvísitölunnar.

Fyrir þau 82% af úrtakinu, sem búa í eigin húsnæði, þarf að reikna út sk. notendakostnað, þ.e. þann árlega kostnað sem fylgir því að búa í viðkomandi húsnæði. Í þessum útreikningi er tekið tillit til minni háttar viðhalds, svo og holræsa-, sorphirðu- og vatns-gjalds. Kostnaðurinn vegna þessa nam 3,6% af heildarútgjöldum í grunni vísitölunnar í mars 2002. Stærsti liðurinn, sem nam 10,1% af heildarútgjöldunum í mars 2002, er „reiknuð húsaleiga“. Hugmyndin að baki þessum lið er að áætla afskriftir og vaxtakostnað vegna þess fjármagns sem bundið er í húsnæðinu.

Fasteignamat húsnæðis myndar grunninn fyrir útreikning á liðnum „reiknuð húsaleiga“, en samkvæmt lögum á fasteignamat að endurspegla markaðsverð húsnæðisins. Þessi fjárhæð er framreiknuð með hliðsjón af breytingum á verði íbúða í nýgerðum kaupsamningum. Allar greiðslur í kaupsamningunum eru núvirtar. Við núvirðingu þess sem seljandi lánar kaupanda (oftast sá hluti „útborgunarinnar“ sem kaupandi greiðir á fyrstu 12-14 mánuðum eftir undirritun kaupsamnings) eru notaðir víxilvextir. Við núvirðingu á öðrum lánum er miðað við ávöxtunarkröfu húsbrefa á markaði að viðbættu 0,35% álagi. Ekki er fylgt öllum breytingum í ávöxtunarkröfu húsbrefa, en reynt að fylgja þróuninni í stórum dráttum.

Til að áætla árlegan notendakostnað vegna húsnæðis þarf að gefa sér forsendur varðandi endingartíma (og þar með árlega afskrift) og vaxtakostnað vegna þess fjármagns sem liggur bundið í eigninni. Hagstofan gerir ráð fyrir því að húsnæði endist í 67 ár (afskrifist um 1,5% á ári) en verðmæti lóðar haldist

óbreytt. Til einföldunar er farið með samanlagt verðmæti húsnæðis og lóðar eins og um væri að ræða eign sem endist í 80 ár (afskrifast um 1,25% á ári). Við útreikning á vaxtakostnaði vegna eigin húsnæðis er miðað við raunvexti af áhvílandi lánum, en af þeim hluta af verðmæti húsnæðisins, sem telst eigið fé, eru reiknaðir 3% raunvextir.¹ Síðari vextirnir breytast ekki, en fyrrnefndu vextirnir taka þeim breytingum sem verða á kjörum þeirra lána sem tilgreind eru í samningum um kaup á húsnæði. Að undanfögnu hefur eigið fé húseigenda verið liðlega helmingur af verðmæti húsnæðisins, en meðalraunvextir á lánum hafa verið rúmlega 5%.

Að gefnu staðgreiðsluverði eigin húsnæðis (S), endingartíma þess ($n=80$) og raunvöxtum (r), er „reiknuð húsaleiga“ jöfn þeirri greiðslu sem þarf til að greiða jafngreiðslulán að fjárhæð S , með raunvöxtum r , á n árum. Eftirfarandi jafna gefur árlega greiðslu (L) af slíku láni:

$$L = \frac{r \cdot S}{1 - 1/(1+r)^n}$$

Þessa formúlu má einfalda í $L=r \cdot S$ þegar $n=80$ og r er ekki mjög lág tala, t.d. $r > 2,5\%$. Hækkun á raunvöxtum þeirra lána sem tekin eru til kaupa á húsnæði leiðir þannig til hækkunar á „reiknaðri húsaleigu“. Hækkun raunvaxta (r) úr 4% í 4,5% (þ.e. hækkun á raunvöxtum fasteignalána úr 5% í 6% á meðan vextir á eigið fé húseigenda eru fastir 3%) leiðir til 14% hækkunar á „reiknaðri húsaleigu“.

Það skiptir máli í þessu samhengi að stór hluti lána til íbúðakaupa eru í dag með föstum vöxtum, eða vöxtum sem ekki ráðast beint á markaði. Þetta á t.d. við um lán Íbúðalánasjóðs og nokkuð af húsnæðislánum líf-

1. Önnur lönd sem nota þessa aðferð við að áætla kostnað vegna eigin húsnæðis nota nafnvexti þar sem Hagstofan notar raunvexti. Þessi lönd eru Finnland, Svíþjóð, Írland, Bretland og Kanada. Í þessum löndum eru nafnvextir algengastir á langtímalánum, en hér á landi eru nánast öll langtímalán með raunvöxtum.

eyrissjóða. Við þessar aðstæður hefur almenn hækkun raunvaxta tiltölulega lítil áhrif á þá raunvexti sem notaðir eru til að reikna út „reiknuðu húsaleiguna“ (r). Almenn hækkun raunvaxta, sem hækkar ávöxtunarkröfu húsbrefa, en breytir ekki samningsverði húsnæðis, lækkar hins vegar staðgreiðsluverð húsnæðis, vegna þess að núverandi lána með föstum raunvöxtum lækkar. Við núverandi aðstæður eru síðari áhrifin mun sterkari en þau fyrri þannig að almenn hækkun raunvaxta lækkar „reiknaða húsaleigu“.

Ef þessu fyrirkomulagi verður breytt, og kjör á lánunum til íbúðakaupa fylgja almennt markaðsvöxtum, munu áhrif almennrar hækkunar raunvaxta á liðinn „reiknuð húsaleiga“ breytast. Ef raunvextir allra lána hækka eins, þá breytist staðgreiðsluverðið ekki, en vegna þess að meðalraunvextir íbúðalána (r) hækka, þá myndi liðurinn „reiknuð húsaleiga“ hækka.

Er farið að draga úr áhrifum gengishækkunar krónunnar?

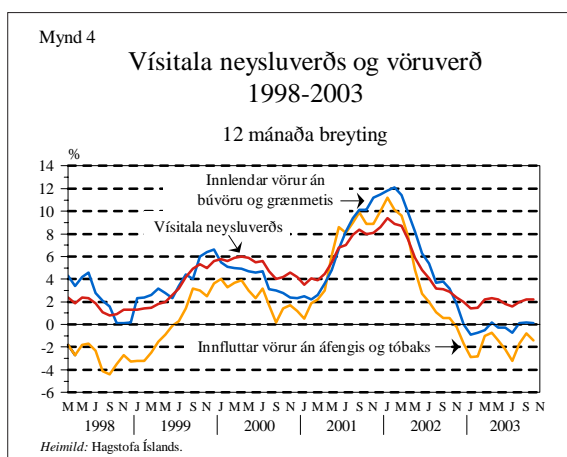
Gengisþróun krónunnar hefur átt stóran þátt í hjöðnun verðbólgunnar frá því í ársbyrjun 2002. Frá sumarmánuðum ársins 2002 hefur verðlag innfluttrar vöru almennt farið lækkandi. Gengi krónunnar hélt áfram að hækka fram á mitt þetta ár, en eftir nær samfellda hækkun frá því í lok nóvember 2001 veiktist gengið nokkuð á ný um sumarið, en hefur haldist tiltölulega stöðugt á haustmánuðum. Í lok október var gengið ögn lægra en í byrjun árs, eftir að hafa náð lægsta gildi sínu það sem af er árinu í lok ágústmánaðar. Haldist gengið tiltölulega stöðugt, líkt og verið hefur undanfarna mánuði, mun smám saman draga úr hjöðnun vöruverðs. Í byrjun október var vöruverð þó lægra en á sama tíma árið áður. Þannig var verðlag innfluttrar vöru að jafnaði ½% lægra í byrjun október en á sama tíma árið áður, en 1½% lægra án áfengis og tóbaks. Verð á innlendum vörum var einnig ½% lægra en í október í fyrra, enda í mörgum tilvikum um samkeppnisvöru að ræða.

Verðlag bensins og matvöru er sérlega næmt fyrir gengisbreytingum og hefur fylgt gengisþróuninni þétt eftir, en í báðum tilvikum verða einnig nokkuð miklar sveiflur í erlendu verðlagi þeirra. Í kjarnavísitölum er horft fram hjá verðbreytingum ýmissa sveiflukendra liða og í kjarnavísitölu 2 einnig verðbreytingum opinberrar þjónustu.² Í október hafði kjarnavísitala 1 hækkað um 2,9% á tólf mánuðum og kjarnavísitala 2 um 2,6%. Í ljósi þess að meiri hækkun kjarnavísitölu 1 má rekja til fyrrgreindra hliðrana verðhækkana í opinberri þjónustu, sem munu hverfa snemma á næsta ári, má halda því fram að kjarnavísitala 2 endurspegli betur undirliggjandi verðbólgu um þessar mundir en kjarnavísitala 1.

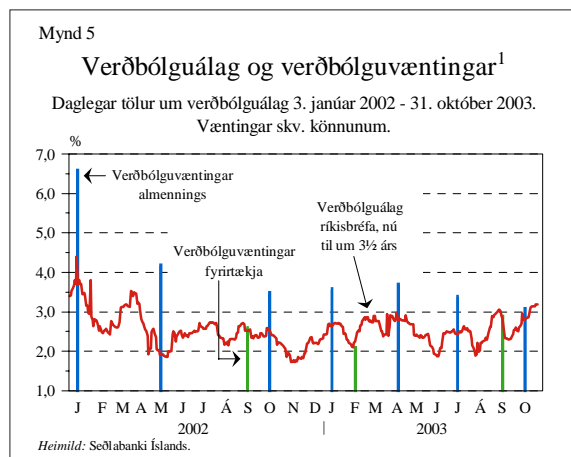
Verðbólguvæntingar almennings þokast niður en væntingar fyrirtækja upp

Verðbólguvæntingar almennings hafa þokast örlítið niður, ef marka má könnun sem gerð var í fyrri hluta októbermánaðar. Að meðaltali töldu svarendur að verðbólgan næstu tólf mánuði yrði um 3,1%, en í sambærilegri könnun sem framkvæmd var í byrjun júlí var meðaltalið 3,4%. Verðbólguvæntingar forsvarsmanna stærstu fyrirtækja landsins hafa aftur á móti hækkað samkvæmt könnun sem gerð var í september síðastliðnum. Þeir gera að meðaltali ráð fyrir 2,9% hækkun vísitölu neysluverðs næstu tólf mánuði á móti 2,1% í sambærilegri könnun sl. febrúar.

Breytingar á verðbólguálagi óverðtryggðra ríkisbréfa endurspeglar um þessar mundir breytingar á viðhorfum á fjármálamarkaði til áhrifa fyrirhugaðra stórframkvæmda sem framundan eru, meðal annars



2. Í kjarnavísitölu 1 hafa áhrif verðbreytinga búvöru, grænmetis, ávaxta og bensins verið tekin út og í kjarnavísitölu 2 einnig áhrif verðbreytinga opinberrar þjónustu.



óvissu um framkvæmdir Norðurlá. Álagið jókst í ágúst og fram í miðjan september, en hefur síðan lækkað á ný, sérstaklega á bréfum með styttri líftíma. Þannig fór verðbólguálag til tveggja ára úr u.þ.b. 1,6% í byrjun ágúst upp í 2,5% um miðjan september, en hefur að undanförmu verið um 2,0%. Verðbólguálag til sex ára hefur haldist í námunda við 3½% frá byrjun septembermánaðar, eftir nokkra hækkun áður. Mat sérfræðinga á verðbólguhorfum fyrir þetta ár er óbreytt frá því í júlí og nær samhljóða spá Seðlabankans.

Lítill frávik í síðustu verðbólguþátt Seðlabankans

Á þriðja fjórðungi ársins var vísitala neysluverðs 2,1% hærrí en fyrir ári, sem er u.þ.b. sama verðbólga og spáð var í júlí og aðeins minni en spáð var fyrir á árinu. Frávik í verðbólguþátt bankans hafa því verið mjög lítil að undanförmu, eins og sjá má í meðfylgjandi töflu.

Tafla 1 Frávik í verðbólguþátt Seðlabankans
Mismunur þeirrar verðbólgu sem spáð var og mældrar verðbólgu

Prósentur	Spá gerð í:		
	Febr. '03	Mai '03	Júlí '03
1. ársfj.	0,2	.	.
2. ársfj.	-0,1	-0,3	.
3. ársfj.	-0,3	-0,3	0,1

Ytri skilyrði og framleiðsla

Ytri skilyrðum þjóðarbúsins hefur hrakað nokkuð á þessu ári. Útflutningsverð sjávarafurða hefur lækkað og afli verið með rýrara móti. Á móti kemur nokkur hækkun á verði áls. Olíuverð hefur hækkað nokkuð á árinu.

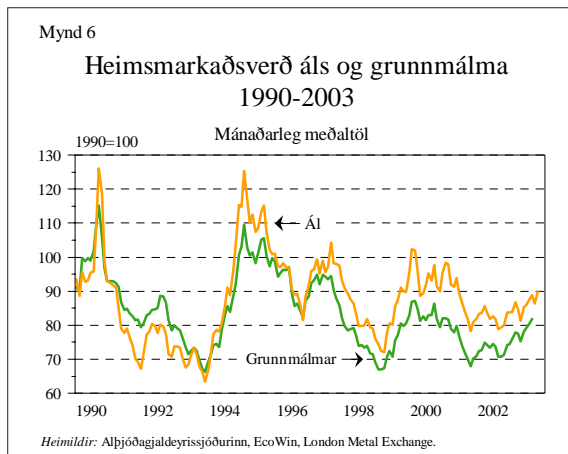
Fyrstu átta mánuði ársins var verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum tæplega 4½% lægra en á sama tíma í fyrra. Að einhverju leyti má rekja lægra verð útflutningsafurða til efnahagslæggðar í helstu viðskiptalöndum, einkum lítill einkaneyslu í mörgum helstu löndum Evrópu. Samkvæmt spám *Consensus Forecasts* verður hagvöxtur í Evrópusambandinu 0,8% og vöxtur einkaneyslu 1,2% á þessu ári, en samsvarandi tölur fyrir Bandaríkin eru 2,7% og 3,0%. Horfur fara þó batnandi og í Asíu, einkum Kína, er víða öflugur hagvöxtur. Á næsta ári er spáð 4% hagvexti í Bandaríkjunum, tæplega 2% í Evrópusambandinu og 3% í helstu löndum heims að meðaltali. Þótt efnahagsbatinn sé kominn á talsvert skrið í Bandaríkjunum er vert að hafa í huga að styrkur efnahagslífsins hvílir að tölurverðu leyti á tímabundnum þáttum, t.d. skattaendurgreiðslum, endurfjármögnun veðskulda, birgðaukningu og auknum útgjöldum til varnarmála. Hækkun skuldabréfavaxta frá miðju sumri gæti einnig dregið dilk á eftir sér og leitt til aðhaldssamari fjármálaskilyrða, þótt ekki sé að því stefnt.

Eftir því sem efnahagsbati í viðskiptalöndunum kemst á skrið ættu horfur um viðskiptakjör að batna, að öðru óbreyttu. Markaðir eru reyndar mjög næmir fyrir auknu framboði, og auknið heildarframboð inn á nokkra tiltölulega afmarkaða botnfiskmarkaði hefur stuðlað að verðlækkun þar, ekki síður en lægð í eftirspurn. Slök staða fiskistofna í Norðursjó og víðar bendir þó ekki til þess að framboð muni aukast á næstunni.

Aflabrogð á Íslandsmiðum fyrstu tvo fjórðunga ársins voru töluvert lakari en í fyrra, en á þeim þriðja svipuð og fyrir ári. Þá var farið að gæta áhrifa aukinna aflheimilda í botnfiski á fiskveiðiárinu sem hófst 1. september. Þó er talið að áhrif þeirra muni að mestu koma fram á næsta ári. Á móti kemur að afli uppsjávartiska hefur verið með slakara móti á haustmánuðum.

Álverð hefur að undanförmu verið nokkru hærra en spár gáfu til kynna og framvirkt verð bendir

heldur til hækkunar, enda eftirspurn góð. Er það í takt við verð grunnmálma, sem hefur farið ört hækkandi sl. ár, eftir djúpa lægð sem náði botni haustið 2001. Ef efnahagsbati helstu iðnríkja kemst á skrið má búast við að verðið hækki frekar, en að undanförunu hefur afar hraður vöxtur eftirspurnar frá Kína ýtt undir verðhækkanir.



Þar til á þessu ári tókst að halda uppi ágætum útflutningsvexti annarrar iðnaðarvöru en stóriðju, sem að verulegu leyti samanstendur af hátækni- og fjárfestingarvöru, þrátt fyrir lægð í hátæknigeiranum og fjárfestingu á alþjóðavísu. Sá vöxtur kann þó að nokkru leyti að endurspeglar lágt gengi krónunnar og óvenju góða samkeppnisstöðu um skamma tíð. Í ár hefur þessi útflutningur hins vegar dregist töluvert saman. Þar er þó e.t.v. ekki eingöngu um siðbúin áhrif slakari ytri skilyrða að ræða, heldur stafar það af því að framleiðsluaukning fyrirtækja á þessu sviði hefur einkum komið fram erlendis.

Búist er við metfjölda erlendra ferðamanna á þessu ári, eftir tveggja ára lægð, 7% fleiri en árið 2000, sem er góður árangur í ljósi þess að ferðamannaíðnaður í heiminum hefur almennt átt undir högg að sækja og að raungengi krónunnar hefur hækkað verulega.³ Ferðamannatíminn hefur einnig lengst frá því sem áður var.

Breytingar á innflutningsverði hafa ekki verið eins hagfelldar og t.d. var reiknað með í spám Seðla-

3. Þó er rétt að hafa í huga að áhrif gengisbreytinga geta komið fram með töluverðri töf og að innlendir þjónustuaðilar gætu hafa tekið á sig umtalsvert gengistap.

bankans. Hráoliu- og bensínverð hefur það sem af er árinu að meðaltali verið 15% hærra en í fyrra. Framvirkt verð hefur einnig hækkað og gefur það vísbendingu um minni verðlækkun framundan en áður var reiknað með, eða u.þ.b. 5%.

Einkaneysla og fjárfesting fóru á skrið á öðrum ársfjórðungi...

Þjóðhagsreikningar fyrir annan fjórðung ársins staðfesta kröftugan bata innlestrar eftirspurnar, eins og búist hafði verið við. Dræmur útflutningur hélt hins vegar aftur af hagvexti, sem var svipaður eða ívið slakari en á fyrsta ársfjórðungi, þótt vöxtur þjóðarútgjalda væri mun meiri. Vöxtur einkaneyslu var sérstaklega kröftugur, eða 7½% frá fyrra ári. Vöxtur samneyslu og fjármunamyndunar var einnig kröftugur.

Fyrri helming ársins var hagvöxtur svipaður og Seðlabankinn spáði í júlí fyrir árið í heild. Hvað áhrærir einstaka þætti landsframleiðslunnar munar hins vegar töluverðu á spá bankans og fyrstu áætlunum Hagstofunnar um hagvöxt fyrri helming ársins. Vöxtur þjóðarútgjalda á fyrri helmingi ársins var töluvert meiri en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í júlí að yrði á árinu öllu, en útflutningur var mun veikari. Því virðist einkaneysluspáin hafa verið of varfærin. Um fjármunamyndun er erfiðara að álykta vegna mikilla sveiflna á milli ársfjórðunga, sem rekja má til innflutnings flugvélar á fyrsta ársfjórðungi 2002.

Tafla 2 Þjóðhagsstærðir á fyrsta og öðrum ársfjórðungi 2003

Breyting frá fyrra ári (%)	1. ársfj.	2. ársfj.	Fyrri hálfár
Verg landsframleiðsla	3,1	2,7	2,9
Þjóðarútgjöld	1,6	9,6	5,6
Einkaneysla	5,2	7,4	6,4
Samneysla	4,4	5,1	4,7
Fjármunamyndun	-10,0	17,2	3,0
Útflutningur	4,3	-6,6	-1,4
Innflutningur	0,3	10,4	5,6
<i>Hlutföll af landsframleiðslu</i>			
Vöru- og þjónustujöfnuður/VLF	1,7	-6,2	-2,3
Viðskiptajöfnuður/VLF	-0,5	-7,7	-4,1

Heimild: Hagstofa Íslands.

...en útflutningur dróst saman og horfur eru á slökum þriðja ársfjórðungi

Umskipti milli fyrsta og annars ársfjórðungs urðu enn meiri á sviði utanríkisviðskipta. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar á öðrum ársfjórðungi var verulega neikvætt, en á fyrsta ársfjórðungi skýrðu utanríkisviðskipti u.þ.b. helming hagvaxtarins.

Á fyrri helmingi ársins dróst útflutningur saman, einkum vöruútflutningur, sem dróst saman um 1%, þar af sjávarvöruútflutningur um 5%. Útflutt þjónusta dróst einnig lítillega saman að raunvirði, en verulegur samdráttur varð á öðrum fjórðungi ársins, einkum í tekjum af samgöngum og annarri þjónustu.

Vöruútflutningur á þriðja fjórðungi ársins dróst einnig saman. Fyrstu níu mánuði ársins var almennur vöruútflutningur 1% minni að magni frá fyrra ári. Útflutningur sjávarafurða dróst saman um 1½%, en 5% aukning stóriðjuútflutnings vó á móti. Líklegt er að vöxtur álútflutnings á árinu verði einhverju minni en þessar tölur gefa til kynna, því að framleiðslugeta er óbreytt frá fyrra ári. Til þess að ná þeim vexti sem spáð var í júlí þyrfti vöruútflutningur að aukast um 9% á síðasta fjórðungi ársins, sem virðist ósennilegt. Líkur eru því á að spá Seðlabankans um 1½% vöxt útflutnings árið 2003 hafi verið í bjartsýnna lagi. Rétt er þó að hafa í huga að í spá Seðlabankans var reiknað með að útflutningur ykist á síðari helmingi ársins, m.a. vegna aukinna aflaheimilda. Loðnu- og síldarflinn fyrstu mánuði nýs kvótaárs hefur hins vegar valdið vonbrigðum.

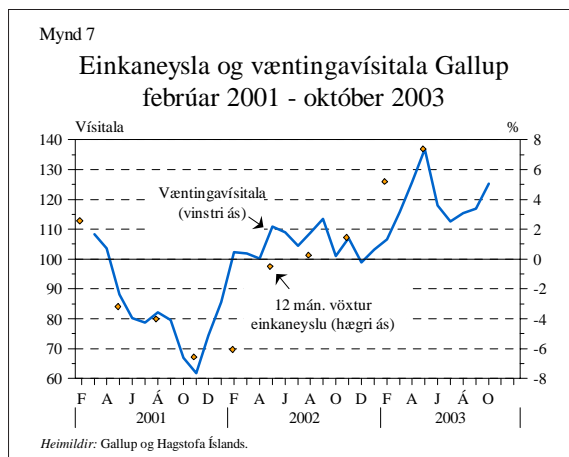
Innlend eftirspurn

Af þjóðhagsreikningum fyrir fyrri helming ársins má draga þá ályktun að innlend eftirspurn hafi aukist töluvert hraðar það sem af er árinu en gert var ráð fyrir í flestum spám. Þjóðarútgjöld á fyrri helmingi ársins voru 5½% meiri en fyrir ári, sem er töluvert meiri vöxtur en Seðlabankinn spáði á árinu öllu. Mestu skiptir að einkaneysla jókst um 6½%, en í júlispá Seðlabankans var einungis gert ráð fyrir 2% vexti. Á móti kemur að vöxtur fjármunamyndunar var nokkru minni en gert var ráð fyrir á árinu öllu. Fjármunamyndun ræðst hins vegar mjög af áhrifum nokkurra stórra sveiflukendra liða, svo sem fjárfestingar í skipum, flugvélum (sem skýrir samdrátt á fyrsta fjórðungi ársins) og orkuverum. Því er erfitt að meta hversu vel spár samræmast þjóðhagsreikning-

um fyrri helming ársins. Vöxtur samneyslu fyrir helming ársins, einkum á öðrum ársfjórðungi, var einnig töluvert meiri en spár gerðu ráð fyrir.

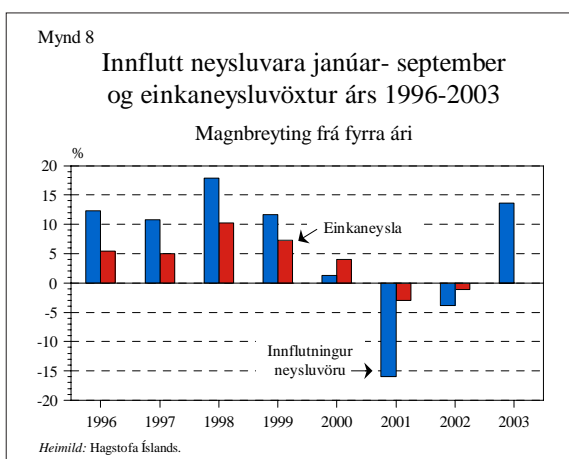
Vöxtur einkaneyslu ætti ekki að koma á óvart, þótt hann hafi verið heldur meiri á fyrri helmingi ársins en segja má að hafi falist í spám. Vaxandi kaupmáttur ráðstöfunartekna, stöðugleiki í verðlagsmálum, lækkandi vextir og hækkun eignaverðs eru meðal þátta sem eru til þess fallnir að örva eftirspurn. Kaupmáttur launa hefur að undanförunu verið u.þ.b. 3½% meiri en fyrir ári og heimilin eru þegar farin að bregðast við lægri vöxtum með aukinni sókn í lánsfé, þótt það sé reyndar mest til húsnæðisakaupa.

Vöxtur einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi var meiri en flestar vísbendingar virtust gefa til kynna. Líklegt er að þessi mikli vöxtur tengist að einhverju leyti alþingiskosningunum sem voru á miðju tímabilinu. Bjartsýni sem ríkti í kringum kosningarnar og aðgerðir í atvinnumálum sem kynntar voru í aðdraganda þeirra kunna einnig að skýra hækkun væntingavísitalu Gallup. Vísitalan náði hámarki í maí, dalaði síðan nokkuð, en síðustu þrjár mælingar hafa verið upp á við.



Ef ofangreind skýring er rétt, mætti gera ráð fyrir nokkru minni vexti það sem eftir er ársins. Aðrar eftirspurnarvísbendingar benda þó til þess að vöxturinn hafi einnig verið hraður á þriðja fjórðungi ársins. Vöruinnflutningur fyrstu níu mánuði ársins jókst meira frá fyrra ári en gerðist nokkurn tímann í síðustu uppsveiflu að undanskildu árinu 1998, en það ár jókst einkaneyslan um 10%. Reyndar er líklegt að vöxtur einkaneyslunnar á þessu ári komi óvenju

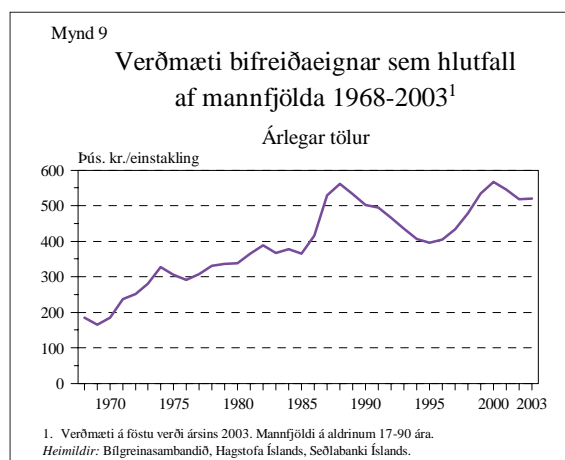
sterkt fram í innflutningi vegna samdráttar í innflutningi varanlegrar neysluvöru árin á undan, en jafnvel að teknu tilliti til þess bendir flest til að vöxtur einkaneyslu hafi einnig verið hraður á þriðja fjórðungi ársins.



Greiðslukorta- og dagvöruvelta benda til hins sama. Dagvöruvelta á þriðja ársfjórðungi var u.þ.b. 4% og greiðslukortavelta 6½% meiri að raungildi en fyrir ári. Virðisaukaskattavelta á þriðja fjórðungi ársins liggur ekki fyrir, en ljóst er að raunvöxtur veltu í smásölu, heilidsölu og þjónustugreinum fór vaxandi a.m.k.fram á mitt árið. Um horfur síðustu þrjá mánuði ársins er erfitt að fullyrða. Reikna má með eitt-hvað hægari vexti vegna grunnáhrifa, því að einkaneysla jókst verulega síðustu mánuðina í fyrra.

Undirliggjandi þættir eftirspurnar benda, sem fyrr segir, flestir til áframhaldandi vaxtar einkaneyslu. Þrátt fyrir heldur aukið atvinnuleysi, að teknu tilliti til árstíma, eru atvinnuhorfur almennt taldar nokkuð góðar. Þegar um er að ræða kaup á varanlegum neyslugæðum skipta væntingar meginmáli. Búist heimili við auknum tekjum í framtíðinni eykst eftirspurn þeirra eftir bifreiðum, raftækjum og öðrum varanlegum neysluvörum. Það leiðir um tíma til aukinnar einkaneyslu og ekki síður meiri innflutnings, því að hérlendis eru flestar varanlegar neysluvörur innfluttar. Í þjóðhagsreikningum er neysla varanlegra gæða meðhöndluð eins og hún fari öll fram á kaupári, þótt í reynd eigi hún sér stað á löngu tímabili. Vöxtur einkaneyslu mælist því hraður þegar heimilin aðlaga varanleg neyslugæði að hærri væntum framtíðartækjum, en hægir síðan á sér. Á fyrri hluta tíunda

áratugarins gengu heimilin á varanleg neyslugæði, þ.e.a.s. kaup dugðu ekki til að mæta rýrnun stofnsins og mannfjölgun. Þannig rýrnaði bifreiðastofninn um 24 ma.kr. Til þess að ná jafnstöðu við árið 1988 hefði bifreiðaeignin árið 1995 þurft að aukast um 32 ma.kr., eða sem nam 7% af landsframleiðslu ársins. Skiljanlegt er því að mikil stofnaðlögung hafi orðið þegar heimilunum jókst bjartsýni um miðjan áratuginn og skýra má töluverðan hluta aukinnar einkaneyslu og viðskiptahalla með slíkri aðlögun.



Þótt nokkuð hafi gengið á bifreiðastofn landsmanna undanfarin tvö ár er þess vart að vænta að jafnrík aðlögunarþörf sé nú fyrir hendi. Mikil bifreiðakaup árin 1998-2000 munu þó skapa endurnýjunarþörf sem kann að standa á bak við aukinn innflutning á þessu ári að einhverju leyti.

Fyrirtækin

Áreiðanlegar heimildir um afkomu fyrirtækja á þessu ári einskorðast við fyrirtæki sem skráð eru á Kauphöll Íslands. Að auki gefa kannanir sem Gallup hefur gert á viðhorfum stærstu fyrirtækja landsins nokkra vísbendingu um stöðu þeirra og framtíðaráform. Af afkomutölum skráðra fyrirtækja sést að afkoma þeirra hafi verið nokkuð góð fyrri hluta ársins. Framlegðin var svipuð og á síðasta ári, eða 11%. Hagnaður eftir skatta var reyndar helmingi minni en í fyrra, eða 4½%, en það skýrist einkum af áhrifum gengisbreytinga á erlenda skuldastofn fyrirtækjanna. Framlegð sjávarútvegsfyrirtækja versnaði nokkuð á milli ára, í 22% af veltu. Það telst þó vel

Tafla 3 Afkoma skáðra fyrirtækja 1999-2003¹

	1999	2000	2001	2002	Fyrri hálfár		Spá ² 2003
					2002	2003	
<i>Öll skráð atvinnufyrirtæki</i>							
Framlegð (HAF/velta) ³	7,1	9,2	10,1	10,2	11,7	10,9	11,1
HES/velta ⁴	2,3	-0,6	0,8	8,6	9,2	4,5	4,7
<i>Framlegð (HAF/velta)³</i>							
Sjávarútvegur	13,7	17,0	27,1	23,3	25,6	21,9	20,8
Iðnaður og framleiðsla	7,0	13,2	12,9	13,3	12,9	14,2	20,3
Upplýsingatækni	6,5	23,0	17,3	18,2	18,9	21,2	9,7
Verslun, þjónusta og verktakar.....	6,4	6,7	10,1	10,2	8,0	14,3	.
<i>HES/velta⁴</i>							
Sjávarútvegur	-0,1	-8,6	4,1	18,6	27,8	13,1	7,2
Iðnaður og framleiðsla	3,3	2,7	5,2	7,8	8,4	10,5	12,8
Upplýsingatækn.....	4,3	1,7	-3,4	2,1	5,2	3,0	-2,1
Verslun, þjónusta og verktakar.....	3,0	2,6	2,7	15,3	6,8	7,8	.

1. Paraður samanburður milli 1999 og 2000, 2001 og 2002 og fyrri helminga 2002 og 2003. 2. Byggt á spám helstu fjármálafyrirtækja. 3. HAF = hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði. 4. HES=hagnaður eftir skatta. Heimild: Seðlabanki Íslands.

viðunandi afkoma í ljósi gengisbreytinga, verðlækkunar og aflasamdráttar. Mest munaði um minni framlegð í mjöl- og lýsisframleiðslu, sem jafnan skilar góðri framlegð. Framlegð fyrirtækja í iðnaðar- og lyfjaframleiðslu og í hugbúnaðargerð jókst hins vegar á milli ára.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja hafa birt afkomuspár til áramóta sem á heildina litið eru ekki mjög frábrugðnar þeirri afkomumynd sem birtist í ársuppgjörum fyrirtækjanna. Gert er ráð fyrir nokkurri veltuaukningu, áþekkri framlegð og svipuðum hagnaði eftir skatta og á fyrri helmingi ársins.

Af könnun Gallups á viðhorfum stærstu fyrirtækja (sjá rammagrein 2), sem gerð var í september, má ráða að nokkuð góð staða fyrirtækja sé ekki bundin við skráð fyrirtæki. Drjúgur meirihluti fyrirtækja sem svöruðu könnuninni töldu aðstæður í efnahagslífinu góðar og aðeins 4% að þær væru slæmar. Þetta eru töluvert jákvæðari viðhorf en í tveimur fyrri könnunum, í september 2002 og febrúar 2003. Einnig virtust horfur næstu mánuði nokkuð góðar, en horfur til næsta árs lakari. Er ekki ólíklegt að þar gæti áhyggja af neikvæðum hliðaráhrifum stórframkvæmda næstu ára.

Þessar áhyggjur af framtíðinni endurspeglast líklega í því að fyrirtækin virðast almennt ætla að halda að sér höndunum um fjárfestingu á næstunni. Sam-

kvæmt niðurstöðum könnunarinnar áforma fyrirtækin að draga nokkuð úr fjárfestingu á næsta ári, einkum fyrirtæki í flutningum, ferðaþjónustu o.fl. Hins vegar gera fleiri fyrirtæki en áður ráð fyrir að fjölga starfsfólki næstu tólf mánuði og þá einna helst í fjármálageiranum, þjónustu og ráðgjöf.

Í ljósi ágætrar afkomu flestra skráðra fyrirtækja og fremur jákvæðs mats fyrirtækja í könnun Gallups á núverandi stöðu sinni virðist hátt hlutfall launa, og þar með lágt hlutfall vergs hagnaðar í vergum þáttatekjum eða landsframleiðslu vera nokkur ráðgáta. Þetta háa hlutfall gæti verið vísbending um að önnur fyrirtæki séu verulega aðþrengd, því að hlutfall vergs hagnaðar undanfari fjögur ár hefur verið hið lægsta a.m.k. frá árinu 1973 og ef nýjasta þjóðhagsspá mun ganga eftir verður það enn lægra á yfirstandandi ári. Fyrirnefndar kannanir virðast ekki benda til þrengri stöðu, en hafa verður í huga að þar skortir samanburð við fyrri tímabil. Að hluta til skýrist hækkun hlutfallsins sennilega af launahækkunum opinberra starfsmanna og stækkun opinberra geirans og þjónustugeirans, þar sem hlutdeild launa er meiri. Tímasetning mestu hækkunar launahlutfallsins er þó ekki í samræmi við tímasetningu mestu hækkana hjá opinberum starfsmönnum. Verið getur að verulega hafi þrengt að litlum þjónustufyrirtækjum sem kannanir ná ekki til. Tíminn verður að leiða í ljós svarið við

Rammagrein 2 Væntingar og áform fyrirtækja

Í september sl. spurði Gallup í þriðja skipti á vegum Seðlabanka Íslands og fjármálaráðuneytis um væntingar og áform íslenskra fyrirtækja. Í úrtakinu voru 400 stærstu fyrirtækin og svöruðu 302 þeirra. Eins og áður var spurt um álit á efnahagsástandi og framtíðarsýn, þróun verðlags, vaxta og gengis og ýmislegt er varðar fyrirtækin s.s. veltu, birgðir og starfsmannafjöldi. Spurningar eru ýmist meginlegar eða eigindlegar. Svör við eigindlegum spurningum eru reiknuð í vísitölur.

Forráðamenn fyrirtækja virðast tiltölulega ánægðir með efnahagsástandið. Vísitala efnahagslífsins mælist 187 og hefur aldrei farið svo hátt. Rétt er að minna á að vísitalan getur hæst orðið 200. Þegar horft er sex mánuði fram í tímann er niðurstaðan svipuð, vísitalan er 189 sem er einnig það hæsta sem mælist hefur. Til tólf mánaða er ofurlítið lát á bjartsýninni og vísitalan fer í 179 sem er ögn lægra en sambærilegar tölur í fyrri könnunum.

Veltutölur og áform um ráðningar staðfesta vísitölur efnahagslífsins og benda til þess að efnahagsuppsveifla sé að hefjast að nýju. Greinilegur munur er á könnunum þegar þær eru bornar saman með tilliti til starfsmannafjölda. Í september 2003 er vísitala starfsmannafjölda næstu sex mánuði mun hærri en áður og

skýr skil eru líka þegar tekið er tillit til tölulegra upplýsinga. Veltan er líka vaxandi þótt minni munur sé á þeim tölum milli þessarar könnunar og næstu á undan. Þrátt fyrir þetta benda svör til þess að fjárfesting dragist saman á þessu ári og næsta og ekki ólíklegt að virkjunarframkvæmdir hafi þar áhrif.

Í febrúar sl. voru forráðamenn fyrirtækja í sjávarútvegi marktækt svartsýnni og óánægðari með efnahagsástandið en aðrir atvinnurekendur. Sá munur er nær horfinn en sjávarútvegsgeirinn er greinilega svartsýnni þegar til lengri tíma er litið og gerir ráð fyrir minni veltuaukningu á næsta ári en aðrar atvinnugreinar – að opinberum fyrirtækjum frátöldum. Í samræmi við það eru lítil áform uppi um að fjölga starfsfólki í sjávarútvegi.

Ekki er munur milli höfuðborgarsvæðis og landsbyggðar þegar spurt er almennt um aðstæður í efnahagslífi nú og næstu sex mánuði en fyrirtæki úti á landi eru svartsýnni þegar horft er ár fram í tímann.

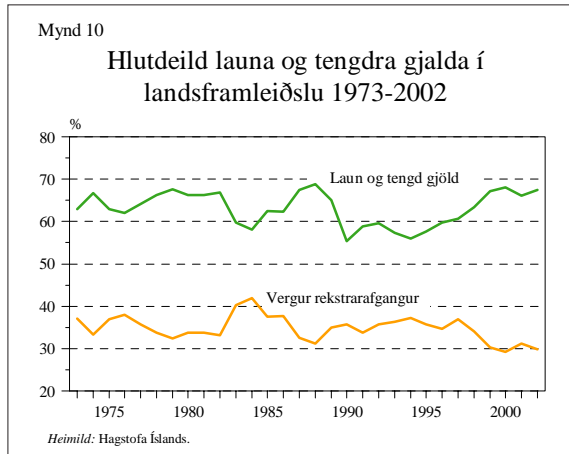
Eins og áður telja menn að afurðir eigin fyrirtækis muni hækka minna en aðföngin og verðbólguvæntingar hafa aðeins aukist frá í febrúar sl. Þá er það almenn skoðun að gengi krónunnar muni haldast stöðugt og að Seðlabankinn fari að hækka stýrivexti á næstu tólf mánuðum.

Kannanir Gallup í september 2002, febrúar og september 2003¹

<i>% nema annað sé tekið fram</i>	<i>September 2002</i>	<i>Febrúar 2003</i>	<i>September 2003</i>
Vísitala efnahagslífsins	157	131	187
Fjölgun, óbreyttur fjöldi eða fækkun starfsmanna næstu 6 mánuði (vísitala)	88	97	132
Breyting á starfsmannafjölda	-2,4 ²	-0,3 ²	5,4 ³
Raunbreyting veltu	-1,6 ⁴	3,8 ⁴	4,4 ⁵
Verðbreyting afurða næstu 12 mánuði	1,6	1,3	1,1
Verðbreyting aðfanga næstu 12 mánuði	3,4	1,8	2,0
Stýrivextir Seðlabanka eftir 12 mánuði	6,8	5,4	5,6
Verðbólga næstu 12 mánuði	2,6	2,1	2,9
Breyting á gengi krónu næstu 12 mánuði	-1,5	-2,8	-0,5

1. Taflan sýnir prósentubreytingar nema fyrir vexti (prósentur), vísitölu efnahagslífsins og fjölgun/fækkun starfsmanna (vísitala). Vísitalan tekur gildi frá 0 til 200. Gildi nálægt 100 þýðir að jákvæð og neikvæð svör hafi svipað vægi. 2. Frá upphafi til loka viðkomandi árs. 3. Frá árslokum 2003 fram á mitt ár 2004. 4. Milli viðkomandi árs og næsta árs á undan. 5. Milli 2003 og 2004.

þessari ráðgátu, en þess má geta að þau gögn sem stuðst er við geta breyst umtalsvert við síðari tíma endurskoðun.



Samkeppnisstaða fyrirtækja í útflutningsgreinum, eða þeirra sem framleiða fyrir innlendan markað í náinni samkeppni við erlend fyrirtæki, hélt áfram að þrengjast framan af ári og í maí hafði vísitala raungengis (reiknuð á mælikvarða hlutfallslegs neysluverðs) hækkað um 6,2% frá desember 2002, 8,5% á tólf mánuðum og vissulega enn meira frá sögulegri lágð raungengis haustið 2001. Í sumarlok hafði styrking fyrstu mánuði ársins gengið til baka og í ágúst mánuði var vísitala raungengis við nánast sama gildi og í desember 2002. Samkvæmt ofansögðu virðast a.m.k. skráð fyrirtæki hafa dafnað þökkalega við þetta raungengi.⁴

Vinumarkaður

Atvinnuleysi eykst enn

Enn hafa ekki orðið greinileg straumhvörf á vinnumarkaði. Í september var skráð atvinnuleysi, eins og jafnan í þeim mánuði, heldur minna en mánuðina á undan, eða 2,7%. Að teknu tilliti til árstíðarsveiflu var atvinnuleysi 3,6% og stóð í stað frá fyrra mánuði,

4. Þó verður að hafa í huga að raungengi eins og það er reiknað með tilliti til 16 helstu viðskiptalanda tekur ekki til gengisbreytinga ýmissa gjaldmiðla í Asíu sem skipta íslenskt efnahagslíf vaxandi máli. Nýlega hefur t.d. gætt vaxandi samkeppni frá Kína á vestrænum markaði fyrir frystar sjávarafurðir. Kínverskt jóan, og raunar flestir gjaldmiðlar í þessum heimshluta, hafa fylgt lækkun Bandaríkjadals eftir og gert kínverskum fyrirtækjum kleift að keppa á nýjum sviðum.

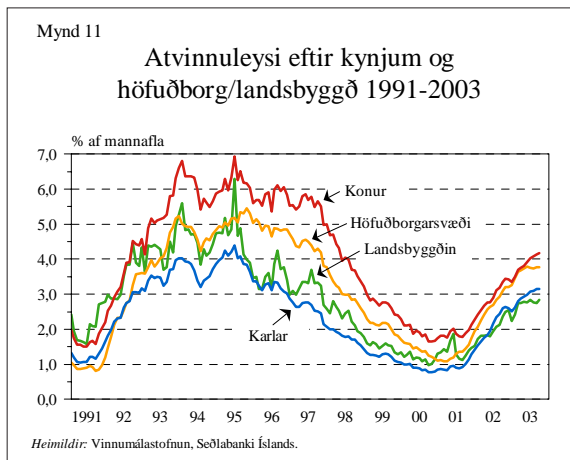
en ekki verður af því fullyrnt að það hafi náð hámarki. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur aukist samfellt frá haustmánuðum 2001, ef nóvember og desember sl. eru undanskildir, þegar það stóð í stað. Aukningin undanfarið ár hefur þó verið minni en árið á undan.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands var atvinnuleysi á þriðja fjórðungi ársins töluvert minna en á öðrum ársfjórðungi, 2,6% í stað 4,1%, og endurspeglar það árstíðarbundna lækkun skráðs atvinnuleysis. Fækkun atvinnulausra í yngsta aldurshópnum skýrir minna atvinnuleysi, en atvinnuleysi í eldri aldurshópnum hélst óbreytt á milli ársfjórðunga. Skráð atvinnuleysi var á sama tíma heldur meira eða 2,9%. Óljóst er á þessu stigi hvernig ber að túlka þetta misræmi.

Eftirspurn eftir vinnuafla ekki í takti við framboð

Þróun atvinnuleysis bendir til þess að aukinna umsvifa í þjóðarbúskapnum sé enn ekki farið að gæta í atvinnusköpun. Þetta er eðlilegt, því eftir tímabil efnahagslæggðar er jafnan nokkur umframframleiðslugeta fyrir hendi, sem fyrirtæki reyna að nýta áður en gripið er til nýráðninga (samanber þróun framleiðsluspennu í mynd 23). Þótt áhrifa stórframkvæmda sé farið að gæta innan ákveðinna geira hafa þær vart full áhrif á þjóðarbúskapinn í heild nema með töluverðri töf. Þá getur orðið skortur á vinnuafla á sumum sviðum á sama tíma og atvinnuleysi ríkir á öðrum. Samsetning atvinnulausra með tilliti til kyns, búsetu og aldurs annars vegar og lítil samsvörun milli lausra starfa og fjölda útgefna atvinnuleyfa hins vegar gæti gefið vísbendingu um slíkt.

Í september var skráð atvinnuleysi á höfuðborgarsvæðinu að teknu tilliti til árstíma 3,8% en 2,8% utan þess. Hefur atvinnuleysi á höfuðborgarsvæðinu aukist stöðugt á árinu, en nánast staðið í stað á landsbyggðinni síðan í febrúar. Á landsbyggðinni hefur dregið úr atvinnuleysi karla, en meðal landsbyggðarkvenna hefur atvinnuleysi aukist nokkuð það sem af er ári. Á höfuðborgarsvæðinu hefur atvinnuleysi meðal kvenna hins vegar haldist nánast óbreytt frá upphafi árs, þrátt fyrir nokkrar sveiflur, en atvinnuleysi karla aukist jafnt og þétt. Ekki hefur orðið veruleg röskun á aldursamsetningu atvinnuleysis. Hlutfall yngsta aldurshópsins er t.d. óbreytt frá því í fyrra, en tíðni atvinnuleysis í þeim hópi sveiflast jafnan verulega í takt við hagsveifluna.



Með auknu atvinnuleysi hefur langtímaatvinnulausum, þ.e.a.s. þeim sem hafa verið atvinnulausir sex mánuði eða lengur, fjölgað. Hlutfall þeirra var 30% í september sl. en 24% á sama tíma í fyrra. Langtímaatvinnuleysi er mun meira á höfuðborgarsvæðinu en á landsbyggðinni, er hlutfallslega minnst í yngsta aldurshópi atvinnulausra (16-24 ára), 17%, en algengast hjá hinum eldri á meðal atvinnulausra. Í september höfðu 45% atvinnulausra 55 ára og eldri verið atvinnulausir sex mánuði eða lengur. Söguleg reynsla sýnir að tíðni langtímaatvinnuleysis getur haldið áfram að aukast alllöngu eftir að farið er að draga úr heildaratvinnuleysi.

Fremur lítil breyting hefur orðið á skiptingu atvinnulausra eftir starfsstéttum undanfarið ár. Þó hefur hlutur minna menntaðs vinnuafls, sem er mikill meirihluti atvinnulausra, heldur minnkað, en þeirra sem eru með meiri menntun aukist. Hlutfall atvinnulausra sem einungis hafa grunnskólapróf eða sambærilega menntun var 63% í september, eða 3½ prósentu lægra en fyrir ári og hlutfall atvinnulausra með stúdentspróf eða meiri menntun jókst um 4 prósentur í 19%. Einnig hefur hlutur iðnaðarmanna aukist.

Lausum störfum hjá vinnumiðlunum hefur fjölgað verulega milli ára og hafa þau verið tvöfalt fleiri það sem af er ári en á sama tíma í fyrra, og aðeins einu sinni áður hafa þau verið fleiri en undanfarna þrjú mánuði, þ.e.a.s. haustið 2000. Hlutfallslega hefur lausum störfum fjölgað mest á landsbyggðinni, enda atvinnuleysi þar minnst.

Með auknu atvinnuleysi hefur dregið úr útgáfu atvinnuleyfa, einkum nýrra atvinnuleyfa. Á síðasta ári dró verulega úr útgáfu atvinnuleyfa. Hélt sú þróun

áfram fram á fyrsta ársfjórðung í ár, en sl. tvo ársfjórðunga hefur fjöldi útgefna atvinnuleyfa verið svipaður og fyrir ári.

Visbendingar um aukna vinnuafseftirspurn á næstu mánuðum

Í könnun meðal forsvarsmanna fyrirtækja, sem gerð var í september sl. fyrir Seðlabanka Íslands og fjármálaráðuneytið, komu fram visbendingar um aukna vinnuafseftirspurn og jafnframt minnkandi áform um að fækka starfsfólki á næstu mánuðum. Niðurstöður könnunarinnar boða nokkur straumhvörf, en óveruleg breyting hafði verið á afstöðu forsvarsmanna á milli þeirra kannana sem gerðar voru í september 2002 og febrúar 2003.

Mun fleiri forsvarsmenn töldu að starfsmönnum þeirra myndi fjölga á næstu sex mánuðum en í síðustu könnun sem gerð var í febrúar, eða rúmlega 27% í stað 19%. Hlutfall þeirra sem sáu fram á fækkun starfsmanna lækkaði úr 20% í 14%. Einungis í iðnaði og framleiðslu vildu færri fyrirtæki fjölga starfsfólki en í febrúar. Veruleg þáttaskil urðu á viðhorfum forsvarsmanna fyrirtækja á landsbyggðinni og í sjávarútvegi. Einungis 15% forsvarsmanna á landsbyggðinni sáu fram á fækkun starfsfólks, en 25% í febrúar. Hlutfall forsvarsmanna fyrirtækja í sjávarútvegi sem töldu að starfsmönnum ætti eftir að fækka lækkaði úr 35% í 10%.

Kaupmáttur hefur aukist frá fyrra ári

Undanfarið ár hefur kaupmáttur fastra launa verið stöðugt meiri en fyrir ári. Samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar voru laun á þriðja fjórðungi ársins, eins og næstu fjóra ársfjórðunga á undan, 5½% hærri en fyrir ári. Laun á almennum markaði og meðal opinberra starfsmanna og bankamanna hækkuðu jafnmikið á síðasta ársfjórðungi. Þar sem verðbólga hefur verið u.þ.b. 2% undangengið ár hefur ársvöxtur kaupmáttar haldist stöðugur í u.þ.b. 3½%.

Um og upp úr næstu áramótum renna flestir kjarasamningar á almennum markaði út. Þótt kjaraviðræður séu hafnar við þau félög sem eru með lausa samninga um næstu áramót samkvæmt viðræðuáætlun er ekki líklegt að samningar takist fyrr en á fyrstu mánuðum ársins. Kröfugerð hefur enn ekki verið lögð fram af hálfu aðila. Hins vegar hefur komið fram hjá forsvarsmönnum verkalýðsfélaga að stefnt sé að því að tryggja stöðugleika, litla verðbólgu og

áframhaldandi vöxt kaupmáttar. Niðurstöður könnunar sem gerð var í september meðal forsvarsmanna fyrirtækja benda hins vegar til að atvinnurekendur reikni með svipuðum launabreytingum á næsta ári og verið hafa í ár eða um 3½%.

Heimilin

Staða heimilanna hefur styrkst...

Efnahagur heimilanna hefur greinilega styrkst að undanfögnu. Kaupmáttur launa hefur vaxið og vonir standa til að dragi úr atvinnuleysi á næstu misserum. Vextir hafa lækkað og heimilin eru örög við að fjárfesta í íbúðarhúsnæði eftir að verðbólga hjaðnaði og varð stöðugri, eins og fjallað er um nánar hér á eftir. Kaup á varanlegum neysluvörum hafa einnig glæðst, einkum á bilum, eins og sést á því að innflutningur bifreiða var 50% meiri fyrstu átta mánuði þessa árs en á sama tímabili fyrir ári. Batnandi staða heimilanna sést einnig á hækkun væntingavísitölu Gallups. Mat þeirra á núverandi ástandi batnaði mjög á vormánuðum og hefur ekki verið jákvæðara frá því fyrri hluta árs 2001. Væntingar til sex mánaða styrktust einnig mjög í kringum kosningar, en döludu á ný að þeim loknum, þegar umræða um hliðaráhrif stórfamkvæmda á næstu árum og þörf fyrir mótvægisáðgerðir ágerðist. Mat heimilanna á atvinnuástandinu er þó enn fremur veikt, enda hefur enn ekki dregið úr atvinnuleysi umfram árstíðarsveiflu. Ef bjartsýnin sem fram kemur í þessum könnunum staðfestist ekki í bættu atvinnuástandi er hugsanlegt að úr henni dragi, en í ljósi þeirra framkvæmda sem framundan eru virðist einsýnt að atvinna aukist á næstu misserum.

... en skuldasöfnun þeirra eykst á ný

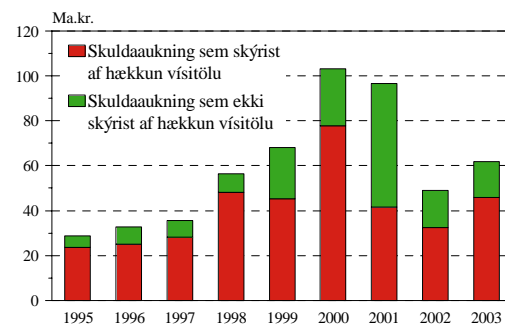
Tveggja áratuga skuldasöfnun íslenskra heimila virðist síður en svo vera lokið, en fjallað er nánar um skuldasöfnun Íslendinga og annarra þjóða í viðauka á bls. 40. Í fyrra dró þó verulega úr henni, eins og sjá má á meðfylgjandi mynd, en í ár stefnir í töluverða skuldaaukningu á milli ára, þó ekki eins mikla og undir lok síðasta þensluskeiðs. Hjöðnun verðbólgunnar leiðir til þess að verulega hefur dregið úr hinni sjálfvirku hækkun skuldastofnsins sem tengist verðtryggingu stórs hluta skulda heimilanna. Á þessu ári stefnir í að skuldir heimilanna aukist að nafnvirði, í krónum talið, u.þ.b. tvöfalt meira en einkaneyslan,

en það er svipað samband vaxtar einkaneyslu og skuldaaukningar og árin 1994-1999. Árin 2000 og 2002 var aukning skulda heimilanna tvöföld til fimmföld nafnaukning einkaneyslu. Árið 2001 stafaði vöxtur skuldanna hins vegar að verulega leyti af vísitöluhækkun verðtryggðra skulda, en verulega dró úr sókn heimilanna í lánsfé það ár. Þegar vöxtur ráðstöfunartekna u.þ.b. stöðvaðist árið 2002 og raunverð fasteigna lækkaði tímabundið dró enn frekar úr sókn í lánsfé. Þessi þróun og aukin greiðslubyrði áttu verulegan þátt í því að einkaneysla dróst saman þessi ár. Á sama hátt styður aukin sókn í lánsfé á þessu ári við einkaneyslu, en þó enn frekar fjárfestingu í íbúðarhúsnæði.

Aukin eftirspurn heimilanna eftir íbúðarhúsnæði hefur leitt til verulegrar verðhækkunar, sem ýtir enn frekar undir einkaneyslu, bæði almennt fyrir tilstilli auðsáhrifa og meiri möguleika til veðsetningar eigna. Á heildina litið virðist staða heimilanna nokkuð traust um þessar mundir. Mikil skuldsetning gerir þau að vísu e.t.v. viðkvæmari fyrir efnahagslegum áföllum en nokkru sinni fyrr, en með hliðsjón af upp-sveiflunni sem líklega er framundan virðist fremur ólíklegt að efnahagur heimilanna verði fyrir umtalsverðum áföllum næstu árin. Eignamyndun heimilanna hefur reyndar aukist hlutfallslega meira en skuldirnar á sl. ári. Það stafar einkum af aukinni fjáreign (án lífeyrissjóða), meðal annars sökum gengishækkunar hlutabréfa, og meiri bifreiðaeign. Eiginfjárstaða heimilanna hefur því styrkst þrátt fyrir auknar skuldir. Vanskil eru einnig á undanhaldi, eins og nánar er fjallað um í kafla um stöðugleika fjármálakerfisins.

Mynd 12

Árleg skuldaaukning heimila 1995-2003

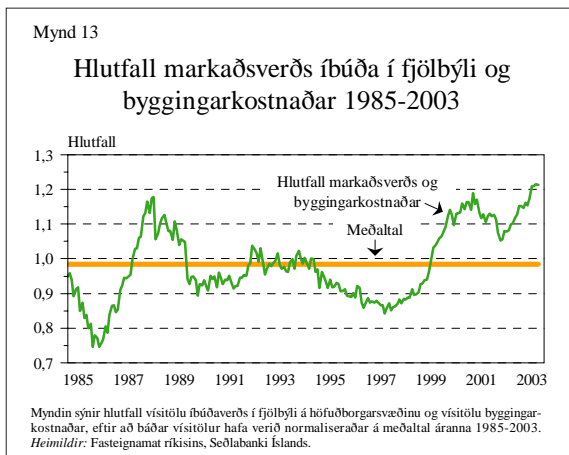


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fasteignamarkaður

Íbúðaverð nær nýju hámarki

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hefur hækkað stöðugt frá því um mitt sl. ár, eftir nokkra lægð sem hófst á vormánuðum árið 2001. Undanfarna mánuði hefur ársþækkun íbúðaverðs numið 12-13% umfram vísitölu neysluverðs. Í september sl. var áætlað þriggja mánaða meðalraunverð tæplega 7% hærra en það varð hæst vorið 2001 og 45% hærra en í ársbyrjun 1996. Í ljósi þess að fasteignaverð hefur ótvíræð áhrif á einkaneyslu og skýrir u.þ.b. $\frac{3}{4}$ af hækkuð vísitölu neysluverðs sl. ár er ástæða til að staldra við þessa þróun og spyrja hversu lengi hún geti haldið áfram. Reyndar hefur, eins og komið hefur fram, heldur hægt á hækkuð undanfarna mánuði, sem vekur þá spurningu hvort nýju hámarki sé náð. Til að svara henni er gagnlegt að skoða samspil þeirra aflu sem standa að baki langtímaleitni fasteignaverðs annars vegar og hinna sem hafa áhrif á eftirspurn á hverjum tíma hins vegar.



Hátt raunverð húsnæðis í sögulegu samhengi og í hlutfalli við byggingarkostnað (samanber mynd) gefur vísbendingar um að fasteignaverð gæti verið yfirspennt. Hversu mikið er þó ekki augljóst mál. Þróun fasteignaverðs miðað við byggingarkostnað bendir eindregið til verulegrar spennu á milli núverandi verðs og langtímafjafnvægisverðs. Þess ber þó að gæta að fasteignaverð tekur ekki aðeins mið af byggingarkostnaði heldur einnig verði þess lands sem fasteignirnar standa á. Ekki er því hægt að útiloka að

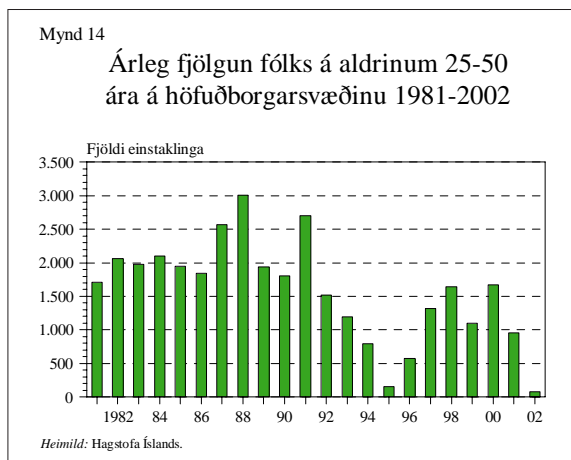
jafnvægisverðið hafi hækkað, t.d. vegna vaxandi skorts á ódýru og vel staðsettu byggingarlandi, útbenslu höfuðborgarsvæðisins, sem gerir land í hjarta þess dýrara líkt og í stórborgum, eða vegna aukinnar stýringar á framboði byggingarlands. Þó virðist afar ósennilegt að orðið hafi slík gjörbreyting á framboði byggingarlands á skömmum tíma að það skýri nema lítinn hluta hækkuð fasteignaverðs umfram byggingarkostnað.

Hitt er annað mál að verðteygni framboðs byggingarlands er af augljósum ástæðum fremur lítil til skamms tíma miðað við þær sveiflur sem geta orðið á eftirspurn. Það er meginástæða þess að oft verða miklar sveiflur í verði lands og fasteigna sem á þeim standa. Greining á þessum eftirspurnarþáttum getur gefið vísbendingar um hversu fallvalt núverandi verðlag er. Eins og fram kom hér að framan hafa aðstæður verið mjög svo eftirspurnarhvetjandi að undanförmu og því líklega helsta skýring á verðhækkun fasteigna. Vöxtur ráðstöfunartekna á vinnu hefur verið stöðugur og veruleg vaxtalækkun orðið sl. 1½ ár og aðgangur að lánsfé orðið greiðari. Breytingar á húsnæðiskerfinu, eins og oft hefur verið fjallað um í *Peningamála* áður, hafa einnig ýtt undir hækkuð fasteignaverðs.

Íbúafjölgun og búferlaflutningar virðast ekki skýra nýlega hækkuð fasteignaverðs

Til lengri tíma titið hefur búsetuþróun einnig veruleg áhrif. Fjölgun íbúa í landinu og fólksstraumurinn til höfuðborgarsvæðisins af landsbyggðinni og frá útlöndum er mishraður. Fólksfjölgun er töluvert tengd hagvexti. Fjölgun íbúa náði hámarki árið 2000. Þá fjölgaði landsmönnum um u.þ.b. 4.000. Samdráttarárið 2002 var fjölgunin helmingi minni. Sveiflan í mannfjölgun er enn meiri ef einungis er horft til fjölgunar fólks á aldrinum 25-50 ára, þ.e.a.s. á því aldersbili sem ætla má að sé einna virkast á húsnæðismarkaði, eins og sjá má af meðfylgjandi mynd. Öll fjölgunin hefur átt sér stað á höfuðborgarsvæðinu, og sum árin rúmlega það.

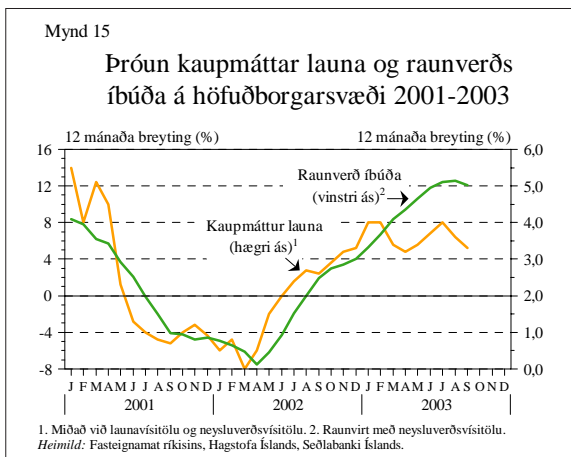
Sveiflur í íbúáþróun hafa augljós áhrif á eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði og íbúðaverð, einkum á höfuðborgarsvæðinu. Raunlækkun fasteignaverðs frá vorinu 2001 fram á vorið 2002 fór saman við að fólksfjölgun hægði verulega á sér og reyndar einnig kaupmáttaraukning um svipað leyti. Ekki liggja fyrir gögn um mannfjöldapróun á þessu ári, en mann-



fjöldaspár sýna litla fjölgun í ár og hóflega á næstu árum. Skýrslur um búferlaflutninga benda einnig til þess að straumurinn til höfuðborgarsvæðisins sé ekki eins stríður um þessar mundir og oft áður. Því virðist orsaka hækkunar fasteignaverðs undanfarið ár fremur að leita til annarra þátta.

Náið samband kaupmáttar og fasteignaverðs undanfarin ár...

Þróun kaupmáttar og væntingar um hann hefur áhrif á fasteignaverð. Ef heimilin líta á aukinn kaupmátt sem varanlegan, eða vænta jafnvel áframhaldandi vaxtar, eykst eftirspurn eftir húsnæði og einnig dregur úr takmarkandi áhrifum þátta, svo sem greiðslumats, sem hafa haldið aftur af framboði lánsfjár. Kaupmáttur hefur á þessu ári lengst af verið u.þ.b. 3-4% meiri en fyrir ári. Dragist kjarasamningar á langinn gæti auðvitað komið til þess að kaupmáttur



rýrnaði tímabundið, en miðað við verðbólgu- og hagvaxtarspár virðast horfur vera góðar til næstu ára.

...og lægri vextir hafa kynt undir

Lægri vextir örva eftirspurn eftir húsnæði og aukin eftirspurn getur ýtt undir verðhækkunir. Hugsanlegt er að sérkenni íslenska húsnæðisskuldabréfamarkaðarins eigi þátt í því að áhrifa lægri vaxta gæti fyrr en ella. Þegar ávöxtunarkrafa húsbrefta lækkar minnka afföll þeirra. Seljandi húsnæðis fær þá afhent verðmætari húsbref í stað skuldabréfs sem gefið er út á kennitölu hans þegar kaupsamningur er gerður. Því hefur verið haldið fram að hækkun staðgreiðsluverðs húsnæðis sem þannig er til komin sé ekki raunveruleg hækkun. Þetta er misskilningur. Í raun breiðast húsnæðiseftirspurn og fasteignaverð við á nákvæmlega sama hátt og ef húsnæðiskaupin væru fjármögnuð með venjulegu bankaláni, að öðru leyti en því að verðhækkunin verður til að byrja með í formi verðmætari húsbrefta sem eigandi fær fyrir eign sína.⁵

Mikil hækkun fasteignaverðs á Íslandi er ekki einangrað fyrirbæri. Hún hefur átt sér stað víða um lönd á undanföllum árum, þótt ástæðurnar séu e.t.v. ekki að öllu leyti hinar sömu. Talið er að verðhækkun fasteigna víða um heim undanfarin ár megi að hluta rekja til óvenju lágra vaxta. Íbúðaverð í Reykjavík tók að stíga ört í kjölfar þess að ávöxtunarkrafa húsbrefta náði lágmarki í ársbyrjun 1999. Það hélt þó áfram að stíga allöngu eftir að ávöxtunarkrafan tók að hækka á ný. Hækkun fasteignaverðs sl. ár hefur einnig farið saman við lakkandi ávöxtunarkröfu. Annað sem ýmsir hafa talið skýra hátt verð fasteigna víða um heim undanfarin ár er að þegar fjaraði undan hlutabréfamarkaðinum og verð hlutabréfa féll árin 2000-2002 hafi fjármagn „flúið“ í fasteignir. Hugsanlegt er að slíkt hafi að einhverju leyti átt sér stað hér á landi og hamlað gegn verðlækkun fasteigna á þeim tíma sem íslenskur þjódarbúskapur gekk í gegnum erfitt aðlögunarskeið, en það virðist þó fremur langsótt. Síðastliðin tvö ár hefur hins vegar verð innlands hlutfjár hækkað ört samhliða hækkun fasteignaverðs og virðist því tæpast hafa haft afgerandi áhrif á verðbreytingar fasteigna. Alþjóðleg söguleg gögn sýna að fasteignaverð hefur að jafnaði

5. Auðvitað er hugsanlegt að í sumum tilvikum sé kaupandi húsnæðis ekki fyllilega upplýstur um verðmæti þeirra húsbrefta sem seljandi fær í skiptum fyrir veðskuldabréf.

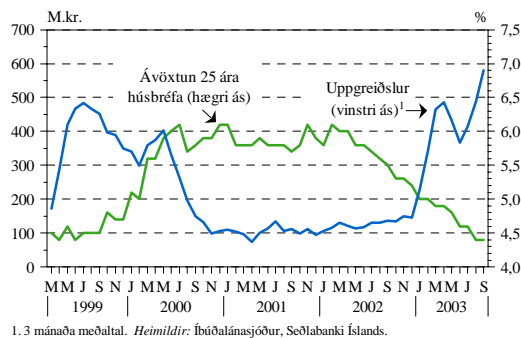
náð hámarki u.þ.b. 2½ ári eftir hámark hlutabréfa-markaðar. Ýmsar aðstæður geta flýtt eða seinkað slíku ferli og því er ekki hægt að útiloka að þegar upp er staðið verði þróunin hér á landi í grófum dráttum í samræmi við alþjóðlega sögulega þróun. T.d. getur verið að efnahagslegur óstöðugleiki á árinu 2001 sem gróf verulega undan trausti heimilanna, hafi leitt til tímabundinnar stöðvunar hækkunar og hafi þannig seinkað hámarki markaðarins.

Uppsveifla sem ríkt hefur á fasteignamarkaði kemur glögg fram í fjölda afgreiddra húsbrefalána, nafnvirði þeirra og sérstaklega markaðsvirði, sem náð hefur nýju hámarki síðustu mánuði. Markaðsvirði afgreiddra húsbrefa, staðvirt með vísitölu fasteignaverðs, hefur ekki verið hærra síðan mjög skammvinnu hámarki snemma sumars árið 1999 var náð. Þá markaði uppsveifla útgáfu húsbrefa upphaf tímabils ört hækkandi íbúðaverðs, sem náði hámarki tæplega tveimur árum síðar. Í ljósi þess hve fasteignaverð er orðið hátt um þessar mundir er þó ekki víst að samhengið verði með sama hætti nú.

Markaðsverðmæti afgreiddra húsbrefa jafngildir auðvitað ekki hreinni lántöku heimilanna til húsnæðiskaupa. Það sem af er þessu ári hefur verið mikið um uppgreiðslur eldri lána sem dragast frá. Sjaldnast er þó um hreina skuldbreytingu að ræða, enda tilefni fasteignaviðskipta jafnan að a.m.k. annar eða báðir aðilar sækist eftir stærra húsnæði. Uppgreiðslur voru einnig miklar í uppsveiflunni 1999, enda kjósa kaupendur jafnan að greiða upp eldri lán með skemmri líftíma fremur en yfirtaka þau. Ætla má að breytingar sem urðu á félagslega íbúðakerfinu

Mynd 17

Uppgreiðslur húsbrefa og ávöxtun mars 1999 - september 2003



1.3 mánaða meðaltal. Heimildir: Íbúðalánasjóður, Seðlabanki Íslands.

í maí árið 2002, þegar eigendum félagslegra eignaríbúða var leyft að selja íbúðir sínar á almennum markaði, hafi stuðlað að enn frekari uppgreiðslum, þar sem skilyrði er að eldra „félagslega“ lánið sé greitt upp.

Verð atvinnuhúsnæðis er enn 60%-90% hærra að raunvirði en áður en uppsveiflan hófst árið 1998. Byggingaraðilar hafa frekar haldið að sér höndum að undanförunni hvað áhrærir byggingu atvinnuhúsnæðis nema tryggir leigjendur séu fyrir hendi. Þannig hefur heldur dregið úr framboði á atvinnuhúsnæðismarkaði. Töluvert af eldra atvinnuhúsnæði stendur ónotað, þótt traustar heimildir skorti um hlutfall atvinnuhúsnæðis sem stendur laust. Þessar aðstæður ættu að þrýsta leigu niður og þar með stuðla að verðlækkun. Fasteignasalar staðfesta að verð eldra hefðbundins atvinnuhúsnæðis, sem ekki hefur verið í

Mynd 16

Markaðsvirði afgreiddra húsbrefa og íbúðaverð á höfuðborgarsvæði 1997-2003

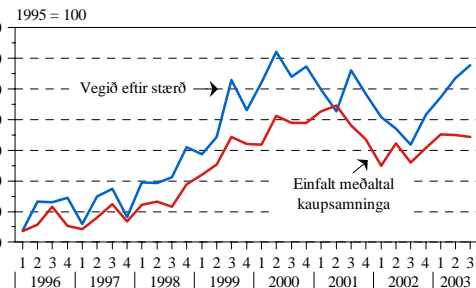


Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Íbúðalánasjóður, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18

Raunverð atvinnuhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu 1996-2003

Vegið meðaltal iðnaðar-, verslunar- og skrifstofuhúsnæðis



Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

traustri útleigu, hafi lækkað verulega frá árinu 2000. Enn sem komið er virðist leiguverð það hátt miðað við byggingarkostnað að hagkvæmt sé fyrir þá sem þurfa atvinnuhúsnæði til eigin nota eða hafa tryggja leigjendur til langs tíma að byggja sjálfir. Nokkuð ber þó á því að fasteignafélög séu að auka umsvif sín á ný, á þeirri forsendu að leiga muni hækka, a.m.k. á nýlegu og góðu atvinnuhúsnæði. Einnig hefur orðið vart við að erlendir fjárfestar vilji kaupa valdar, stórar og dýrar eignir, sem talið er að auðvelt sé að leigja út.

Verðbólga á fasteignamarkaði?

Getur verið að um verðbólgu sé að ræða á fasteignamarkaði? Rétt er að gera greinarmun á tvenns konar verðsveiflum fasteigna. Í fyrsta lagi verðsveiflum sem eiga rót sína að rekja til sveiflna grunnþátta þjóðarbúskaparins, t.d. tekna, vaxta, byggingarmagns o.s.frv., og í öðru lagi verðbreytinga sem eru runnar af rötum spákaupmennsku með fasteignir í því skyni að hagnast á skammtímaverðbreytingum, þ.e.a.s. uppsveiflu í fasteignaverði sem í raun nærast á sjálfri sér. Hið síðarnefnda telst verðbólga samkvæmt ströngustu skilgreiningu, en einnig mætti kalla það verðbólgu þegar væntingar almennt rofna úr tengslum við grunnþætti. Vitanlega tengist þetta þrennt oftast saman. Þess vegna er ekki auðvelt að greina þarna á milli. Vísbendingar um spákaupmennsku virðast óljósar, en þótt nýlegar verðsveiflur á fasteignamarkaði standi e.t.v. vart undir því að kallast verðbólga í strangasta skilningi, er ekki þar með sagt að efnahagslegar afleiðingar þeirra geti ekki verið umtalsverðar, jafnvel alvarlegar.

Verðhækkun fasteigna getur verið hvort tveggja í senn orsök og afleiðing aukinnar eftirspurnar. Rannsóknir hafa sýnt að áhrif fasteignaverðs á einkaneyslu eru veruleg.⁶ Þetta má skýra almennt með svokölluðum auðsáhrifum, þ.e.a.s. að eftir því sem verðmæti eigna heimilanna eykst eru þau fúsari til að auka neyslu og óhræddari við að auka skuldir sínar til jafns við aukið verðmæti eigna. Hækkun fasteignaverðs eykur enn fremur veðrými eignar og auðveldar þannig eiganda hennar að útvega lánsfé, ekki síst vegna þess að útlánvilji fjármálafyrirtækja eykst, því að meiri hrein eign heimila hefur að öðru óbreyttu jákvæð áhrif á mat þeirra á útlánaáhættu. Talið er

að styrk einkaneyslu á sl. árum víða um heim, þrátt fyrir samdrátt á öðrum sviðum, megi að töluverðu leyti rekja til þess að aukin veðhæfni eigna var notuð til að fjármagna neyslu. Telja verður líklegt að hið sama eigi við hér á landi.

Umskipti á fasteignamarkaði er erfitt að tímasetja, en þau gætu hægt verulega á vexti einkaneyslu

Að fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu skuli um þessar mundir vera u.þ.b. 45% hærra að raunvirði en í ársbyrjun 1996 gefur til kynna að verðið geti lækkað til lengri tíma litið. Þar með er ekki sagt að verðið geti ekki hækkað enn frekar um hríð. Verð getur lækkað tiltölulega snögglega, eins og fjöldi dæma sannar, ef þjóðarbúskapurinn verður fyrir ytri áföllum eða gengur í gegnum harkalega aðlögun, eða á löngum tíma. Hvor sem niðurstaðan verður er ljóst að slík aðlögun myndi hægja umtalsvert á vexti einkaneyslu á meðan hún gengur yfir. Þau áhrif er ógerlegt að tímasetja, en benda má á að mistakist að viðhalda lágru verðbólgu á meðan á stórframkvæmdum stendur, með tilheyrandi sveiflum í raunvöxtum og kaupmætti gæti það hugsanlega markað slík þátta-skil á húsnæðismarkaði.

Eftir því sem spennan á milli fasteignaverðs og undirliggjandi byggingarkostnaðar verður meiri eykst hætta á harkalegri aðlögun að langtímajafnvægi. Því er mikilvægt að aðhafast ekkert það á uppgangstímum sem gæti magnað þessa spennu enn frekar. Líklegt er að hækkun hámarkslána, rýmkun veðheimilda og breytingar á félagslega húsnæðiskerfinu hafi ýtt umtalsvert undir eftirspurn á liðnum árum. Áform um að ganga enn lengra í þessa átt gætu ýtt undir enn frekari hækkunir og aukið hættu á harkalegri aðlögun síðar. Reyndar eru dæmi um það að stjórnvöld hafi á ofþenslutímum gengið í gagnstæða átt til þess að hemja óhóflegan vöxt veðskuldalána.⁷

6. IMF *World Economic Outlook*, maí 2000.

7. Reglur um hlutfall fasteignaveðs af markaðsvirði (e. loan-to-value ratio) voru t.d. hertar í Hong Kong fyrir nokkrum árum og nýlega í Suður-Kóreu. Í sumum löndum tíðkast einnig að reglur miðist við meðalverð yfir lengri tímabil, sem dregur einnig úr hættu á óhóflegri veðsetningu eigna á tímum verðuppsveiflu.

Fjármál hins opinbera

Fjárlög fyrir árið 2003 voru samþykkt með u.þ.b. jöfnuði, þ.e.a.s. ef horft er fram hjá eignasölu og miðað við afskriftir og lífeyrisskuldbindingar í meðallagi. Horfur eru á að reglulegar tekjur ríkissjóðs hækki um 7% frá árinu 2002. Það er nokkru meiri hækkun en felst í fjárlögum og viðbótum við þau, en vegna ofáætlunar í fjárlögum horfir engu að síður í að fjárhæðir verði nokkurn veginn á áætlun. Gjöld virðast á eða rétt yfir áætlunum og hækka um nærfellt 10% frá fyrra ári í krónum talið, úr 32,3% af landsframleiðslu í 33,6%. Það er veruleg hækkun sem felst einkum í miklum hækkunum velferðarútgjalda og fjárfestingar.

Afkoma ríkissjóðs verri en að var stefnt í fjárlögum

Nokkrar breytingar voru áformaðar á tekju- og útgjaldaahlíð þegar fjárlög ársins 2003 voru samþykkt. Eignaskattar og tekjuskattar fyrirtækja voru lækkaðir, en 0,5% hækkun tryggingagjalds og kerfisbundinn vöxtur annarra skatttekna áttu að duga til að tekjur héldu í við landsframleiðslu. Tekjur án eignasölu áttu þannig að aukast um 3,5%, eða 1,6% að raungildi, frá fjárlögum fyrir árið 2002.

Samkvæmt fjárlögum fyrir 2003 áttu útgjöld ríkissjóðs að hækka frá fjárlögum ársins 2002 um 3,6% (1,7% að raungildi) þegar horft er fram hjá óreglulegum liðum,⁸ eða um 4½ ma.kr. á föstu verði. Útgjaldaaukningin skiptist í stórum dráttum þannig að 4½ ma.kr. lá í rekstrargjöldum, viðhaldi og sjúkra-tryggingum⁹ og annað eins í auknum velferðartilfærslum, m.a. vegna samninga við eldri borgara og öryrkja. Aðrar tilfærslur lækkuðu um 3,3 ma.kr., vaxtagjöld voru talin lækka um 1½ ma.kr. en ekki stóð til að auka fjárfestingu að marki, enda töluverð fyrir. Eftir áramót var hins vegar ákveðið að bæta 4 ma.kr. í fjárfestingu og 0,7 ma.kr. í byggðatilfærslur. Með þessu urðu fjárfestingarheimildir ársins 2002 og 36% meiri en útgjöld samkvæmt ríkisreikningi eins og hann birtist í ágúst. Með þessu stefndi halli af reglulegri starfsemi í 0,7% af landsframleiðslu. Frumvarp til fjárlagala 2003 felur í sér 8 ma.kr. útgjaldaaukningu, um 3 ma.kr. í rekstur og annað eins í tilfærsluútgjöld. Á móti kemur að u.þ.b. 2 ma.kr. af áður samþykktum fjárfestingarútgjöldum dragast fram yfir áramót. Með þessu yrði hallinn af reglulegri starfsemi ríkissjóðs rúmlega 1% af landsframleiðslu og útgjöld samkvæmt fjárlagaáætlunum

Tafla 4 Yfirlit um ríkisfjármál 2002-2004

Ma.kr. nema annars sé getið	Fjárlög 2002	Ríkisreikningur 2002	Fjárlög 2003	Vorlög 2004	Horfur 2003	Frumvarp 2004
Tekjur án eignasölu	253	247	262	262	265	279
% af landsframleiðslu	32,5	31,8	32,0	32,0	32,5	32,4
Gjöld með reglu. lífeyrisskuldb. og afskriftum ...	253	251	263	267	274	276
% af landsframleiðslu	32,5	32,3	32,1	32,7	33,6	32,0
Jöfnuður á reglulegri starfsemi	-0,5	-4	-1	-5	-9	3
% af landsframleiðslu	-0,1	-0,5	-0,1	-0,7	-1,1	0,3

Heimildir: Fjárlagafrumvarp, ríkisreikningur og áætlanir Seðlabankans.

Við afgreiðslu fyrri fjárlagala ársins í mars var ljóst að hagnaður af eignasölu yrði 2½ ma.kr. umfram áætlun fjárlaga. Nýframlagt frumvarp til fjárlagala felur í sér hækkun skatttekna um 1 ma.kr., vaxtatekna og arðs um 2 ma.kr. og tekjur ríkissjóðs eru áætlaðar um 265 ma.kr. án hagnaðar af eignasölu. Þar sem mat á verði landsframleiðslu hefur hækkað síðan fjárlög voru samþykkt, er raunhækkun skatttekna milli ára þó enn um 1½% alls.

einum saman 15 ma.kr. hærri að raunvirði (6% hærri) en útkoman 2002.¹⁰

Miðað við fjárlög ársins 2003 og frumvarp til fjárlagala verður vöxtur reglulegra tekna ríkissjóðs um

8. Afskriftir skattakrafna og lífeyrisskuldbindingar umfram venju.

9. Sem eru uppistaðan í samneyslu á vegum ríkis og almannatrygginga.

10. Hafa má í huga að útgjöld 2002 voru heldur lægri en áætlað var við samþykkt fjárlaga 2003.

Tafla 5 Ríkisútgjöld 1998-2002

Ríkisútgjöld í ma.kr.	1998	1999	2000	2001	2002
Ríkisreikningur án vaxta, afskrifta og lífeyris	148,1	167,7	177,5	202,6	224,9
Greiðslutölur fyrir desember án sömu liða	146,5	164,4	176,3	200,1	224,6
Ríkisreikningur umfram greiðslutölur.....	1,1%	2,0%	0,7%	1,3%	0,1%

Heimildir: Ríkisreikningur og Fjársýsla ríkisins.

4,5% milli ára. Innheimtutölur benda til að þessar tekjur hækki heldur meira eða um 6-7%, nálægt 3,5% umfram verð landsframleiðslu. Þrátt fyrir það gætu tekjur í krónum talið orðið við eða rétt undir áætlun þar sem tekjur ársins 2002 urðu í reynd minni en áætlað var þegar gengið var frá fjárlögum 2003.

Helstu gögn um ríkisfjármál ársins eru mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins. Þau eru um margt ólík endanlegum gögnum og ríkisreikningi. Munur á útkomu milli bráðabirgðatalna fyrir desember og gjalda samkvæmt ríkisreikningi hefur þó legið að mestu í vöxtum, lífeyrisskuldbindingum og afskriftum af ríkis-tekjum. Að öðru leyti hafa útgjöld verið heldur vantalín í innanárgögnum.

Eftir einföldum framreikningi á útgjöldum án vaxta, afskrifta og lífeyrisskuldbindinga það sem af er ári virðist hækkan gjalda milli ára stefna í 10% m.v. ríkisreikning 2002. Það er innan skekkjumarka frá áætlunum. Sumir mála- og stofnanaflokkar virðast þó stefna fram úr áætlun á meðan aðrir stefna í afgang. Hafi forstöðumenn tilhneigingu til að nýta fjárheimildir til fulls felst í þessu hættu á að afkoman verði í reynd lakari en á horfir. Að því leyti er einhver

útgjaldaáhætta enn fyrir hendi þrátt fyrir þá miklu innspýtingu sem þarf til að hækka hlutfall ríkisútgjalda af landsframleiðslu um 1½%.

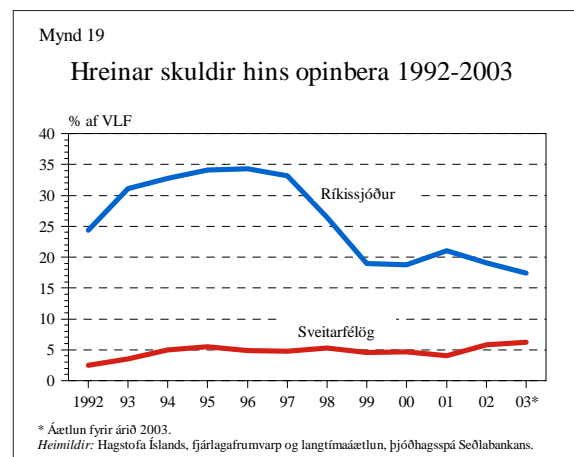
Hreinar skuldir ríkissjóðs lækka

Afgangur á rekstri ríkissjóðs og sala eigna samfara hagvexti hafa leitt til verulegrar lækkunar ríkisskuldna miðað við landsframleiðslu undanfarin ár. Hreinar skuldir ríkissjóðs halda áfram að lækka árið 2003. Jafnframt hefur ríkissjóður dregið úr útlánastarfsemi um leið og fyrirtæki hafa verið seld eða stofnanir orðið sjálfstæðari í lánsfjáröflun. Fyrir vikið hafa vergar skuldir lækkað meira en hreinar, þótt ekki muni miklu.

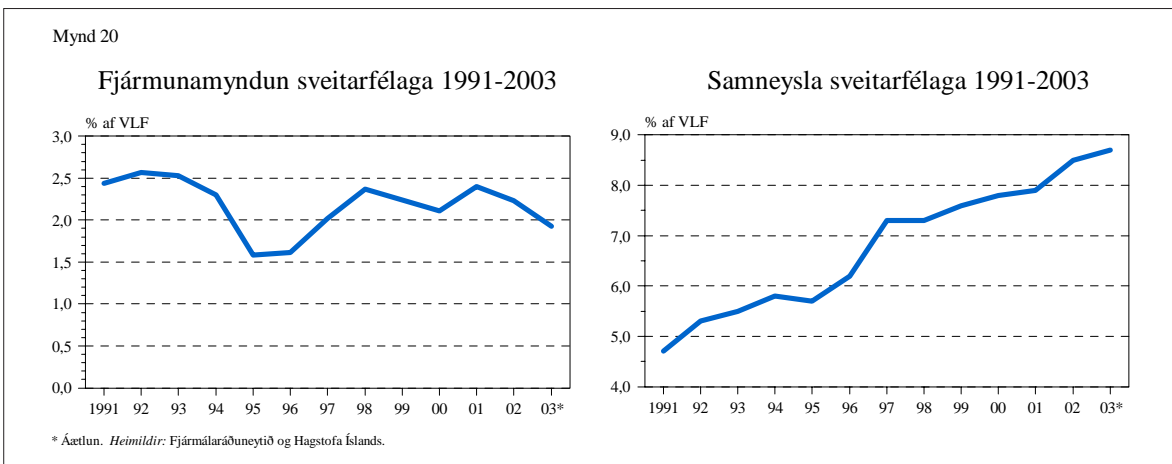
Dregur úr útgjaldavexti sveitarfélaga í ár

Tekjur sveitarfélaga eru taldar hafa vaxið um 4% umfram verð landsframleiðslu á árinu 2002 og útgjöld álíka mikið. Miðað við fjárhagsáætlanir 2003 og fyrstu bráðabirgðatölur 2002 ættu tekjur að hækka um 7% á þessu ári en útgjöld aðeins um 2½%, sem myndi þýða raunsamdrátt upp á ½%-1%. Tekjuhækkunin kemur allvel heim og saman við líklega hækkun útsvarsstofns og gjaldstofns fasteignagjalda, en útgjaldasamdráttur væri sögulegri, þar sem raunútgjöld hafa vaxið um 4% á ári síðan 1995. Samdrátturinn felst að vísu nær allur í minni fjárfestingarútgjöldum og fyrir slíku er einmitt fordæmi frá 1995, þegar fjárfesting sveitarfélaga dróst saman um 32% á einu ári, mun meira en felst í fjárhagsáætlunum nú.

Spár um hægna vöxt opinberra útgjalda byggjast að hluta á áætlunum um að sveitarfélögin fari sér hægt. Á móti því kemur að hætt við meiri launaútgjöldum, þar sem launahækkunir hafa orðið heldur meiri hjá opinberum starfsmönnum en öðrum.¹¹



11. Í ljósi þess að laun eru sögulega hátt hlutfall landsframleiðslu, er ólíklegt að útsvarstekjur hækki verulega umfram landsframleiðslu.



Sveitarfélögin hafa fengið töluverðar viðbótartekjur til að yfirtaka grunnskólann og fjárfesting af því til efni ætti að vera yfirstaðin. Engin ný stórverkefni á borð við skólayfirtöku eða einsetningu eru í sjónmáli, en mikið er enn um skólabyggingar og ekki sér fyrir endann á vexti leikskólaútgjalda. Fjármálaráðuneytið gerir ráð fyrir að hlutfall tekna sveitarfélaga af landsframleiðslu breytist ekki á næstu árum en hlutfall útgjalda fari heldur lækkandi. Í ljósi vaxandi dagvistarútgjalda og nokkurrar fjölgunar sem virðist vera í grunnskólum, þá virðist þetta bjartsýni. Breytt framsetning á reikningshaldi sveitarfélaga býður líka heim ákveðnum hættum þar sem framkvæmdir eru yfirleitt ekki lengur færðar til gjalda. Verulegir hagræðingarmöguleikar kunna þó að felast í aukinni samvinnu sveitarfélaga.

Skuldir sveitarfélaga hafa aukist minna en ætla mætti
Skuldir sveitarfélaga hafa vaxið merkilega lítið eftir halla sem að samanlögðu nemur 7% af landsframleiðslu sl. áratug. Ástæðan er að sumu leyti bókhaldsleg, þ.e.a.s. stofnanir hafa verið gerðar fjárhagslega sjálfstæðar, endurfjármagnaðar og greitt hluta af uppsöfnuðu eigin fé til sveitarfélagsins. Einnig hefur verið nokkuð um raunverulega einkavæðingu, t.d. sölu útgerðarfyrirtækja, sem lækkar raunverulega skuldaábyrgð sveitarfélaganna.

Fjármálamarkaðir

Rúm lausafjárstaða lengst af árinu

Stýrivextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir frá febrúarmánuði sl. Fjármálalegar aðstæður hafa eigi að síður orðið fremur hagstæðari frá þeim tíma. Íslenski fjármálamarkaðurinn hefur einkennst af rúmri lausafjárstöðu lengst af árinu, sem birtist í því að skammtímavextir hafa lengst af verið lægri en stýrivextir Seðlabankans. Verulegt innstreymi erlends lánsfjár og kaup Seðlabankans á erlendum gjaldeyri hafa jafnframt leitt til þess að fjármálastofnanir hafa haft minni þörf en áður fyrir lánsfjáröflun í gegnum endurhverf viðskipti Seðlabankans.

Frá því á vormánuðum hefur ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa til fjögurra ára heldur lækkað, en erfitt er að greina hvort um viðvarandi lækkun er að ræða þar sem ávöxtun skuldabréfa til lengri tíma er nokkuð sveiflukennd. Þessi þróun endurspeglar líklega væntingar markaðsaðila um að uppsveiflan fari hægar af stað en áður var talið, meðal annars vegna óvissu um Norðurál, lakari ytri skilyrða, dvínandi bjartsýni og vaxandi umræðu um þörf fyrir mótvægisáðgerðir að kosningum loknum. Ávöxtunarkrafa flestra bréfa lækkaði í ágúst en sú lækkun hefur að mestu gengið til baka ef undan eru skilin verðtryggð ríkisskuldabréf með líftíma til tveggja ára, en ávöxtun þeirra hefur lækkað um rúmlega ½ prósentu frá miðju sumri. Undanfarið ár fylgdu útlánsvextir banka lengst af stýrivöxtum Seðlabankans og hafa því lítið breyst frá því í febrúar, fyrir utan lítils háttar lækkun í september.

Munurinn á vöxtum bankanna og ávöxtun skuldabréfa með ríkisábyrgð hefur því aukist og líklega sjaldan orðið meiri en í byrjun september sl.

Erlendir ríkisskuldabréfavextir til lengri tíma hafa hækkað frá miðju ári

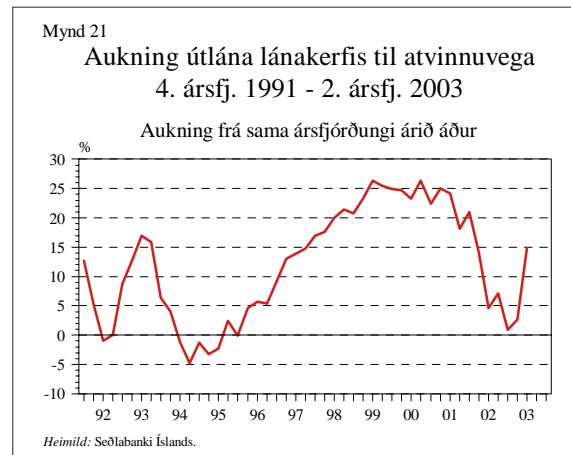
Innlendar lánastofnanir og fyrirtæki hafa að undanfögnu búið við afar hagstæð kjör erlendis, sem að hluta til hafa fengist með því að fjármagna sig til skamms tíma í senn. Skammtímaavextir víðast hvar hafa ekki verið lægri í áratugi. Í einstökum löndum hafa þeir þó tekið að hækka, en hafa staðið í stað í þeim löndum sem mest vega í lánsfjáröflun landsins. Erlendir skammtímaavextir vegnir með viðskiptavog hafa nánast staðið í stað frá miðju sumri, en sökum lækkunar innanlands hefur munur við útlönd minnkað sem því nemur eða u.þ.b. ½ prósentu. Nýlega hefur hann numið u.þ.b. 2½%.

Erlendir ríkisskuldabréfavextir hafa hins vegar hækkað verulega síðan þeir náðu lágmarki á árinu miðju. Lækkun sem varð fyrri hluta ársins er gengin til baka og í sumum tilvikum rúmlega það. Gætir þar væntinga um efnahagsbata í helstu iðnríkjum heims og e.t.v. einnig áhrifa vaxandi hallarekstrar hins opinbera í Bandaríkjunum og leiðréttingar eftir að markaðsaðilar höfðu ofmetið hættu á verðhjöðnun um skeið. Einna mest hafa vextir bandarískra ríkisskuldabréfa hækkað. Fyrri hluta október voru þeir að meðaltali 0,9% hærri en í júní og höfðu um tíma hækkað enn meira. Ef ekki hefðu komið til stórfelld kaup seðlabanka í Asíu, einkum í Kína og Japan, á bandarískum ríkisskuldabréfum, í því skyni að draga úr eða koma í veg fyrir hækkun gjaldmiðla þeirra gagnvart Bandaríkjadal, hefðu bandarískir ríkisskuldabréfavextir e.t.v. hækkað enn meira. Ekki er ljóst hve mikil áhrif hækkun vaxta hefur enn sem komið er haft á vaxtakjör innlendra fyrirtækja og lánastofnana erlendis, en haldi hún áfram er ljóst að þau gætu versnað töluvert.

Útlánavöxtur hefur aukist jafnt og þétt á árinu, einkum til fyrirtækja

Upplýsingar um útlán lánakerfisins í heild liggja fyrir til júníloka og fyrir bankakerfið til septemberloka. Þessar tölur staðfesta greinilega uppsveiflu í útlánum sem hófst sl. vor. Tólf mánaða vöxtur útlána lánakerfisins nam 10½% í júnílok, eða tæplega 10% ef áhrifum gengisbreytinga er haldið til hliðar. Snörpust

hefur uppsveiflan orðið í útlánunum til fyrirtækja. Þau höfðu aukist um 15% á tólf mánuðum, en útlán til heimila um tæplega 7%. Vöxtur útlána til heimila skýrist fyrst og fremst af útlánunum Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða, en útlán þessara aðila jukust u.þ.b. 12%.



Í lok september sl. höfðu innlend útlán innlánsstofnana aukist um tæplega 14% á einu ári, og hefur vísitölu- og gengisuppfærsla ekki haft umtalsverð heildaráhrif á vöxtinn.¹² Í ágúst og september var hann hinn mesti frá marsmánuði árið 2001. Flokkun útlána og markaðsskuldabréfa innlánsstofnana sýnir 22% aukningu í lánunum til fyrirtækja, en 8% til einstaklinga. U.þ.b. ¾ hluta vaxtarins má rekja til aukinna útlána eða eignar markaðsskuldabréfa þjónustufyrirtækja. Útlán til samgöngufyrirtækja og fyrirtækja á sviði raforku hafa einnig aukist mikið.

Gengisbundnir liðir eru fjármagnaðir með erlendu fé

Innlánsstofnanir hafa haldið áfram að auka útlán sín til erlendra aðila. Þau jukust á tólf mánuðum til loka september um 25 ma.kr. og námu þá samtals 72 ma.kr. Útlán til erlendra lánþega og gengisbundin lán til innlendra aðila, sem að mestu fara til fyrirtækja, og aðrir gengisbundnir liðir hafa verið fjármagnaðir með erlendum lánunum. Á tólf mánuðum til loka september námu erlendar lántökur ásamt útgáfu gengisbundinna verðbréfa 164 ma.kr. Á sama tíma jukust

12. U.þ.b. fjórðungur aukinna útlána innlánsstofnana skýrist af útlánunum til erlendra aðila.

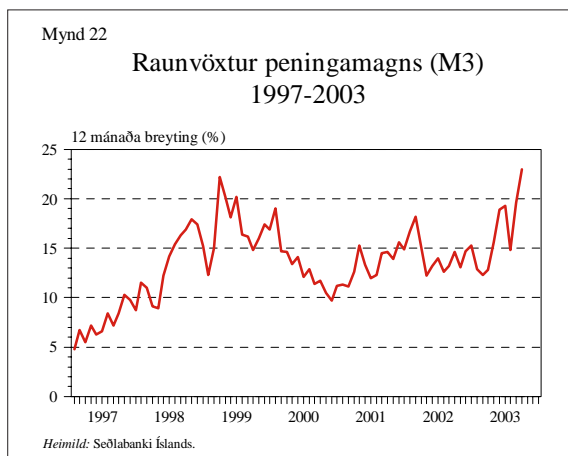
erlendar eignir, gengisbundin lán og erlend útlán og markaðsskuldabréf um samtals 153 ma.kr. Fjármögnun annarra útlána á sér því samsvörun í mikilli aukningu innstæðna, sem nam 88 ma.kr. Af 148 ma.kr. aukningu útlána og verðbréfaeignar nettó, lætur nærri að 60% hafi verið fjármögnuð með innstæðuaukningu en 40% með erlendum lánum umfram vöxt erlendra eigna.

Raunvöxtur M3 hinn mesti frá árinu 1999

Peningamagn og sparifé (M3) hefur aukist hröðum skrefum það sem af er árinu, en vöxturinn hélt tiltölulega mikill í fyrri á sama tíma og vöxtur útlána stöðvaðist. Raunvöxtur M3 var í september sl. ívið meiri en í mars árið 1999 þegar hann náði síðast hámarki.

Lægra gengi léttir á útflutnings- og samkeppnisfyrirtækjum

Gengishækkun krónunnar á fyrri hluta árs þrængdi nokkuð að útflutnings- og samkeppnisfyrirtækjum í landinu, en gekk til baka eftir því sem leið á sumarið. Undanfarna mánuði hefur ríkt stöðugleiki í gengismálum og gengisvísitala íslensku krónunnar sveiflast á tiltölulegu þröngu bili. Þessar gengissveiflur fela ekki í sér umtalsverða breytingu á fjármálalegum skilyrðum.



Hækkun á verð hlutabréfa liðkar fyrir vexti fyrirtækja

Hlutabréf hafa stigið hratt í verði það sem af er árinu og hlutabréfavísitalur jafnvel slegið þrjú ára met. Verðhækkun hlutabréfa felur í sér betri fjármálaleg

skilyrði og auðveldar fyrirtækjum að fjármagna frekari vöxt með útgáfu nýrra hlutabréfa. Þess ber þó að geta að fremur fá fyrirtæki með umfangsmikla erlenda starfsemi, sem gengið hefur mjög vel að undanförmu, standa á bak við stóran hluta hækkunarinnar. Ekki er sjálfgefið að hækkun á verði þeirra hlutabréfa tengist aukinni starfsemi á Íslandi. Annað sem kann að hafa haft áhrif á verðið er að skráðum fyrirtækjum og þar með kaupþækifærum hefur fækkað á sama tíma og mikið fé hefur verið á lausu til fjárfestingar. Miðað við hagnað eru V/H-hlutföll innan hóflegra marka. Þau hafa farið hækkandi og voru að meðaltali 12,6 árið 2001 og 15,6 í ár sem er mun lægra en þegar þau fóru hæst árin 1999 og 2000.

II Þjóðhags- og verðbólguþá

Eins og endranær byggist þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans á óbreyttu gengi krónunnar og stýrivöxtum. Ýmsar mikilvægar forsendur hafa breyst frá því að bankinn birti síðast spá í lok júlí sl. Í spánni er ekki reiknað með stækkun Norðurláls á spátímabilinu, eins og gert var í síðustu spá. Líkur á þeim framkvæmdum eru þó líklega meiri nú en þá. Hins vegar er að sumu leyti um aðra framkvæmd að ræða sem hefur verið að skýrast á síðustu vikum. Ytri skilyrði og viðskiptakjör á þessu ári eru nú talin nokkru verri en í síðustu spá. Spáin nær nú í fyrsta skipti út árið 2005. Forsendur um stefnuna í ríkisfjármálum eru í meginatriðum í samræmi við áform í fjárlagafrumvarpi fyrir 2004 og langtímaáætlun ríkisstjórnarinnar fyrir árin 2005 til 2007.

Spáð er nokkru minni hagvexti á þessu og næsta ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Hagvöxtur árið 2005 verður hins vegar nokkuð kröftugur og umfram vöxt framleiðslugetu. Framleiðslulaki snýst í spennu á því ári. Verðbólga mun því aukast þegar liður á spátímabilið en talið er að hún verði undir verðbólgu-markmiði Seðlabankans framan af. Lítið tvö ár fram í tímann fer hún hins vegar lítilllega yfir markmiðið. Óvissamat spárinnar hefur hliðrast upp á við frá síðustu spá. Eitt ár fram í tímann er óvissan talin vera samhverf en var niður á við í síðustu spá. Tvö ár fram í tímann er óvissan upp á við en var samhverf í síðustu spá.

Eftirspurn og framleiðsla

Lakari ytri skilyrði og viðskiptakjör á þessu ári en í síðustu spá

Þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans miðast sem fyrr við það að bæði stýrivextir og gengi haldist óbreytt á spátímabilinu. Stýrivextirnir eru nú 5,3% og gert er ráð fyrir að opinber gengisvísitala verði 126. Þetta samsvarar um 1½% veikara gengi krónunnar en í síðustu spá en þá var reiknað með gengisvísitölunni 124. Spáin nær nú í fyrsta skipti út árið 2005.

Frá því að síðasta spá Seðlabankans var birt hafa horfur um ytri skilyrði þjóðarþúsins á yfirstandandi ári versnað. Í síðustu spá var þannig reiknað með 3% aukningu útflutningsframleiðslu sjávarafurða á þessu ári en nú er gert ráð fyrir 2% samdrætti. Horfur fyrir næsta ár eru hins vegar taldar betri en áður og er nú spáð 6½% vexti sjávarafurðaframleiðslu í stað 5% í síðustu spá. Litið lengra fram á veginn er gert ráð fyrir að vöxtur útflutnings sjávarafurða verði nokkuð í takt við almenna aukningu eftirspurnar í heiminum.

Gert er ráð fyrir að verð sjávarafurða lækki um 3% á þessu ári en standi í stað á því næsta. Árið 2005 er síðan reiknað með að verðlag sjávarafurða þróist í takt við almenna verðbólgu í umheiminum. Á móti lækkingu sjávarafurðaverðs kemur að gert er ráð fyrir hækkun álverðs á þessu og næsta ári, en óbreyttu verði árið 2005. Er þá tekið mið af verði í framvirkum samningum. Verð útflutnings vöru og þjónustu í erlendri mynt mun því lækka á þessu ári, en þó minna en reiknað var með í síðustu spá. Á næsta ári er reiknað með meiri hækkun útflutningsverðs en í síðustu spá og hækkar það um 2¼% en síðan heldur minna á árinu 2005.

Mestar breytingar eru á forsendum um þróun eldsneytisverðs. Nú er gert ráð fyrir mun meiri hækkun eldsneytisverðs á þessu ári en í síðustu spá. Jafnframt er reiknað með minni lækkun á því næsta og er þar byggt á nýjstu upplýsingum um framvirkt verð eldsneytis. Hins vegar er útlit fyrir óverulega lækkun árið 2005. Jafnframt hafa orðið töluverðar breytingar á forsendum um verð almenns vöruinnflutnings. Nú er gert ráð fyrir rúmlega 2% hækkun á þessu ári í stað smávægilegrar lækkunar. Þessi þróun mun svo snúast við á næsta ári en leita síðan í átt að langtímajafnvægisvexti árið 2005. Á heildina litið er reiknað með að viðskiptakjör versni nokkuð á þessu ári og því næsta en batni síðan árið 2005.

Áform um álversframkvæmdir hafa einnig breyst

Í síðustu spá bankans var reiknað með stækkun Norðuráls. Áform um þá stækkun hafa nú breyst auk þess sem nokkrar breytingar hafa verið gerðar á tíma- setningum framkvæmda Fjarðaáls og við Kára- hnjúka. Í sérstakri rammagrein er núverandi áform- um um framkvæmdir við byggingu álvers á Reyðar- firði og við stækkun Norðuráls og tilheyrandi virkj- ana lýst (sjá rammagrein 3). Endalegar ákvarðanir um stækkun Norðuráls hafa hins vegar ekki verið teknar. Líkurnar á að af þeirri framkvæmd verði eru þó síst minni en síðastliðið vor. Hins vegar er að mörgu leyti um aðra framkvæmd að ræða en reiknað var með í vor. Tímasetningar hafa breyst og orku er aflað með jarðgufuvirkjunum á vegum Orkuveitu Reykjavíkur og Hitaveitu Suðurnesja í stað vatnsafls- virkjana á vegum Landsvirkjunar. Þar sem þessi áform hafa fyrst verið að skýrast um það leyti sem þjóðhagsspáin sem hér er birt var gerð, og endanleg- ar ákvarðanir hafa ekki verið teknar, er ekki reiknað með þeim í spánni. Hins vegar er lagt mat á áhrif á hagvöxt og helstu þjóðhagsstærðir ef ráðist verður í stækkunina samkvæmt þeirri áætlun sem nú liggur fyrir.

Samkvæmt nýjum áætlunum frá Fjarðaáli hefur meginþungi framkvæmda við byggingu nýs álvers færst nokkuð aftur, og því dregur úr fjárfestingu árið 2005 samanborið við fyrri áætlanir. Einnig hafa framkvæmdir á vegum Landsvirkjunar við Kára- hnjúka farið eitthvað hægar af stað en upphaflega var ráðgert, en þar er þó ekki um mikla tilfærslu að ræða. Þetta hefur áhrif á umfang fjárfestingar á spátímabil- inu og þar með á niðurstöðu þjóðhagsspar.

Forsendur um aðgerðir hins opinbera í megin- atriðum í takt við forsendur fjárlaga og langtíma- áætlun í ríkisfjármálum

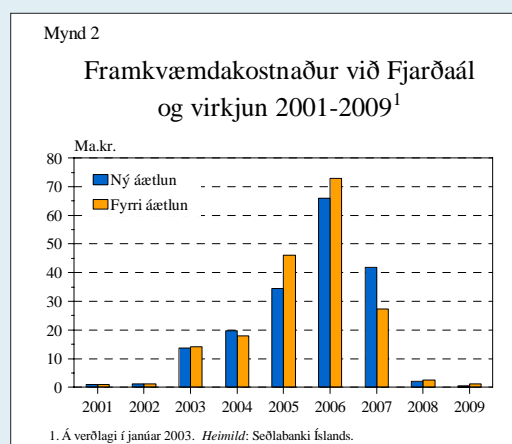
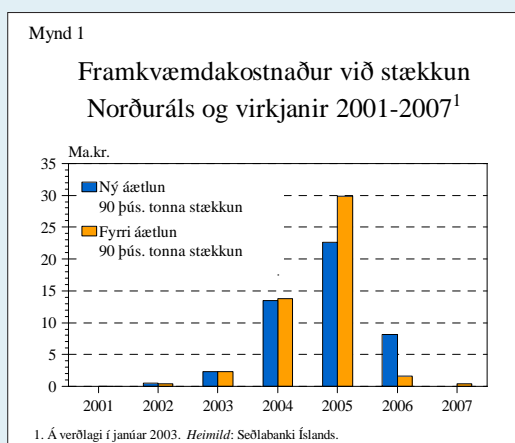
Gert er ráð fyrir 3½% vexti samneyslu á þessu ári, sem er u.þ.b. 1% meiri vöxtur en í síðustu spá. Í sam- ræmi við fjárlagafrumvarp er hins vegar reiknað með aðeins 1% vexti samneyslu á næsta ári, sem er mjög lágt í sögulegu samhengi. Árið 2005 er gert ráð fyrir að vöxtur samneyslunnar aukist aðeins og verði 2%. Samneysla í hlutfalli við landsframleiðslu er þó nán- ast óbreytt á spátímabilinu, eða u.þ.b. 26%.

Í síðustu spá var reiknað með töluverðum vexti fjárfestingar hins opinbera, einkum vegna svo- kallaðra flýtiframkvæmda, sem mikið voru til um-

Rammagrein 3 Fjárfesting í áliðnaði

Í fyrsta hefti *Peningamála* á þessu ári var gerð ýtarleg úttekt á þjóðhagslegum áhrifum fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda og mögulegum hagstjórnarviðbrögðum við þeim. Í þeirri úttekt var ekki reiknað með framkvæmdum vegna stækkunar Norðurálsverksmiðjunnar heldur einvörðungu fjallað um álversframkvæmdir á vegum Alcoa á Reyðarfirði og virkjunarframkvæmd Landsvirkjunar í tengslum við það álver. Í þjóðhagsspá sem birt var í 2. hefti *Peningamála* í maí sl. voru áhrif af stækkun Norðuráls og tilheyrandi fjárfesting vegna orkuöflunar tekin með. Svo var einnig í þjóðhagsspá sem birt var síðsumars í 3. hefti *Peningamála*. Í þeirri þjóðhagsspá sem hér er birt er hins vegar einvörðungu reiknað með Fjarðaáli og virkjunarframkvæmdum við Kárahnjúka.

við stækkunina er áætlaður tæplega 24 ma.kr. sem mun deilast að mestu á árin 2004 og 2005. Talið er að um 62% af framkvæmdakostnaði verði af erlendum toga og um 38% af innlendum. Áætlað er að stækkuð verksmiðja verði tekin í notkun á vormánuðum árið 2006. Verður þá heildarframleiðslugeta Norðuráls um 180 þús. tonn á ári. Orkuöflunin mun nema svipaðri upphæð og kostnaður við stækkun álversins eða um 23 ma.kr. Kostnaður við orkuöflun mun ráðast á árin 2004-2006. Meginbreytingin frá fyrri kostnaðaráætlun er að framkvæmdatoppurinn árið 2005 lækkar nokkuð og færist að nokkru yfir á árið 2006. Þá er áætlað að mannaflsþörfin vegna orkuversframkvæmda verði um 700 mannaár. Þar af verði innlent vinnuafli um 85% af heildarþörf. Gert er enn fremur ráð fyrir að erlendum kostnaður muni nema um 57% af heildarkostnaði.



Margt hefur breyst frá því að ýtarleg úttekt var gerð í fyrsta hefti *Peningamála* á þessu ári, þótt flest grundvallaratriði séu hin sömu. Stærsta breytingin er að síðsumars féll Landsvirkjun frá áætlun um orkusölusamning við Norðurál. Þess í stað mun Orkuveita Reykjavíkur og Hitaveita Suðurnesja afla nauðsynlegrar orku til stækkunar álversins á Grundartanga um 90 þús. tonn. Undirbúningi við þessa stækkun miðar vel, bæði að því er varðar sjálfa stækkunina og endanlega samningsgerð við væntanlega orkusala. Nokkur atriði til endanlegra lykta málsins eru þó enn eftir og lokaákvörðun um hvort af stækkuninni verður mun verða tekin í byrjun næsta árs. Heildarkostnaður

Framkvæmdir við Kárahnjúkavirkjun eru að fullu hafnar og er áætlað að framkvæmt verði fyrir um 13,5 ma.kr. í ár. Þær ná hámarki árin 2005 og 2006 og verður framkvæmt fyrir 23 og 25 ma.kr. hvort árið. Framkvæmdum lýkur að mestu árið 2007. Talið er að heildarkostnaður skiptist þannig á milli innlendra og erlendra þátta að innlendir þættir muni nema 45% og erlendir um 55%.

Alls er talið að framkvæmdir við Kárahnjúkavirkjun kalli á u.þ.b. 3.500 mannaár, þar af er gert ráð fyrir að u.þ.b. 53% vinnuafli verði erlent og 47% innlent.¹ Nú á haustmánuðum eru um 850 manna að störfum og

þar af eru u.þ.b. 550 útlendingar eða 65%. Ekki hefur orðið marktæk breyting frá fyrri áætlun á skiptingu framkvæmdakostnaðar á framkvæmdatímann. Um 2/3 af heildarkostnaði munu falla til á árunum 2004-2006, þar af mun rúmlega helmingur falla á árunum 2005 og 2006.

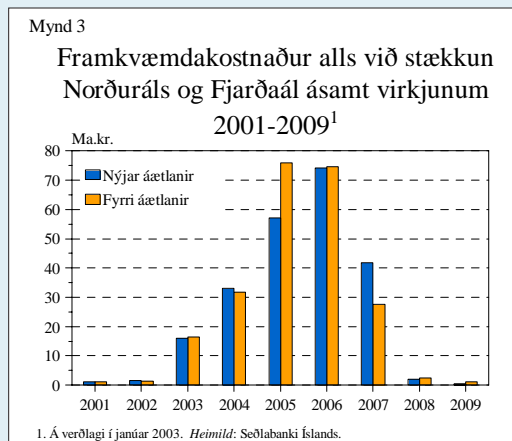
Heildarkostnaður við byggingu álvers Alcoa í Reyðarfirði er talinn verða um 87 ma.kr. sem að mestu mun skiptast niður á árin 2005 til 2007 en þunginn í framkvæmdum mun verða árin 2006 og 2007 en á þeim árum verður varið um 85% af framkvæmdakostnaði. Innlendir kostnaður er talinn nema um 40% af heildarkostnaði og erlendir kostnaður mun þá nema u.þ.b. 60%. Þá er áætlað að heildarmannaflspörf verði um 2.200 mannaár og þar af verði um 70% innlent vinnuafli. Samkvæmt þeim áætlunum sem nú liggja fyrir mun Fjarðaál ná fullri framleiðslu haustið 2007.

Tilhliðrun framkvæmda og lækkun framkvæmdatoppa veldur því að umfang stóriðjuframkvæmda á Austurlandi að tiltölu við landsframleiðslu verður nokkru minna en áður var ætlað. Þegar framkvæmdir verða í hámarki árið 2006 mun kostnaðurinn nema rúmlega 6% af áætlaðri landsframleiðslu það ár og

1. Í þjóðhagsspá er gert ráð fyrir að 40% vinnuafli við Kárahnjúka-virkjun séu erlendir starfsmenn. Tölulegar upplýsingar í ramma-greininni eru nýrri en þær sem notast var við í þjóðhagsspá og lágu ekki fyrir þegar hún var gerð. Hér er ekki um stóran mun á forsendum að ræða, og áhrif á útkomu þjóðhagsspár því óveruleg.

tæplega fjórðungi af heildarfjármunamyndun. Þá mun vinnuafliþörfin verða um 1,3% af heildarvinnuafli þess árs. Ef bæði verður ráðist í stóriðjuframkvæmdir á Austurlandi og stækkun Norðuráls á næstu árum mun heildarframkvæmdakostnaður nema um 220 ma.kr. Þá munu framkvæmdir ná hámarki árið 2005 og 2006 þegar kostnaður mun nema 7% til 8% af landsframleiðslu hvort árið.

Eins og mynd 3 ber með sér er meginmunurinn milli fyrri framkvæmdaáætlana vegna Norðuráls og Fjarðaáls sá að framkvæmdatoppurinn færast frá árinu 2005 til 2006 og að framkvæmdir færast að hluta til yfir á árið 2007.



ræðu síðastliðið vor. Þrátt fyrir frestun sumra þessara framkvæmda og tilfærslu yfir á næsta ár stendur eftir veruleg aukning fjárfestingar hjá ríkinu á árinu. Samdráttur hjá sveitarfélögunum veldur því hins vegar að fjárfesting hins opinbera heild er áætluð 3½% í ár.

Meiri vöxtur einkaneyslu og þjódarútgjalda á þessu ári en síðast var spáð...

Eins og rakið hefur verið hér að framan benda flestir hagvísar sterklega til þess að vöxtur einkaneyslu það sem af er árinu hafi verið kröftugur. Í ljósi þessa og annarra leiðandi vísbendinga hefur spá bankans um einkaneyslu þessa árs verið hækkuð verulega, eða úr 2% í 5½%.

Kröftugur vöxtur einkaneyslu endurspeglast í miklum vexti innflutnings, en hann er nú talinn auk-

ast að magni til um 8½% á þessu ári, sem er 4 prósentum meira en í síðustu spá Seðlabankans. Þessi mikli vöxtur innflutnings stafar að hluta til af innflutningi fjárfestingarvöru og vinnuvéla, en einnig neyslövöru. Nú er talið að vöxtur útflutnings á þessu ári verði nokkru minni en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Kröftugur vöxtur einkaneyslu á þessu ári á sér því stað þrátt fyrir lægri útflutningstekjur en áður var miðað við.

Þessi mikli vöxtur einkaneyslu á sér einnig stað þrátt fyrir heldur veikari vinnumarkað. Nú er reiknað með að atvinnuleysi á árinu verði um 3½% sem er ¼ prósentustigi hærra en í síðustu spá. Þótt aukinn kaupmáttur launa skýri aukna einkaneyslu að verulegu leyti virðist sem hún sé einnig drifin áfram af væntingum um bætta hag á næstunni. Þessi væntingadrifna þensla veldur auknu ójafnvægi í hagkerf-

Tafla 6 Forsendur þjóðhagsspár Seðlabanka Íslands

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá ¹	
	2003	2004	2005	2003	2004
<i>Stýrivextir og gengi²</i>					
Stýrivextir Seðlabankans	5,3	5,3	5,3	-	-
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	123¾	126	126	¾	2
<i>Ytri skilyrði (breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti)</i>					
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-2	6½	2	-5	1½
Verð sjávarafurða	-3	0	2	1	-
Verð áls	5	4	0	1	1½
Verð almenns vöruinnflutnings	2¼	-½	1¾	2¾	-1
Eldsneytisverð	15¼	-5	-1	6¼	9
Verð útflutnings vöru og þjónustu	-4¾	2¼	1¾	3	1½
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-1½	-¼	¾	-¼	-½
Erlendir skammtímavextir	2	2½	3½	-1	-1

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

inu við núverandi aðstæður, og ekki verður ljóst fyrir en að nokkrum árum liðnum hvort innistæða var fyrir allri bjartsýninni.

Aukin einkaneysla veldur því að þjóðarútgjöld aukast nokkru meira á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá, þrátt fyrir að spáð sé heldur minni vexti fjármunamyndunar. Lækkun á spá um vöxt fjármunamyndunar má rekja til áhrifa frá áður nefndum breytingum á flýti framkvæmdum og framkvæmdum við Kárahnjúka.

... en hagvöxtur verður þrátt fyrir það minni á árinu
Þrátt fyrir að spá um vöxt þjóðarútgjalda á þessu ári hafi verið endurskoðuð til hækkunar er nú spáð heldur minni hagvexti á þessu ári. Samkvæmt spánni verður hagvöxtur á yfirstandandi ári um 2%, í stað 2¾% í síðustu spá. Þetta er lítillaga meiri hagvöxtur en fjármálaráðuneytið reiknar með í sinni spá frá því í byrjun október, en nokkru minni hagvöxtur en sérfræðingar á fjármálamarkaði gera ráð fyrir (sjá rammagrein 4).

Spá um minni hagvöxt stafar, eins og komið hefur fram, af minni vexti útflutnings og meiri vexti innflutnings. Spáin gerir því ráð fyrir meiri viðskiptahalla á þessu ári, eða 3½% af landsframleiðslu í stað 1¼% í síðustu spá.

Horfur á kröftugum vexti þjóðarútgjalda á næstu tveimur árum

Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir því að aukning einkaneyslu verði á bilinu 4¼% til 5% á ári og fjármunamyndun um 8% til 8½% á ári næstu tvö árin. Þetta endurspeglar þær stórframkvæmdir sem eru framundan og þau auknu efnahagsumsvif sem þeim munu fylgja. Þannig er gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting muni aukast um rúmlega 14% á ári á næstu tveimur árum og að fjárfesting atvinnuvega, utan stóriðju, skipa og flugvéla, muni einnig aukast, þótt vöxtur þeirrar fjárfestingar verði sýnu minni. Það sama á við um vöxt fjárfestingar í íbúðarhúsnæði en á móti kemur töluverður samdráttur í fjárfestingu hins opinbera í samræmi við áform stjórnvalda um mótvægisáðgerðir vegna áður nefndra framkvæmda.

Þetta þýðir að þjóðarútgjöld muni aukast um 4¼% á næsta ári samkvæmt spá bankans, sem er þó litlu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Það skýrist af spá um heldur minni vöxt atvinnuvegafjárfestingar sem stafar af því að ekki er gert ráð fyrir stækkun Norðuráls, eins og áður hefur komið fram, auk þess sem nýjar vísbendingar um fjárfestingaráform næsta árs gefa til kynna að innlend fyrirtæki ætli almennt að halda að sér höndum (sjá rammagrein 2). Árið 2005 er síðan gert ráð fyrir því í spánni að þjóðarútgjöld muni aukast um 5%.

Tafla 7 Þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

	Milljarðar króna á verðlagi hvers árs ¹			Magnbreyting frá fyrra ári (%) ²			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²	
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004
Einkaneysla	449,6	479,3	517,1	5½	4¼	5	3½	1¼
Samneysla	214,9	226,6	239,6	3½	1	2	1	-1½
Fjármunamyndun	162,0	176,7	197,6	6¾	8	8½	-4	-3¼
Atvinnuvegafjárfesting	89,8	104,0	123,4	12¼	15	14½	-1¼	-5½
Án stóriðju, skipa og flugvéla	65,6	67,5	71,7	-1¼	2¼	2½	½	-7¼
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	40,4	42,9	45,8	3	3½	3½	-	-
Fjárfesting hins opinbera	31,8	29,8	28,3	3½	-8½	-8	-7¼	-1¼
Þjóðarútgjöld, alls	826,5	882,6	954,3	5¼	4¼	5	1½	-¼
Útflutningur vöru og þjónustu	294,0	312,5	333,3	0	4	4¾	-2	-
Innflutningur vöru og þjónustu	307,8	340,0	369,7	8½	7½	7	4	½
Verg landsframleiðsla	812,7	855,1	917,8	2	3	4¼	-¾	-½
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF	-3½	-5¼	-6	.	.	.	-2¾	-3¼
Vergur þjóðhagslegur sparnaður sem % af VLF	16½	15½	15½	.	.	.	-1¼	-2½
Hrein erlend skuld sem % af VLF ³	95¼	100¼	107¼	.	.	.	1	6¼
Hrein erlend staða þjóðarbúsins sem % af VLF ³	-73¼	-78	-84½	.	.	.	-¾	-5
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði, %-br. milli ársmeðaltala .....	.	.	.	5	4¼	5½	-	-
Framleiðni vinnuafls, %-br. milli ársmeðaltala .....	.	.	.	2	1½	1¼	-	-
Kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann, %-br. milli ársmeðaltala .....	.	.	.	2¼	2¼	2	-	-1
Atvinnuleysi sem % af mannafla	3½	2¾	2¼	.	.	.	¼	¼
Framleiðsluspenna sem % af VLF	-½	-¼	1¼	.	.	.	-	-½

1. Nema annað sé tekið fram. 2. Stutt lárétt strik (-) táknar að breyting er engin. 3. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á samþættingu gengi m.v. SDR.

Stóriðjuframkvæmdir næstu ára kalla á töluverðan innflutning fjárfestingarvöru og spáir bankinn kröftugum vexti innflutnings á næstu tveimur árum, eða um 7% til 7½% á ári. Þrátt fyrir ágætan vöxt útflutnings mun viðskiptahalli aukast og er hann talinn verða um 6% af landsframleiðslu árið 2005. Ljóst er að nokkurn hluta þessa viðskiptahalla má rekja til innflutnings á fjárfestingarvöru í tengslum við virkjanaframkvæmdirnar. Áætla má, miðað við uppgefin fjárfestingaráform í tengslum við Fjarðaál, að tæplega fjórðung af 3½% viðskiptahalla þessa árs megi rekja beint til innflutnings tengds stóriðjuframkvæmdum. Hlutur innflutnings tengds stóriðjuframkvæmdum fer síðan vaxandi þegar líða tekur á spátímabilið og 2005 má gera ráð fyrir að rúmlega þriðjung af 6% viðskiptahalla þess árs megi rekja

beint til þeirra. Þá er ekki tekið tillit til óbeinna áhrifa framkvæmdanna á innlenda eftirspurn sem gerir það að verkum að hlutur stóriðjuframkvæmdanna í viðskiptahalla spátímabilsins er líklega nokkuð meiri en þau beinu áhrif sem hér er fjallað um gefa til kynna.

Framleiðslulaki vikur fyrir spennu á árinu 2005

Aukin innlend eftirspurn og aukinn útflutningur á næstu tveim árum kemur fram í vaxandi hagvexti eftir því sem líður á spátímabilið. Á næsta ári er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði um 3%, sem er nokkuð í takt við vöxt framleiðslugetu. Þetta er heldur minni hagvöxtur en í síðustu spá, enda byggðist hún m.a. á þeirri forsendu að framkvæmdir við stækkun Norðuráls yrðu hafnar á næsta ári. Árið 2005 er síðan gert

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

Meðfylgjandi tafla sýnir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru í október. Þrír af fimm gera í spám sínum ráð fyrir framkvæmdum við Norðurál á tímabilinu en sú forsenda var gefin frjálts.

Mat sérfræðinganna á verðbólguhorfum fyrir þetta ár er óbreytt frá því í júlí og nær samhljóða 2,2% spá Seðlabankans sem hins vegar hefur – í ljósi verðþróunar erlendis og á olíumörkuðum – hækkað sína spá frá í sumar. Meiru munar á spám fyrir næsta ár en þá spáir bankinn 2,1% verðbólgu yfir árið en markaðsaðilar 2,8% sem er yfir verðbólgu markmiði bankans. Bankinn spáir líka minni hækkun verðlags ef miðað er við ársmeðaltöl en mjórri er á munum.

Í könnuninni voru sérfræðingarnir eins og áður spurðir um horfur varðandi aðrar lykilstærðir efnahagsframvindunnar. Hagvaxtarspár fjármálafyrirtækjanna hafa hækkað frá í júlí og eru töluvert hærri en spá bankans fyrir bæði 2003 og 2004 sem raunar hefur lækkað sína spá enda var síðast gert ráð fyrir framkvæmdum við Norðurál en ekki núna. Nú spáir bankinn 2% hagvexti í ár en sérfræðingarnar 2,9%. Fyrir árið 2004 gerir Seðlabankinn ráð fyrir 3% aukningu vergrar landsframleiðslu en fjármálafyrirtækin 3,9%.

Í þessu sambandi er athyglisvert að fjármálafyrirtækin greinir mun meira á um væntanlegan hagvöxt nú en í sumar, enda mismunandi hvort þau gera ráð fyrir stækkun Norðuráls eða ekki. Spábilið hefur vaxið bæði vegna þess að hæsta gildi hefur hækkað töluvert – sérstaklega fyrir árið 2003 – og lægsta gildi hefur lækkað.

Að meðaltali telja svarendur að gengi krónunnar breytist fremur lítið næstu 1-2 árin og að gengisvísitalan verði á bilinu 120 til 125 og hækki lítillega þegar líður á tímabilið. Eru menn meira sammála um gengisþróunina en undanfarið.

Sérfræðingarnir álíta nú, eins og í síðustu þremur könnunum, að senn komi að hækkun stýrivaxta Seðlabankans. Spá þeir 6,4% stýrivöxtum um sama leyti á næsta ári en 7,4% eftir tvö ár.

Svarendur búast við svipaðri verðþróun á hlutabréfamarkaði og þegar spurt var í apríl og júlí. Mikill munur er þó á væntingum eins og ráða má af hæstu og lægstu gildum. Skiptar skoðanir eru einnig um fasteignaverð en markaðsaðilar spá því þó allir að fasteignir hækki áfram í verði hvort sem horft er eitt eða tvö ár fram á við.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2003			2004		
	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	2,3	2,3	2,2	2,8	3,1	2,5
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	2,1	2,2	2,0	2,5	2,8	2,3
Hagvöxtur	2,9	4,2	2,5	3,9	4,3	3,5
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlends gjaldmiðils.....	123,0	125,0	120,0	125,0	125,0	120,0
Stýrivextir Seðlabankans	6,4	6,8	6,2	7,4	7,6	6,8
Langtímanafnvextir ²	7,2	7,5	6,8	7,7	8,3	7,3
Langtímaraunvextir ³	4,2	4,7	3,9	4,4	5,0	3,7
Úrvalsvisitala Aðallista	6,0	15,0	0,0	12,4	25,0	5,0
Breyting fasteignaverðs	5,5	10,0	3,0	8,0	10,0	5,0

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

rád fyrir að hagvöxtur aukist enn frekar og verði um 4¼%, sem er nokkuð umfram vöxt framleiðslugetu. Þetta er hins vegar heldur minni hagvöxtur en fjármálaráðuneytið gerir ráð fyrir, en nýleg spá þess hljóðar upp á 3½% hagvöxt á næsta ári og 5½% árið 2005. Þetta er jafnframt nokkru minni hagvöxtur árið 2004 en sérfræðingar á fjármálamarkaði reikna með, en að meðaltali spá þeir tæplega 4% hagvexti (rammagrein 4). Hafa verður þó í huga að sumir þeirra reikna með stækkun Norðuráls í spám sínum.

Þessi hagvaxtarþróun endurspeglast í þróun framleiðsluspennu í hagkerfinu. Á þessu og næsta ári er gert ráð fyrir slaka, en hann verður þó mjög lítill á næsta ári. Í síðustu spá var reiknað með að lítills háttar spenna myndi myndast þegar á næsta ári en það breytist við að spá um hagvöxt lækkar bæði í ár og á árinu 2004. Árið 2005 er síðan gert ráð fyrir að slakinn snúist yfir í spennu, enda hagvöxtur nokkuð umfram vöxt framleiðslugetu, eins og áður hefur verið nefnt.

Þróun framleiðsluspennu/slaka endurspeglast á vinnumarkaði, þótt með nokkurri töf sé. Í spánni er gert ráð fyrir að atvinnuleysi minnki nokkuð á næstu tveimur árum og verði sennilega undir því atvinnuleysisstigi sem samrýmst getur stöðugri verðbólgu árið 2005.

Aukin notkun innflutts vinnuafls gæti hins vegar dregið úr spennu á seinni hluta spátímabilsins

Í fyrri áætlunum var reiknað með að um fjórðungur þess vinnuafls sem myndi starfa við stóriðju- og virkjanaframkvæmdir hér á landi á næstu árum yrði

innfluttur. Margt bendir nú til að þar sé um vanmat að ræða. Nú er reiknað með að um 40% vinnuafls við Kárahnjúka verði erlendir starfsmenn. Hlutfall erlendra starfsmanna við byggingu álvers Fjarðaáls verður þó líklega nokkru lægra. Því hærra sem hlutfall erlendra starfsmanna er við þessar framkvæmdir, því minni þensla skapast í hagkerfinu. Þessi forsenda hefur því ekki aðeins áhrif á atvinnuleysisstölur, heldur einnig á aðrar hagstærðir.

Til glöggvunar var reiknað samanburðardæmi þar sem gert var ráð fyrir að meirihluti, eða 70%, starfsmanna við stóriðju- og virkjanaframkvæmdir væri innfluttur. Þá fékkst að atvinnuleysi gæti aukist um 0,1 prósentustig á ári 2003 til 2005, en framleiðsluspenna gæti orðið 0,1 prósentu minni 2005 en ella. Þegar framkvæmdirnar ná hámarki á árunum 2006 og 2007 gæti þetta, að öðru óbreyttu, dregið enn meira úr verðbólguþrýstingi, jafnvel allt að einni prósentu í verðbólgu hvort ár.

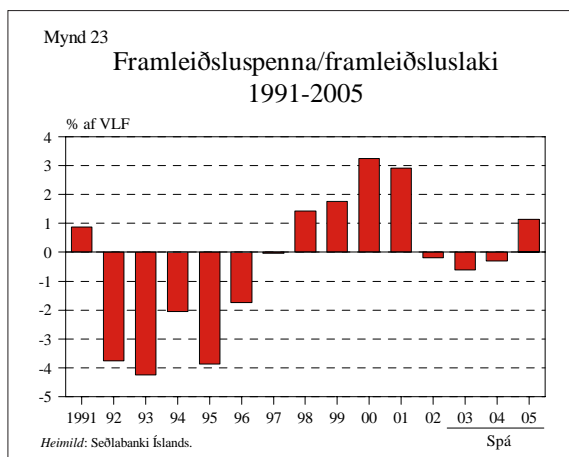
Stækkun Norðuráls mun auka hagvöxt og spennu í hagkerfinu verða meiri en ella

Einn helsti óvissuþátturinn næstu árin snýr nú að fyrirhugaðri stækkun Norðuráls. Ef af henni verður, og gengið er út frá núverandi áætlunum, þá mun þegar á næsta ári gæta töluverðra áhrifa í hagkerfinu. Atvinnuleysi gæti orðið um ½ prósentu minna árin 2004 og 2005 en nú er spáð. Hagvöxtur gæti orðið um ½ prósentu meiri en annars hvort ár. Framleiðsluslaki mun því hverfa þegar á næsta ári og framleiðsluspenna verður að óbreyttu meiri á árinu 2005 en ella. Þetta veldur því að verðbólga verður meiri þegar á næsta ári, en áhrifin verða þó mest 2006 og 2007, eða þegar komið er útfyrir núverandi spátímabil. Nánar er vikið að óvissumati þjóðhags- og verðbólguþrýstingar Seðlabankans í næsta kafla.

Verðbólguhorfur

Meiri alþjóðleg verðbólga stuðlar að hærri verðbólgu til skemmri tíma en aukin innlend eftirspurn til lengri tíma

Forsendum verðbólguþrýstingar hefur verið lýst í kaflanum um þjóðhagsspá bankans. Helstu breytingar á forsendum spárinnar sem hafa áhrif á verðbólguhorfur til næstu tveggja ára snúa að alþjóðlegri verðlagsþróun og innlendri eftirspurn.



Forsendur spárinnar um verð almenns innflutnings í erlendri mynt hafa verið endurskoðaðar í ljósi nýrra upplýsinga og spáa um verðlagsþróun erlendis, þ.á m. nýlegra breytinga á eldsneytisverði og framvirku verði. Í síðustu spá var gert ráð fyrir um ½% verðlækkun í erlendri mynt á þessu ári en nú er gert ráð fyrir um 2¼% verðhækkun. Þessu til viðbótar er reiknað með 1½% lægra gengi en gert var í síðustu spá, eins og áður hefur komið fram. Ofangreindar breytingar fela í sér að innflutningsverð í innlendri mynt hækkar á þessu ári um rúmlega 4¼% frá síðustu spá og leiðir til þess að meiri verðbólgu er spáð framan af tímabilinu.

Á móti kemur að gert er ráð fyrir u.þ.b. ½% lækkuun innflutningsverðs á næsta ári í stað álíka mikillar hækkunar. Gert er ráð fyrir veikari innlendri eftirspurn á næsta ári en áður var reiknað með, enda ekki gert ráð fyrir stækkun Norðuráls, eins og áður hefur komið fram. Þetta endurspeglast í heldur meira atvinnuleysi og minni framleiðsluspennu en gert var ráð fyrir í síðustu spá.

Hér er í fyrsta sinn birt spá fyrir árið 2005 í heild. Þegar hefur verið getið um þjóðhagshorfur þess árs, en ekki er búist við miklum verðbólguþrýstingi erlendis frá. Hann er frekar að finna í innlendri eftirspurn sem birtist í vaxandi framleiðsluspennu og minnkandi atvinnuleysi, sem m.a. kemur fram í vaxandi launakostnaði á unna einingu. Reiknað er með að hann aukist um 3½% árið 2005, sem er nokkuð umfram verðbólguþrýsting bankans.

Verðbólguferillinn er því jafnari en áður var gert ráð fyrir

Eins og rakið var í síðustu *Peningamálum*, mátti búast við því að seinkun Norðuráls gæti aukið á verðbólgu til skamms tíma litið, í gegnum veikara gengi krónunnar, en dregið úr henni til lengri tíma, fyrir tilstilli minni innlestrar eftirspurnar. Þetta endurspeglast í spánni þar sem ekki er lengur gert ráð fyrir stækkun Norðuráls á spátímabilinu.

Fram undir seinni helming ársins 2005 er spáð nokkru meiri verðbólgu en í júlí sl. og verðbólguhjóðnun fram undir mitt næsta ár sem kom fram í síðustu spá er ekki lengur til staðar. Verðbólga er því talin verða rétt undir eða við verðbólguþrýsting bankans framan af spátímabilinu. Eitt ár fram í tímann er gert ráð fyrir að hún verði um 2,4%.

Tafla 8 Verðbólguþrýstingur Seðlabanka Íslands

	Ársfjórðungsþrýstingur (%)		
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi	Ársfjórðungsþrýstingur á ársgrundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
2001:1	0,9	3,4	4,0
2001:2	3,5	14,5	6,0
2001:3	2,3	9,7	8,0
2001:4	1,6	6,6	8,5
2002:1	1,0	4,2	8,7
2002:2	0,4	1,6	5,5
2002:3	0,2	0,7	3,3
2002:4	0,6	2,3	2,2
2003:1	0,7	2,9	1,9
2003:2	0,5	2,0	2,0
2003:3	0,3	1,1	2,1
2003:4	0,7	3,0	2,2
2004:1	0,5	2,1	2,0
2004:2	0,6	2,3	2,1
2004:3	0,6	2,3	2,4
2004:4	0,4	1,7	2,1
2005:1	0,6	2,5	2,2
2005:2	0,9	3,8	2,6
2005:3	0,9	3,6	2,9
2005:4	0,6	2,4	3,1

Tölurnar sýna þrýstingur milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

Ár	Ársþrýstingur (%)	
	Milli ára	Yfir árið
2000	5,0	3,5
2001	6,7	9,4
2002	4,8	1,4
2003	2,0	2,2
2004	2,2	2,1
2005	2,7	3,1

Skýggt svæði sýnir spá.

Eins og í síðustu spá er gert ráð fyrir að verðbólga aukist þegar líða tekur á árið 2004 og verði komin yfir verðbólguþrýsting bankans um mitt árið 2005. Spáð er að verðbólga verði rétt tæplega 3% eftir tvö ár, sem er svipað og í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að verðbólga aukist enn frekar þegar litið er lengra fram á veginn, að gefnum forsendum spárinnar, þ.á m. óbreyttri peningastefnu.

Breytingar á óvissumati spárinnar endurspeglar breyttar forsendur um tímasetningu stækkunar Norðuráls

Við það að gera ekki ráð fyrir stækkun Norðuráls í verðbólguþáttinum verða verulegar breytingar á óvissumati hennar. Ef af þessum framkvæmdum verður á spátímabilinu gæti það styrkt gengi krónunnar og aukið innlenda eftirspurn, sem verður mikil fyrir þegar líða tekur á spátímabilið. Áhrif á verðbólgu eru ekki augljós. Gengishækkun gæti dregið úr verðbólgu til skemmri tíma, en aukin eftirspurn myndi kynda undir verðbólgu á seinni hluta tímabilsins. Óvissa um þróun alþjóðlegrar verðbólgu og gengi krónunnar virðist hins vegar vera samhverfari en áður, auk þess sem óvissa tengd veru varnarliðsins á spátímabilinu hefur minnkað.

Hætta á ónógu aðhaldi í ríkisfjármálum og fyrirhugaðar breytingar á húsnæðisfjármögnun auka líkur á að verðbólgu sé vanspád

Óvissa tengd aðhaldi í ríkisfjármálum er líklega frekar í átt til minna aðhalds, aukinnar eftirspurnar og verðbólgu. Eins og áður hefur komið fram hefur verið rík tilhneiging til þess að fara fram úr fjárlögum með fjárfélagögum. Því er nokkur hættu á að aðhald verði of lítið á næsta ári, þrátt fyrir fyrirheit um annað. Jafnframt ríkir nokkur óvissa um áform ríkissjóðs til lengri tíma. Því er hætt við að framkvæmdir verði ekki dregnar nægilega mikið saman til mótvægis áformum um skattalækkunar.

Auk almennrar hættu á of miklum slaka í ríkisfjármálum má nefna óvissu um áform ríkisstjórnar um breytingar á húsnæðislánakerfinu. Eins og áður hefur komið fram í ritum bankans má líkja fyrirhuguðum breytingum við minna aðhald í ríkisfjármálum sem hefði til skemmri tíma lítið sambærileg áhrif á innlenda eftirspurn og verðbólgu. Að auki eru þær líklegar til að ýta enn frekar undir húsnæðiseftirspurn og leiða á einhverju árabili til meiri hækkunar húsnæðisverðs, en til lengdar ræðst það þó af byggingarkostnaði.

Á móti kemur hins vegar að töluverð óvissa ríkir um þróun húsnæðisverðs á næstu árum, burtséð frá ofangreindum áformum um breytingar á húsnæðisfjármögnun. Eins og fjallað er um fyrr í þessum kafla er ekki hægt að útiloka að húsnæðisverð nái senn hámarki og fari að lækka, en það gæti dregið úr innlendri eftirspurn og þar með úr þenslu í gegnum

minnkandi auð heimila og minni veðhæfni eigna. Slík þróun myndi rýra möguleika heimila til lántöku í því skyni að fjármagna neyslu og vegna aukinnar útlánaáhættu gæti hún dregið úr útlánavilja lánastofnana.

Jafnframt ríkir óvissa um þróun á vinnumarkaði

Um nokkurt skeið hefur innlendir vinnumarkaður reynst veikari en gert var ráð fyrir í fyrri spám Seðlabankans og annarra aðila. Lítið hefur dregið úr atvinnuleysi og er ekki hægt að útiloka að vinnumarkaðurinn verði áfram veikari en gert er ráð fyrir í spá bankans. Kjarasamningar eru lausir á næsta ári en kröfugerðir hafa enn ekki verið lagðar fram. Opinberar yfirlýsingar forystumanna verkalýðshreyfingarinnar eru þó í þá veru að lögd verði áhersla á stöðugleika í efnahagsmálum, lága verðbólgu en jafnframt kaupmáttaraukningu. Þá er líklegt að há hlutdeild launa í þjóðartekjum og mikil kaupmáttaraukning undanfarinna ára muni skapa fyrirstöðu af hálfu atvinnurekenda gegn óhöflegum launahækkunum.

Þá ríkir óvissa um hlut erlends vinnuaflds í stöðjuframkvæmdum. Hann hefur hingað til verið töluvert meiri en opinberar áætlanir gerðu áður ráð fyrir, en það gæti dregið úr hættu á of mikilli spennu á innlendum vinnumarkaði, eins og fjallað var um í kaflanum um þjóðhagsspá bankans.

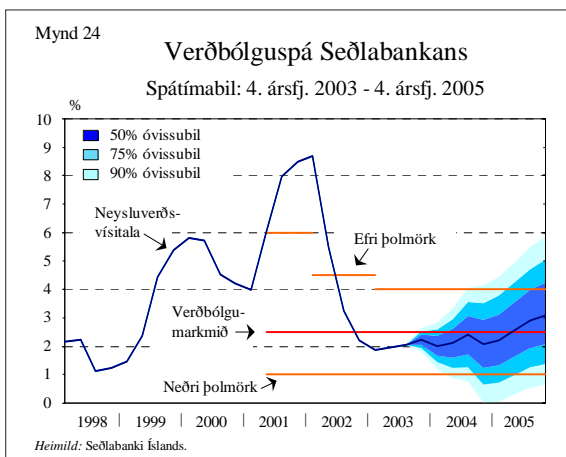
Spáóvissan er því samhverf til skamms tíma en upp á við til lengri tíma lítið

Á heildina lítið hefur óvissumat spárinnar hliðrast upp á við út allt spátímabilið, samanborið við síðustu spá. Til skamms tíma er spáóvissan talin samhverf en í síðustu spá voru taldar heldur meiri líkur á að verðbólgu væri ofspáð eitt ár fram í tímann en að henni væri vanspád. Til tveggja ára er hins vegar gert ráð fyrir að nokkuð meiri líkur séu á að verðbólga verði yfir spánni en að hún verði undir henni. Þetta er breyting frá því í júlí, þegar áhættumatið var samhverft tvö ár fram í tímann.

Sem fyrr er talið líklegt að sögulegar spáskekkjur ofmeti að einhverju leyti þá óvissu sem framundan er, því þær eru nokkuð litaðar af þróun undanfarinna missera þegar saman för tiltölulega mikil verðbólga og óvissa um verðbólguþróun, sem jafnan fylgir sveiflum í verðbólgu. Þannig hafa spáskekkjur bankans undanfarið verið nokkru minni en í aðdraganda verðbólguþróunar 2001. Spáóvissan er því áfram tal-

in minni en sem nemur spáskekkjum sem metnar eru á grundvelli gagna frá þessu óvissutímabili.

Mat á óvissu meginspárinna ásamt spá bankans tvö ár fram í tímann má sjá á mynd 24. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að verðbólgan verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði fyrir innan dekksta svæðið. Óvissan verður því meiri sem spád er lengra fram í tímann, eins og kemur fram í vikkun óvissubilsins.¹³ Ósamhverfni ofangreinds óvissumats birtist í því að stærri hluti óvissubilsins er fyrir ofan þau gildi sem spád er á seinni helmingi spátímabilsins.



Mat bankans á líkindadreifingu verðbólguþárinna er sýnt í töflu 9. Talið er að líkur á að verðbólga næsta árið verði minni en verðbólgu-markmiðið hafi minnkað verulega og eru líkurnar núna rétt rúmlega 50% í stað yfir 80% í síðustu spá, en það endurspeglar að spád er meiri verðbólgu eitt ár fram í tímann en í júlí og ofangreint endurmat á áhættuþáttum spárinna. Tvö ár fram í tímann eru líkur á að verðbólga verði undir verðbólgu-markmiðinu taldar nánast þær sömu og í síðustu spá. Einnig eru nú taldar meiri líkur á að verðbólga verði innan þolmarka verðbólgu-markmiðsins á næsta ári en síðast var talið. Líkur á verðhjöðnun á spátímabilinu hafa jafnframt minnkað töluvert og eru nú taldar hverfandi.

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

Tafla 9 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjórð.	Verðbólga				
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	yfir 4%
2003:4	< 1	86	86	14	< 1
2004:3	8	46	54	41	5
2005:3	9	28	37	37	26

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

III Stefnan í peningamálum

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja og heimila hafa á heildina litið litið breyst frá því að *Peningamál* komu út um mánaðamótin júlí/ágúst sl. Aðhald peningastefnunnar metið með raunstýrivöxtum hefur hins vegar slaknað lítillega samfara meiri verðbólguvæntingum. Það verður hins vegar að setja í samhengi við að verðbólguálag ríkisskuldabréfa var líklega óeðlilega lágt frá vori og fram á haust sem meðal annars tengdist ótta við verðhjöðnun í helstu iðnríkjum, sem reyndar gætti í einhverju mæli einnig hér á landi. Skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum hefur hins vegar minnkað á ný eflir að hafa aukist nokkuð á sumarmánuðum, sem stafaði meðal annars af vaxtalækkunum erlendis er tengdust að hluta verðhjöðunaróttanum. Þá er gengi krónunnar lítillega lægra. Skuldabréfavextir hafa á heildina litið hins vegar litið breyst og hlutabréfaverð hefur hækkað.

Verðbólguþá bendir til þess að forsendur séu fyrir vaxtahækkun á komandi mánuðum

Þjóðhags- og verðbólguþá sem kynnt var hér að framan felur í sér sterkari forsendur fyrir hækkun stýrivaxta á komandi mánuðum en spáin sem birt var um mánaðamótin júlí/ágúst sl. Þá var spád verðbólga undir verðbólgu-markmiði allt til fyrsta ársfjórðungs 2005 og það verulega á fyrri hluta ársins 2004. Þar sem áhættumatið var meira niður en upp, litið eitt ár fram í tímann, voru því vissar líkur á beinni verðhjöðnun á fyrri helmingi ársins 2004. Verðbólga fór að vísu yfir verðbólgu-markmiðið litið tvö ár fram í tímann, en það aðeins lítillega og óvissan var talin samhverf. Af þessum sökum gaf bankinn í skyn að þótt líklegast væri að næsta vaxtabreyting yrði upp á

við, væri ekki hægt að útiloka vaxtalækkun ef draga myndi frekar úr innlendra eftirspurn eða innfluttri verðbólgu. Í því sambandi voru nefndir þeir möguleikar að ekki yrði af framkvæmdum vegna stækkunar Norðurláls, að innlendra eftirspurn vegna annars en stóriðjuframkvæmda yrði mun minni en þá var talið útlit fyrir og að verðhjöðunarþrýstingur héldi áfram að magnast í umheiminum. Þótt framkvæmdir vegna Norðurláls séu ekki með í þeirri þjóðhagssþá sem birt er í þessu riti, eru líkur á þeim samt sem áður verulegar. Innlendra eftirspurn hefur hins vegar reynst mun sterkari en reiknað var með og ótti við verðhjöðnun í helstu viðskiptalöndum hefur verulega minnkað. Vaxtalækkun kemur því vart til greina nema stórfelld óvænt áföll eigi sér stað.¹⁴

Seðlabankinn spáir nú heldur minni hagvexti á þessu og á næsta ári en í síðasta hefti *Peningamála*, aðallega vegna þess að ekki er reiknað með framkvæmdum vegna Norðurláls, en einnig á þessu ári vegna veikari útflutnings. Framleiðsluslaki mun því ekki hverfa fyrir en vel er liðið á næsta ár og atvinnuleysi verður meira en áður var spáð. Verðbólga verður eigi að síður meiri á næstunni en áður var reiknað með vegna meiri erlendra verðhækkana og lægra gengis. Þá er orðið skemmra þar til að stóriðjuframkvæmdir ná hámarki og verðbólguþá tvö ár fram í tímann er lítillega yfir markmiði. Á árinu 2005 er spáð 4¼% hagvexti, þ.e.a.s. töluvert umfram vöxt framleiðslugetu. Nokkur framleiðsluspenna myndast því og spenna gæti farið að skapast á vinnumarkaði.

Að jafnaði má reikna með allt að árs töf á því að vaxtabreytingar komi fram með verulegum þunga í verðlagi og eins árs töf til viðbótar þar til að áhrifin hafa að fullu komið fram.¹⁵ Það er því ljóst að ofangreindar horfur kalla á hækkun stýrivaxta á komandi mánuðum. Enn er hins vegar svigrúm til að sjá í hve miklum mæli framvindan á næstunni staðfestir horfurnar þar sem verðbólga er enn undir markmiði og nokkur slaki til staðar í hagkerfinu. Því er enn ekki tímabært að hækka vexti, en af því kemur líklega fljótlega. Hvernig vextir þróast á næstu misserum mun eins og alltaf ráðast af framvindu efnahagsmála

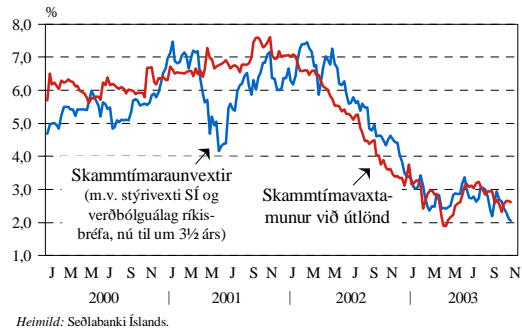
14. Þetta lá fyrir undir lok ágúst og lýsti formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands því yfir í ræðu sem birt er annars staðar í þessu hefti *Peningamála*.

15. Sjá grein Þórarins G. Péturssonar, „Miðlunarferill peningastefunnar“, *Peningamál*, 2001/4, 59-74.

Mynd 25

Skammtíma vextir og vaxtamunur við útlönd

Vikulegar tölur 5. janúar 2000 - 31. október 2003



Heimild: Seðlabanki Íslands.

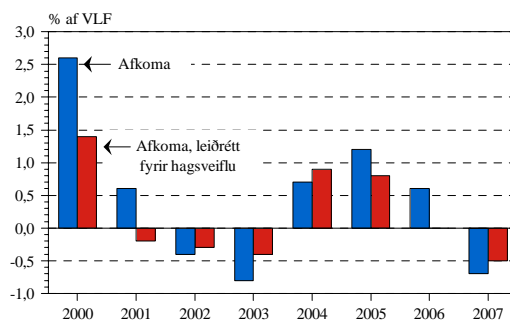
en einnig af því hver ríkisfjármálastefnan verður og hvaða breytingar kunna að verða gerðar á húsnæðislánum. Þá er ljóst að verði endanlegar ákvarðanir á þá leið að framkvæmdir vegna stækkunar Norðurláls hefjast á næsta ári, munu vextir þurfa að hækka fyrir og meir en ella þar sem framleiðsluslaki hverfur þegar á næsta ári ef svo verður.

Áform um aukið aðhald í ríkisfjármálum 2004 og 2005 ...

Fyrirliggjandi fjárlagafrumvarp felur í sér töluvert aukið og mjög nauðsynlegt aðhald í ríkisfjármálum frá yfirstandandi ári. Afkoma án eignasölu og óvenjulegra útgjalda snýst úr áætluðum 9 ma.kr. halla á þessu ári í 3 ma.kr. afgang á árinu 2004. Þetta felur í sér afkomubata sem nemur 12 ma.kr. eða nærri 1½% af landsframleiðslu. Sama niðurstaða fæst þegar skoðuð er þróun afkomu ríkissjóðs eftir að leiðrétt

Mynd 26

Afkoma ríkissjóðs 2000-2007



Heimild: Frumvarp til fjárlaga 2004.

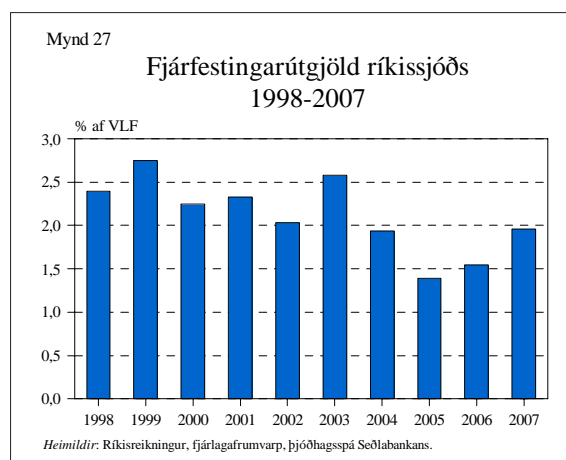
hefur verið fyrir áhrifum hagsveiflunnar. Sveifluleiðrétt afkoma verður samkvæmt frumvarpinu jákvæð sem nemur 0,7% af landsframleiðslu á árinu 2004 og batnar um 1½ prósentu frá fyrra ári, samanber meðfylgjandi mynd. Það aukna aðhald í ríkisfjármálum sem í þessu felst verður hins vegar að setja í samhengi við slökun næstu þrjú ár á undan.

Ofangreindur afkomubati fæst einkum með því að draga úr fjárfestingu, sem er óvenjumikil á yfirstandandi ári, og halda vexti samneyslu niðri. Reyndar er gert ráð fyrir því í þjóðhagsspám fjármálaráðuneytis og Seðlabankans að vöxtur samneyslu hins opinbera, þ.e.a.s. ríkis og sveitarfélaga, verði ekki nema 1%, sem er töluvert undir meðaltali síðustu ára, en hann var 3% á árunum 1990-2002. Dæmi finnast reyndar um svo lítinn vöxt eða minni á undanförunum árum, t.d. árið 1992, þegar samneysla dróst saman um 0,8%, og árið 1996 þegar hún jókst um 1,2%. Athygli vekur að í báðum tilfellum var um fyrsta heila árið eftir kosningar að ræða.

Ef áform frumvarps til fjárlaga ársins 2004 ganga eftir mun stefnan í ríkisfjármálum styðja við peningastefnuna á því ári. Vandinn er hins vegar sá að reynsla undanfárinna ára hefur orðið sú að afkoma hefur versnað töluvert milli frumvarps og niðurstöðu og aðhald orðið minna en að var stefnt. Sumt af því sem stefnt er að í fjárlagafrumvarpinu er tiltölulega fast í hendi eftir að ákvarðanir hafa verið teknar, t.d. samdráttur í fjárfestingu og afnám viðbótarlífeyrissframlags í gegnum lækkun tryggingargjalds. Reynslan sýnir að annað er óvissara, svo sem lækkun sjúkratrygginga og áætlun um lægri atvinnuleysisbætur vegna minna atvinnuleysis. Ákaflega mikilvægt er að þannig verði haldið á málum að aukið aðhald í ríkisfjármálum sem stefnt er að á næsta ári skili sér óskert. Ella mun reyna meir á peningastefnuna og vextir munu hækka fyrr og meira en ella, með tilheyrandi afleiðingum fyrir samkeppnis- og útflutningsgreinar.

Samhliða fjárlagafrumvarpi lagði ríkisstjórnin fram langtímaáætlun í ríkisfjármálum fyrir árin 2005 til 2007. Áætlun af þessu tagi er mikilvægari nú en oft áður vegna nauðsynlegra mótvægisáðgerða við stóriðjuframkvæmdir. Helstu forsendur langtímaáætlunarinnar eru að stefnt er að því að lækka skatta í áföngum um 20 ma.kr. á árunum 2005 til 2007, eða sem nemur rúmum 2% af landsframleiðslu. Til viðbótar er áætlað að setja um 3 ma.kr. í svokölluð for-

gangsverkefni eins og hækkun barnabóta. Á móti þeirri slökun sem ofangreint felur í sér er áformað að halda vexti samneyslu undir sögulegu meðaltali öll árin, þ.e. í kringum 2%. Raunhækkun tilfærslna verður 2½% á ári. Þá er áformað að skera niður framkvæmdir um 3 ma.kr. frá því sem ella hefði orðið á árinu 2005. Þær aukast síðan á ný á árinu 2006, samanber mynd, en verða þó enn 2 ma.kr. undir viðmiðun. Fjárfestingarútgjöld ríkisins aukast síðan enn frekar á árinu 2007.



... en um mjög óheppilega slökun árið 2006

Samkvæmt langtímaáætluninni mun sveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs batna enn frekar á árinu 2005, samanber mynd, þrátt fyrir fyrsta skref í skattalækkun. Ástæðan er að aðhald að 20 útgjöldum og niðurskurður framkvæmda vegur þyngra. Hins vegar sígur á ógæfuhliðina á árinu 2006, þegar sveifluleiðrétt afkoma versnar umtalsvert sökum þess að þá kemur til framkvæmda annar áfangi skattalækkana og framkvæmdir ríkisins byrja að aukast á ný. Þetta er afar óheppilegt ef af verður. Eins og fram kemur í ramma grein hér að framan mun hátoppur stóriðjuframkvæmda verða á árinu 2006 og verður hann meiri en 2005, jafnvel þótt af framkvæmdum vegna Norðuráls verði. Reynslan sýnir að síðasta ár uppsveiflu er jafnan hættulegast varðandi efnahagslegan og fjármálagan stöðugleika og því ekki heppilegt að slakað sé á aðhaldi í ríkisfjármálum á þeim tíma. Þá er hætt við að álagið á peningastefnuna verði mjög mikið á árunum 2005 og 2006. Brýnt er að taka fullt tillit til þessa við endurmat áforma í ríkisfjármálum við gerð fjárlaga á næstu árum.

Breytingar á húsnæðisfjármögnun gætu haft áhrif á framkvæmd peningastefnunnar

Í síðustu *Peningamálum* benti Seðlabankinn á að áform um hækkun láns hlutfalls almennra íbúðalána í allt að 90% af verðgildi eigna og hækkun hámarkslána gæti haft þensluskapandi áhrif.¹⁶ Breytingar af þessu tagi gætu því haft hliðstæð áhrif á gengi og peningastefnu við ríkjandi aðstæður eins og minna aðhald í ríkisfjármálum. Seðlabankinn sendi verkefnisstjóra félagsmálaráðherra og þingflokki Samfylkingarinnar greinargerð um þetta mál skv. beiðni í október sl. sem nálgast má á heimasíðu bankans. Þar kemur fram að langtímaáhrif af breytingum af þessu tagi eru minni en skammtímaáhrifin því að fasteignaverð mun til lengdar fylgja byggingarkostnaði og tekjur og vextir skipta til lengdar meira máli í útgjaldaákvörðunum heimila en aðgangur að lánsfjármagni. Hins vegar kemur fram að skammtímaá-

hrifin geta orðið umtalsverð og geta varað yfir nokkurt árabíl. Þau munu þá birtast í hærra fasteignaverði, meiri umsvifum á fasteignamarkaði og aukinni einkaneyslu. Það mun síðan hafa áhrif á innlenda eftirspurn og verðbólgu til hækkunar, komi ekki til viðbragða peningastefnunnar með hærri vöxtum eða annarra opinberra mótvægisáðgerða. Þá kemur fram að líklega mun hækkun hámarkslána skipta meira máli í þessu sambandi en hækkun láns hlutfalls (sjá nánar rammagrein 5).

Þessi greining bendir til þess að tímasetningar muni skipta miklu varðandi neikvæð áhrif þessara breytinga. Mikilvægt er að farið verði hægt í sakirnar meðan reynir á þanþol hagkerfisins vegna stóriðjuframkvæmda. Á þessu stigi er hins vegar ekki hægt að fjalla frekar um málið, enda ekki ljóst þegar þetta er skrifað hvaða tillögur verða gerðar í þessu efni.

16. Sjá einnig umfjöllun í kaflanum um fjármálastöðugleika í þessu hefti.

Rammagrein 5 Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs og peningastefnan

Nútíma peningastefna byggist á því að æskilegt sé að almennt verðlag þeirrar vöru og þjónustu sem almenningur neytir sé tiltölulega stöðugt. Þar eð húsnæðiskostnaður er stór liður í útgjöldum almennings er æskilegt að sú verðvísitala, sem árangur peningastefnunnar er miðaður við, taki réttmætt tillit til breytinga á verði húsnæðiskostnaðar. Í þeim tilfellum þar sem peningastefnan miðast við formlegt verðbólguþátt er neysluverðsvísitalan oftast notuð sem markmiðsvísitala. Í nokkrum löndum, t.d. Bretlandi og S-Afríku, er þó miðað við neysluverðsvísitöluna að frádregnum tilteknum þáttum. Í öllum löndunum fylgjast yfirvöld peningamála með öðrum verðvísitölum og taka tillit til þeirra við mótun peningastefnunnar. Hér á landi hefur Hagstofan nýlega hafið að reikna út sk. kjarnavísitölur sem eiga að vera til viðmiðunar fyrir peningastefnuna þótt neysluverðsvísitalan sé áfram markmiðsvísitala hennar.

Að undanfögnu hafa heyrst þær raddir að eðlilegt sé að húsnæðiskostnaður verði undanskilinn í markmiðsvísitölu peningastefnunnar. Hægt er að færa mismunandi rök fyrir þessari skoðun. Í fyrsta lagi má benda á að erfitt er að mæla verð húsnæðis. Húsnæði er langt frá því að vera einsleit vara. Stærð, útlit, aldur og jafnvel staðsetning húsnæðisins skiptir máli. Einnig má benda á að væntingar og spákaupmennska hafa oft áhrif á verð langlífra eigna eins og húsnæðis og því sveiflist það meir en verð á þeim vörum og þeirri þjónustu sem er uppistaðan í neyslu almennings.

Í öðru lagi má benda á, eins og Þórarinn G. Pétursson gerir í grein í *Peningamálum* 2002/4 (bls. 54), að óheppilegt sé ef verð á mikilvægum lið í neysluverðsvísitölunni ráðist með beinum hætti af vöxtum. Þetta á einkum við ef áhrif vaxtanna eru gagnstæð því sem almennt gildir um áhrif vaxta á verðlag. Af þessari ástæðu er markmiðsvísitala peningastefnunnar í Bretlandi neysluverðsvísitalan án greiðslna vegna fasteignalána. Þær aðferðir sem Hagstofan notar valda því að almenn vaxtahækkun getur ýmist leitt til hækkunar eða lækkunar á liðnum „reiknuð húsaleiga“. Vaxtahækkun, sem leiðir til hækkunar á ávöxtunarkröfu húsbrefa, lækkar núvirði „útborgunarinnar“ og þeirra lána, sem hafa fasta eða tregbreytanlega raunvexti. Þar með lækkar staðgreiðsluverð húsnæðis. En

hækkun á langtímaávöxtum hækkar einnig raunvexti á öðrum langtímalánum til húsnæðiskaupa en lánum Íbúðalánasjóðs. Þessi hækkun hefur áhrif á raunvextina í formúlunni fyrir „reiknuðu húsaleiguna“ í rammagrein 1. Heildaráhrif vaxtabreytingar á liðinn „reiknuð húsaleiga“ ræðst af vægi þessara mismunandi lána í samningum um íbúðarkaup, því hve mikið raunvextir þeirra breytast, ásamt endurgreiðslutíma þeirra lána sem notuð eru við íbúðarkaup miðað við áætlaðan endingartíma húsnæðisins upp á 80 ár.¹ Vegna þess hve mikið af lánum til íbúðakaupa í dag ber fasta eða tregbreytilega vexti er sennilegt að almenn vaxtahækkun, sem hefur samsvarandi áhrif á ávöxtunarkröfu húsbrefa, leiði til lækkunar á liðnum „reiknuð húsaleiga“.²

Þórarinn G. Pétursson (*Peningamál* 2002/4) hefur sýnt fram á að mjög mikil fylgni er á milli tólf mánaða breytinga húsnæðisliðar neysluverðsvísitölunnar og framtíðarbreytinga í neysluverðsvísitölunni. Fylgnin við breytingar neysluverðsvísitölunnar tveim árum síðar er 67%. Ekki er einfalt að skýra þessa miklu fylgni, en hugsanlegt er að húsnæðisverð taki fljótt við sér í upphafi þensluskeiðs og lækki fljótt aftur þegar samdráttar gætir. Þetta virðist þó ekki hafa gerst á því samdráttarskeiði sem staðið hefur undanfarna mánuði. Ef þessi mikla fylgni endurspeglar reglubundna hegðun í efnahagslífinu, þá er ljóst að breytingar í húsnæðislið neysluverðsvísitölunnar eru mikilvægt tæki til að spá fyrir um breytingar í neysluverðsvísitölunni. Mikilvægt er því að fylgjast með þeim þáttum sem ráða þróun húsnæðisliðarinnar við mótun peningastefnunnar. Ákvörðun um það hvort húsnæðisliðurinn á að vera í markmiðsvísitölu peningastefnunnar, á hins vegar að byggjast á öðrum þáttum, sem ræddir voru hér að framan.

1. Hér, eins og annars staðar í þessari grein, er miðað við að samningsverð íbúða sé fast. Áhrif vaxtahækkunar á samningsverð íbúða eru samsett úr tveim gagnverkandi þáttum: Almenn eftirspurn minnkar, og verð er því lægra en ella, en kostnaður við framleiðslu fjármagnsfrekra vara hækkar einnig sem veldur því að hlutfallslegt verð íbúða hækkar.
2. Í þessu sambandi er rétt að benda á að oft breytast vextir á mismunandi tegundum verðbréfa á ólíkan hátt. Að undanfögnu hefur ávöxtunarkrafa húsbrefa oft breyst öðruvísi en aðrir vextir.

Viðauki 1 Skuldir Íslendinga

Íslendingar eru meðal skuldugustu þjóða heims, hvort heldur lítið er til skulda einkageirans, skulda heimila og fyrirtækja sérstaklega eða vergrar eða hreinnar skuldar þjóðarbúsins. Hins vegar eru skuldir hins opinbera ekki sérstaklega miklar. Hér verður reynt að varpa ljósi á hversu mikið Ísland sker sig frá öðrum þjóðum og hugsanlegar ástæður þess að skuldir einkageirans á Íslandi eru svo miklar. Þá er rætt um hugsanleg áhrif skuldasöfnunarinnar á hagvöxt á næstu árum.

Þótt skuldir einkageirans á Íslandi séu með því mesta sem þekktist á meðal þróaðra ríkja eru þær ekki einsdæmi. Alþjóðlegur samanburður er þó síður en svo auðveldur vegna skorts á fyllilega sambærilegum gögnum. Samkvæmt gögnum sem Alþjóðdagjaldeyris-
sjóðurinn birtir (International Financial Statistics) eru skuldir einkageirans við innlánsstofnanir, í hlutfalli við landsframleiðslu, meiri í fjórum þróuðum aðildarlöndum, þ.e.a.s. Danmörku, Þýskalandi, Hollandi og Bretlandi. Þetta er þó ófullkominn samanburður, því að stofnanir aðrar en innlánsstofnanir gegna misstóru hlutverki í lánakerfinu. Á Íslandi gegnir t.d. Íbúðalánasjóður mjög stóru hlutverki. Einnig má ætla að hlutur erlendra lánastofnana sé í stærra lagi héraðs, því að lítið land sem stundar mikil utanríkisviðskipti og hefur búið við háa innlenda vexti hefur ríkari hvata en önnur til að leita á erlendan lánamarkað. Skuldir einkageirans við lánakerfið í heild eru meira en tvöfaldar skuldir hans við innlánsstofnanir. Þetta eru mun meiri skuldir en í Bandaríkjunum og Svíþjóð, sem eru einu löndin auk Íslands sem birta gögn um lánakerfið í víðum skilningi, en gögn skortir um þau lönd þar sem einkageirinn er skuldsettar við innlánsstofnanir en á Íslandi.

Íslensk heimili eru vissulega á meðal hinna skuldugustu í heimi. Samkvæmt upplýsingum *Eurostat* eru skuldir danskra og hollenskra heimila þó enn meiri í hlutfalli við ráðstöfunartekjur. Rétt er þó að hafa í huga að tölfræðigögn um skuldir heimila, hvort heldur á Íslandi eða erlendis, kunna að vera ónákvæm. Samkvæmt gögnum *OECD* virðist hrein eign íslenskra heimila (að eign í lífeyrissjóðum frátalinni) einnig í lægri kantinum, en þó ekki langt frá þeim fáu löndum sem eru til viðmiðunar.

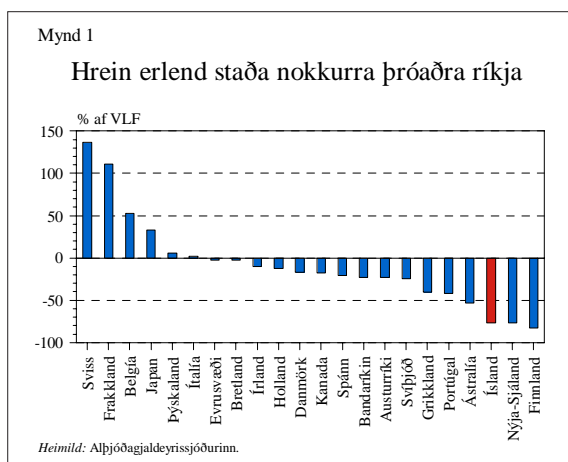
Skuldir íslenskra fyrirtækja eru ekki síður háar í samanburði við þau lönd sem hægt er að nálgast gögn um. Í árslok 2002 námu skuldir íslenskra fyrirtækja, annarra en fjármálafyrirtækja, tæplega 1½ landsframleiðslu, sem eru meiri skuldir en í þeim löndum sem nokkuð sambærileg gögn fást um.¹ Skuldir hollenskra fyrirtækja eru litlu minni, en aðrar þjóðir eru talsvert þar fyrir neðan.

Hlutfall skulda af eigin fé skráðra atvinnufyrirtækja, þ.e.a.s. skráðra fyrirtækja að undanskildum fjármála- og tryggingarfyrirtækjum, hefur verið mjög breytilegt á undanförunum árum. Þannig nam skuldahlutfallið 1,97 árið 1997, hækkaði skarpt í 2,32 árið 2000, féll síðan í 1,72 í lok sl. árs og í lok júnímánaðar var hlutfallið komið í 2,09. Svo virðist sem skuldahlutfall íslenskra atvinnufyrirtækja í heild, skv. atvinnuvegauppgjöri Hagstofunnar, sé nokkuð svipað, en þær tölur ná aðeins fram til ársins 2001. Á alþjóðlegan mælikvarða virðist skuldahlutfall íslenskra fyrirtækja vera í hærra lagi og sveiflukenndara en víðast þekktist.

Beint samhengi er á milli hinna miklu skulda íslenskra fyrirtækja og skulda þjóðarbúsins í heild, því að meira en þriðjungur skulda fyrirtækja eru annaðhvort erlend lán eða erlent lánsfé endurlánað fyrir milligöngu lánakerfisins. Mikil ásókn heimilanna í lánsfé hefur væntanlega einnig stuðlað að háum innlendum vöxtum og þannig beint fyrirtækjum sem eiga þess kost, einkum þeim sem hafa útflutningstekjur, og hinu opinbera fremur á erlendan lánamarkað. Rétt er að nefna í þessu sambandi að orkugeirinn á Íslandi hefur hér nokkra sérstöðu. Vatnsaflsvirkjanir eru afar fjármagnsfrekar, kosta lítið í rekstri og endast mjög lengi. Svipað má segja um hitaveitur. Verulegur hluti orkuöflunarinnar er fyrir orkufrekan iðnað, sem greiðir verð sem er ákvarðað í erlendum gjaldmiðli og að hluta tengt erlendu markaðsverði stóriðjuafurða. Eðlilegt er að lánsfjáröflun orkugeirans sé mikil, til langs tíma og að mestu leyti í erlendum gjaldmiðlum. Vegna orkufreks iðnaðar vegur

1. Hér er tekið mið af tölum úr skýrslum Þjóðhagsstofnunar til ársins 1997 og þær framreiknaðar til ársins 2002. Skuldir við lánakerfið með hlöðsjón af lánakerfisgögnum Seðlabankans eru nokkru lægri.

orkugeirinn þungt í íslenskum þjóðarbúskap og vegna yfirgnæfandi vægis vatnsaflsvirkjana er hann mjög fjármagnsfrekur. Skuldir orkugeirans á Íslandi nema 92,1 ma.kr., sem eru nær eingöngu erlendar skuldir, eða 9,1% af vergum erlendum skuldum þjóðarinnar. Hrein skuldastaða þjóðarbúsins nam í árslok 2002 100,0% af landsframleiðslu og hrein erlend staða (þ.e.a.s. að viðbættri hreinni áhættufjárfestingu) -77,1%, en frá þeim tíma hefur létt nokkuð á skuldunum vegna gengishækkunar krónunnar. Eins og sjá má á meðfylgjandi mynd eru aðeins tvö þróuð lönd með álíka neikvæða eða neikvæðari eignastöðu gagnvart útlöndum.

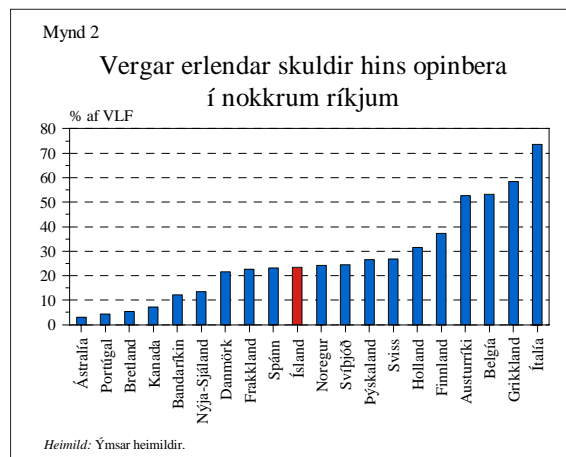


Í áhættumati erlendra matsfyrirtækja er töluvert lagt upp úr neikvæðri skuldastöðu landsins, sem hefur neikvæð áhrif á láns hæfiseinkunn íslenska ríkisins og fjármálastofnana. Í því sambandi er Ísland gjarnan borið saman við lönd í svipuðum áhættuflokki. Þannig kemur fram í skýrslu *Standard&Poors* frá því í júní sl. að hreinar skuldir Íslands eru meiri sem hlutfall af erlendum tekjum (e. current account receipts – þ.e.a.s. tekjur af útflutningi að viðbættum þáttatekjum) en í nokkru þeirra landa sem eru í svipuðum áhættuflokki. Aðeins Nýja-Sjáland er í svipaðri stöðu. Þó er þess getið í skýrslu matsfyrirtækisins að staða Nýja-Sjálands sé að því leyti betri að erlendar skuldir Nýja-Sjálands séu í innlendum gjaldmiðli. Sama má segja um Finnland, sem notar evruna.

Af hverju skulda Íslendingar svona mikið? Svarið við þeirri spurningu getur skipt nokkru máli þegar reynt er að meta líkur þess að skuldasöfnunin snúist

fljótlega við, annaðhvort hægfara eða með kreppu sem ósjálfbær þróun gæti kallað yfir þjóðina.

Hægt er að útiloka strax einn þátt sem hefur skýrt laka skuldastöðu sumra þjóða. Skuldir hins opinbera eru ekki sérstaklega miklar í alþjóðlegum samanburði, né heldur er erlendum þáttur þeirra sérstaklega stór. Erlendar skuldir ríkisins eru svipað hlutfall af landsframleiðslu og hjá þorra Evrópulanda. Hins vegar er rétt að hafa í huga að stór hluti erlendra ríkisskulda þeirra Evrópuþjóða sem skulda umtalsvert meira erlendis en Íslendingar er í evrum. Einnig er sennilegt að nokkuð stór hluti erlendra skulda annarra þjóða sé í innlendum gjaldmiðlum. Þar sem engin gjaldmiðlaáhætta er til staðar í því tilviks hefur hugtakið erlendar skuldir takmarkaða efnahagslega þýðingu.²



Miklar skuldir heimilanna er e.t.v. að ýmsu leyti auðveldara að skýra en háar skuldir fyrirtækja. Íslenska þjóðin og hagkerfið ber óneitanlega ýmis einkenni sem yta undir skuldasöfnun. Eitt þessara einkenna er tiltölulega ungur aldur þjóðarinnar. Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var sl. sumar,³ er ungur aldur þjóðarinnar talinn geta skýrt allt að 60%

- Þó er ekki sjálfgefið að búseta skuldareiganda skipti engu máli þegar um skuld í innlendum gjaldmiðli er að ræða. Gjaldmiðlaáhættan hefur í því tilviks færst yfir á skuldareigandann, sem kann að hafa litlar skuldbindingar sjálfur í viðkomandi landi eða gjaldmiðlavsæði. Viðbrögð þeirra á tímum óvissu geta því verið snörr og haft í för með sér sviptingar á gjaldeyrismarkaði, eins og fjölmörg dæmi eru um.
- Iceland – Staff Report for the 2003 Article IV Consultation*, 31 júlí, 2003.

mismunarins á milli erlendra skuldbindinga Íslendinga og annarra iðnríkja.⁴

Annar þáttur sem skipta kann máli er hversu stór hluti íbúðarhúsnæðis á Íslandi er í einkaeign. Á Íslandi hefur verið rekið öflugt húsnæðislánakerfi sem felur í sér umtalsverðan stuðning við kaupendur húsnæðis. Leigumarkaður fyrir húsnæði er að sama skapi afar þunnur og ótryggur frá sjónarhóli leigjenda. Af þeim löndum sem tekist hefur að afla gagna um er hlutdeild leigumarkaðarins næst minnst á Íslandi, eða u.þ.b. fimmtungur. Aðeins á Spáni er hlutfall íbúðarhúsnæðis í eigu ábúenda herra, en svipuð eru hlutföllin í Grikklandi og Írlandi.⁵ Í Þýskalandi hins vegar er u.þ.b. 60% íbúðarhúsnæðis leiguhúsnæði.

Vegna þess að íbúðareign er eins algeng og raun ber vitni felst stærri hluti húsnæðiskostnaðar hérlandis í vaxtakostnaði en í löndum þar sem leigumarkaðurinn er umfangsmeiri. Ætla má að u.þ.b. 60% af skuldum íslenskra heimila séu húsnæðis-skuldir. Því nema húsnæðisskuldir þeirra u.þ.b. 65% af íbúðareign þeirra.⁶ Ef helmingur þeirra sem nú eiga íbúðarhúsnæði leigði húsnæði í staðinn myndu skuldir heimilanna lækka um 250 ma.kr. og hlutfall skulda þeirra af ráðstöfunartekjum lækka úr u.þ.b. 183% í lok sl. árs í 133%. Minni skuldir myndu hins vegar ekki endilega fela í sér minni greiðslubyrði, því þess í stað þyrftu heimilin að greiða húsaleigu. Þetta dæmi sýnir hve mikilvægt er að skoða skuldir heimilanna í ljósi þess hve algeng einkaeign á húsnæði er.

Í þriðja lagi skiptir máli að á Íslandi er stuðningur við námsmenn einkum í formi námslána sem bera lága eða enga vexti. U.þ.b. 7% skulda heimilanna í árslok 2002 voru námslán. Ísland er reyndar ekki eina landið þar sem stuðningur við námsmenn er á þessu formi, en óvíða er jafn stór hluti stuðningsins með þessum hætti.⁷

Í fjórða lagi hafa verið leidd rök að því að lífeyrissjóðakerfi með sjóðssöfnun, sem fela í sér varin eignarréttindi, ýti undir skuldassöfnun. Í því sambandi má benda á að lönd þar sem skuldir heimila virðast álika háar eða hærri en á Íslandi búa einnig við öflug lífeyriskerfi. Lífeyrissparnaður er þvingaður sparnaður. Ef heimilin eru þvinguð til að spara meira og eyða minna í neyslu af tekjum hvers árs en þau myndu gera af eigin hvötum er líklegt að þau bregðist við því með því að flýta neyslu á móti með skuldassöfnun.⁸ Öflugt lífeyriskerfi kann einnig að veita öryggiskennd um framtíðartekjur til að standa undir skuldbindingum, en það getur ýtt undir bæði framboð og eftirspurn eftir lánsfé.

Tafla 1 Skuldir heimila og fyrirtækja annarra en fjármálastofnana

	Fyrirtæki, % af VLF	Heimili, % af ráðstöf- unartekjum	Upplýsingar miðast við árið
Danmörk.....	71,9	201,9	2000
Noregur.....	91,7	141,8	2001
Þýskaland.....	88,3	112,7	2001
Frakkland.....	82,1	73,2	2000
Holland.....	140,8	191,4	2001
Finnland.....	72,8	69,7	2001
Bretland.....	105,9	120,4	2001
Bandaríkin.....	93,7	92,9	2001
Nýja Sjáland.....	.	120 ¹	2000
Ísland.....	147,1	169,3	2001

1. Samkvæmt ræðu dr. Alan Bollard bankastjóra Seðlabanka Nýja-Sjálands frá 14. október 2003 hafa skuldir heimila þar í landi farið ört vaxandi undanfarin ár. Þannig var þetta hlutfall komið í 130% fyrir árið 2002.

Heimildir: Fyrirtæki: Eurostat fyrir meginland Evrópu, National Statistics fyrir Bretland, Federal Reserve Flow Of Funds Releases fyrir Bandaríkin. Fyrir Ísland er byggt á gögnum Þjóðhagsstofnunar til ársins 1998, framreiknuðum af Seðlabankanum til 2001.

4. Aðferðin sem beitt er í skýrslu sendinefndarinnar er byggð á Lane, Philip R., Milesi-Ferreti og Gian Maria, 2001, „Long-term Capital Movements“, *IMF Working Paper* 01/107.5.

5. *Structural Factors in the EU Housing Markets*, ECB, mars 2003.

6. Er þá miðað við fasteignamat. Markaðsvirði fasteigna er umtalsvert herra.

7. Á margan hátt er aðstoð við námsmenn á Norðurlöndum þó með líku sniði og á Íslandi, nema hvað auk lána eru vettir beinir námsstyrkir til námsmanna. Í ýmsum tilvikum eru styrkirmir mun umfangsmeiri en

láni. Að öðru leyti tekur aðstoðin mið af aðstæðum hvers og eins, t.d. heimilisaðstæðum, tekjum foreldra, hjúskaparstöðu, fjölda barna á framfæri námsmanns o.s.frv. Í sumum tilvikum er heimilt að breyta láni í styrk ef svo ber undir, háð aðstæðum. Þótt námsstyrkir á hinum Norðurlöndunum séu mun umfangsmeiri en á Íslandi koma þeir ekki að öllu leyti í stað námslána.

8. Hér má vissulega koma fram með þá mótbáru að veruleg þátttaka í viðbótarlífeyrissparnaði sýni að lífeyrissparnaður á Íslandi sé ekki sérlega þvingandi. Í honum fólst þó verulegur skattalegur hvati sem flækir myndina enn frekar.

Fimmti þátturinn sem kann að skipta sköpum er útbreiðsla verðtryggingar á Íslandi. Hún gerir lántakendum kleift að fá lánsfé til mun lengri tíma en ella væri mögulegt og hefur í för með sér lægri vexti en ef lánin væru óverðtryggð, auk þess sem vaxtabætur lækka vaxtakostnað stórs hluta lántakenda umtalsvert.⁹ Jafngreiðsluform íbúðalána gerir greiðslubyrði þeirra enn afturhlaðnari en ella og líklegt er að það leiði til þess að heimilin verða tiltölulega mikið skuldsett lengur en ella.

Hér að framan hefur verið leitað svara við þeirri spurningu hvers vegna skuldir Íslendinga eru svo miklar í alþjóðlegum samanburði. Önnur og skyld spurning er hvers vegna þær hafa aukist jafn ört og raun ber vitni. Þótt ungur aldur þjóðarinnar skýri háar skuldir miðað við önnur lönd eru þau rök tæpast sannfærandi sem skýring á stöðugum vexti skuldanna um tveggja áratuga skeið, því að ekki hefur þjóðin yngst á tímabilinu – þvert á móti. Eðlilegra virðist að skýra þá þróun út frá afnámi hafta á lántökur, aukins aðgangs að erlendu lánsfé, tilkomu verðtryggingar og breytinga á húsnæðiskerfi. Á tímum neikvæðra raunvaxta var lánsfé skammtað og það fé sem lánað var brann hratt upp á verðbólguþálinu. Aukið fjálsræði á fjármálamarkaði sneri þessu við. Fjármálastofnanir juku framboð sitt á lánsfé, verðtrygging gerði lántakendum kleift að fá lánsfé til mun lengri tíma en áður án þess að það yrði greiðslugetu þeirra ofviða og vegna jafngreiðslueðlis húsnæðislána voru húsnæðisskuldir greiddar afar hægt niður, sem fyrr segir. Þegar verðtrygging kom til skjalanna hafði kynslóð húsbýggjenda eignast húsnæði sem var fjármagnað með neikvæðum raunvöxtum. Skuldir voru því orðnar óeðlilega litlar miðað við eignir. Þessir húsnæðiseigendur höfðu yfir að ráða miklu veðrymi, sem væntanlega hefur ýtt undir skuldasöfnun. Í sumum tilfellum gerist slíkt e.t.v. ekki fyrr en nýjar kynslóðir taka við eignunum. Þess vegna getur slík aðlögun tekið langan tíma, jafnvel áratugi.

Skuldaaukningu íslenskra fyrirtækja má sennilega að einhverju leyti skýra með svipuðum hætti. Rökin um ungan aldur þjóðarinnar eiga hins vegar síður við sem skýring á háum skuldum um þessar mundir. Ástæður þess að skuldahlutfall íslenskra fyrirtækja virðist hátt og sveiflukennt miðað við erlend fyrirtæki geta verið margvíslegar. Hugsanlegt er að sjávarútvegsfyrirtæki, sem vega þungt í íslensku atvinnulífi, séu fjármagnsfrekari en gengur og gerist með iðnað annarra þjóða, sem kann að leiða til þess að skuldsetning þessara fyrirtækja verði tiltölulega há. Á því skortir þó rannsóknir. Þá hafa mörg þessara fyrirtækja fjárfest verulega í veiðiheimildum á undanförmum árum og oftast fjármagnað kaupin með lánsfé, eins og áður hefur komið fram.

Stór hluti langtímaskulda fyrirtækja er í erlendri mynt. Gengisbreytingar hafa því mikil áhrif á fjárhæð skuldsetningar í krónum talið og eiga stóran þátt í snörpum sveiflum í skuldahlutfallinu, enda eru eignir verðmetnar í íslenskum krónum.

Þá er líklega algengt að bókhaldslegt verðmæti eigna sé til muna lægra hjá íslenskum fyrirtækjum en raunverulegt markaðsverðmæti. Sérstaklega á þetta við um sjávarútvegsfyrirtækin vegna dulinna eigna í veiðiheimildum. Þar með raskast raunverulegt samband milli eigna og skulda og hefur áhrif til lækkunar á bókfærðu eigin fé.

Loks er þess að geta að skipulagður hlutabréfamaarkaður er tiltölulega ungur á Íslandi og fyrirtæki eru flest smá. Fjármögnun fyrirtækja hefur því aðeins að litlu leyti farið fram í gegnum almenna hlutabréfaútgáfu. Fyrirtækin hafa því þurft að treysta mjög á fjármögnun í gegnum banka, og kann það að hafa leitt til hærri skuldsetningar en víðast þekkist í þróuðum efnahagskerfum. Höft á fjárfestingu erlendra aðila í íslenskum sjávarútvegi yta svo enn frekar undir fjármögnun í gegnum lánakerfið.

9. Í öðrum löndum þar sem tíðkast að veita afslátt af vaxtagjöldum í gegnum skattkerfi er slíkur afsláttur víðast á undanhaldi sbr. viðauka 2 um stuðning hins opinbera við húsnæðis kaupendur.

Viðauki 2 Opinber stuðningur við kaupendur íbúðarhúsnæðis á Íslandi og í öðrum löndum

Stjórnvöld geta í meginatriðum haft áhrif á húsnæðismarkaðinn með tvennum hætti: í gegnum skatta- og bótakerfið, eða með afskiptum af fjármögnun íbúðarhúsnæðis. Hér er leitast við að kortleggja afskipti hins opinbera af húsnæðis- og húsbrefamarkaði hér á landi og bera þau saman við Norðurlöndin og nokkur önnur lönd Evrópu.

Íbúðalánasjóður hefur ráðandi stöðu á íslenska húsnæðislánamarkaðnum...

Íbúðalánasjóður er opinber stofnun og langstærsti lánveitandi á íslenskum húsnæðisskuldabréfamarkaði. Íbúðalánasjóður lánar bæði vegna félagslegs húsnæðis og til kaupa á húsnæði á almennum markaði, hvort heldur til nýbygginga eða kaupa á notuðu húsnæði. Sjóðurinn lánar gegn veði í húsnæði sem má nema allt að 90% af markaðsvirði húsnæðis ef um félagslega aðstoð er að ræða, 70% ef um fyrstu húsnæðis kaup er að ræða, en 65% til almennra kaupa á notuðu húsnæði eða til nýbygginga, þó með 7 til 8 m.kr. hámark á lánsfjárhæð. Í árslok 2002 voru úti-standandi lán Íbúðalánasjóðs rúmlega 388 ma.kr. Af öðrum útistandandi lánum með veði í húsnæði voru 84 ma.kr. lán lífeyrissjóða og 27 ma.kr. frá viðskiptabönkum. Markaðshlutdeild Íbúðalánasjóðs á húsnæðislánamarkaði er því yfir 75%.

...og meiri en í flestum öðrum löndum

Umfang starfsemi Íbúðalánasjóðs er meira en í nágrannalöndunum, eins og fram kemur í töflu 1. Í þeim löndum sem þar eru tilgreind, að Noregi og Frakklandi undanskildum, eiga útlán opinberra stofnana vegna húsnæðis kaupa sér aðeins stað í gegnum félagslega kerfið. Í Noregi t.d. lánar hið opinbera (n. Husbanken) til nýbygginga og er markaðshlutdeild hans 12% alls. Husbanken lánar allt að 60%-70% af virði húsnæðis að uppfylltum ákveðnum kröfum um tegund þess. Ekki er veitt ríkisábyrgð á önnur lán en þau sem Husbanken lánar. Í Frakklandi er aðstoð ríkisins við húsnæðis kaupendur öllu flóknari og tegundir lána margar, t.d. lán til opinberra starfsmanna sem bera lægri vexti en boðnir eru á almennum lánamarkaði og vaxtalaus lán vegna félagslegrar aðstoðar.

Í Svíþjóð og Finnlandi eru veittar ríkisábyrgðir gegn gjaldi, en mjög strangar reglur gilda um þær, m.a. um gerð húsnæðis, hlutfall af virði eignar og hámark fjárhæðar. Í nýlegri skýrslu SBV¹ er komist að þeirri niðurstöðu að ríkisábyrgð á húsnæðislánum Íbúðalánasjóðs og það að gerðar eru minni kröfur um eigið fé Íbúðalánasjóðs en annarra lánastofnana leiði til 0,9%-1,3% lægri vaxta á lánum Íbúðalánasjóðs en ella. Miðað við útlán Íbúðalánasjóðs í lok árs 2002 samsvarar munurinn 0,5%-0,7% af landsframleiðslu. Þótt tölulegt mat á samsvarandi stuðningi í gegnum húsnæðislánakerfi annarra landa sé ekki fyrir hendi má telja víst að það sé víðast mun minna en hérlendis.

Tafla 1 Opinber afskipti af íbúðarhúsnæðis-skuldabréfamarkaði

	<i>Opinber lán vegna kaupa á:</i>			<i>Ríkis- ábyrgð</i>
	<i>félagslegu húsnæði</i>	<i>nýbyggðu húsnæði</i>	<i>notuðu húsnæði</i>	
Danmörk	Nei	Nei	Nei	Nei
Bretland.....	Nei	Nei	Nei	Já ¹
Finnland	Já	Nei	Nei	Já
Frakkland	Já	Já	Já	Já
Holland.....	Nei	Nei	Nei	Nei
Ísland.....	Já	Já	Já	Já
Noregur	Nei	Já	Nei	Já
Svíþjóð	Nei	Nei	Nei	Já
Þýskaland.....	Nei	Nei	Nei	Já ²

1. Eins konar félagsleg aðstoð sem miðar við að aðstoða við vaxtabyrði sé um t.d. veikindi eða atvinnuleysi að ræða, ekki er unnt að fá aðstoðina fyrr en eftir 39 vikur fyrir fólk á vinnualdri.

2. Eins konar félagsleg aðstoð, m.a. við greiðslu húsnæðisveðlana að gefinni fjölskyldustærð og heimilistekjum (þ. Wohngeld).

Heimildir: M. O. Wyman, Financial Integration of European Mortgage Markets; P. A. Kemp og G. Pryce, Evaluating the mortgage safety net; Heilbrigðis- og félagsmálaráðuneyti Þýskalands; Husbanken og Íbúðalánasjóður.

1. *Markaðsvæðing húsnæðisfjármögnunar á Íslandi*, Samtök banka og verðbréfafyrirtækja, febrúar 2003.

Tafla 2 Opinber stuðningur/skattheimta sem % af VLF

	ECB		OECD		Nord 2001:27		Skattar vegna húsnæðis ²		Stuðningur umfram skatta	
	1990	2000	1990	1998	Stuðningur vegna húsnæðis ¹		1995	1999	1995	1999
					1995	1999				
Danmörk	1,3	1,4	0,66	0,72	3,26	2,67	1,33	1,35	1,93	1,32
England .....	.	0,6	1,28	1,61	-	-	-	-	-	-
Finnland	1,6	1,2	0,18	0,38	1,93	1,32	0,13	0,13	1,8	1,19
Frakkland	1,1	1,1 ³	0,74	0,92	-	-	-	-	-	-
Holland	0,9	0,7 ³	0,33	0,44	-	-	-	-	-	-
Ísland	-	-	.	0,12	1,06	0,87	0,6	0,5	0,46	0,37
Noregur	-	-	0,15	0,2	1,44	0,8 ⁴	0,82	0,72 ⁴	1,44	0,8 ⁴
Svíþjóð	1,5	1,4	0,66	0,81	3,91	1,74	0,93	0,93	2,98	0,81
Þýskaland	0,6	0,9	0,13	0,18	-	-	-	-	-	-

1. 1990. 2. 1998. 3. Bætur vegna húsnæðis eru vegna ársins 1999. 4. 1998.

Heimildir: ECB (mars 2003), OECD (Social benefits) og Norræna ráðherranefndin (Nord 2001:27).

Afskipti hins opinbera af húsnæðismarkaði í gegnum skatta- og bótakerfi

Stuðningur við kaupendur húsnæðis í gegnum skatta- og bótakerfi er ekki síður mismikill eftir löndum. Ólík kerfi og mismunandi gagnasöfnun gera samanburð hins vegar erfiðan. Í töflu 2 eru tekin saman nýleg gögn sem birt hafa verið af Seðlabanka Evrópu (ECB), OECD og í skýrslu Norrænu ráðherranefndarinnar (Nord 2001:27) um bein afskipti hins opinbera af húsnæðismarkaði, þar sem bein afskipti eru skilgreind sem skattar, skattaafslættir og bætur sem beinlínis tengjast húsnæðiseign. Nokkur munur er á niðurstöðum eftir heimildum og stafar líklega af mismunandi skilgreiningum þeirra á viðfangsefninu.

Í gögnum þessara þriggja stofnana kemur fram að opinber afskipti af húsnæðismarkaði á Íslandi í gegnum skatta- og bótakerfið eru með því minnsta sem gerist og næst minnst á Norðurlöndum. Yfirleitt er almennur stuðningur vegna vaxtabyrða á húsnæðislánnum í formi skattaafsláttar, en ekki bóta eins og hér á landi, en í formi bóta sé um félagslega aðstoð að ræða. Víða hefur verið dregið úr bæði skattaafsláttum og bótum vegna vaxtabyrða. Innan Evrópusambandsins hafa t.d. Írland, Holland, Austurríki, Portúgal og Bretland öll lækkað eða afnumið vaxtabætur/skattaafslætti undanfarinn áratug, aðeins Lúxemborg hefur aukið þær.

Víðast hvar hefur hið opinbera heldur verið að draga úr afskiptum af húsnæðismarkaði

Í flestum löndum miðar stefnan í húsnæðismálum að því að allir landsmenn eigi þess kost að búa í viðunandi húsnæði sem hæfir fjárhag þeirra. Áherslurnar eru þó mismunandi milli landa. Stuðningurinn beinist í mismunandi mæli að því að auka almenna húsnæðiseign, stuðla að nýbyggingum, auðvelda kaup á fyrstu íbúð eða koma hinum tekjulægri til hjálpar með félagslegu húsnæði. Hægt er að greina áherslur í húsnæðisstefnu stjórnvalda með því að skoða samsetningu skatta og bóta eða skattaafsláttar. Skattaafslættir eða bætur vegna vaxtagjalda koma til dæmis einkum þeim til góða sem nýlega hafa fest kaup á húsnæði, en eignarskatta greiða þeir sem hafa átt húsnæði lengi og endurgreitt stóran hluta húsnæðislána sem þeir tóku. Á heildina litið felur skattakerfi með vaxtabætur og eignarskatta í sér tilfærslu húsnæðiskostnaðar til síðari hluta æviskeiðs skattþegna.

Þróunin hefur verið með ýmsum hætti. Sums staðar hafa opinber afskipti af húsnæðismálum verið aukin á meðan annars staðar hefur verið horfið frá afskiptum. Á heildina litið má þó segja að í löndunum sem hér er fjallað um hafi hið opinbera heldur verið að draga úr afskiptum af húsnæðismarkaði, einkum fjármögnun húsnæðis. Frelsi viðskiptabanka til að lána til íbúðarhúsnæðiskaupa hefur verið aukið, t.d. með auknu vaxtafrelsi og heimildum til meiri breyti-

leika lánsforma. Löndin virðast hafa verið nokkuð samstíga um að draga úr eða afnema vaxtabætur og skattaafslætti vegna vaxtagreiðslna. Frakkar, sem hafa haft mjög víðtækt stuðningskerfi við íbúðakaupendur, breyttu t.d. lögum um opinbera aðstoð vegna húsnæðiskaupa árið 1999. Markmið lagabreytinganna var að einfalda kerfið og draga úr afskiptum hins opinbera af fjármögnun húsnæðis.

Samantekt

Afskipti hins opinbera af húsnæðismarkaði í gegnum skatta- og bótakerfi eru frekar lítil hér á landi miðað við önnur lönd sem hér hefur verið aflað gagna um. Þau fara að auki heldur minnkandi samanber lækkun

eignarskattshlutfalls á þessu ári og hugsanlega lækkun vaxtabóta. Öðru máli gegnir þegar tekið er tillit til umfangs lána til húsnæðiskaupa sem njóta ríkisábyrgðar og þess að ekki eru gerðar sömu kröfur um eigið fé Íbúðalánasjóðs og annarra lánaþyrirtækja. Þessi stuðningur eykst enn frekar ef hugmyndir um hækkun hámarkslána í 90% af virði eigna ná fram að ganga. Í samanburðarlöndunum er yfirleitt ekki lánað gegn veði nema að sem nemur 70%-80% af virði húseignar. Hækkun hámarkslána væri því skref í átt til enn meiri afskipta af húsnæðislánamarkaði, sem myndi færa skipan mála á Íslandi lengra frá því sem gerist í nálægum löndum.