

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Minni verðbólguþrýstingur á næstunni þrátt fyrir meiri hagvöxt en verðbólga fer síðan upp fyrir markmið að óbreyttri peningastefnu

Hagvöxtur á síðasta ári virðist hafa verið meiri en reiknað var með í spá bankans í nóvember. Þrátt fyrir það er verðbólguþrýstingur það sem af er ári jafnvel minni en talið var í byrjun nóvember. Ástæðurnar eru að framleiðniaukning virðist hafa verið mikil og gengi krónunnar hefur styrkst. Þá skiptir einnig máli að aukinn hagvöxt má rekja til meiri aukningar þjóðarútgjalda sem fundið hefur sér farveg í meiri innflutningi og viðskiptahalla og setur því ekki sama þrýsting á innlenda framleiðsluþætti og verðlag. Í uppfærðri spá bankans er reiknað með framkvæmdum vegna stækkunar Norðurláls. Hagvöxtur verður því meðal annars af þeim sökum meiri en í spánni í nóvember, eða 3½% 2004 og 4½% 2005. Nýgerðir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði samrýmast á heildina litið verðbólguþrýsting Seðlabankans, enda er það ein af forsendum samningsins að það haldi. Verðbólga verður undir verðbólguþrýsting Seðlabankans og óbreyttu gengi. Hafa verður í huga óvenju sterkt gengi krónunnar um þessar mundir í því sambandi. Í ljósi framvindunnar hefur Seðlabankinn ekki talið tímabært að hækka vexti sína hingað til. Sú verðbólguþrýsting sem hér er kynnt kallar hins vegar að óbreyttu á hærri stýrivexti bankans einhvern tíma á komandi mánuðum.

I Þróun efnahagsmála

Verðbólga hefur að undanförunni verið nokkru undir 2½% verðbólguþrýsting Seðlabankans og er aðeins minni en fyrir fjórum mánuðum þegar *Peningamál* komu síðast út. Skilyrði fyrir verðlagsstöðugleika hafa verið góð. Gengi krónunnar styrktist töluvert frá sl. sumri og var í febrúar orðið álíka sterkt og um vorið 2003 og á sama tíma dró verulega úr hækkun íbúðaverðs. Þótt einkaneysla hafi aukist hröðum skrefum skýrist vöxturinn að miklu leyti af aukinni spurn eftir varanlegri neysluvöru, sem að mestu leyti

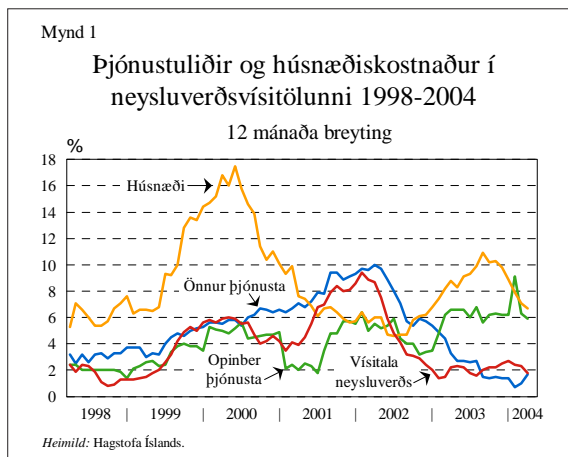
er innflutt. Kröftugur vöxtur þjóðarútgjalda hefur því fremur birst í ört vaxandi viðskiptahalla en aukinni spurn eftir innlendum framleiðsluþáttum með tilheyrandi þrýstingi á verðlag. Nokkur slaki er enn til staðar á vinnumarkaði, þótt atvinnuleysi þokist niður á við. Ef ekki gætti stórframkvæmda á Austurlandi væru gengi og vextir lægri. Stöðnun ríkti í útflutningi í fyrra og framan af þessu ári. Samspil lægðar í útflutningi og ört vaxandi þjóðarútgjalda hefur leitt til aukins viðskiptahalla, sem líklega nam u.þ.b. 5½% af landsframleiðslu sl. árs. Hallann má reyndar að töliverðu leyti rekja til aukins innflutnings fjárfestingarvöru er tengist virkjanaframkvæmdum, en á móti kemur að þáttatekjuhallinn væri mun meiri ef erlendir vextir væru ekki óvenju lágir.

1. Í þessari grein er notast við upplýsingar sem tiltækar voru þann 10. mars 2004.

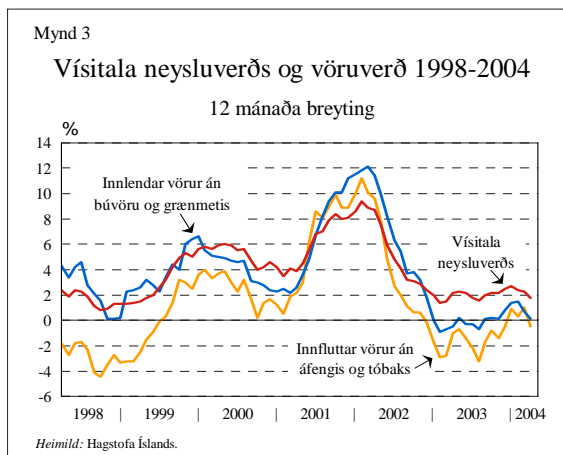
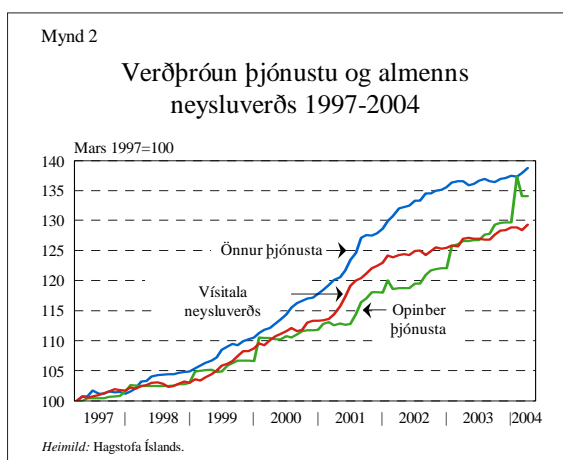
Verðlagsþróun

Frá því að *Peningamál* komu síðast út í byrjun nóvember sl. hefur verðbólga verið nálægt verðbólgu-markmiði Seðlabankans. Hún steig lítillega fram í desember, en hefur síðan lækkað á ný og mældist 1,8% í marsbyrjun frá sama tíma í fyrra. Undirliggjandi verðbólga er heldur meiri. Kjarnavísitala 2, þar sem auk búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns er horft framhjá verðbreytingum opinberrar þjónustu, hækkaði t.d. um 2% á sama tíma.

Hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs skýrir tæplega helming hækkunar vísitölnnar undanfarna tólf mánuði. Þó hefur verulega dregið úr hækkun húsnæðisliðarins undanfarna mánuði. Hækkun yfir tólf mánuði varð mest 11% í ágúst í fyrra, en var í marsbyrjun komin niður í 6,7%. Hækkun vísitölnnar sem ekki skýrist af hækkun húsnæðisliðarins stafar að miklu leyti af verðhækkun opinberrar þjónustu. Þá hækkun verður að skoða í ljósi þess að verðlag opinberrar þjónustu hækkaði mun minna en verðlag þjónustu einkaaðila frá ársbyrjun 2000 fram á vorið 2002. Síðan hefur bilið minnkað verulega og má því gera ráð fyrir að dragi úr verðhækkunum opinberrar þjónustu þegar frá liður.



Um leið og dregið hefur úr hækkun húsnæðisliðar hefur hjöðnun vöruverðs sem gætti á sl. ári horfið að mestu. Í marsbyrjun var verðlag innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks ½% lægra en fyrir ári og verðlag innlendrar vöru án búvöru og grænmetis sjónarmun hærra. Sl. sumar nam tólf mánaða verðlækkun innfluttrar vöru 2-3%. Þessar breytingar endurspeglar



breytingar á gengi krónunnar, sem hækkaði fram á vor, veiktist um sumarið, en styrktist á ný eftir það og hafði í febrúar sl. u.þ.b. endurheimt styrk sinn frá vormánuðum 2003. Þessar gengissveiflur koma fram í verðlagi með töluverðri töf og oft aðeins að litlu leyti ef sveiflurnar eru minni háttar eða skammvinnar.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila í samræmi við verðbólgu-markmið

Þótt nokkrar sveiflur hafi orðið innan tímabilsins hefur verðbólguálag óverðtryggðra ríkisskuldabréfa til tveggja eða þriggja ára undanfarnar vikur verið nokkuð svipað og í lok október, u.þ.b. 2% til tveggja ára og 2½% til þriggja ára. Þar sem framkvæmdir við virkjanir verða komnar vel á skrið innan þriggja ára má líta svo á að markaðsaðilar séu sannfærðir um að þær muni ekki leiða til verulega aukinnar verðbólgu

innan þess tímabils. Verðbólguálag hækkaði nokkuð frá haustmánuðum til ársbyrjunar 2004, þegar þriggja ára verðbólguálag fór í 3%, lækkaði því næst talsvert og varð allt að 1 prósentu lægra þegar það var lægst fyrri hluta febrúarmánaðar.

Verðbólguvæntingar almennings hafa einnig lítið breyst. Samkvæmt könnun sem gerð var í febrúar gerðu svarendur að meðaltali ráð fyrir 3,3% verðbólgu, sem er ómarktækt meiri verðbólga en í könnun sem gerð var í október. Almenningsur gerir að jafnaði ráð fyrir nokkru meiri verðbólgu en spá er eða markaðsaðilar vænta. Einnig gætir tilhneigingar hjá almenningi til að meta liðna verðbólgu nokkru meiri en sem nemur hækkun vísitölu neysluverðs og töldu svarendur verðbólguna hafa verið 3% undanfarna tólf mánuði.

Framleiðsla og eftirspurn

Hagvöxtur á sl. ári var ekki borinn uppi af hagstæðum ytri skilyrðum eða útflutningsvexti. Þvert á móti ríkti stöðnun í útflutningi og vöruútflutningur dróst saman um 1%. Sjávarafli dróst saman, einkum uppsjávarafli, og útflutningsverðlag sjávarafurða lækkaði um 5½% að meðaltali. Álfarmleiðsla var í stórum dráttum óbreytt á milli ára, en álverð hækkaði nokkuð á árinu, eftir nokkurra ára lægð. Útflutningur annarrar iðnaðarvöru en áls og kísiljárns dróst verulega saman, eða um tæplega 8%, en verulegur vöxtur hefur verið á því sviði undanfarin ár. Sjávarafli

Tafla 1 Þjóðhagsstærðir á fyrsta, öðrum og þriðja ársfjórðungi 2003

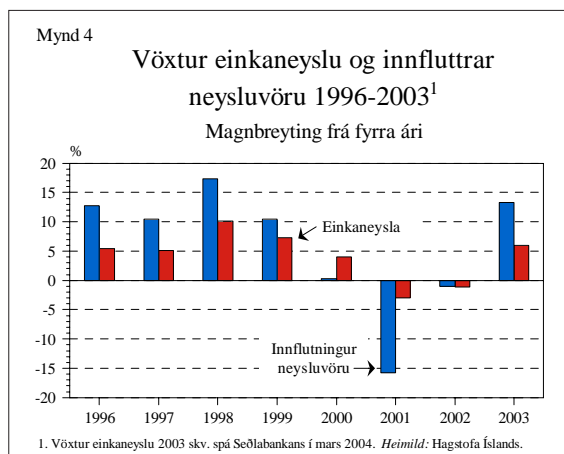
Magnbreyting frá fyrri ári (%)	Spá Seðlabanka				
	1. ársfj.	2. ársfj.	3. ársfj.	1. - 3. ársfj.	fyrir 2003 ¹
Verg landsframleiðsla ...	3,0	2,9	3,2	3,1	2
Þjóðarútgjöld	1,5	9,3	9,3	6,8	5¼
Einkaneysla	5,2	7,2	6,5	6,3	5½
Samneysla	4,0	4,7	3,8	4,2	3½
Fjármunamyndun	-10,0	17,2	26,9	10,4	6¾
Útflutningur	4,8	-5,2	1,0	0,1	0
Innflutningur	0,7	10,5	15,8	9,3	8½
<i>Hlutfall af landsframleiðslu</i>					
Viðskipta- jöfnuður (%)	-1,3	-8,6	-6,2	-5,4	-3½

1. Spá í nóvember 2003. Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

glæddist heldur undir lok sl. árs og kom það fram í heldur meiri útflutningi síðustu mánuði ársins en á sama tíma árið áður, en í byrjun þessa árs hefur uppsjávarafli verið slakur.

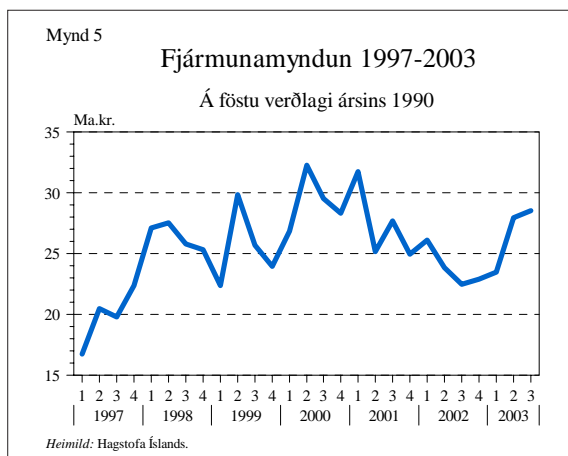
Hagvöxtur á sl. ári skýrist fyrst og fremst af verulegum vexti þjóðarútgjalda. Þjóðhagsreikningar fyrir árið allt liggja ekki fyrir, en fyrstu þrjá fjórðungana nam vöxtur landsframleiðslu rúmlega 3%. Vöxtur fjármunamyndunar jókst verulega á þriðja fjórðungi ársins. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var verulega neikvætt á öðrum og þriðja ársfjórðungi, viðskiptahallinn jókst verulega og innflutningur hraðar en hann hefur gert frá árinu 1998.

Einkaneysla á þriðja ársfjórðungi jókst um 6½% frá fyrra ári samkvæmt þjóðhagsreikningum. Þótt vöxturinn væri aðeins minni en ársfjórðunginn á undan var hann þó öllu meiri en Seðlabankinn hafði reiknað með síðari hluta ársins. Til þess að nóvemberspáin gengi eftir þyrfti vöxtur einkaneyslu á síðasta fjórðungi ársins að fara niður í 3½%, en það virðist ósennilegt í ljósi mikillar veltu og innflutnings sem þá var.



Fjármunamyndun á þriðja ársfjórðungi var áætluð 27% meiri en á sama tíma árið 2002. Endurspeglar það mikinn innflutning fjárfestingarvöru í ársfjórðungnum, en einnig litla fjármunamyndun á sama tíma í fyrra, þegar hún náði lágmarki, eins og sést á meðfylgjandi mynd. Greinilegt er að fjárfesting var vanmetin í spá Seðlabankans í nóvember. Á það að öllum líkindum við um fjárfestingu atvinnuvega, hins opinbera og í íbúðarhúsnæði, en ársfjórðungslegir þjóðhagsreikningar sem fyrir liggja greina ekki þar á milli.

Gögn um þróun framleiðslu og breytingar á vinnuafslnotkun sem fyrir liggja benda til þess að framleiðni vinnuafsl hafi aukist verulega á sl. ári. Eins og greint er frá hér á eftir virðist sem vinnuafslnotkun hafi dregist verulega saman á milli ára, þótt ekki sé hægt að meta nákvæmlega hve mikið. Algengt er að framleiðni aukist verulega í upphafi efnahagsbata, þegar umtalsverð vannýtt framleiðslugeta er jafnan til staðar og því hægt að auka framleiðslu án þess að fjölga starfsfólki. Á uppgangsárunum 1998-2000 jókst fjárfesting verulega og framleiðslugeta jókst. Tilefni til hagræðingar sem í henni fólust hafa enn verið að koma fram á síðasta ári. Eftir að hafa fjölgað ört árin 1999-2001 fækkaði starfsfólki t.d. í verslun töluvert sl. tvö ár, þegar nýjar verslanir ruddu öðrum frá.

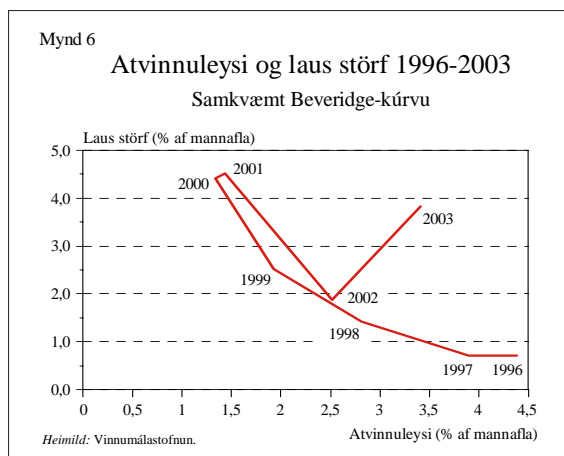


Viðskiptahalli jókst á öðrum fjórðungi 2003 og síðustu þrjá fjórðunga nam hallinn u.þ.b. 7% af áætlaðri landsframleiðslu ársfjórðunganna að meðaltali. Fara þarf aftur til ársins 2000 til að finna svipaðan halla á sama árstíma, en á fyrsta fjórðungi ársins var hann aðeins rúmlega 1%. Hann varð því töluvert meiri en Seðlabankinn spáði í nóvember. Vöruútflutningur jókst reyndar heldur undir lok ársins, en innflutningsvöxtur var áfram svipaður og fyrr á árinu. Á síðasta fjórðungi ársins var mun meiri halli á þjónustujöfnuði en árið áður, sem átti þátt í því að hallinn í heild varð meiri en spáð var.

Vinumarkaður

Vöxtur þjóðarútgjalda á sl. ári var ör, auknu opinberu fjármagni var varið til atvinnuskapandi aðgerða og framkvæmdir við virkjanir komust á skrið. Við þessar aðstæður hefði mátt búast við að atvinnuleysi minnkaði nokkuð ört. Þrátt fyrir augljós batamerki og aukið framboð lausra starfa, hefur þó dregið fremur hægt úr atvinnuleysinu. Í janúar sl. var árstíðarleiddrétt atvinnuleysi 3,1% og hafði þá minnkað um 0,4 prósentur frá ágústmánuði 2003. Þessar hægu breytingar atvinnuleysis má væntanlega að einhverju leyti rekja til sveigjanleika íslensks vinnumarkaðar. Breytingar á vinnuafslseftirspurn koma ekki af fullum þunga fram í atvinnuleysi heldur einnig vinnutíma og atvinnuþátttöku, en margfeldi vinnutíma og fjölda starfandi hefur í þessu riti verið kallað vinnumagn. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar á síðasta ári eru ekki fyllilega sambærilegar við fyrri vinnumarkaðskannanir. Lauslegur samanburður bendir þó til að vinnumagn hafi ekki dregist minna saman í fyrra en árið 2002, en áætlað er að samdrátturinn hafi þá verið tæplega 3%.

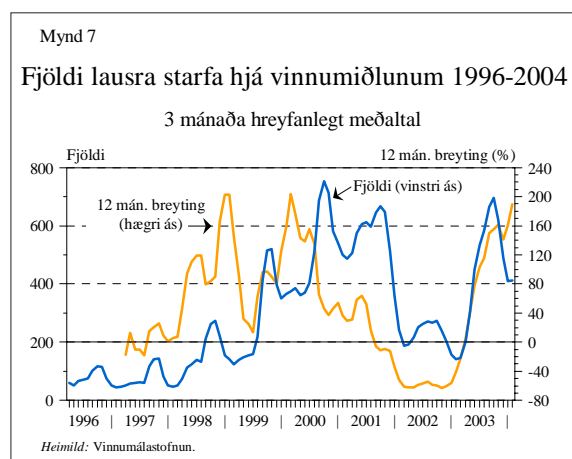
Hagvöxtur án atvinnusköpunar er algengur í upphafi efnahagsbata og tengist meðal annars aukinni framleiðni, eins og áður var getið. Einnig er hugsanlegt að atvinna sem er í boði henti ekki hinum atvinnulausu. Þetta birtist í því að atvinnuleysi jókst á milli árana 2002 og 2003 á sama tíma og lausum störfum fjölgaði um helming.



Samband eftirspurnar og framboðs á vinnumarkaði má skoða með svokallaðri Beveridge-kúrfu,

sem sýnir samband lausra starfa (lóðrétti ásinn á myndinni) og atvinnuleysis (lárétti ásinn) yfir tíma. Myndin sýnir að árið 2003 jókst bæði framboð starfa og atvinnuleysi, en ef um hagsveiflutengda breytingu vinnuafleiftirspurnar væri að ræða ætti atvinnuleysi og fjöldi starfa að hreyfast í gagnstæðar áttir. Þróun Beveridge-kúrfunnar á sl. ári má túlka sem svo að „misræmi“ hafi verið á milli framboðs og eftirspurnar, þ.e.a.s. að störf í boði hafi ekki hentað hinum atvinnulausu.

Misræmið er skiljanlegt þegar litið er á samsetningu atvinnuleysisins. Atvinnuleysi á höfuðborgarsvæðinu hefur verið nokkru meira en á landsbyggðinni, að Suðurnesjum undanskildum. Þau störf sem í boði voru hafa því ekki verið þar sem atvinnuleysi er mest. Árið 2003 bjuggu um 70% atvinnulausra á höfuðborgarsvæðinu en einungis 30% lausra starfa voru þar. Í janúar hafði misvægið aukist enn frekar og aðeins fjórðungur lausra starfa var á höfuðborgarsvæðinu, en mest fjölgaði lausum störfum á Austurlandi. Stóriðja og önnur verkefni á síðasta ári virðast einna helst hafa skapað störf á landsbyggðinni, og líklega af því tagi sem hæfir áhuga, menntun og reynslu karla fremur en kvenna. Atvinnuleysi var mest á suðvesturhorni landsins og meira meðal kvenna en karla.



Aukin vinnuafleiftirspurn kemur einnig í vaxandi mæli fram í veitingu nýrra atvinnuleyfa. Á móti hefur reyndar dregið nokkuð úr framlengingu leyfa, en það skýrist að hluta af því að smám saman fjölgar þeim útlendingum sem til landsins komu á undanförunum árum og fengið hafa varanlegt atvinnuleyfi.

Þótt ný atvinnuleyfi hafi að undanförunum verið 50-60% fleiri en fyrir ári, hafa þau þó til þessa verið töluvert færri en á árunum 2000 og 2001.

Laun hækkuðu aðeins hjá hluta vinnumarkaðarins í ársbyrjun 2004. Af þeim sökum dró úr árshækkun launa skv. launavísitölu, sem í janúar var 3,3% hærra en fyrir ári. Verði kjarasamningar milli Samtaka atvinnulífsins, Starfsgreinasambandsins og Flóabandalagsins, sem undirritaðir voru 7. mars sl., samþykktir í stéttarfélagunum munu almenn laun félagsmanna hækka um 3,25% við gildistöku og launakostnaður alls um 4,3%. Einstökum atriðum kjarasamningsins er lýst nánar í rammagrein 1. Alls mun launakostnaður hækka um 15% á samningstímanum, sem er fjögur ár. Það samsvarar um 3½% hækkun launakostnaðar á ári. Miðað við að yfirleitt bætist við 1-1½% í meðalári vegna launaskriðs og annars má gera ráð fyrir að þessar hækkanir feli í sér um 4½-5% hækkun. Miðað við að framleiðniaukning sé að jafnaði um 1½% á ári og alþjóðleg verðbólga heldur lægri en verðbólguþröskulmið Seðlabankans má ætla að um 4½% hækkun launakostnaðar sé í góðu samræmi við verðbólguþröskulmið, þó kannski í efri mörkum þess. Það stafar hins vegar aðallega af meiri hækkun í upphafi og á seinni hluta tímabilsins eru umsamdar launahækkanir í mjög góðu samræmi við verðbólguþröskulmið bankans. Varðandi upphafshækkunina þarf að hafa í huga að framleiðniþróun virðist hafa verið mjög mikil á síðasta ári, sbr. umfjöllun á bls. 15 og að í kjarasamningnum eru ákvæði sem skapa möguleika á sveigjanlegri vinnutíma og aukinni hagræðingu sem gætu stuðlað að meiri framleiðniaukningu og lækkun launakostnaðar frá því sem ella hefði orðið. Á heildina litið er samningurinn þannig í samræmi við verðbólguþröskulmið Seðlabankans, enda er það ein af forsendum hans. Það stuðlar einnig að stöðugleika að samningurinn er til langs tíma og erfiðara er að segja honum upp á miðju tímabili heldur en t.d. var um síðasta samning. Reikna má með að þessir kjarasamningar leggi línurnar fyrir væntanlega kjarasamninga við önnur stéttarfélög. Verði hækkan launakostnaðar meiri en hér er reiknað með, t.d. vegna þess að kjarasamningar annarra auka við hann, þá verða þær komnar upp fyrir það sem samrýmist verðbólguþröskulmiði bankans.

Rammagrein 1 Kjarasamningar

Starfsgreinasambandið (SGS) og Flóabandalagið (aðildarfélag SGS við Faxaflóa) undirrituðu nýja kjarasamninga við Samtök atvinnulífsins (SA) 7. mars sl. Samningarnir eru að megininntaki samhljóða. Þeir ná til alls að fjórðungs hins almenna vinnu- markaðar, í ársverkum talið, en líklegt má telja að kostnaðaráhrif þeirra muni í meginatriðum gilda fyrir vinnumarkaðinn í heild.

Heildarkostnaður launagreiðenda á samningstímanum er metinn á 15,1% eða 3,6% að meðaltali á ári en áhrifin fara minnkandi eftir því sem líður á samningstímann eins og fram kemur í meðfylgjandi töflu. Til samanburðar má nefna að í kjarasamningum sömu aðila árið 2000 var samið um tæplega 19% hækkun launakostnaðar eða 4,4% hækkun að meðaltali á ári.

Aukning launakostnaðar vegna kjarasamninga SGS, Flóabandalags og SA

%	2004	2005	2006	2007	Samtals
Almenn launahækkun.....	3,25	3,0	2,5	2,25	11,5
Launatafla.....	1,0	.	1,0	.	2,0
Lífeyrissjóður.....	.	0,6	.	0,5	1,1
Starfsmenntamál....	.	.	0,05	0,1	0,2
Samtals.....	4,3	3,6	3,6	2,9	15,1

Meginatriði samninganna eru þrjú, þ.e. almennar launahækkanir, ný launatafla og aukid framlag launagreiðenda í sameignarlífeyrissjóð. Almennar launahækkanir verða samtals 11,5% á samningstímanum. Laun hækka um 3,25% við gildistöku, 3% í upphafi árs 2005, 2,5% 2006 og 2,25% 2007. Lágmarkstekjur hækka úr 93 þúsund krónum í 108 þúsund krónur á samningstímanum eða um 4,2% umfram almenn laun.

Mikilvægur þáttur samninganna er gildistaka nýrrar launatöflu og tilfærslur ýmis konar bónus- og álagsgreiðslna í taxtakaup í tveimur áföngum, við undirskrift og í janúar 2006. Kostnaðarauki af þessum breytingum er metinn 1% í hvort skipti. Í tengslum við breytingar á launatöflu var vaktavinnu- og vinnutímaákvæðum sem snerta einstakar starfsgreinar eða vinnustaði breytt. Þær breytingar munu hafa í för með sér

aukinn sveigjanleika varðandi vinnutíma og vaktaskipulag og gefa þannig kost á hagræðingu og stuðla þar með að aukinni framleiðni.

Ennfremur er með þessum samningum stigið skref í átt að samræmingu lífeyrisréttinda á vinnumarkaði með því að framlag launagreiðenda í sameignarsjóð hækkar á samningstímanum úr 6% í 8%. Frá 1. janúar 2005 fellur niður skylda launagreiðanda til að greiða 1% í séreignarsjóð án eigin framlags en í staðinn mun launagreiðandi greiða 1% í sameignarsjóð. 1. janúar 2007 bætist síðan við önnur prósentu í sameignarsjóð. Launamaður á þó áfram rétt á allt að 2% framlagi launagreiðanda í séreignarsjóð á móti sama framlagi launamanns. Kostnaður launagreiðanda er minni en sem nemur viðbót í sameignarsjóð eða 1,1%. Stafar það af því að tilfærsla úr séreignarsjóði í sameignarsjóð hefur eingöngu í för með sér 0,6% kostnaðarauka, því að ekki taka allir launamenn þátt í séreignarsparnaði og lækkun tryggingagjalds um 0,45% mun vega á móti auknum kostnaði að hluta árið 2007.

Meginstyrkur samninganna er langur samningstími, en þeir renna út 31. desember 2007 og eru því til tæplega fjögurra ára. Í þeim eru þó uppsagnarákvæði svipuð og voru í kjarasamningum árið 2000 sem hægt er að grípa til standist forsendur samninganna ekki en þær eru svipaðar og þá voru. Annars vegar er miðað við frávik frá ákveðinni verðlagsþróun og er nú miðað við verðbólguþröng Seðlabanka Íslands. Hins vegar er forsenda um að kostnaðarhækkanir þessara kjarasamninga verði almennt stefnumarkandi fyrir aðra samninga á vinnumarkaði. Tvisvar á samningstímanum, í nóvember 2005 og 2006, mun nefnd skipuð af ASÍ og SA meta hvort forsendur hafi staðist. Komist nefndin að þeirri niðurstöðu að forsendur samningsins séu brostnar verður annað hvort samið um launaliðinn á ný eða samningi sagt upp og verður hann þá laus frá næstu áramótum þar á eftir. Mikilvægt er þó að hafa í huga að meira er í húfi nú en á síðasta samningstímabili verði samningi sagt upp. Þá hefðu eingöngu almennar launahækkanir fallið niður en nú myndu einnig falla niður seinni breyting launatöflu og seinna viðbótarframlag launagreiðenda í lífeyrissjóð.

Í tengslum við undirskrift samninganna lofaði ríkisstjórnin að beita sér fyrir lækkun tryggingagjalds á

árinu 2007 um 0,45% að því gefnu að SA samþykki að iðgjald til sameignarlífeyrissjóða hækki á sama tíma úr 7% í 8%. Einnig mun hún beita sér fyrir að atvinnuleysisbætur hækki um 3,6% umfram lágmarkstekjur á samningstímanum. Jafnframt mun ríkisstjórnin tryggja

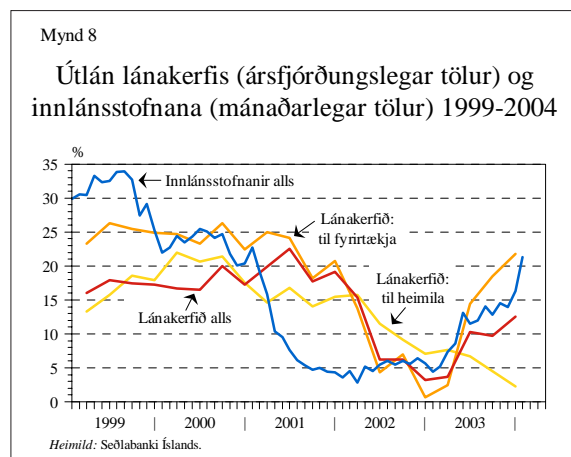
áframhaldandi fjármögnun starfsmenntasjóða verka-fólks þar til atvinnurekendur taka yfir í lok samnings-tímans. Kostnaður ríkissjóðs vegna þessa er um 2½ ma.kr.

Fjármálamarkaðir

Frá októberlokum hefur ástand á fjármálamörkuðum einkenst af áframhaldandi innstreymi erlends lánsfjár, auknum útlánavexti, útpenslu peningamagns og sparifjár, verulegri hækkun hlutabréfaverðs og hækkandi gengi krónunnar. Á milli allra þessara þátta eru orsakatengsl, því að líklegt er að skuldsett kaup hlutabréfa og eignabreytingar á fyrirtækjum utan skipulegs hlutafjármarkaðar, sem mikið hefur verið um undanfarna mánuði, hafi að miklu leyti verið fjármögnuð með erlendu lánsfé, sem jafnframt hefur stuðlað að hækkun gengis krónunnar.

Útlán til fyrirtækja aukast hröðum skrefum

Vöxtur útlána innlánsstofnana hefur aukist hröðum skrefum undanfarna mánuði. Í janúarlok höfðu innlend útlán aukist um 21% á tólf mánuðum að frátöldum áhrifum vísitölu- og gengisbreytinga á útlánastofninn, sem reyndar voru mjög lítil. Hefur útlánavöxturinn ekki verið meiri frá ársbyrjun árið 2001. Svo mikill útlánavöxtur fær auðvitað ekki staðist til lengdar. Því síður fær hann staðist, að ekki er að sjá sem hann megi rekja til fjárfestingar fyrirtækja.



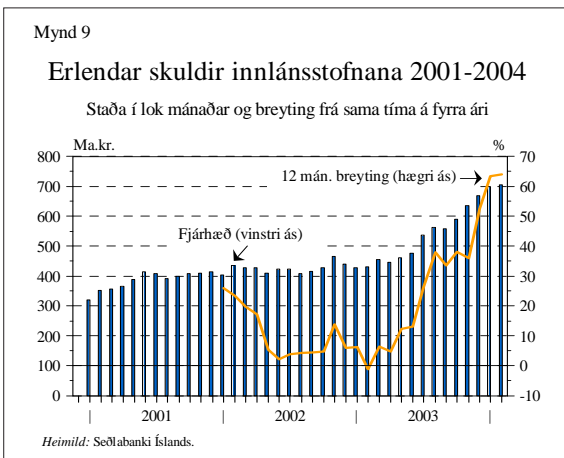
Samt hafa ný útlán að langmestu leyti farið til fyrirtækja. Uppgjör fyrir lánakerfið í heild er fyrirbyggjandi til desemberloka. Breytingar á flokkun útlána gerir nákvæman samanburð á milli mánaða erfiðan, en svo er að sjá sem útlán til fyrirtækja hafi í árslok verið orðin fimmtungi meiri en fyrir ári. Frá þeim tíma hafa útlán til fyrirtækja haldið áfram að vaxa ef marka má tölur um útlán innlánsstofnana til janúarloka.

Útlán til heimilanna hafa einnig haldið áfram að vaxa. Í desemberlok er áætlað að vöxturinn hafi numið 13%. Hins vegar eru skuldir heimilanna minni en áður var talið ef miðað er við nýja lánaflokkun.² Útlán Íbúðalánasjóðs voru í miklum og auknum vexti allt til ársloka, en heldur dró úr útlánavextinum í janúar.

Eftirspurn lánastofnana eftir erlendu lánsfé vex ört

Erlendar skuldir innlánsstofnana voru í lok janúar sl. 276 ma.kr. meiri en fyrir ári, sem er 64% vöxtur. Hin mikla sókn í erlent lánsfé undanfarna mánuði á sér sennilega nokkrar skýringar. Í fyrsta lagi tengist hún uppstokkun á íslensku atvinnulífi og breytingum á eignarhaldi fyrirtækja. Að lokinni einkavæðingu ríkisbankanna hafa þeir tekið virkan þátt í að losa um gömul eignatengsl í íslensku atvinnulífi og mynda ný. Erlent lánsfé fyrir milligöngu bankanna hefur þar gegnt lykilhlutverki. Í öðru lagi hafa aðstæður á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum verið hagstæðar fyrir þessar hræringar. Erlendir skammtíma vextir eru enn nálægt sögulegu lágmarki og erlendir langtíma vextir mjög lágir þótt þeir hafi hækkað nokkuð frá lágmarkinu um miðbik sl. árs. Vextir á tíu ára ríkisskuldabréfum í Bandaríkjunum og á evrusvæði hafa að undanfögnu verið rúmlega 4%, en bandarískir vextir urðu u.þ.b. 1 prósentu lægri þegar þeir voru lægstir. Í þriðja lagi hefur ríkt efnahagslegur stöðugleiki innanlands og horfur eru á ágætum hagvexti næstu árin.

2. Fjallað er um breytingar á flokkun útlána á bls. 37-38 í ritinu.



Mikill vöxtur peningamagns og sparifjár

Peningamagn og sparifé (M3) jókst hröðum skrefum sl. ár. Í janúarlok hafði M3 aukist um u.þ.b. fjórðung á einu ári. Þótt samband peningamagns við hagstærðir eins og verðbólgu og hagvöxt sé ekki traust til skamms tíma litið er ástæða til að vaka yfir þessum mikla vexti á næstunni. Vitaskuld er samhengi á milli mikils lánsfjárráttstremis og peningamagns, því að á einhverju stigi tekur slíkt lánsfé á sig mynd innstæðna í íslenskum innlánsstofnunum, a.m.k. að því marki sem ekki er lánað til erlendra aðila. Hvort þetta fé, t.d. andvirði seldra hlutabréfa í skuldsettum yfirtökum, staðnæmist í íslensku bankakerfi til frambúðar eða leitar fljótlega úr landinu á nýjan leik er erfitt að meta á þessu stigi.

Raunstýrivextir í kringum 3%

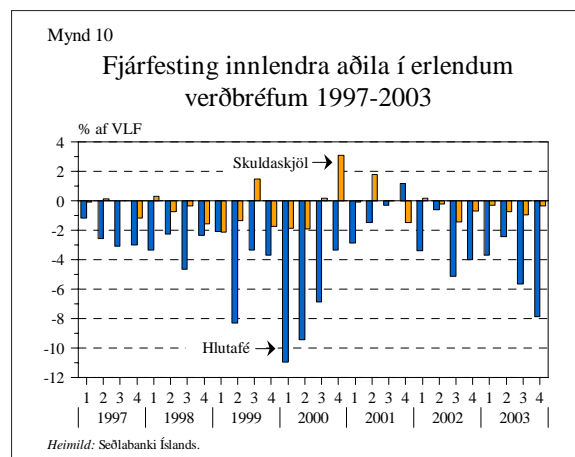
Stýrivextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir frá febrúarmánuði sl. árs, eða 5,3%. Hafa peningamarkaðsvextir oftast haldist lítillega undir stýrivöxtunum, en það bendir til nokkuð rúmrar lausafjárstöðu. Sé miðað við verðbólguálag óverðtryggðra ríkisskuldabréfa til 2-3 ára hefur vænt verðbólga að undanfögnu verið svipuð og í lok október, eftir að hafa hækkað til ársloka og því næst lækkað fram í febrúar, eins og áður hefur komið fram. Raunstýrivextir metnir með verðbólguálaginu hafa að mestu legið í kringum 3% eftir því hvaða tímallengd er miðað við. Vaxtamunur við útlönd hefur hins vegar aukist nokkuð. Það sem af er árinu hefur vaxtamunurinn legið á bilinu 3-3½%.

Lágir erlendir vextir stuðla að lækkingu innlendra vaxta

Hagstæð erlend vaxtakjör, sem lánastofnanir hafa nýtt sér í ríkum mæli, hafa skapað skilyrði fyrir nokkra lækkingu innlendra útlánsvaxta. Meðalvextir óverðtryggðra útlána banka og sparisjóða voru í febrúar u.þ.b. 1 prósentu lægri en fyrir ári og vextir verðtryggðra útlána hafa lækkað ívið meira. Meðalkjörvextir verðtryggðra útlána hafa að undanfögnu verið tæplega 6% og hafa lækkað um u.þ.b. 0,6 prósentur frá októberlokum. Mismunur á þessum vöxtum og ávöxtun spariskírteina minnkaði töluvert frá haustmánuðum og fram í febrúar, eða úr 5,2% í lok október í 4,2% um 20. febrúar. Munurinn gagnvart ávöxtun húsbrefta minnkaði töluvert meira um tíma, þegar ávöxtun þeirra hækkaði. Kjörvextir óverðtryggðra útlána lækkuðu um 0,2 prósentur á sama tíma í u.þ.b. 8,2%. Þeir vextir hafa jafnan breyst í takt við stýrivexti Seðlabankans, en undanfarna mánuði hefur vaxtamunurinn aðeins minnkað.

Gjaldeyrisústreymi vegna kaupa innlendra aðila á erlendum verðbréfum jókst verulega í fyrra

Á sama tíma og gjaldeyrisústreymi hefur verið mikið vegna erlendar lánsfjáröflunar hefur ústreymi aukist af völdum kaupa innlendra aðila á erlendum verðbréfum, einkum hlutfé eða hlutdeildarskírteinum í hlutabréfasjóðum. Á þriðja fjórðungi sl. árs nam erlend verðbréfafjárfesting tæplega 6% af landsframleiðslu þess ársfjórðungs. Hefur svo hátt hlutfall ekki sést frá árunum 1999-2000. Gjalddeyrisústreymi af völdum verðbréfafjárfestingar vinnur á móti áhrifum innstreymis vegna erlendar lánsfjáröflunar. Ef líf-



eyrissjóðir og aðrir innlendir fjárfestar hefðu keypt innlend verðbréf fyrir ráðstöfunarfé sitt sem nemur erlendum verðbréfakaupum þeirra hefðu innlendir vextir væntanlega orðið lægri eða hlutabréfaverð enn herra. Gengi krónunnar kann einnig hafa verið eitt-hvað herra til skemmri tíma.

Þriðjung hækku hlutabréfaverðs frá októberlokum

Frá októberlokum 2003 til loka febrúar hækkaði úrvalsvisitala hlutabréfa um þriðjung. Eðlilegt er að setja þessa hækku í samhengi við fyrrnefndar hræringar í íslensku atvinnulífi, því að ekki verður séð að afkomuspár hafi breyst svo til hins betra að réttlæti jafnmikla hækku, né heldur virðist ástæðna að leita í eftirspurn frá stórum innlendum stofnanafjárfestum. Lífeyrissjóðir virðast fremur hafa haldið að sér höndum hvað áhrærir innlend hlutabréfakaup. Meðan hátt hlutabréfaverð varir felur það í sér hagstæð fjármálaleg skilyrði fyrirtækja. Fyrirtæki sem eiga þess kost að afla sér fjár til fjárfestingar með útboði hlutafjár eru þó ekki mjög mörg, en í hópi öflugustu fyrirtækja landsins. Seljendur hlutabréfa fá að sjálfsgöðu einnig laust fé til ráðstöfunar, sem getur orðið hvort heldur innan lands eða utan, og geta áhrifin á þjóðarþúskaðinn verið nokkuð mismunandi eftir því hvort verður ráðandi.

Breytingar á gengi krónunnar hafa áhrif á fjármálaleg skilyrði. Þau eru þó ekki einhlít. Gengishækkun krónunnar léttir greiðslubyrði erlendra lána en hefur um leið þau áhrif, ef litið er á hana sem tímabundna, að framtíðargreiðslubyrði lána eykst. Hækkun gengisins sem talin er tímabundin kann því að verka letjandi á erlendar lántökur. Jafnframt leiðir herra gengi til erfiðari skilyrða fyrir atvinnustarfsemi í samkeppni við útlönd og getur því dregið úr lánsfjárefitirspurn. Sökum stórfamkvæmda sem framundan eru og fjármagnsinnstremmis sem þeim fylgir, sem ætti að stuðla að háu gengi um skeið, er ekki víst að um þessar mundir sé litið á gengissveiflur krónunnar sem eins mikilvægan áhættuþátt erlendra lánskjara og ella, a.m.k. til skamms tíma.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja og heimila heldur hagstæðari en í októberlok

Frá sjónarhóli fyrirtækja eru fjármálaleg skilyrði um þessar mundir líklega heldur hagstæðari á heildina litið en í októberlok. Vextir hafa heldur lækkað þrátt fyrir óbreytta stýrivexti, sem bendir til þess að

aðgangur að lánsfé sé greiður. Sum fyrirtæki njóta einnig herra hlutabréfaverðs. Á móti kemur að gengi krónunnar hefur hækkað nokkuð og því þrengt að útflutnings- og samkeppnisatvinnuvegum, þótt lægri greiðslubyrði erlendra skulda vegi á móti. Frá sjónarhóli heimilanna eru fjármálaleg skilyrði líklega heldur betri en í lok október, og áfram hagstæð séu þau skoðuð í lengri tíma samhengi. Ávöxtunarkrafa húsbréfa hækkaði reyndar tímabundið, en hefur að undanförmu verið svipuð og í októberlok. Almennir vextir hafa heldur lækkað og hækku á gengi krónunnar hefur í flestum tilfellum jákvæð áhrif á rekstur heimilanna, þótt á því séu undantekningar. Herra hlutabréfaverð felur einnig í sér jákvæð auðsáhrif. Fjármálafyrirtæki búa í stórum dráttum við svipuð skilyrði og í októberlok, bæði erlendis og innan lands. Verð hlutabréfa í skráðum fjármálafyrirtækjum hefur þó hækkað og gefur þeim færi á að stækka efnahagsreikning sinn með öflun hlutafjár.

II Uppfærð þjóðhags- og verðbólguþáttur

Seðlabankinn birtir nú uppfærslu síðustu þjóðhags- og verðbólguþáttar. Það felur í sér að í meginatriðum er byggt á síðustu spá bankans, sem birtist í nóvember síðastliðnum, en vissum forsendum er breytt í ljósi framvindunnar og nýjustu upplýsinga. Framvegis verður heildstæð þjóðhags- og verðbólguþáttur að jafnaði birt tvisvar á ári, þ.e. í júní og desember. Þess á milli, þ.e. í mars og september, verður yfirleitt ekki birt spá eða birt uppfærsla á síðustu spá. Bankinn kann þó að birta nýja spá í þessum heftum *Peningamála* ef það er talið brýnt vegna umtalsverðra breytinga á aðstæðum. Uppfærsla spár felur í sér að vissum forsendum hennar er breytt í ljósi framvindu og mikilvægra breytinga á horfum án þess að framkvæmd sé ítarleg greining eða allar forsendur teknar til skoðunar. Ekki fylgir heldur ítarlegt mat á öllum óvissuþáttum uppfærðrar spár. Reiknað er með að það verði yfirleitt aðeins gert þegar heildstæð spá er birt.³

Mikilvægasta breytingin á forsendum frá því í nóvember er að nú er gert ráð fyrir stækkun Norður-

3. Regluleg greining á spávillum verðbólguþáttar, sem hingað til hefur birst í fyrsta hefti *Peningamála* hvers árs, verður birt næst þegar heildstæð spá er birt.

áls. Eins og endranær byggist spáin á óbreyttum stýrivöxtum og óbreyttu gengi krónunnar, sem er nokkru hærra en í síðustu spá. Heldur meiri hagvexti er spáð en í nóvember. Einnig verður vöxtur innlendrar eftirspurnar og viðskiptahalli heldur meiri. Slakinn á vinnumarkaði er hins vegar talinn heldur meiri um þessar mundir en reiknað var með í nóvember, en hann mun smám saman hverfa þegar líður á spátímabilið, eins og í nóvemberspánni. Þá er framleiðnivöxtur talinn hafa verið töluvert meiri á síðasta ári en reiknað var með í nóvember.

Sterkara gengi krónunnar og hægari vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu sökum meiri framleiðni dregur úr verðbólguþrýstingi á næstunni. Því er spáð minni verðbólgu fram undir mitt næsta ár en í nóvember. Sé litid tvö ár fram í tímann er gert ráð fyrir nánast sömu verðbólgu og í síðustu spám bankans.

Horfur um eftirspurn og framleiðslu

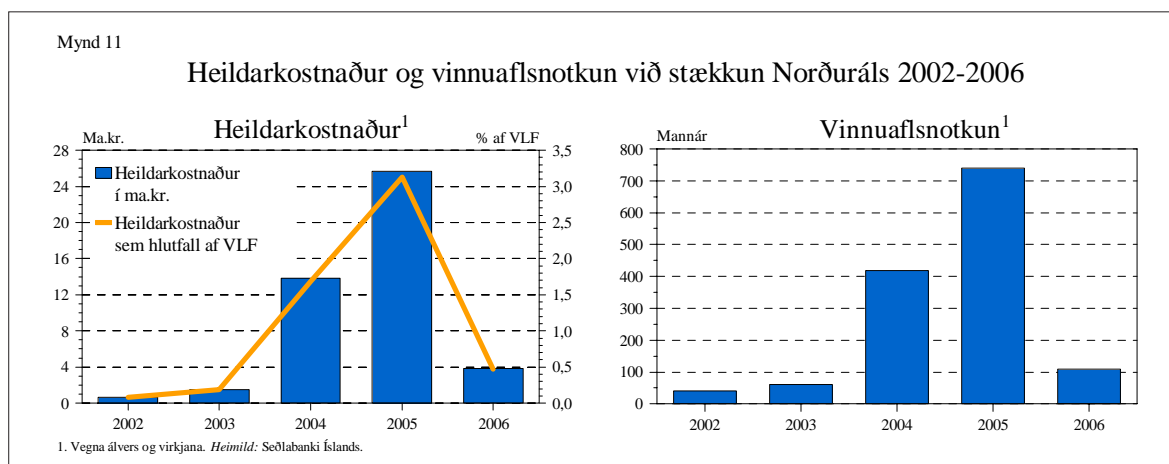
Gert er ráð fyrir stækkun Norðuráls

Í nóvember var ákveðið að taka ekki tillit til fyrirhugaðrar stækkunar álvers Norðuráls, því ekki lágu fyrir nægar upplýsingar um umfang og tímasetningu hennar og sú meginbreyting hafði orðið á áformunum að ekki var lengur gert ráð fyrir orkuöflun Landsvirkjunar, en samningar stóðu yfir við Orkuveitu Reykjavíkur og Hitaveitu Suðurnesja. Nú liggja þessar áætlanir hins vegar fyrir og eru framkvæmdir við virkjanir sem veita eiga orku til stækkaðrar álbræðslu annaðhvort hafnar eða eru að hefjast. Áætlað er að umfang þessara framkvæmda muni nema tæplega 17

ma.kr. Meginþungi framkvæmdanna verður á þessu ári og því næsta og stefnt er að því að þeim ljúki árið 2006. Þá mun vinna við tengivirki vegna aukinnar orkusölu til Norðuráls hefjast á þessu ári og ljúka árið 2006. Kostnaður við tengivirkin er áætlaður u.þ.b. 6½ ma.kr. Gert er ráð fyrir að framkvæmdir við sjálfa stækkun álversins hefjist síðan á þessu ári en meginþunginn verði á því næsta. Heildarkostnaður er talinn verða um 22 ma.kr. Samtals mun því kostnaður vegna stækkunar álvers Norðuráls og orkuöflunar verða á bilinu 45-46 ma.kr. Þá mun heildarvinnuafliþörf á framkvæmdatímanum öllum verða tæplega 1.400 mannaár.

Hærra gengi krónunnar en í nóvember

Af öðrum forsendum sem breyst hafa er fyrst að nefna að gengi krónunnar hefur hækkað nokkuð frá því sem reiknað var með í síðustu spá bankans. Þá var gert ráð fyrir að gengisvísitala erlendra gjaldmiðla yrði 126 stig á spátímabilinu en nú er gert ráð fyrir að vísitalan verði 120 stig á tímabilinu. Þetta samsvarar u.þ.b. 2,8% hækkun gengis krónunnar milli ársmeðaltala 2003 og 2004 í stað lækkunar í síðustu spá og 5% gengishækkun á spátímabilinu öllu. Meðal annarra breytinga á forsendum má nefna áætlun um meiri vöxt útlutningsframleiðslu sjávarafurða en á móti kemur meiri lækkun á verði sjávarafurða en síðast var gert ráð fyrir. Forsendur um þróun ál- og olíuverðs taka mið af breytingu framvirks verðs. Eins og endranær gerir spáin ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum Seðlabankans.



Tafla 2 Helstu forsendur uppfærðrar þjóðhags- og verðbólguþáttar Seðlabanka Íslands

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ¹		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Stýrivextir og gengi ²						
Stýrivextir Seðlabankans (%)	5,3	5,3	5,3	-	-	-
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ³	123,5	120,0	120,0	-0,2	-4,8	-4,8
<i>Ytri skilyrði (breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti)</i>						
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-½	7	2	1½	½	-
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	-5½	-3½	2	-2½	-3½	-
Verð áls í erlendri mynt	-6½	10¾	-3	-11½	6¾	-3
Verð almenns vöruinnflutnings í erlendri mynt	2¼	-½	1¼	-	-	-
Eldsneytisverð í erlendri mynt	2¾	-5	-11	-12½	-	-10
Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt	-7¼	-2	1¼	-2½	-4¼	-½
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-3½	¼	¼	-2	½	-½
Erlendir skammtímavextir	2	2½	3½	-	-	-

1. Stutt lárétt strik (-) táknar að breyting er engin. 2. Ársmeðaltöl. Miðað er við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting vísitölustigs.

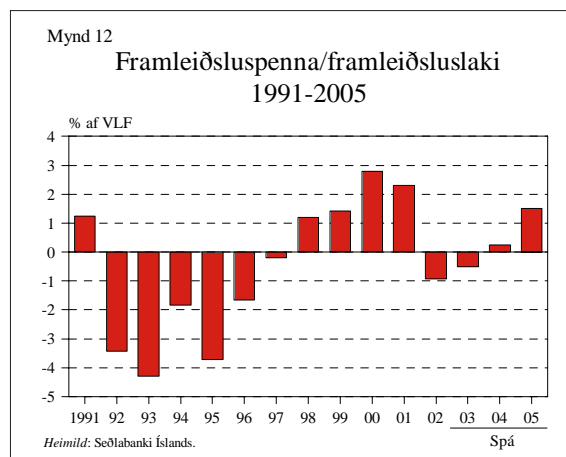
Meiri vöxtur eftirspurnar og óhagstæðari jöfnuður í viðskiptum við útlönd ...

Við uppfærslu á þjóðhagsspá bankans hefur verið tekið mið af upplýsingum úr þjóðhagsreikningum og öðrum vísbendingum sem varpað geta ljósi á þróun innlendar eftirspurnar á síðasta ári. Áætlað er að vöxtur innlendar eftirspurnar árið 2003 hafi verið nokkru meiri en gert var ráð fyrir í spá bankans í nóvember sl. Hagvöxtur var því meiri og einnig viðskiptahalli, enda vöxtur innflutnings nokkru meiri en í síðustu spá.

Á næstu árum er gert ráð fyrir kröftugri vexti efnahagslífsins en í síðustu spá, enda reiknað með framkvæmdum vegna Norðuráls, eins og áður hefur komið fram. Fjárfesting í atvinnurekstri verður af þessum sökum töluvert meiri, sérstaklega fjárfesting tengd stóriðjuframkvæmdum og íbúðahúsnæði.

Áhrif framkvæmdanna á almenna eftirspurn koma einnig fram í auknum vexti einkaneyslu og enn frekar í meiri vexti innflutnings. Vegna þess að aukin þjóðarútgjöld koma fram í meiri innflutningi og viðskiptahalla en í síðustu spá eykst hagvöxtur minna en ella. Að hluta til má rekja aukinn viðskiptahalla til innflutnings fjárfestingarvöru sem tengist virkjanframkvæmdum. Miðað við uppgefin fjárfestingaráform í tengslum við byggingu álvers Fjarðaáls og

stækkun Norðuráls má ætla að tæplega fjórðung viðskiptahalla síðasta árs megi rekja beint til innflutnings tengdum stóriðjuframkvæmdum. Hlutdeildin fer síðan vaxandi og verður líklega um þriðjungur á þessu ári og allt að helmingur á því næsta. Rétt er að hafa í huga að hér eru ekki tekin með í reikninginn óbein áhrif framkvæmdanna á innlenda eftirspurn og gengi krónunnar og þar með á annan innflutning. Því má gera ráð fyrir að hlutur stóriðjuframkvæmda í viðskiptahalla tímabilsins sé nokkru meiri en bein áhrif gefa til kynna.



Tafla 3 Uppfærð þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

	Milljarðar króna á verðlagi hvers árs			Magnbreyting frá fyrra ári (%) ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ¹		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
<i>Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar</i>									
Einkaneysla.....	453,1	483,9	525,8	6	5	6	½	¾	1
Samneysla.....	213,9	224,1	238,7	3	¾	2	-½	-¼	-
Fjármunamyndun.....	172,0	198,3	224,6	12½	13	9	5¾	5	½
Atvinnuvegafjárfesting.....	96,8	125,3	148,2	18½	26	13½	6¼	11	-1
Án stóriðju, skipa og flugvéla.....	66,3	69,8	74,5	-2¾	2½	2½	-1	¼	-
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði.....	41,5	43,9	47,3	6	4½	4	3	1	½
Fjárfesting hins opinbera.....	33,7	29,1	29,2	10½	-16	-3½	7	-7½	4½
Þjóðarútgjöld, alls.....	839,0	906,3	989,2	6¾	5¾	5¾	1½	1½	¾
Útflutningur vöru og þjónustu.....	284,5	289,7	306,9	¼	4	4½	¼	-	-¼
Innflutningur vöru og þjónustu.....	311,6	333,6	363,9	10½	9½	8	2	2	1
Verg landsframleiðsla.....	811,9	862,4	932,1	2¾	3½	4½	¾	½	¼
				<i>Hlutfall af VLF (%)</i>			<i>Breyting frá síðustu spá (prósentur)¹</i>		
Viðskiptajöfnuður.....	.	.	.	-5½	-7½	-8¼	-2	-2¼	-2¼
Vergur þjóðhagslegur sparnaður.....	.	.	.	15½	15½	16	-1	-	½
Framleiðsluspenna.....	.	.	.	-½	¼	1½	-	½	¼
				<i>%</i>			<i>Breyting frá síðustu spá (prósentur)¹</i>		
<i>Helstu lykilstærðir vinnumarkaðar</i>									
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %).				5½	5	5½	½	¾	-
Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %)				3¾	2	1½	1¾	½	-¼
Atvinnuleysi (% af mannafla)				3½	3	2¼	-	¼	-

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

Aukin innlend eftirspurn endurspeglast einnig í meiri framleiðsluspennu en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Í uppfærðu spánni er gert ráð fyrir að slakinn í þjóðarþúskapnum hverfi á þessu ári, en í síðustu spá var reiknað með að lítilsháttar slaki héldist á árinu. Gert er ráð fyrir að spenna aukist er líða tekur á spátímabilið. Mat á framleiðslulaka síðasta árs er óbreytt frá síðustu spá. Hins vegar er talið að slakinn árið 2002 hafi verið heldur meiri en gert hefur verið ráð fyrir hingað til.

... en slakinn á vinnumarkaði á síðasta ári var hugsanlega meiri

Þrátt fyrir minni slaka á innlendum vörumarkaði á síðasta ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans gæti slaki á vinnumarkaði hafa verið heldur meiri. Atvinnuleysi mældist að vísu um 3,4% sem er í samræmi við það sem spáð var í nóvember. Hins veg-

ar eru sterkar vísbendingar um að vinnuafseftirspurn hafi verið veikari en þetta gefur til kynna og að atvinnuþátttaka hafi minnkað og vinnutími styst, sam- anber umfjöllun í kaflanum um vinnumarkað hér að framan. Vinnuafisnotkun virðist því á heildina lítið hafa dregist nokkuð saman. Þar sem talið er að hagvöxtur hafi verið 2¾% 2003 virðist framleiðni- aukning hafa verið töluverð. Í því ljósi er nú gert ráð fyrir að framleiðni vinnuafis hafi aukist um 3¾% á síðasta ári, í stað 2% í síðustu spá. Á móti kemur að launakostnaður jókst aðeins meira en þá var gert ráð fyrir. Það breytir þó ekki því að launakostnaður á framleidda einingu hækkaði aðeins um 1¾% árið 2003, í stað 3% í síðustu spá.

Eins og í nóvemberspánni er gert ráð fyrir að þessi slaki hverfi smám saman og snúist í spennu í lok spátímabilsins. Spáð er heldur meiri vexti launa- kostnaðar á framleidda einingu á næstu tveimur árum

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

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru seinni hluta febrúar. Forsendur eru aðeins mismunandi þar sem fjórir af fimm gera í spám sínum ráð fyrir framkvæmdum við Norðurál á tímabilinu en einn ekki.

Efst í töflunni má lesa mat sérfræðinganna á verðbólguhorfum í ár og næsta ár. Mat þeirra á verðbólguhorfum yfir árið 2004 hefur lækkað nokkuð frá októberspá og er nær samhljóða 2,1% spá Seðlabankans sem á hinn bóginn er óbreytt frá í október síðastliðnum. Aðilar eru síðan á einu máli um að verðbólguhraði aukist á næsta ári og aftur eru spárnar næstum eins, 2,8% hjá bankanum en 2,9% hjá sérfræðingum. Spárnar fyrir 2005 eru yfir markmiði Seðlabankans. Ljóst er að bankinn býst við nokkru minni verðbólgu milli ársmeðaltala 2004 en fjármála-sérfræðingar, 1,8% á móti 2,3%. Um árið 2005 er tæpast ágreiningur og gert ráð fyrir aukningu.

Eins og endranær var spurt um ýmislegt fleira sem við kemur þjóðarbúskapnum. Hagvaxtarspár fjármála-fyrirtækjanna eru aðeins hærri en spá bankans fyrir árið í ár sem reyndar hefur hækkað spána frá því í október enda nú reiknað með framkvæmdum við Norðurál sem ekki var gert þá. Sem fyrr segir er það

einnig forsenda flestra fyrirtækjanna. Spáir bankinn 3½% hagvexti í ár en sérfræðingarnir 3,8%. Um árið 2005 eru aðilar nánast á einu máli. Seðlabankinn gerir ráð fyrir 4½% vexti vergrar landsframleiðslu en fjármála-fyrirtækin 4,6%.

Að meðaltali telja svarendur að gengi krónunnar verði nær óbreytt eftir tólf mánuði og að gengisvísitalan verði um 122. Um þetta greinir menn meira á en í síðustu spá. Þegar lítið er tvö ár fram í tímann er almennt gert ráð fyrir lakkandi gengi. Skoðanir sérfræðinga eru hins vegar skiptar, hæsta spáða vísitölugildið er 133 en það lægsta 119.

Það er samdóma álit sérfræðinganna – eins og lengi undanfarið – að senn komi að hækkun stýrivaxta Seðlabankans. Spá þeir líkt og síðast 6,1% stýrivöxtum um sama leyti á næsta ári. Eftir tvö ár er spáin upp á 7%.

Svarendur búast allir við einhverjum hækkunum á hlutabréfamarkaði næstu tvö árin en hafa ólíkt viðhorf í þeim efnum. Mikill munur er á væntingum eins og ráða má af hæstu og lægstu gildum. Skiptar skoðanir eru einnig um fasteignaverð en markaðsaðilar spá því samt allir að fasteignir muni áfram hækka í verði hvort sem horft er eitt eða tvö ár fram á við.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2004			2005		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	2,2	2,0	2,5	2,9	2,5	3,3
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	2,3	2,0	2,8	2,7	2,4	3,0
Hagvöxtur	3,8	2,0	4,3	4,6	4,0	5,2
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	122	119	126	126	119	133
Stýrivextir Seðlabankans	6,1	5,8	6,5	7,0	6,3	8,3
Langtímanafvextir ²	7,4	6,5	8,0	7,7	6,5	8,5
Langtímarauvextir ³	3,8	3,5	4,4	4,0	3,6	4,4
Úrvalsvísitala aðallista	8,4	5,0	10,0	9,9	3,0	24,3
Breyting fasteignaverðs	4,1	2,5	5,0	7,2	2,5	10,3

1. Taflan sýnir breytingu milla 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., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf., SPRON og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 07 0209). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsnæðisbréf (IBN 38 0101). Heimild: Seðlabanki Íslands.

og að á næsta ári verði hann í efri kannti þess sem samrýmist verðbólguþéttunni bankans meðal annars vegna launaskriðs, en atvinnuleysi verði nálægt því sem samrýmist stöðugri verðbólgu. Samkvæmt nýgerðum kjarasamningum verða umsamdar hækkunar launakostnaðar hins vegar lægri á árunum 2006 og 2007 en fyrstu tvö árin, en þá er komið út fyrir núverandi spátímabil.

Verðbólguhorfur

Kröftugur framleiðnivöxtur og sterkara gengi draga úr verðbólgu til skemmri tíma

Lítill verðbólguþrýstingur var á síðasta ári frá innlendum vinnumarkaði vegna mikillar aukningar framleiðni og nokkru atvinnuleysi. Þetta, ásamt nokkru sterkara gengi krónunnar, og slaka í innlendri eftirspurn, veldur því að verðbólga á næstu misserum verður lítil og nokkru minni en spáð var í nóvember. Spáð er að verðbólga eftir eitt ár verði einungis 1,8% í stað 2,4% í síðustu spá (2,1% sé miðað við sama ársfjórðung), þrátt fyrir heldur meiri spennu á innlendum vörumarkaði en gert var ráð fyrir í síðustu spá.

Verðbólgan verður hins vegar svipuð og bankinn spáði í ágúst á síðasta ári, en þá var einnig gert ráð fyrir stækkun Norðurláns, en ekki í nóvember. Eins og kom fram í umfjöllun um báðar þessar spár má gera ráð fyrir að stækkun Norðurláns leiði til sterkara gengis krónunnar en ella, sem dregur úr verðbólgu til skamms tíma. Til lengri tíma munu framkvæmdirnar hins vegar auka innlenda eftirspurn og verðbólguþrýsting. Af þessum sökum var í ágúst spáð minnkandi verðbólgu framan af, en að hún ykist smám saman og yrði komin upp fyrir verðbólguþéttunni bankans í lok spátímabilsins. Í nóvember var hins vegar ekki spáð tímabundinni hjöðnun verðbólgu, því áhrifa stækkunar Norðurláns til styrkingar á gengi krónunnar gætti ekki í þeirri spá.

Verðbólga fer hins vegar smám saman vaxandi

Þar sem í uppfærðri spá bankans er gert ráð fyrir stækkun Norðurláns er hún áþekk spánni sem birt var í *Peningamáli* 2003/3. Eftir að hafa minnkað fram eftir þessu ári eykst verðbólga smám saman að nýju og verður komin upp fyrir verðbólguþéttunni bankans um mitt næsta ár. Eftir tvö ár er spáð tæplega 3% verðbólgu, sem er svipuð verðbólga og í tveim síð-

Tafla 4 Uppfærð verðbólguþéttun Seðlabanka Íslands

%	Breyting frá fyrri ársfjórðungi	Ársfjórðungs-breyting á ársgrundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
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	1,0	4,1	2,5
2004:1	0,3	1,0	2,0
2004:2	0,3	1,0	1,8
2004:3	0,2	0,9	1,7
2004:4	1,0	4,1	1,8
2005:1	0,6	2,3	2,1
2005:2	0,6	2,4	2,4
2005:3	0,6	2,5	2,8
2005:4	1,0	4,2	2,9
2006:1	0,7	2,9	3,0

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

%	Breyting milli ára	Breyting yfir árið
2001	6,7	9,4
2002	4,8	1,4
2003	2,1	2,4
2004	1,8	2,1
2005	2,6	2,8

Skýggð svæði sýnir spá.

ustu spám bankans. Eins og í þeim er jafnframt spáð að verðbólga aukist enn frekar þegar litið er lengra fram á veginn, þ.e.a.s. að gefnum forsendum spárinnar, þ.á m. óbreyttri peningastefnu.

Verði ekki af stækkun Norðurláns verður slakinn meiri og verðbólga minni til lengri tíma litið

Að þessu sinni er ekki gert ítarlegt óvissu- og áhættumat fyrir verðbólguþéttunni. Slíkt mat verður, sem fyrr segir, eingöngu gert þegar bankinn birtir heildstæða spá. Hér verða eingöngu nefndir helstu óvissuþættir spárinnar.

Þegar þetta er skrifað liggur ekki fyrir endanleg ákvörðun um stækkun Norðuráls. Það er hins vegar mat Seðlabankans, miðað við þær upplýsingar sem fyrir liggja, að miklar líkur séu á að ráðist verði í þessar framkvæmdir. Komi annað á daginn er augljóst að forsendur spárinnar breytast í veigamiklum atriðum, eins og fjallað hefur verið um í áhættumati með tveimur síðustu verðbólguþáttum bankans.

Ef ekki yrði af stækkun Norðuráls en gengi krónunnar héldist eigi að síður óbreytt, eins og gert er ráð fyrir í spánni, má ætla að hagvöxtur á þessu og næsta ári verði um ½ prósentu minni en hér er spáð. Atvinnuleysi yrði um ½ prósentu meira og framleiðsluspenna tæki ekki að myndast fyrr en á næsta ári. Verðbólguþrýstingur yrði því minni og að gefnu óbreyttu gengi má gera ráð fyrir að verðbólga á þessu ári yrði um ½ prósentu minni og allt að 1 prósentu minni á næsta ári. Eins og áður hefur verið nefnt er hins vegar líklegt að ef ekki yrði af stækkun Norðuráls myndi gengi krónunnar lækka eitthvað, sem myndi auka verðbólgu tímabundið.

Veiking á gengi krónunnar yki eftirspurn og verðbólgu

Viss rök má færa fyrir því að styrking gengisins sem rekja má til stækkunar Norðuráls og framkvæmdanna á Austurlandi, sé að mestu leyti komin fram í gegnum væntingaráhrif markaðarins. Ennfremur er gengi krónunnar um þessar mundir líklega nokkuð yfir jafnvægisgengi til lengri tíma litið. Því má færa fyrir því rök að þegar fram í sækir muni krónan veikjast á ný, þótt ekki sé hægt að útiloka að hún styrkist eitthvað frekar til skemmri tíma litið.

Í framangreindri spá er miðað við óbreytt gengi krónunnar enda þótt viðskiptahalli sé vaxandi og horfur séu á viðsnúningi í gjaldeyrisstraumum þegar stóriðjuframkvæmdum lýkur. Í þessu felst viss hættu á að undirliggjandi verðbólguþrýstingur sé vanmetinn Þar sem núverandi gengi krónunnar er að líkindum hærra en langtímajafnvægisgengi hennar var reiknað fráviksdæmi til þess að gefa grófa hugmynd um hvernig spá bankans gæti breyst. Forsenda fráviksdæmisins er að gengisvísitalan hækki í 129 fram á sumar og haldist óbreytt eftir það. Þessi þróun myndi auka vöxt útflutnings en draga úr vexti inn-

Rammagrein 3 Efnahagsleg áhrif Kárahnjúka og Fjarðaáls

Þótt mjög stutt sé liðið á framkvæmdatíma byggingar Kárahnjúkavirkjunar og bygging álvers í Reyðarfirði sé ekki hafin er ekki úr vegi að staldra við og huga að því hvort þróunin hingað til hafi verið í veigamiklum atriðum önnur en búist var við. Fyrst er rétt að rifja upp það mat sem Seðlabankinn lagði á þessar framkvæmdir áður en þær hófust.¹

Meginniðurstaða greiningar bankans var sú að þrátt fyrir að framkvæmdirnar væru mjög umfangsmiklar væri hægt að tryggja efnahagslegan stöðugleika og halda verðbólgu við verðbólguþrýsting Seðlabankans á tímabili þeirra með samspili innri aðlögunar hagkerfisins og skilvirkar hagstjórnar.

1. Ítarleg greining bankans á þjóðhagslegum áhrifum Fjarðaáls var birt í *Peningamáli* 2003/1. Rétt er að undirstrika að einungis var fjallað um áhrif Fjarðaáls. Ekki var lagt mat á áhrif stækkunar Norðuráls í greiningunni, sem þó hefur haft áhrif á framvinduna síðan. Sjá einnig eldri úttekt í *Peningamáli* 2002/2. Í *Peningamáli* 2003/3 birtist ræða sem aðalhafnir greiningar bankans hélt á fundi Samtaka iðnaðarins og beindi hann sjónum sérstaklega að áhrifum á gengið og hagstjórnarviðbrögðum. Sjá Már Guðmundsson: Hágengið og hagstjórnarvandinn, *Peningamál* 2003/3.

Þannig myndi gengi krónunnar og langtímavextir hækka í aðdraganda og upphafi framkvæmdanna. Lögð var þó áhersla á að þessi innri aðlögun gæti ekki komið að fullu í stað hagstjórnarviðbragða enda endurspeglar aðlögunin a.m.k. að hluta væntingar um slík hagstjórnarviðbrögð.

Mat bankans byggðist á ákveðnum forsendum sem í veigamiklum atriðum voru komnar frá framkvæmdaaðilum sjálfum, svo sem um framkvæmdakostnað, vinnuafslnotkun og skiptingu hennar í innlent og erlent vinnuafll. Þessar forsendur hafa allar breyst síðan.

Í upphaflegum áætlunum var gert ráð fyrir að þungi framkvæmdanna tæki yfir styttri tíma en nú virðist ætla að verða raunin. Gert var ráð fyrir að um tveir þriðju hlutar framkvæmdanna ættu sér stað á árunum 2005 og 2006 og að framkvæmdir yrðu mestar árið 2006. Miðað við nýjustu upplýsingar færast nokkur hluti framkvæmdanna hins vegar frá árunum 2005 og 2006 til ársins 2007 og er nú gert ráð fyrir að 2007 verði meira framkvæmdaár heldur en 2005

(sjá rammagrein 3 í *Peningamálum* 2003/4). Framkvæmdirnar dreifast því yfir lengra tímabil en það gerir hagkerfinu auðveldara að rýma fyrir þeim án þess að spenna upp innlenda eftirspurn.

Í greiningu Seðlabankans í *Peningamálum* 2003/1 var gert ráð fyrir að rúmlega $\frac{3}{4}$ hlutar vinnuaflsins yrðu innlendir, og var það mat algerlega byggt á áætlunum framkvæmdaáðila. Raunin hefur hingað til orðið allt önnur. Nú er ætlað að innan við helmingur vinnuaflsins verði innlendir að meðaltali yfir framkvæmdatímamann. Eftir því sem hlutdeild innflutts vinnuafls er meiri við framkvæmdirnar, því minni spenna mun hljóta af á innlendum vinnu-markaði.

Þá hafa forsendur um gengi og stýrivexti Seðlabankans breyst. Reiknað var með gengisvísitölu 124 en í þeirri spá sem birt er að þessu sinni er hún 120. Gengi krónunnar væri líklega töluvert lægra nú ef framkvæmdaáformin hefðu ekki komið til. Hærra gengi dregur úr verðbólguþrýstingi og eykur svigrúm fyrir framkvæmdirnar. Stýrivextir bankans voru þá 5,8% en eru nú 5,3% enda er enn nokkur slaki í hagkerfinu. Sá slaki auðveldar hagkerfinu einnig að takast á við þessar framkvæmdir án kollsteypu og er reyndar einnig afleiðing af innri aðlögun hagkerfisins í gegnum gengi og vexti vegna þessara framkvæmda.

Án þeirra stóriðjuframkvæmda sem nú eru hafnar væru vextir bankans að öllum líkindum lægri en þeir eru nú. Miðað við einfalda Taylor-reglu og stöðu efnahagslífsins á þessu og síðasta ári ættu stýrivextir bankans að vera um 4½-5%. Áhrif þessara framkvæmda koma því fram í því að stýrivextir bankans hafa lækkað minna en ella, eins og búast

flutnings, sem hefði þau áhrif að hagvöxtur yrði u.þ.b. $\frac{1}{4}$ prósentu meiri á næstu tveimur árum en ella. Atvinnuleysi yrði um $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ prósentu minna. Verðbólga yrði hins vegar töluvert meiri þar sem bein áhrif innfluttrar neysluvöru á innlent verðlag bættist við ofangreind eftirspurnaráhrif. Gæti verðbólga orðið allt að 2 prósentum meiri að meðaltali á þessu ári og um 1 prósentu meiri á því næsta. Verðbólga yrði þá um 1 prósentu yfir verðbólgu-markmiði Seðlabankans á spátímabilinu.

mátti við. Það má því segja að um $\frac{1}{2}$ % af þeim 2% sem dæmi með gengisaðlögun sýndu að vextir þyrftu að vera hærri en ella vegna stóriðjuframkvæmda sé þegar komið fram. Aðhaldssamari ríkisfjármálastefna átti síðan að geta dregið úr þessari hækkun enn frekar. Aukið aðhald í ríkisfjármálum á þessu ári samkvæmt fjárlögum er einmitt tilkomið vegna framkvæmdanna.

Í úttekt Seðlabankans í *Peningamálum* 2003/1 voru reiknuð mismunandi dæmi þar sem niðurstöður voru sýndar sem frávik frá þróun án stóriðjuframkvæmda. Án hagstjórnarviðbragða, gengisaðlögunar og annarrar innri aðlögunar myndi verðbólga verða 4% hærri en ella þegar hún yrði mest. Með gengisaðlögun og stýrivöxtum sem yrðu mest 2% hærri en ella mætti halda verðbólgu innan við 1% hærri en ella. Með ríkisfjármálaáðgerðum myndi enn meiri árangur nást og ekki myndi reyna í sama mæli á hækkun gengis.

Að teknu tilliti til breyttra forsendna og í ljósi þeirrar þjóðhagsspár sem hér er birt er ekkert sem bendir til þess að veilur hafi verið í greiningu og mati Seðlabankans í febrúar 2003. Hagvöxtur stefnir upp fyrir jafnvægisvöxt og slaki mun snúast í spennu. Verðbólga mun fara upp fyrir markmið við hámark framkvæmdanna nema stýrivextir verði hækkaðir. Gengishækkun hefur dregið úr verðbólguþrýstingi og mun slá á nauðsynlegar vaxtahækkunir. Aukið aðhald í ríkisfjármálum mun stuðla að lægra gengi en ella og draga úr nauðsynlegum vaxtahækkunum.

Rétt er að undirstrika að lokum að allt of snemmt er að kveða upp úr um endanleg áhrif stóriðjuframkvæmdanna. Þær eru rétt að byrja.

Meiri hlutdeild erlends vinnuafls myndi eitthvað draga úr verðbólguþrýstingi

Í spánni er gert ráð fyrir að allt að 40% vinnuafls við stóriðjuframkvæmdir verði innflutt. Er það byggt á forsendum sem Seðlabankinn fær frá framkvæmdaáðilum. Verði hlutfallið hins vegar helmingur drægi það lítilla úr innlendra eftirspurn og verðbólgu en áhrifin yrðu þó ekki mikil á heildina lítið innan spátímabilsins. Jafnvel þótt hlutfallið færi í 70% væru áhrifin á hagvöxt á þessu og næsta ári tiltölulega lítil en atvinnuleysi yrði um $\frac{1}{4}$ prósentu herra og verðbólga um $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ prósentu minni á tímabilinu.

III Stefnan í peningamálum

Vextir Seðlabankans hafa enn ekki verið hækkaðir

Stýrivextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í rúmt ár, en þeir voru lækkaðir í 5,3% 18. febrúar 2003. Í síðustu *Peningamálum* var sagt að vaxtahækkunar væru framundan þar sem horfur voru á að framleiðslulaki myndi snúast í framleiðsluspennu á árinu 2005, jafnvel þótt ekki kæmi til stækkunar Norðuráls. Samkvæmt spánni sem þá var birt för verðbólga upp fyrir verðbólguþétt bankans eftir tvö ár að óbreyttri peningastefnu. Í ritinu var einnig sagt að til vaxtahækkunar gæti komið fljótlega, sem mátti skilja sem svo að það yrði áður en *Peningamál* kæmu næst út. Til vaxtahækkunar hefur hins vegar ekki komið enn.

Í þessu sambandi verður að hafa í huga að bankinn taldi ekki rétt að hækka vexti í nóvember þótt verðbólga tvö ár fram í tímann væri yfir markmiði. Óvissa var um hversu mikill slakinn í hagkerfinu væri um þær mundir, horfur voru á að verðbólga yrði undir verðbólguþéttmiði allt árið 2004 og áhrif stóriðjuframkvæmda á hagkerfið virtust hafa verið minni en búist var við, m.a. sakir þess að hlutdeild erlends vinnuafns var mun meiri en ráð var fyrir gert. Þá var sú staðhæfing að vaxtahækkun væri líkleg innan skamms eins og alltaf skilyrt, þ.e.a.s. háð raunverulegri framvindu, hvort af stækkun Norðuráls yrði, stefnunni í ríkisfjármálum og stefnunni í húsnæðismálum.

Að því er framvinduna varðar skiptir mestu þróun verðbólgu og gengis og vísbendingar um slaka í hagkerfinu á síðasta ári. Verðbólga var að vísu meiri á fjórða ársfjórðungi 2003 en bankinn spáði í nóvember. Hún hjaðnaði hins vegar á fyrstu mánuðum þessa árs og var í byrjun mars 1,8% eða nokkru undir verðbólguþéttmiði bankans. Undir lok síðasta árs tók gengi krónunnar síðan að hækka og er í uppfærðri verðbólguþéttmiði sem hér birtist 5% sterkara en í spánni í nóvember. Þá hafa styrkst vísbendingar um að framleiðniaukning hafi verið veruleg á síðasta ári og undirliggjandi slaki á vinnumarkaði meiri en gert var ráð fyrir.

Varðandi önnur atriði sem nefnd voru hafa ekki enn verið teknar endanlegar ákvarðanir um stækkun Norðuráls þegar þetta er skrifað. Líkurnar á þeim framkvæmdum eru hins vegar mjög miklar og er reiknað með þeim í uppfærðri þjóðhags- og verð-

bólguþéttmiði. Fjárlög voru hins vegar samþykkt með meiri afgangi og þar af leiðandi meira aðhald en fólst í fjárlagafrumvarpi. Ekki hafa verið teknar ákvarðanir um fyrirkomulag aukinna húsnæðislána en hugsanlegt er að samhliða þeim breytingum verði teknar ákvarðanir sem muni draga úr þensluáhrifum þeirra. Að teknu tilliti til framvindunnar og annarra þátta er það mat Seðlabankans að ekki hafi verið tímabært að hækka vexti bankans á síðustu mánuðum. Sú staðhæfing að vaxtahækkunar séu framundan miðað við fyrirliggjandi horfur stendur hins vegar óhögguð.

Seðlabankavextir hér og í öðrum verðbólguþéttmiðslöndum

Stýrivextir Seðlabankans eru líklega nálægt því að vera í hlutlausri stöðu, þ.e. hvorki örva né draga úr eftirspurn og verðbólgu. Er þá miðað við að jafnvægisraunvextir séu á bilinu 2½-3%, en raunstýrivextir eru á því bili hvort sem miðað er við verðbólguþéttmið eða verðbólguþéttmið ríkisskuldabréfa til þriggja ára. Miðað við liðna verðbólgu og verðbólguþéttmið ríkisskuldabréfa til tveggja ára eru raunstýrivextirnir hins vegar yfir 3%.

Athyglisvert er að um þessar mundir eru stýrivextir Seðlabankans nánast hinir sömu og í Ástralíu, Nýja-Sjálandi og Póllandi. Öll þessi lönd eru með svipað verðbólguþéttmið og Ísland (miðgildi verðbólguþéttmiðs Nýja-Sjálands er þó ½ prósentu lægra en í hinum löndunum), verðbólga er við eða lítillega undir verðbólguþéttmiðinu og mat á jafnvægisraunvöxtum í þessum löndum er ekki fjarri því sem er á Íslandi og hærra en á við um stærri iðnríki. Seðlabankavextir eru hins vegar bæði hærri og lægri í ýmsum öðrum verðbólguþéttmiðslöndum, sbr. meðfylgjandi töflu. Þar sem þeir eru lægri er verðbólga yfirleitt mun minni, verðbólguþéttmið lægra, efnahagshorfur ekki eins bjartar og hér og/eða jafnvægisraunvextir lægri. Þannig eru stýrivextir aðeins 2% í Noregi en þar er verðbólgan langt undir verðbólguþéttmiðinu og reyndar hefur neysluverð lækkað á síðustu tólf mánuðum en er nær óbreytt að sköttum og orkuverði frátöldu. Svipaða sögu má segja af Svíþjóð, en vextir og verðbólga eru þar þó aðeins hærri en í Noregi en verðbólgan samt nokkuð undir markmiði.

Tafla 5 Vextir seðlabanka og verðbólga í nokkrum löndum með formlegt verðbólgu-markmið¹

Lönd	Verð- bólga (%) ²	Tímabil	Verðbólgu- markmið (%) ³	Stýrivextir seðlabanka (%)	Síðasta breyting stýrivaxta (%)	Dagsetning síðustu breytingar	Raunstýrivextir (%) m.v. liðna verð- bólgu	verðbólgu- markmið
Ástralía	2,4	4. ársfj. 2003	2-3	5,25	0,25	3. des. 2003	2,8	2,7
Bretland	1,4	jan. 2004	2,0	4,00	0,25	5. febr. 2004	2,6	2,0
Ísland	1,8	mars. 2004	2½ (±1½%)	5,30	-0,50	18. febr. 2003	3,4	2,7
Kanada	1,2	jan. 2004	2 (±1%)	2,25	-0,25	2. mars 2004	1,0	0,2
Noregur ⁴	-1,8	jan. 2004	2½ (±1)	2,00	-0,25	29. jan. 2004	3,9	-0,5
Nýja-Sjáland	1,6	4. ársfj. 2003	1-3	5,25	0,25	29. jan. 2004	3,6	3,7
Pólland	1,7	jan. 2004	2½ (±1)	5,25	-0,25	25. júní 2003	3,5	2,7
Suður-Afríka	4,2	jan. 2004	3-6	8,00	-0,50	12. des. 2003	3,6	3,3
Svíþjóð	0,8	jan. 2004	2 (±1)	2,50	-0,25	6. febr. 2004	1,7	0,5

1. Taflan sýnir verðbólgu-markmið fyrir árið 2004 eða langtímamarkmiðið þar sem það hefur þegar tekið gildi. 2. Verðbólga er reiknuð út frá 12 mánaða breytingu þeirrar verðvísitölu sem peningastefna viðkomandi lands er miðuð við eða vísitölu neysluverðs, eftir því sem við á og notast við síðustu mælingu. 3. Ástralía og Nýja-Sjáland miða við að ársverðbólga sé 2-3% og 1-3% að meðaltali yfir hagsveifluna. 4. Mikil verðhjóðnun mældist í Noregi í janúar, að hluta vegna árstíðabundinna þátta, en mikil sveifla niður á við kom í 12 mánaða breytingu í janúar vegna þess að áhrif tolla sem lagðir voru á rafmagn fyrir rúmu ári detta út. Í janúar var verðbólga án skatta og orkuverðs 0,1% í Noregi. Heimildir: EcoWin, heimasiður seðlabankanna.

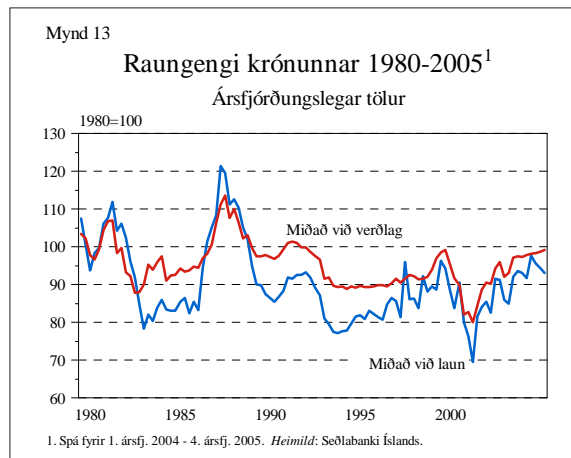
Verðbólguþáttur bendir áfram til að vaxtahækkun sé framundan

Uppfærð þjóðhags- og verðbólguþáttur sem birt var hér að framan felur ekki í sér grundvallarbreytingu á þeim horfum sem lýst var í nóvember. Hagvöxtur varð að vísu meiri á síðasta ári en þá var gert ráð fyrir, einkum vegna kröftugri vaxtar þjóðarútgjalda. Vöxturinn fann sér aðallega farveg í stórauknum innflutningi og viðskiptahalla sem varð mun meiri en áður var reiknað með, eða 5½% af landsframleiðslu. Þrýstingur á innlenda framleiðsluþætti og verðlag var því að sama skapi minni en ella og á sömu sveif lagðist mikil framleiðni aukning og áframhaldandi há hlutdeild erlends vinnuafns við stóriðjuframkvæmdir. Þessi upphafsstaða ásamt sterkara gengi veldur því að verðbólguþátturinn er heldur lægri en síðast mestallt spá-tímabilið, þrátt fyrir meiri hagvöxt öll árin. Á fyrsta ársfjórðungi 2006 er spáð að verðbólga verði þó komin ½ prósentu upp fyrir verðbólgu-markmiðið miðað við óbreytta vexti og gengi. Það gefur að óbreyttu tilefni til að hækka vexti einhvern tíma á næstu mánuðum. Tímasetningar og umfang vaxtahækkana ráðast hins vegar eins og alltaf af framvindu- og ákvörðunum stjórnvalda sem áhrif hafa á hana.

Gengi krónunnar er sérstakur áhættuþáttur í mati á stöðunni nú

Hærra gengi krónunnar á mikinn þátt í að halda verðbólguþáttur næstu missera niðri. Ef gengið væri svipað nú og það var í spánni sem birtist í nóvember sl. myndi verðbólga fara upp fyrir verðbólgu-markmiðið þegar á seinni hluta þessa árs og vera vel yfir 3% í kringum næstu áramót að öðru óbreyttu. Hækkun gengisins frá því í lok október virðist lítið sem ekkert hafa verið tengd raunverulegum og væntum stóriðjuframkvæmdum, enda engin ný tíðindi af þeim vettvangi á tímabilinu, nema þá helst að þær hafi hingað til valdið einhverju minni undirliggjandi verðbólguþrýstingi en áður var talið. Nærtækara virðist vera að leita skýringa í innstreymi erlends lánsfjár vegna eignabreytinga og aukinnar skuldsetningar innlendra fyrirtækja. Þessi gengishækkun gæti því hugsanlega að öðru óbreyttu gengið til baka á næstu mánuðum. Gerist það verður verðbólga meiri en hér er spáð.

Raungengi krónunnar verður í ár miðað við það gengi sem miðað er við í spánni 3,6% og 6,3% hærra en 20 ára sögulegt meðaltal, eftir því hvort miðað er við hlutfallslegt verðlag eða launakostnað á framleidda einingu. Það er væntanlega hærra en langtíma jafnvægisgengi, enda búist við því að gengið verði fyrir ofan það í aðdraganda og uns stóriðjufram-



kvæmdir ná hámarki. Því eru verulegar líkur á að gengið lækki eftir það, nema að nýir búhnykkir verði til að styrkja það. Í kaflanum hér að framan er rakið fráviksdæmi þar sem gengi krónunnar lækkar um 7½% frá því sem miðað er við í meginspánni. Það myndi örva hagvöxt og minnka atvinnuleysi en verðbólga myndi hins vegar aukast umtalsvert um hríð og verða um 1 prósentu yfir verðbólguþröskulmarkmiði bankans á spátímabilinu. Ólíklegt er að gengið lækki svo mikið í nánustu framtíð en hækkun síðustu vikna gæti hins vegar hæglega gengið til baka. Við mótun peningastefnu þarf því að taka þann möguleika með í reikninginn að núverandi gengisforsenda gefi óraunhæfa mynd af verðbólguhorfunum. Vextir kynnu því að verða einhverju hærri en verðbólguþröskulmarkmiði til.