

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Verðbólguhorfur svipaðar og spáð var í júní en hætta á verðbólgu umfram spá árið 2006 hefur aukist

Að þessu sinni birtist ekki þjóðhags- og verðbólguþáttur í ritinu. Í janúar sl. var tilkynnt að fullbúnar þjóðhags- og verðbólguþáttur verði framvegis birtar tvisvar á ári, en ekki fjórum sinnum, í júní- og desemberheftum Peningamála. Eigi að síður leggur bankinn mat á spánnar a.m.k. fjórum sinnum á ári. Endurmat á þeim spám sem bankinn birti í júníþrjú gefur ekki tilefni til að ætla að þróunin viki til muna frá þeim. Verðbólga var komin nálægt efri þolmörkum verðbólguþáttar (4%) heldur fyrr en reiknað var með, en í meginatriðum má segja að þróunin sé í samræmi við spána. Gengi krónunnar hefur ekki breyst mikið en er heldur sterkara en þegar spáin var gerð, sem hamlar gegn verðhækkunum til skamms tíma. Horfur um þróun innflutningsverðs hafa hins vegar versnað til langs tíma og að öðru óbreyttu aukið nokkuð hættuna á að verðbólgan verði meiri á seinni hluta ársins 2005 og á árinu 2006 en spáð var í júní. Frá því þjóðhagsþáttur bankans var gerð í júní sl. hafa verið birt uppgjör þjóðhagsreikninga fyrir fyrstu tvo fjórðunga ársins. Samkvæmt þeim stefnir í a.m.k. jafnmikinn eða meiri vöxt innlendrar eftirspurnar en bankinn spáði í júní. Hækkun stýrivaxta ætti að hamla nokkuð gegn vexti einkaneyslu, en lækkun á vöxtum íbúðalána og aðrar breytingar á íbúðalánamarkaði eru líklegar til að vega þyngra. Þegar þungi framkvæmda eykst á haustmánuðum og fram á næsta ár mun að öðru óbreyttu bæta enn frekar í vöxt einkaneyslu. Vinnuþáttur benda reyndar til þess að nokkur slaki sé þar fyrir hendi, en óvist er að hve miklu leyti sá varasjóður vinnuþáttar nýtist þegar framkvæmdir við virkjanir og álver ná hámarki og áhrifin hafa náð til flestra þátta þjóðarþáttar. Þrátt fyrir að hækkun stýrivaxta bankans í júní og einkum júlí feli í sér lítillga aukið aðhald peningastefnunnar hefur það ekki megnað að breyta fjárhagslegum skilyrðum heimila og atvinnugeira svo heitið geti og hvað heimilinn varðar hefur aðhaldið sem fjármálaleg skilyrði veita ótvírætt minnkað.

I Þróun efnahagsmála

Verðbólguþáttur sem hófst í apríl sl. náði hámarki í júní og var hún nálægt efri þolmörkum verðbólguþáttar. Eftir það hjaðnaði hún nokkuð, reyndar að nokkru leyti sakir áhrifa breytingar á íbúðalánakerfinu. Að hluta skýrist aukin verðbólga af hærri innflutningsverði, sem einkum

má rekja til mikillar hækkunar eldsneytisverðs. Að því leyti er aukin verðbólga síður áhyggjuefni. Ef horft er fram hjá áhrifum breytingar á íbúðakerfinu, tímabundnum áhrifum hærri eldsneytisverðs og að nokkru leyti opinberum verðhækkunum er undirliggjandi verðbólga tæplega 3%. Umtalsverðan hluta verðbólgunnar má hins vegar rekja til kröftugrar innlendrar eftirspurnar, sem til þessa hefur einkum birst í hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar, en sterkt gengi krónunnar hefur veitt hækkun vöruverðs viðnámi. Í kjölfar aukinnar verðbólgu

1. Í þessari grein er notast við upplýsingar sem voru tiltækar þann 15. september 2004.

hækkuðu verðbólguvæntingar töluvert, einkum meðal almennings.

Ekkert lát virðist á vexti innlendrar eftirspurnar. Bæði einkaneysla og fjárfesting jukust ört á fyrri helmingi þessa árs. Nýjustu hagvísar benda til áframhaldandi vaxtar á þriðja fjórðungi ársins. Þungi framkvæmda við virkjanir og álbræðslur mun ennfremur aukast á næstu mánuðum. Vinnumarkaðurinn virðist hafa átt í nokkrum erfiðleikum með að laga sig að örum vexti eftirspurnar. Ástandið einkennist samtímis af skorti og gnægð vinnuafis og árstíðarleiddrétt atvinnuleysi hefur aukist frá vormánuðum.

Verðlagsþróun

Verðbólga jókst í byrjun sumars og fór nálægt efri þolmörkum verðbólguþolmiðs

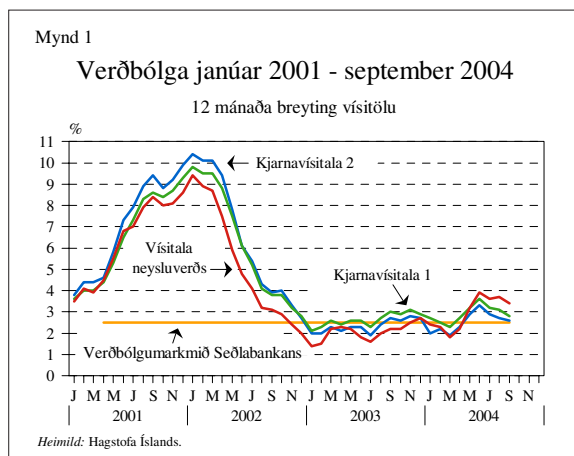
Verðbólga tók að aukast sl. vor og fór hæst í 3,9% í júní. Hún hefur minnkað nokkuð síðan og mældist 3,4% í september. Að nokkru leyti mátti rekja aukna verðbólgu til sveiflukennndra þátta. Undirliggjandi verðbólga hefur eigi að síður fylgt svipaðri þróun. Hagstofan gefur út tvær kjarnavísitölur sem gefa vísingingu um undirliggjandi verðbólgu. Hækkun kjarnavísitölu 1, sem byggist á vísitölu neysluverðs en undanskilur búvöru, grænmeti, ávexti og eldsneyti, varð mest 3,6% og mældist 2,8% í byrjun september. Hækkun kjarnavísitölu 2, sem að auki undanskilur opinbera þjónustu, hefur verið nokkru minni og mældist 2,6% í september. Verðbólgu undanfarinna mánaða má bæði rekja til eftirspurnar og kostnaðarþrýstings. Þrýstings frá eftirspurn hefur

ekki síst gætt á húsnæðismarkaði, en kostnaðarþrýstings mest í eldsneytisverði og að einhverju leyti þjónustu.

Húsnæðisverðbólga enn mikil, en litillega hefur dregið úr henni frá því í júní

Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs skýrir tæplega þriðjung hækkunar vísitölnunnar undanfarna tólf mánuði, eða 0,9 prósentur. Eftir að hafa dalað seinni hluta sl. árs jókst húsnæðisverðbólga á ný á vormánuðum og fór markaðsverð húsnæðis ört hækkandi á sumarmánuðum. Síðan hefur dregið nokkuð úr húsnæðisverðbólgunni á ný, en þá verður að hafa í huga að breyting á íbúðalánakerfinu í júlí hafði áhrif til lækkunar húsnæðisliðar sem leiddi til 0,17% lækkunar vísitölnunnar (sjá rammagein 1).

Miklar breytingar hafa átt sér stað á húsnæðismarkaði að undanförmu sem kunna að hafa ýtt undir verðhækkunir. Greiðari aðgangur að lánsfé og lægri vextir hafa hvetjandi áhrif á eftirspurn. Hækkun hámarkslána Íbúðalánasjóðs um síðustu áramót bætti aðgengi að ódýrara fjármagni til húsnæðiskaupa en var í boði hjá viðskiptabönkunum, en þeir hafa lítið verið á íbúðalánamarkaðinum fyrr en nýlega. Viðskiptabankarnir brugðust við samkeppninni með því að veita húsnæðis kaupendum gengisbundin lán til húsnæðiskaupa á lægri raunvöxtum en í boði voru hjá Íbúðalánasjóði. Þá verður reyndar að hafa í huga að um er að ræða breytilega vexti sem taka mið af erlendum skammtíma vöxtum, en þeir hafa verið nálægt sögulegu lágmarki. Í júlí tók Íbúðalánasjóður upp nýtt veðbréfakerfi og leiddi kerfisbreytingin til þess að vextir húsnæðisveðbréfa (svokölluð íbúðabréf) urðu fljótlega $\frac{3}{4}$ prósentum lægri en bréfa úr eldra húsnæðisveðbréfinu. Undir lok ágúst hófu viðskiptabankarnir að bjóða viðskiptavinum sínum lán á svipuðum kjörum og Íbúðalánasjóður. Ekkert hámark er á þeim lánum. Þau gagnast því sérstaklega vel þeim sem vilja kaupa stærri eignir eða endurfjármagna eldri lán.² Fleiri geta því keypt húsnæði eða stækkað við sig eftir þessar breytingar, sem ætla má að ýti undir hækkun íbúðaverðs.



2. Þessi nýju lán er ekki einvörðungu unnt að taka við kaup á húsnæði. Þau má nota til að greiða upp áhvílandi lán eða auka skuldsetningu og lækka þannig eigið fé í húsnæði án þess að eiga viðskipti. Þessi möguleiki mun tæpast hafa bein áhrif á húsnæðisverð en gæti aukið einkaneyslu.

Á móti þessum eftirspurnaráhrifum vegur að mikil fjárfesting í íbúðarhúsnæði, bæði í fyrra og í ár, mun þegar fram í sækir skila sér í meira framboði á húsnæði. Vísendingar eru um að aukið framboð sé þegar farið að halda nokkuð aftur af verðhækkunum, a.m.k. í sumum hverfum á höfuðborgarsvæðinu. Verði þjóðhagslegar aðstæður óhagstæðari

gæti þessi þróun leitt til offramboðs og verðlækkunar.

Verðbólga af erlendum uppruna lítill að verðhækkun eldsneytis frátalinni

Að hækkun eldsneytisverðs frátalinni hefur verðbólga af erlendum toga verið innan hóflegra marka

Rammagrein 1 Áhrif breytinga á markaði fyrir lán til húsnæðiskaupa á vísitölu neysliverðs

Í byrjun júlí sl. var gerð kerfisbreyting hjá Íbúðalánasjóði sem fól í sér að íbúðarkaupendur fá bein peningalán með föstum vöxtum í stað húsbrefalána. Lánin eru fjármögnuð með skuldabréfaútboðum. Vextir sem íbúðarkaupendur bjóðast eru jafnir þeirri ávöxtunarkröfu sem fæst við sölu skuldabréfanna að viðbættu álagi sem nú er 0,6%. Hér verður leitast við að greina áhrif þessarar kerfisbreytingar á aðferðir við mælingu vísitölu neysliverðs.

Í *Peningamálum* 2004/2¹ var fjallað ítarlega um hvernig kostnaður vegna húsnæðis er mældur í vísitölu neysliverðs. Lýst var hvernig markaðsverð seldra eigna, ending húsnæðis og fórnarkostnaður þess að búa í eigin húsnæði er reiknaður. Hér verður aðeins fjallað um breytingar sem hlutast af kerfisbreytingu Íbúðalánasjóðs og áhrif þeirra á mælingu vísitölu neysliverðs.

Hagstofa Íslands fær upplýsingar um staðgreiðsluverð frá Fasteignamati ríkisins og er það reiknað eins og fyrir kerfisbreytingu. Greiðslur með peningum sem fást með veðlánum frá Íbúðalánasjóði eru staðgreiðsla þannig að ekki þarf að taka tillit til yfirverðs eða affalla eins og þurfti þegar greitt var með húsbrefum.

Hagstofan reiknar fórnarkostnað þess að búa í eigin húsnæði. Við útreikning á vaxtakostnaði vegna eigin húsnæðis eru notaðir raunvextir á áhvílandi lánnum. Auk þess eru reiknaðir 3% raunvextir af þeim hluta húsnæðisins sem telst eigið fé (sjá nánar í fyrrgreindum viðauka). Í júlí voru vextir á nýjum lánnum Íbúðalánasjóðs 0,3 prósentum lægri en fyrir breytinguna. Þessi breyting var látin hafa sams konar áhrif á vísitölu neysliverðs og áður hafði verið gert þegar breytingar urðu á vöxtum Íbúðalánasjóðs. Með því að lækka vexti

á lánnum frá Íbúðalánasjóði í kaupsamningum um 0,3 prósentur mældist vísitalan í júlí 0,17 prósentum lægri en ella.

Hagstofan telur óæskilegt að elta allar skammtíma-breytingar í langtímavöxtum þegar húsnæðiskostnaður neysliverðsvísitölnnar er reiknaður enda einungis vextir á nýjum lánnum að breytast. Þess vegna breytti Hagstofan aðferð sinni við mat á raunvöxtum á nýjum lánnum vegna húsnæðiskaupa þegar neysliverðsvísitalan fyrir ágúst var reiknuð út. Nú er miðað við meðal-raunvexti undanfarin fimm ár. Til að byrja með verður þó ekki miðað við full fimm ár heldur verður meðaltalið reiknað frá mars 2000 en þá var byrjað að nota upplýsingar úr kaupsamningum vegna íbúða utan höfuðborgarsvæðisins við útreikning á húsnæðiskostnaði í neysliverðsvísitölnni. Í febrúar 2005 verða komin full fimm ár (60 mánuðir) og eftir það mun verða miðað við meðalvexti síðustu 60 mánaða í hvert sinn. Á sama tíma var vægi eigin fjár minnkað lítils háttar og fyllir ekki lengur helming en vægi yfirtekinna skulda aukði að sama skapi. Sú vaxtahækkun sem leiddi af breyttu vægi eigin fjár og yfirtekinna skulda var ekki látin valda hækkun á liðnum „reiknuð húsaleiga“.

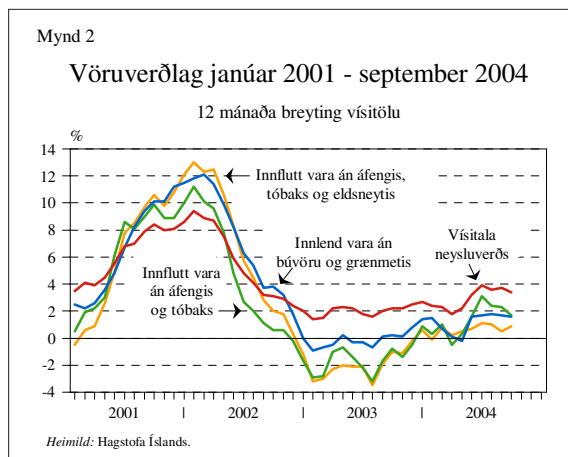
Í ágúst lækkuðu vextir á lánnum Íbúðalánasjóðs aftur um 0,3 prósentur. Þar eð miðað var við mánaðarlega meðalvexti frá mars árið 2000 varð í raun hækkun á vöxtum Íbúðalánasjóðs í útreikningum á vísitölu neysliverðs á milli júlí og ágúst en lítils háttar lækking á milli júní og ágúst. Breytingin á milli júní og ágúst er í samræmi við nýja aðferð Hagstofunnar en ekki breytingin á milli júlí og ágúst. Liðurinn reiknuð húsaleiga hækkaði um 0,9% milli júlí og ágúst sem kom til af hækkun markaðsverðs húsnæðis.

Hagstofan hefur ekki upplýst hvernig ný húsnæðislán viðskiptabankanna verði meðhöndluð í vísitölu neysliverðs.

1. Nánar tiltekið í Vísitölur íbúðaverðs – aðferðir við mælingu, viðauki 1 við greinina Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum í *Peningamálum* 2004/2, bls. 28-31.

það sem af er ári. Undanfarna átta mánuði hefur árs-hækkun verðs innfluttrar vöru, að verðhækkun eldsneytis, áfengis og tóbaks frátalinni, verið á bilinu 0,5% til 1% og 0,9% í september. Eldsneytisverð hefur hins vegar hækkað kröftuglega að undanfögnu og í september hafði það hækkað um 13% á einu ári. Af 3,4% hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum til september má rekja 0,5 prósentur til verðhækkunar eldsneytis. Sé eldsneyti talið með innfluttri verðbólgu er hún því töluvert meiri og mældist 1,7% í september. Að eldsneyti frátöldu er því ekki mikill kostnaðarþrýstingur erlendis frá. Fyrir ári voru áhrifin hins vegar enn til lækkunar.

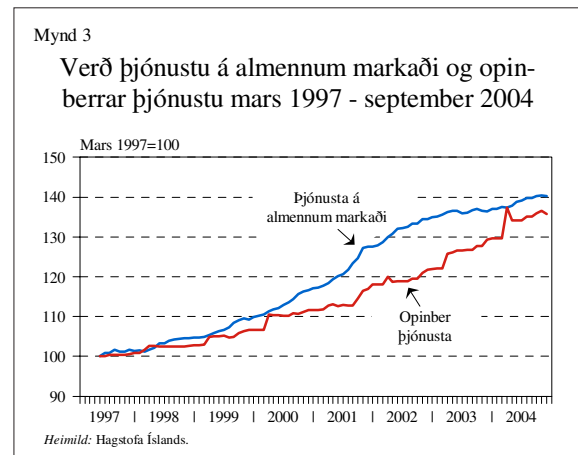
Innlendir framleiðendur vöru eru í samkeppni við innflutning og hefur innflutningsverð því áhrif á verðlag innlendarar vöru. Árshækkun verðlags innlendarar vöru án búvöru og grænmetis hefur verið á bilinu 1,5%-2,0% undanfarna fimm mánuði og 1,6% í september, sem er nokkru meiri verðhækkun en á innfluttri vöru án eldsneytis, enda ætti kostnaðarauki vegna nýafstaðinna kjarasamninga að hafa haft nokkur áhrif á verðlagið. Vísitala framleiðsluverðs fyrir innlenda markað hefur lítið sem ekkert hækkað á fyrri helmingi þessa árs samkvæmt upplýsingum frá Hagstofu Íslands. Verðhækkun frá framleiðendum gefur því vart tilefni til hækkunar smásöluverðs innlendarar vöru.



Verðhækkun þjónustu á markaði meiri en sem nemur verðbólgu markmiði en verð opinberrar þjónustu hefur hækkað enn meira

Árshækkun verðlags þjónustu á markaði nam 2,9% í september og hefur farið nokkuð vaxandi það sem

af er ári. Frá áramótum hafði verðlagið hækkað um 2,2%. Verðlag þjónustu er næmt fyrir launabreytingum. Verðhækkun þjónustu má því líklega að nokkru leyti rekja til sammingsbundinna launahækkana. Meginþungi sammingsbundinna launahækkana á árinu er líklega þegar kominn fram í verðlagi þjónustu á markaði og áætlað launaskrið það sem af er ári er í samræmi við þá forsendu sem Seðlabankinn gaf sér við síðustu verðbólguþá. Því ættu að vera skilyrði fyrir hóflegri hækkun það sem eftir er ársins. Verð opinberrar þjónustu hefur hins vegar hækkað langtum meira. Á tólf mánuðum til septemberbyrjunar hækkaði það um 5%. Þegar verð almennrar og opinberrar þjónustu er borið saman er eðlilegra að skoða það í lengri tíma samhengi. Undanfarin sjö ár hefur verð þjónustu á markaði hækkað ívið meira en verð opinberrar þjónustu, samanber mynd 3, en töluvert hefur dregið saman að undanfögnu enda hafa laun í opinbera geiranum hækkað meira en laun á almennum vinnumarkaði undanfarin misseri.



Hærra innflutningsverð kyndir undir verðbólgu en sterkara gengi vegur á móti

Frá því að síðasta verðbólguþá Seðlabankans var unnin hefur framvindan í grófum dráttum verið í samræmi við þær forsendur sem þá var miðað við að því er áhrærir launaþróun og framleiðni. Breytingar á gengi og innflutningsverði gefa þó e.t.v. tilefni til endurmats. Undir lok ágúst var gengi krónunnar rúmlega 1½ prósentu sterkara en þegar síðasta spá var unnin sem að öðru óbreyttu leiðir til minni verðbólgu. Á móti vegur að ýmislegt bendir til þess

að innflutningsverð hækki meira en gert var ráð fyrir. Þar ber fyrst að nefna eldsneytisverð sem hefur hækkað mikið eins og áður segir. Miðað við framvirkt eldsneytisverð mun verðið haldast áfram hátt. Framvirkt verð hefur þó reynst misgóður mælikvarði á framtíðarþróun staðgreiðsluverðs. Spár um hrávöruverð á heimsmarkaði og verð iðnaðarvöru á heimsmarkaði benda einnig til þess að innflutt verðbólga gæti aukist á komandi misserum. Slíkt mundi leiða til nokkru meiri verðbólgu á seinni hluta spátímabilsins en gert var ráð fyrir í síðustu verðbólguþá.

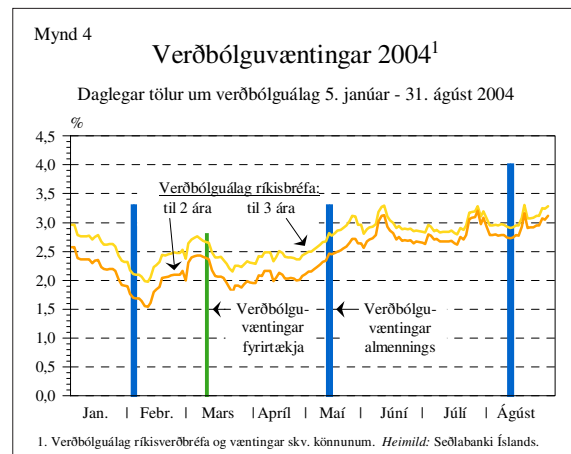
Undirliggjandi verðbólga tæplega 3%

Kjarnavísitölurnar sem getið var um að ofan eru aðeins til hliðsjónar við mat á undirliggjandi verðbólgu. Að hve miklu leyti ástæða er til að horfa fram hjá ákveðnum verðhækkunum við mat á undirliggjandi verðbólgu er hins vegar matsatriði hverju sinni. Sterk rök eru fyrir því að horfa fram hjá beinum áhrifum herra eldsneytisverðs, eins og gert er í kjarnavísitölunum. Ákveðin rök kunna einnig að vera fyrir því að líta fram hjá opinberum verðhækkunum. Í ljósi þess að ekki vantar mikið á að verðlag opinberrar þjónustu hafi fylgt verðlagi þjónustu einkaaðila þegar horft er yfir átta ára tímabil gæti hægt á aðlögun á verði opinberrar þjónustu að verði annarrar þjónustu. Hvað sem því líður hefur verðlag opinberrar þjónustu þá sérstöðu að vera á valdi stjórnvalda. Fram hjá því verður þó ekki horft að launahækkunir opinberra starfsmanna, sem hafa verið nokkru meiri en á almennum vinnu- markaði, eiga hlut að máli og eru þáttur í verðbólguferlinu. Þær kunna að auki að fela í sér nokkurn verðbólguhvata. Því eru rök fyrir því að meta undirliggjandi verðbólgu meiri en hækkun kjarnavísitölu 2, sem hefur hækkað um 2,6% sl. tólf mánuði. Loks er rétt að horfa framhjá skammtíma- áhrifum breytinga á íbúðalánakerfinu, sem námu tæplega 0,2 prósentum. Þegar tekið hefur verið tillit til ofangreinds má draga þá ályktun að undirliggjandi verðbólga sé tæplega 3%.

Verðbólguvæntingar hafa hækkað

Verðbólguálag reiknað sem mismunur óverðtryggðra ríkisskuldabréfa og verðtryggðra ríkisbréfa til þriggja ára hefur sveiflast á bilinu 2,8%-3,3% og verið að meðaltali í kringum 2,9% frá í júníbyrjun.

Það er um hálfri prósentu meira en á fyrstu fimm mánuðum ársins þegar álagið var lengst af nálægt verðbólguþá. Nokkrar ástæður má nefna fyrir hækkingu verðbólguálagsins og ber þar fyrst að nefna að vísitala neysluverðs hækkaði meira en greiningardeildir bankanna höfðu gert ráð fyrir, bæði í maí og júní. Vísitalan lækkaði reyndar í júlí meira en gert var ráð fyrir, en vegna þess að lækkunina má að mestu rekja til sumarútsölu fatnaðar, sem mun ganga til baka, virðist sem hún hafi ekki haft mikil áhrif á væntingar. Verðhækkun á eldsneyti hefur verið meiri en gert var ráð fyrir og ekki horfur á verulegri lækkun í bráð. Einnig hafa verð og væntingar um verð á iðnaðar- og hrávöru á heimsmarkaði hækkað. Á móti vegur að krónan hefur styrkst um rúmlega 1½% frá miðjum maí eins og áður hefur komið fram.



Verðbólguvæntingar almennings til næstu tólf mánaða voru að meðaltali 4% í byrjun ágústmánaðar en rúmlega 3% í maí. Þær hafa því hækkað nokkru meira en verðbólguálag ríkisskuldabréfa. Könnunin var gerð eftir að vísitala neysluverðs lækkaði meira en vænst var í júlí, sem ætla mætti að hafi dregið úr verðbólguvæntingum. Á móti vegur verðhækkun eldsneytis á þeim tíma sem könnunin var gerð. Miðgildi verðbólguvæntinga samkvæmt könnuninni var töluvert lægra en meðaltalið eða rúmlega 3%. Helmingur svarenda gerði ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði yrði innan við 3% en nokkuð stór hópur taldi að verðbólga að ári yrði mun meiri en 4% og þar með yfir efri þölmörkum verðbólguþá.

Sterk eftirspurn, nokkuð hátt gengi, viðskiptahalli og verðbólguvæntingar á uppleið fela í sér hættu

Undirliggjandi verðbólga í grennd við 3% þyrfti í sjálfu sér ekki að vera áhyggjuefni ef jafnvægi ríkti í þjóðarþúskapnum að flestu leyti. Benda má á að ef áhrif hækkandi orku- og húsnæðisverðs eru frátalin er verðbólga undir verðbólguþröngun nú. Verðbólgan er því enn sem komið er bundin við fáa þætti. Þá virðast launabreytingar í stórum dráttum vera í samræmi við verðbólguþröngun. Rétt er þó að hafa nokkra áhættuþætti í huga. Í fyrsta lagi kann húsnæðisverðbólga að vera leiðandi vísibending um verðbólgu sem fram undan er, líkt og gerðist árið 1999. Það kann þó að hamla gegn hækkun húsnæðisverðs að framboð á íbúðarhúsnæði hefur aukist verulega, ólíkt aðstæðum árið 1999. Í öðru lagi er rétt að hafa í huga að vöxtur innlendrar eftirspurnar hefur verið firna mikill að undanfögnu, eins og fjallað er um hér að neðan. Eftirspurnarþröngun hefur til þessa fremur birst í vaxandi viðskiptahalla en aukinni verðbólgu. Að því leyti svipar aðstæðum í ár til framvindunnar árið 1998. Vaxandi ójafnvægi í viðskiptum við útlönd felur í sér þá áhættu að þröngun verði á gengi krónunnar síðar, sérstaklega þegar haft er í huga að raungengið er líklega í hærra lagi um þessar mundir. Lækki gengi meðan eftirspurn er sterk geta verðbólguáhrifin verið sterkari en ella.

Á hinn bóginn má nefna nokkur atriði sem ættu að hafa einhver jákvæð áhrif á næstunni. Dregið hefur úr fjárfestingu hins opinbera, sem ýtti undir eftirspurn, einkum á síðari hluta sl. árs og í byrjun þessa. Einnig virðist spennan á vinnuþéttum vera á heildina litið minni en gera hefði mátt ráð fyrir í ljósi stór-

framkvæmda sem hafnar eru, þótt stað- og starfsgreinabundinn skortur sé á vinnuafli.

Horfur á að verðbólga verði minni í ár en meiri á seinni hluta 2005 og á árinu 2006 en spáð var í síðustu verðbólguþá

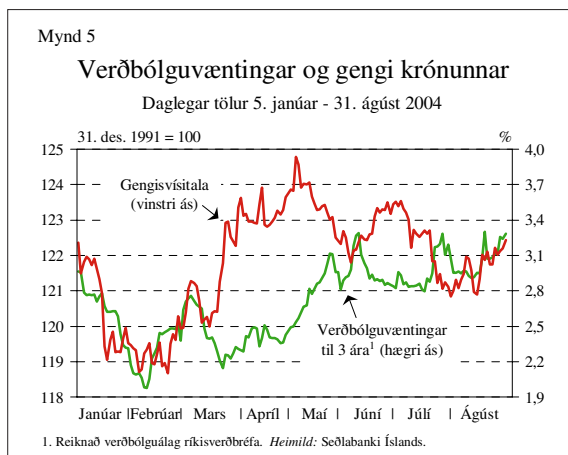
Í síðustu verðbólguþá bankans, sem birt var í júníbyrjun, var gert ráð fyrir að verðbólga á öðrum ársfjórðungi yrði 3,3% og gekk það eftir. Það sem af er þriðja ársfjórðungi stefnir í að mæld verðbólga verði nokkru minni en spáð var í júní. Þá spáði Seðlabankinn 4,0% hækkun frá sama ársfjórðungi í fyrra. Aftur ber að hafa í huga að fyrrgreind breyting á íbúðalánakerfinu hafði í för með sér eins skiptis lækkun á metnum fórnarkostnaði þess að búa í eigin húsnæði. Ekki var tekið tillit til þessara áhrifa í síðustu verðbólguþá, en þau námu 0,17% til lækkunar vísitölunnar í júlí. Ef það hefði verið gert hefði litlu munað á spánni og mælingum.

Á heildina litið virðist verðbólguþáinn sem birt var í júní sl. gefa þökkalega góða mynd af verðbólguhorfum til næstu tveggja ára. Á móti minni verðbólgu á seinni hluta þessa árs vegur að horfur eru á að hækkun innflutningsverðs og meiri framleiðsluspenna en gert var ráð fyrir í síðustu spá geti leitt til meiri verðbólgu á síðari hluta spátímabilsins en spáð var.

Framleiðsla og eftirspurn

Hægir á efnahagsbata í Bandaríkjunum og innri vöxtur á evrusvæði enn veikburða

Ytri skilyrði þjóðarþúskapins hafa á heildina litið heldur batnað á útflutningshlið, en versnað á innflutningshlið. Efnahagsbata í viðskiptalöndunum heldur áfram, þótt hægt hafi á vextinum í Bandaríkjunum. Hækkun olíuverðs hefur undanfarna mánuði sett mark sitt á eftirspurn. Eftir kröftugan vöxt landsframleiðslu í Bandaríkjunum á fyrsta fjórðungi ársins hægði á hagvexti á öðrum ársfjórðungi. Spár um hagvöxt á árinu hafa lækkað nokkuð. Álitamál er að hve miklu leyti er um að ræða tímabundna töf vegna herra olíuverðs eða varanlegri þróun. Áhrif aukinna ríkisútgjalda fara einnig dvínandi og skammtímavextir hafa tekið að hækka. Í Japan olli hagvöxtur annars ársfjórðungs einnig vonbrigðum. Hagvöxtur á evrusvæði hefur enn ekki komist á flug þótt rofað hafi til í ársbyrjun.



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

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru seinni hluta ágúst-mánaðar sl. Að þessu sinni voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

Efst í töflunni má lesa mat sérfræðinganna á verðbólguhorfum í ár og næsta ár. Þeir telja að verðbólgan yfir árið 2004 verði að meðaltali 3,5% og eru spárnar nær samhljóða. Þetta er nokkur hækkun frá því í vor og mikil hækkun frá spá sömu aðila í ársbyrjun sem vart kemur á óvart í ljósi hækkandi húsnæðis- og olíuverðs það sem af er árinu. Aðilar eru síðan á einu máli um að á næsta ári dragi ögn úr verðbólgu en þó ekki sem neinu nemur. Spárnar eru yfir verðbólgu-markmiði Seðlabankans en innan þolmarka. Verðbólga milli ársmeðaltala er ekki fjarri verðbólgu yfir árið eins og sjá má af töflunni, en skoðanir eru skiptari.

Hagvaxtarhorfur fyrir árið 2004 eru betri núna að mati sérfræðinganna en þær voru í maí, en óbreyttar á næsta ári. Að meðaltali álíta þeir að hagvöxtur verði 4,3% í ár og 4,7% á næsta ári. Munur á hæsta og lægsta gildi er álíka.

Að meðaltali telja svarendur að gengi krónunnar lækki aðeins næstu tólf mánuði og að gengisvísitalan verði rúmlega 123, örlitlu hærrí en hún hefur verið undanfarið. Um þetta greinir menn meira á en í síðustu spá. Það sama er uppi á teningnum þegar skyggst er lengra fram á við.

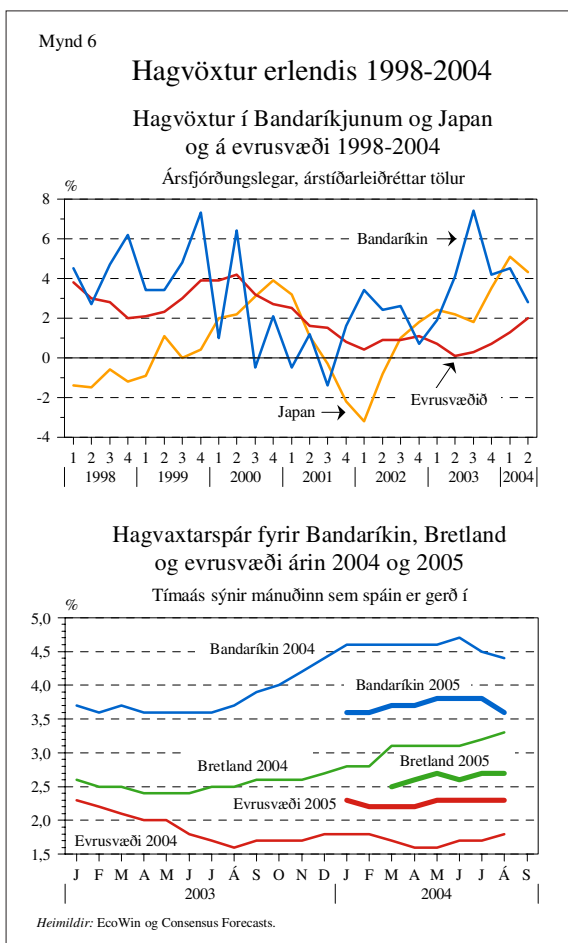
Stýrivextir Seðlabanka Íslands eru nú 6,25% og er það samdóma álit sérfræðinganna að þeir muni hækka nokkuð næstu mánuði og verði 7,8% eftir tólf mánuði og hinir sömu að 24 mánuðum liðnum.

Svarendur búast allir við einhverjum hækkunum á hlutabréfamarkaði næstu tólf og tuttugu og fjóra mánuði þrátt fyrir að úrvalsvísitalan hafi hækkað um rösk 60% það sem af er árinu og sé í sögulegu hámarki. Mikill munur er á væntingum eins og ráða má af hæstu og lægstu gildum en að meðaltali er vænst 12% hækkunar næstu tólf mánuði og 18% hækkunar næstu 24 mánuði. Um fasteignaverð eru menn ekki á einu máli, en allir spá því þó að fasteignir hækki áfram 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).....	3,5	3,4	3,6	3,2	3,0	3,5
Verðbólga (milli ársmeðaltala).....	3,2	3,0	3,7	3,2	2,9	3,3
Hagvöxtur.....	4,3	3,9	4,6	4,7	4,3	5,0
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla.....	123,3	120,0	128,0	123,8	120,0	133,0
Stýrivextir Seðlabankans.....	7,8	7,5	8,0	7,8	7,5	8,0
Langtímanafnvextir ²	7,8	7,5	8,0	7,5	7,0	8,5
Langtímaraunvextir ³	3,8	3,5	4,2	3,7	3,5	4,0
Breyting úrvalsvísitölu aðallista.....	12,6	5,0	18,0	18,0	10,3	35,0
Breyting fasteignaverðs.....	7,5	5,0	10,0	11,3	10,0	15,0

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi og vexti. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. 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.



Í Japan og á evrusvæði er innanlandseftirspurn lítil og hagvöxturinn hefur fyrst og fremst verið knúinn af útflutningi.

Útflutningsverð sjávarafurða tekur heldur við sér

Hvort sem það er efnahagsbata á helstu markaðs-svæðum eða öðrum þáttum að þakka hefur útflutningsverðlag sjávarafurða, einkum botnfiskafurða, heldur hækkað frá marsmánuði. Fyrstu sjö mánuði þessa árs var meðalverð eigi að síður tæplega 5% lægra í erlendum gjaldmiðlum en það var á sama tímabili í fyrra.³ Verðþróunin er nokkuð mismunandi eftir greinum. T.d. var verðlag sjófrystra afurða í júlí sl. u.þ.b. óbreytt frá júlí árið 2003, en verðlag landfrystra afurða 4,3% lægra. Mjölverð hefur farið

3. Miðað er við gjaldmiðlavog sem byggist á hlutdeild í vöruútflutningi.

lækkandi vegna banns Evrópusambandsins við notkun þess í dýrafóður, en vonir standa til að því verði aflétt á haustmánuðum. Verð á áli hefur í grófum dráttum staðið í stað undanfarna mánuði, en það er u.þ.b. fimmtungi hærra en fyrir ári. Búist er við litlum breytingum á næstunni.

Hækkun eldsneytisverðs hefur umtalsverð áhrif á þjóðarbúskapinn

Eins og alkunna er hefur eldsneytisverð hækkað mjög á þessu ári. Þannig hefur verð bensíns hækkað um tæplega 50% og hráolíuverð um rúmlega helming undanfarna tólf mánuði. Búast má við að hráolíuverð verði að meðaltali tæplega þriðjungi hærra í dollurum talið á yfirstandandi ári en í fyrra. Þessi hækkun hefur umtalsverð áhrif á ýmsum sviðum þjóðarbúskaparins. Eldsneytiskostnaður sjávarútvegsfyrirtækja nemur t.d. u.þ.b. 15% af rekstrarkostnaði þeirra og gæti hækkun eldsneytis-kostnaður minnkað framlegð þeirra um 4 prósentur á þessu ári (sjá rammagrein 3). Hækkunin hefur einnig áhrif á ytri jöfnuð þjóðarbúsins. Verðmæti innflutts eldsneytis nam tæplega 16 ma.kr. á sl. ári. Miðað við að verðlag haldist hátt út árið má búast við að verðmæti innflutts eldsneytis aukist um a.m.k. 6 ma.kr. á þessu ári.

Öflugur hagvöxtur hélt áfram á fyrri helmingi ársins

Þegar Seðlabankinn birti þjóðhagsspá sína í júní-byrjun lágu ekki fyrir neinar tölur um hagvöxt á yfirstandandi ári. Síðan hafa birst þjóðhagsreikningar fyrir tvo ársfjórðunga. Samkvæmt þeim stefnir í að hagvöxtur og þjóðarútgjöld á þessu ári geti orðið nokkru meiri en í spánni. Hinn 9. september sl. birti Hagstofan einnig endurmat á þjóðhagsreikningum fyrir árið 2003. Samkvæmt því var hagvöxtur í fyrra ívið meiri í fyrra en áður var talið, eða 4,3% í stað 4%. Munar þar mest um meiri vöxt útfluttrar þjónustu og aðeins meiri vöxt einkaneyslu, en fjármunamyndun jókst heldur minna en samkvæmt fyrstu áætlunum.

Hagvöxtur á fyrri helmingi ársins var svipaður og ársfjórðungana á undan, eða 4,6% á þeim fyrsta og 6,4% á öðrum ársfjórðungi. Hefur vöxturinn ekki verið meiri í tvo ársfjórðunga samfleytt frá fyrsta fjórðungi ársins 2001. Vöxtur fjármunamyndunar var aðeins minni á fyrsta fjórðungi ársins en ársfjórðungana á undan vegna flugvélakaupa í fyrra, en

Rammagrein 3 Olíuverð og þjóðarbúskapurinn

Olíuverð hefur hækkað mikið en raunverð hefur oft verið hærra

Síðastliðna tólf mánuði hefur verð hráolíu hækkað um helming á alþjóðlegum markaði og bensín í svipuðum mæli. Þótt talað sé um metverð á olíuvörum á það tæpast við nema um nafnverð í Bandaríkjadöllum. Haustið 1990 var raunvirt hráolíuverð að jafnaði um fimmtungi hærra en um þessar mundir. Á árunum 1979-1985 var raunvirt olíuverð að meðaltali tveimur þriðju hlutum hærra en nú og síðari helming áttunda áratugarins og fyrri helming þess níunda var það að jafnaði hærra en nú. Þar við bætist að frá árinu 2001 hefur gengi Bandaríkjadals lækkað verulega gagnvart evru og öðrum helstu gjaldmiðlum heims. Olíuverð í öðrum gjaldmiðlum hefur því yfirleitt hækkað mun minna en í Bandaríkjadöllum, en það dregur úr áhrifum hærra olíuverðs á afkomu atvinnugreina og hagvöxt í viðkomandi löndum, einnig á Íslandi.

Mynd 1



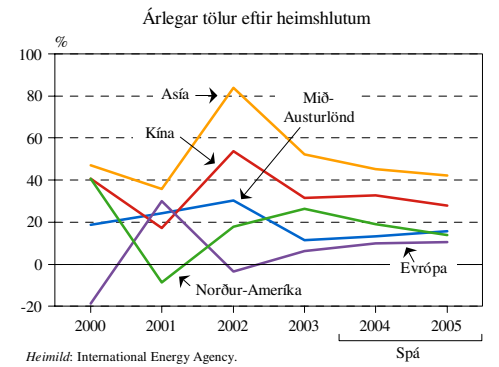
Eftirspurn talin ráða meiru um verðhækkunina en áður

Verðhækkunin að undanfögnu á sér að nokkru leyti aðrar skýringar en fyrri hrinur hækkana. Á síðustu áratugum hafa miklar verðhækkningar yfirleitt stafað af minnkuðu framboði olíu. Olíuframleiðendur hafa dregið úr framleiðslu til að knýja fram verðhækkun. Að þessu sinni er hins vegar talið að skýringa sé fremur að leita í eftirspurn. Spurn eftir olíu hefur aukist það hratt á undanfögnu misserum að lítið hefur mátt út af bera til að

framboð anni ekki eftirspurn. Vegna lítillar umframframleiðslugetu hafa staðbundinn stjórnmálaórói í mikilvægum framleiðslulöndum, ástandið í Írak og aukin efnahagssumsvif í heiminum haft mikil áhrif á verðið.

Mynd 2

Aukning olíueftirspurnar 2000-2005

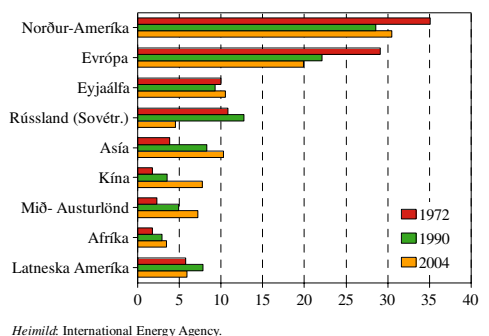


Aukin hlutdeild Asíu og einkum Kína í eftirspurn

Miklar breytingar hafa orðið á hlutdeild einstakra heimshluta í spurn eftir olíu á síðustu þremur áratugum. Hlutdeild Norður-Ameríku hefur minnkað úr 35% árið 1974 í tæplega 30% í ár og hlutdeild Evrópu úr 29% í 20%. Á 30 árum hefur hlutdeild annarra Asíulanda en Japan aukist úr 6% í 18% og hlutdeild Kína úr 2% í 8%. Hraðastar hafa breytingarnar verið á síðustu árum. Undanfarnir ár hefur vöxtur eftirspurnar því að

Mynd 3

Eftirspurn eftir hráolíu eftir heimshlutum 1972-2004



mestu leyti komið frá Kína, öðrum Asíulöndum og Bandaríkjunum. Í ár má rekja tæplega helming af aukinni eftirspurn til Asíu og þar af þriðjung til Kína, en dregið hefur úr vexti eftirspurnar í Bandaríkjunum. Spáð er svipaðri þróun á næsta ári.

Áhrif á hagvöxt minni en í flestum öðrum löndum

Áhrif hækkunar olíuverðs á þjóðarþúskapinn eru einkum tvíþætt. Annars vegar er um að ræða hækkun á verði innfluttrar vöru sem hefur bein áhrif til aukningar verðbólgu, eins og hún er mæld með vísitölu neysluverðs. Hins vegar leiðir herra olíuverð til þess að viðskiptakjör rýrna, en það dregur úr hagvexti. Athuganir með þjóðhagslíkani Seðlabankans benda til þess að hækkun olíuverðs það sem af er ári og síðan breyting í samræmi við framvirkt verð til 2005, sem jafngildir fjórðungs hækkun í erlendum gjaldmiðlum á milli árunna 2003 og 2004 og um 6% hækkun milli árunna 2004 og 2005, muni leiða til þess að hagvöxtur á næstu tveimur árum verði 0,1-0,2 prósentum minni en ella. Þetta eru nokkru minni áhrif en áætluð hafa verið í öðrum löndum, t.d. Bandaríkjunum. Líklegt er að það skýrist af meiri notkun olíu til kyndingar og raforkuframleiðslu þar en hér á landi.

Meiri verðbólga til skamms tíma

Áhrifin á innlenda verðbólgu eru flóknari. Til skamms tíma má ætla að bein áhrif olíuverðshækkana á verðbólgu vegi þungt og verðbólga í ár gæti orðið allt að 0,3 prósentum meiri en ella, mæld sem hækkun milli ársmeðaltala. Eftir um það bil tvö ár eru áhrif viðskiptakjararýrnunarinnar hins vegar farin að vega þyngra, auk þess sem reiknað er með að olíuverð verði þá farið að lækka á ný. Af þeim sökum gæti verðbólgan orðið u.þ.b. 0,2 prósentum minni en ella, ef ekki er reiknað með áhrifum á gengi krónunnar.

Hækkun olíuverðs hefur umtalsverð áhrif á framlegð útgerðar, einkum kolmunna- og rækjuskipa

Olíunotkun fiskiskipa nemur nú að jafnaði 12% af

rekstrartekjum og 15% af rekstrarkostnaði. Hlutfallið hefur hækkað nokkuð undanfarin tvö ár sökum verðhækkunar olíuvöru. Í rekstraryfirliti fiskveiða frá Hagstofunni fyrir árið 2002 nam olíunotkun 8% af tekjum og 11% af rekstrarkostnaði. Því má reikna með að framlegð útgerðar á yfirstandandi ári verði allt að 4 prósentum lakari sem hlutfall af tekjum en ella vegna hækkunar olíuverðs sl. mánuði. Nokkuð er misjafnt hve mikið hækkun olíuverðs íþyngir einstökum greinum fiskveiða. Áhrifin eru mest á útgerð togskipa, en ætla má að olíukostnaður togskipa nemi 13%-16% af tekjum eða 18%-20% af rekstrarkostnaði. Olíuverðshækkunin undanfarna mánuði gæti valdið útgerðum kolmunna- og rækjuskipa verulegum erfiðleikum, jafnvel svo að til stöðvunar komi, enda eru þessar veiðar orkufrekar og aflaverðmæti tiltölulega lítið.

Framboð hráolíu mun aukast á næstu árum og stuðla að verðlækkun

Áætlað er að framboð hráolíu muni aukast í ár. Í spá IEA (International Energy Agency) frá því í ágúst sl. segir að framboð muni aukast á yfirstandandi ári og því næsta um nærri 7%, eða nokkuð umfram eftirspurn. Framleiðsla OPEC-ríkjanna er um þessar mundir meiri en framleiðslukvótar segja til um. Birgðastaða er talin vera í góðu meðallagi og reyndar er hún mun betri en búast mætti við í ljósi þeirrar verðhækkunar sem dunið hefur yfir. Oftast hreyfast verð og birgðastaða í öndverða átt, en svo hefur ekki verið á síðustu mánuðum. Birgðir í Bandaríkjunum eru nú meiri en um þriggja ára skeið. Vinnslugeta olíuhreinsunarstöðva hefur aukist og eru þær taldar hafa alla burði til að anna spurn eftir unnum olíuvörum á næstunni. Vöxtur framleiðslugetu í hráolíuvinnslu á sér að mestu leyti stað utan OPEC-ríkjanna. Þar við bætist að hægt er að grípa til öryggisbirgða IEA, sem svara til um 2% árlegrar eftirspurnar. Því telja margir ólíklegt að olíuverð muni haldast eins hátt og að undanförmu.

jókst á öðrum fjórðungi ársins, eða í 21%. Vöxtur einkaneyslu á fyrri árshelmingi var hinn mesti frá fyrri helmingi ársins 1999. Þrátt fyrir aukinn útflutning var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt eins og þrjá síðustu ársfjórðunga 2003.

Stefnir í meiri vöxt einkaneyslu en spáð var

Einkaneysla á fyrri helmingi ársins 2004 var 7,2% meiri en fyrir ári. Nokkuð þarf því að draga úr vextinum svo að spá Seðlabankans um 5½% vöxt árið 2004 gangi eftir (sjá töflu 1). Vöxtur kaupmáttar launa á fyrri helmingi ársins nam 1½% og atvinna

Tafla 1 Þjóðhagsstærðir 2003-2004

	2003			2004		Spá Seðla- banka fyrir allt árið ¹
	Allt árið	3. ársfj.	4. ársfj.	1. ársfj.	2. ársfj.	
<i>Magnbreyting frá fyrra ári (%)</i>						
Verg landsframleiðsla	4,3	3,5	4,9	4,6	6,4	4¼
Þjóðarútgjöld	8,0	9,0	9,3	8,5	8,7	7
Einkaneysla	6,6	6,3	6,5	7,9	6,5	5½
Samneysla	3,3	3,0	3,1	1,9	2,2	½
Fjármunamyndun	17,6	26,3	31,0	17,1	21,0	17
Útflutningur	0,3	2,5	-1,2	3,8	7,4	5
Innflutningur	9,7	16,0	10,8	14,3	12,9	11¾
<i>Hlutfall af landsframleiðslu (%)</i>						
Vöru- og þjónustujöfnuður	-2,9	-3,5	-4,6	-2,4	-8,4	-6½
Viðskiptajöfnuður	-4,1	-4,3	-4,6	-5,4	-7,7	-8¾

1. Spá í júní 2004. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

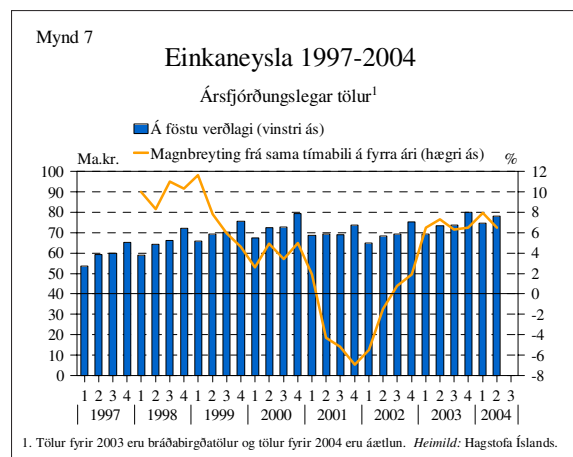
virðist hafa minnkað á milli ára. Heimilin hafa því að miklu leyti fjármagnað einkaneysluna með lántökum. Kann þar að gæta áhrifa herra eignaverðs.

Hagtölur sem birst hafa nýlega benda ekki til að vöxturinn hafi hægt á sér það sem af er þriðja ársfjórðungi. Greiðslukortavelta í júlímánuði jókst reyndar heldur hægar en fyrr á árinu, en dagvöruvelta tók kipp upp á við, sem hugsanlega má skýra með góðu veðurfari. Innflutningur neysluvöru var einnig afar mikill í mánuðinum þótt vöxturinn milli ára væri heldur minni en fyrr á árinu. Loks benda tölur um tekjur ríkissjóðs af virðisaukaskatti og innflutningi til þess að eftirspurn sé enn í miklum vexti.

Sumt bendir þó til þess að heldur hægari vöxtur einkaneyslu gæti verið framundan en á fyrri hluta ársins. Væntingavísitala Gallup lækkaði nokkuð sl. sumar. Hún er nú nokkru lægri en á sama tíma fyrir ári, en hækkaði þó bæði í júlí og ágúst. Þá hefur kaupmáttur aukist hægar að undanförmu en í fyrra sakir meiri verðbólgu og tímasetningar kjarasamninga. Þótt minni vöxtur kaupmáttur hafi hingað til ekki megnað að brjóta á bak aftur neyslugleði heimilanna, gæti það gerst um síðir. Loks virðast aðstæður á vinnumarkaði ekki fara eins ört batnandi og gert var ráð fyrir, eins og nánar verður greint frá í vinnumarkaðarkafnanum hér á eftir.

Dregur úr vexti samneyslu en hæpið að markmið ríkissjórnar um samdrátt náist

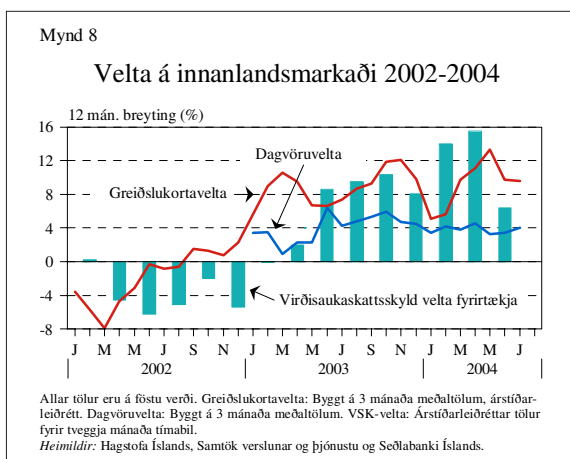
Vöxtur samneyslu nam aðeins u.þ.b. 2% á fyrri helmingi ársins 2004 og hefur ekki verið minni frá árinu 2001. Þessi vöxtur samræmist allvel 3% raunhækkun ríkisútgjalda til rekstrar og sjúkratrygginga á fyrri hluta ársins, sem eru skástu handbærar vísbendingar um samneysluútgjöld. Samanburður milli ára er þó venju fremur erfiður vegna breytinga á framsetningu útgjaldaupplýsinga. Eftir að fjárlög og fjárhagsáætlanir sveitarfélaga lágu fyrir, var spáð ½% vexti samneyslu á árinu, 1% hjá sveitarfélögum og örlitlum vexti hjá ríki og sjúkratryggingum. Til þess að sú spá gangi eftir þarf samneysla að dragast saman um 1% á síðari helmingi ársins, sem virðist í bjartsýnna lagi.



Tafla 2 Vísbendingar um eftirspurn á fyrri hluta ársins 2004

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Fyrsti árs- fjórðungur	Annar árs- fjórðungur	Tveir síðustu mánuðir ¹	
Dagvöruvelta (raunbreyting).....	3,8	3,4	júní - júlí	5,5
Greiðslukortavelta (raunbreyting).....	9,8	9,8	júní - júlí	8,0
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga).....	35,8	28,4	júní - júlí	25,1
Sementssala (magnbreyting).....	65,4	48,5	júní - júlí	37,6
Almennur innflutningur (magnbreyting).....	23,7	.	janúar - júlí	14,9
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting).....	14,5	.	janúar - júlí	14,1
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting).....	36,9	.	janúar - júlí	26,3
Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu (nafnbreyting).....	9,1	11,6	júní - júlí	10,7
Útlán Íbúðalánsjóðs (breyting nafnvirðis).....	12,5	77,5	maí - júní	118,5

1. Talnadálkur lengst til hægri sýnir breytingu frá fyrra ári á nýjasta tveggja mánaða tímabili sem gögn eru til um nema fyrir innflutning er sýnt tímabilið frá upphafi árs. Heimildir: Bilgreinasambandið, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Íbúðalánsjóður, Samtök verslunar og þjónustu, sementsseljendur, Seðlabanki Íslands.



Fjármunamyndun sækir í sig veðrið

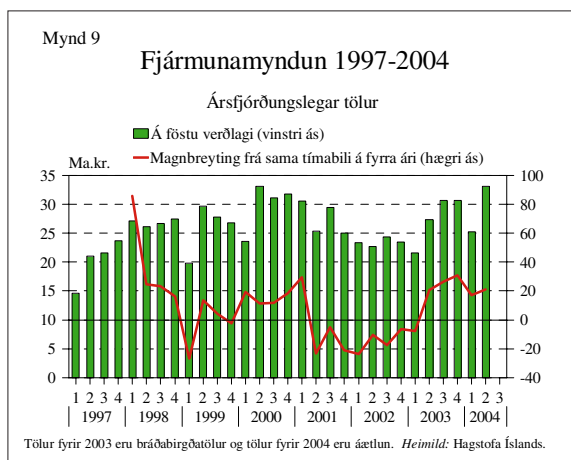
Fjármunamyndun á fyrri helmingi ársins jókst um 19,3% frá fyrra ári. Vöxturinn á fyrsta fjórðungi ársins var nokkru minni en fjórðungana á undan, og má líklega rekja það til samdráttar fjárfestingar í skipum og flugvélum, en gagnstæðra áhrifa gætti á öðrum ársfjórðungi. Þar sem slík fjárfesting er mjög óregluleg er gagnlegt að horfa fram hjá henni við mat á undirliggjandi fjárfestingu. Gögn um innflutning annarrar fjárfestingarvöru en skipa og flugvéla gefa vísbendingu um undirliggjandi þróun. Innflutningur annarrar fjárfestingarvöru jókst um 37%, eða svipað og ársfjórðungana á undan. Sundurlíðun ársfjórðungslegra gagna um fjármunamyndun liggur ekki fyrir, en ljóst er af upplýsingum um útgjöld ríkissjóðs að dregið hefur úr fjárfestingu ríkisins eftir því sem

líðið hefur á árið og má búast við að hún dragist saman síðari hluta ársins. Fjárfesting atvinnuvega er hins vegar í miklum vexti, eins og búast mátti við. Flest bendir einnig til að íbúðafjárfesting muni aukast a.m.k. jafnmikið og í fyrra.

Viðskiptahalli jókst á fyrri hluta ársins en hallinn í fyrra reyndist minni en áður var talið

Viðskiptahalli á fyrri helmingi ársins nam 6½% af landsframleiðslu. Hefur viðskiptajöfnuðurinn þá versnað um tæplega 3 prósentur af landsframleiðslu frá sama tímabili í fyrra, þrátt fyrir meiri útflutning. Þess má geta að endurskoðun á tölum um jöfnuð þáttatekna á sl. ári leiddi í ljós töluvert meiri þáttatekjur í fyrra en áður höfðu verið áætlaðar, sem leiddi til þess að viðskiptahallinn í fyrra telst nú hafa verið sem nemur tæplega 1½ prósentu af landsframleiðslu minni en áður var talið, eða rúmlega 4%. Útflutningur á fyrri helmingi ársins jókst um 5½% frá fyrra ári, sem er nokkru meiri vöxtur en á sama tíma í fyrra. Aukinn halli skýrist því fyrst og fremst af mun meiri innflutningi, sem jókst um 13½%. Vöxtur bæði út- og innflutnings á fyrri hluta ársins var því meiri en Seðlabankinn spáði í júní að yrði á árinu öllu.

Vöruinnflutningur fyrstu sjö mánuði ársins jókst að magni um 15½% frá fyrra ári. Lítið lát virðist á vextinum. Ársvöxtur innflutnings neysluvöru fyrstu sjö mánuði ársins nam rúmlega 14%. Útgjöld vegna ferðaþjónustu á föstu gengi jukst um 26% á milli ára og útgjöld vegna samgangna jukust um tæplega



fjórðung. Vaxandi hluti útgjalda íslenskra heimila hefur því verið erlendis á þessu ári.

Útflutningur sjávarafurða fyrstu sjö mánuði ársins jókst að magni um 8% frá fyrra ári, en meðalverð lækkaði nokkuð, eins og fyrr var getið. Einnig jókst útflutningur lyfja og iðnaðarvöru af ýmsu tagi mikið. Álframleiðsla var í stórum dráttum óbreytt frá fyrra ári og útflutningur heldur minni fyrstu sjö mánuðina, en miklar mánaðarsveiflur eru í álútflutningi. Tekjur af samgöngum og ferðaþjónustu jukust verulega á fyrri helmingi ársins, eða um 26% og 11% á föstu gengi. Hins vegar var samdráttur í liðnum önnur þjónusta. Á heildina litið virðist staða útflutningsgreina hafa verið þokkaleg.

Í júní spáði Seðlabankinn að viðskiptahallinn á yfirstandandi ári myndi nema 8¼% af landsframleiðslu. Miðað við þróunina það sem af er ári virðist líklegt að hallinn verði eitthvað minni. Þó ber að hafa í huga að halli sem tengist einkaneyslu er jafnan meiri á síðari helmingi ársins en á hinum fyrri. Að auki fara framkvæmdir við virkjanir að færast í aukana á næstu mánuðum. Sveiflur í innflutningi fjárfestingarvöru og þáttatekjujöfnuði er hins vegar erfitt að sjá fyrir, eins og endurskoðun á tölum síðastliðins árs ber með sér. Á heildina litið verður ekki fullyrt að horfur séu á til muna minni viðskiptahalla á næstu tveimur árum en Seðlabankinn spáði í júní.

Ríkisfjármál

Afkoma ríkisins hefur batnað töluvert...

Bókfærð gjöld ríkissjóðs voru 3,4 ma.kr. umfram tekjur á fyrri hluta þessa árs. Þessi tala er ósambæri-

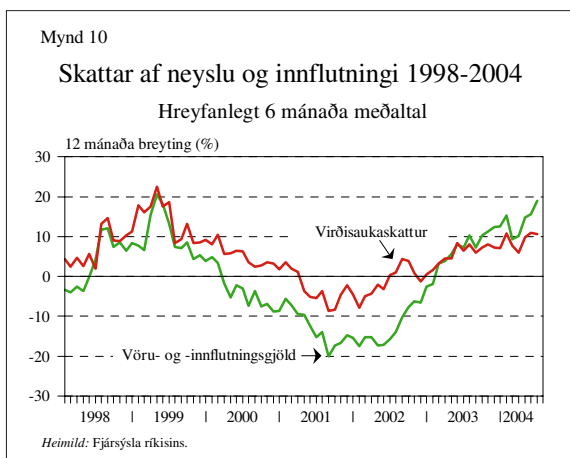
leg við tölur frá fyrra ári vegna sölu ríkisbankanna þá og flýtingar á bókun útgjalda í ár. Ef leiðrétt er fyrir þessu tvennu, voru tekjur 1½ ma.kr. umfram gjöld á fyrri hluta þessa árs, en 9 ma.kr. halli var á sama tíma í fyrra. Afkoma ríkisins hefur samkvæmt því batnað talsvert. Fjárlög ársins 2004 stefna að jöfnuði greiddra gjalda og innheimtra tekna, en bráðabirgðatölur síðasta árs sýndu 20 ma.kr. halla án eignasölutekna.

...sem að nokkru leyti má rekja til aukinnar eftirspurnar og innflutnings

Tekjur ríkisins til júniloka voru svipaðar og á sama tíma í fyrra, þrátt fyrir að engin sala eigna hafi átt sér stað í ár, þar sem tekjur án eignasölu hækkuðu um 10% umfram verðlag. Tekjuskattur einstaklinga, tryggingagjöld og virðisaukaskattur gáfu einnig af sér u.þ.b. 10% meira á föstu verði en á sama tíma í fyrra og skattar af innflutningi 19% meira. Hafa verður í huga að miklar skatttekjur á þessu ári tengjast að verulegu leyti tímabundinni þenslu og viðskiptahalla og munu því hjaðna þegar dregur úr umsvifum. Til hliðsjónar má áætla að í uppsveiflunni árin 1998-2000 hafi árlegar tekjur ríkissjóðs af sköttum af neyslu og innflutningi umfram tekjur árin á undan og eftir numið 2% af landsframleiðslu. Þessi fjárhæð svarar nokkurn veginn til afgangans á ríkissjóði þessi ár. Rétt er þó að hafa í huga að fjárfesting vegur nokkru þyngra í yfirstandandi uppsveiflu en hinn síðustu.

Útgjöld hafa litið breyst að raungildi, en meira þarf til að markmið náist

Ef leiðrétt er fyrir breyttri framsetningu gjalda í skýrslum, má áætla að raunútgjöld ríkissjóðs hafi verið ½% hærri á fyrri helmingi þessa árs en í fyrra. Markmið fjárlaga er 3% raunlækkun. Rekstrarútgjöld virðast í fljótu bragði í samræmi við fjárlög, en raunhækkun tilfærslna það sem af er ári er um 5% þótt stefnt hafi verið að 2% raunlækkun á fjárlögum. Í tilfærslum vega þyngst tryggingabætur og ýmsar aðrar lögbundnar greiðslur til aðila utan ríkisgeirans. Fjárfestingarútgjöld hafa lækkað um 16% á föstu verði frá fyrri hluta síðastliðins árs, en stefnt var að 33% lækkun á árinu eftir miklar framkvæmdir á síðasta ári. Er líklegt að nokkru af framkvæmdum, sem búið var að heimila á fjárlögum 2003, hafi verið frestað til 2004 og bætist þannig við heimiluð útgjöld.



Sökum tekna af sölu eigna nam lánsfjárafgangur til júniloka í fyrra 4½ ma.kr., en á sama tímabili í ár nam lánsfjárbörf rúmlega 3 ma.kr., þrátt fyrir betri innheimtu lána. Hefur henni verið mætt með útgáfu ríkisbréfa á innlendum markaði. Lánsfjárbörfin er sambærileg milli ára þrátt fyrir bókhaldsbreytingar.

Vinumarkaður

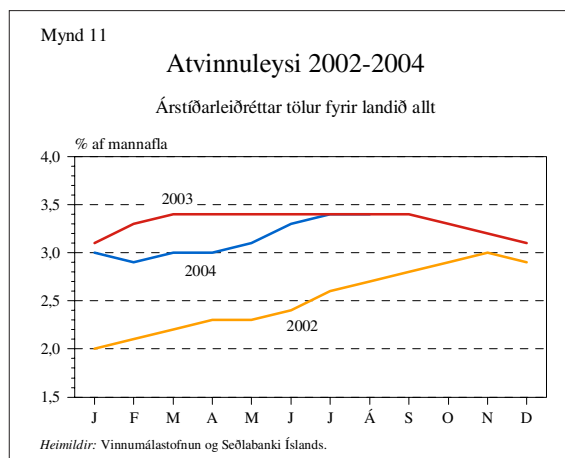
Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi eykst

Ekki hefur dregið úr atvinnuleysi í takt við aukin umsvif í þjóðarbúskapnum. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi hefur aukist jafnt og þétt frá aprilmánuði og var 3,4% í ágúst. Þróun árstíðarleiddréttis atvinnuleysis að undanfögnu svipar meira til ársins 2002, þegar atvinnuleysi jókst, en síðasta árs þegar atvinnuleysi var byrjað að dragast saman.

Atvinna eykst á höfuðborgarsvæðinu en minnkar á landsbyggðinni

Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar sýna áframhaldandi samdrátt⁴ í vinnuaflsnotkun á fyrri helmingi ársins, miðað við sama tíma í fyrra.⁵

4. Samkvæmt staðgreiðsluskrá Hagstofu Íslands fækkaði starfandi fólki óverulega eða um 0,2%. En það að atvinnutekjur jukust aðeins um 4,4% milli ára á meðan launavísitala, sem mælir breytingar á föstum launum, hækkaði um 5,6% bendir til þess að samdráttur hafi orðið í heildarvinnutíma þeirra sem voru við vinnu. Sjá einnig umfjöllun í *Peningamálum* 2004/2.
5. Þessar niðurstöður benda til að atvinnuleysislutfall á fyrri hluta ársins hafi verið herra en 3,5% vegna þess að ársverk hafi verið færri en Vinnuálfstofnun reiknar með. Vinnuálfstofnun notar áætlingu Efnahags



Atvinnuþátttaka dróst saman um eina prósentu vegna fækkunar fólks á vinnumarkaði um 2.800. Samdráttur í vinnuaflsnotkun og atvinnuþátttöku var meiri á öðrum ársfjórðungi en hinum fyrsta og hæggar dró úr atvinnuleysi.

Vinnuaflsnotkun samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar, mæld sem fjöldi starfandi, dróst saman um 0,4% á fyrri hluta ársins miðað við sama tíma í fyrra og skýrist eingöngu af fækkun starfandi fólks á landsbyggðinni því að starfandi fólki fjölgaði á höfuðborgarsvæðinu. Ef miðað er við vinnutíma þeirra sem voru í vinnu var samdrátturinn meiri. Heildarvinnutímafjöldi á fyrri hluta ársins dróst saman um tæplega 1½% frá sama tíma í fyrra og skýrir samdráttur í vinnutíma á landsbyggðinni um 80% þar af. Hagvöxtur var umtalsverður á fyrri helmingi ársins og hefur framleiðni því aukist verulega frá fyrra ári.

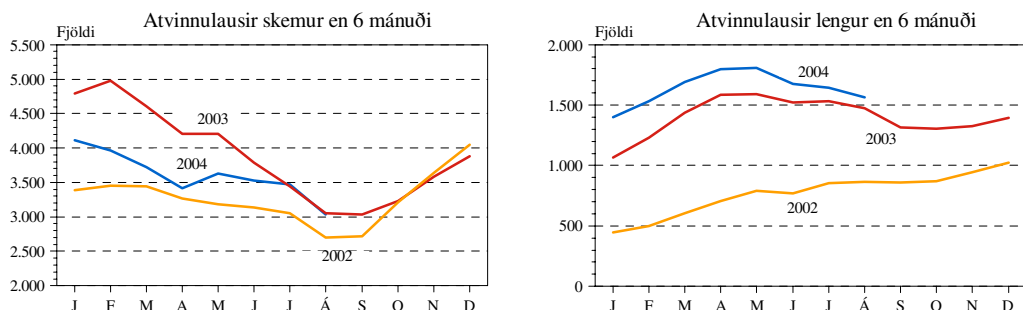
Aukið atvinnuleysi kann að skýrast af fækkun sumar-afleysingastarfa

Skammtímaatvinnuleysi (þ.e. þeir sem hafa verið atvinnulausir skemur en sex mánuði) tók kipp upp á við í maí, um það leyti sem atvinnuleysi jókst á ný. Skýrist það nær eingöngu af auknu atvinnuleysi meðal yngri kvenna. Þessi þróun er frábrugðin því

hagsskrifstofu fjármálaráðuneytisins um ársverk á vinnumarkaði (nefharinn) í útreikningum sínum og gera þeir ráð fyrir 0,9% fjölgun ársverka fyrstu sex mánuði ársins miðað við sama tíma í fyrra. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar sýna hins vegar samdrátt á fyrstu sex mánuðum ársins hvort sem skoðað er vinnuaflíð (-0,9%), fjöldi starfandi (-0,4%) eða heildarvinnutími (-1½%) .

Mynd 12

Fjöldi atvinnulausra eftir lengd atvinnuleysis 2002-2004



Heimild: Vinnuáætlun.

sem verið hefur á þessum árstíma undanfarin tvö ár. Á sama tíma dró hins vegar úr langtímaatvinnuleysi. Nærtækt er að skýra aukningu atvinnuleysis frá vör- mánuðum með skorti á sumarstörfum og að aukið at- vinnuleysi stafi því að einhverju leiti af tímabundinni fjölgun námsfólks á atvinnuleysissskrá.

Aukið skráð atvinnuleysi vekur nokkra furðu í ljósi þess að framboð á störfum hefur aukist mjög. Laus störf hjá vinnumiðlunum voru rúmlega 40% fleiri fyrstu átta mánuði þessa árs en á sama tímabili í fyrra. Fjölgunin hefur verið meiri á höfuðborgar- svæðinu (77%) en á landsbyggðinni (31%). Að Austurlandi undanskildu fjölgaði lausum störfum einungis um fjórðung á landsbyggðinni. Hluti þeirra starfa sem í boði eru á Austfjörðum og tengjast virkjana- og álversframkvæmdum verður líklega mannaður með erlendu starfsfólki. Atvinnuástand á Austurlandi virðist eigi að síður vera að batna. Enn eru framkvæmdir við álverið í Reyðarfirði ekki komnar á skrið, en þegar það gerist á næstu mánuðum mun framboð á störfum þar líklega aukast enn frekar.

Atvinnuleyfum hefur fjölgað mikið en erlendu starfs- fólki hefur fjölgað mun meira

Útgáfa nýrra atvinnuleyfa bendir ekki síður til mikill- ar eftirspurnar eftir vinnuafl, en hún rúmlega tvöfaldaðist fyrstu átta mánuði ársins frá fyrra ári. Á sama tíma hefur dregið úr framlengingu atvinnuleyfa um tæpan þriðjung. Útgáfa atvinnuleyfa segir hins vegar minna um atvinnuástandið en áður. Samkvæmt upplýsingum frá vinnumiðlunum og aðilum vinnu- markaðarins virðist færast í aukana að fólk af evr-

ópska efnahagssvæðinu, sem ekki þarf að sækja um atvinnuleyfi fyrir, sé ráðið í störf.

Fleiri hyggjast fjölga starfsfólki á næstu mánuðum

Samkvæmt könnun sem Samtök atvinnulífsins gerðu meðal aðildarfélaganna sinna í júní hyggjast nokkru fleiri atvinnurekendur fjölga og færri fækka hjá sér starfs- fólki næstu mánuði en í sambærilegri könnun sem gerð var í desember 2003. Mest vilja atvinnurekendur í iðnaði, ferðapjónustu og fiskvinnslu fjölga starfsmönnum. Fjölgun, en minni þó, virðist einnig vera á döfni í fjármálafyrirtækjum og hjá raf- verktökum. Nokkur fækkun virðist hins vegar fram- undan í útgerð og verslun og þjónustu.

Jarðvinna við álverið í Reyðarfirði fer af stað með haustinu og framkvæmdir við virkjanir á Reykjanesi eru að hefjast. Hvorki á Austurlandi né á höfuðborgar- svæðinu virðist vera nægilegt starfsfólk á lausu til að sinna þessum störfum. Töluverð samkeppni er í byggingarstarfsemi og því líklegt að verktakar hugi að innflutningi vinnuafls frekar en að yfirbjóða starfsmenn annarra fyrirtækja.

Dregur úr vexti kaupmáttar og launaskriði

Á öðrum ársfjórðungi hækkuðu laun á almennum vinnumarkaði samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar um 4,2% miðað við sama tíma í fyrra. Umsamdar launabreytingar í flestum kjarasamningum á almenn- um vinnumarkaði eru 4,3% í ár en koma ekki fram í launavísitölunni af fullum þunga fyrr en á þriðja árs- fjórðungi. Miðað við niðurstöður annars ársfjórðungs virðist sem hátt launastig, verðsamkeppni í þeim geirum þar sem umframtirspurn eftir vinnuafl er að

myndast og innflutningur á vinnuafli haldi aftur af launaskriði. Nokkur óvissa kann að skapast um launaþróun á næstu árum hafi niðurstaða kjarasamninga opinberra starfsmanna í för með sér að reyni á endurskoðunarákvæði kjarasamninga á almennum vinnumarkaði.

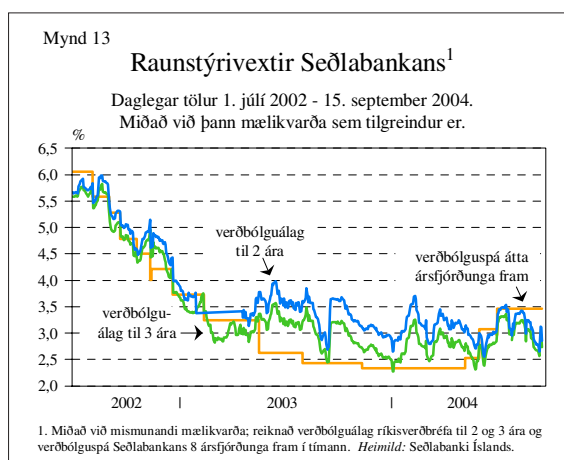
Í júlí var launavísitala Hagstofu 5,1% hærrí en í sama mánuði í fyrra. Vísitala neysluverðs hækkaði um 3,6% á sama tíma og jókst því kaupmáttur launa að meðaltali um 1,4%. Þetta er töluvert minni vöxtur kaupmáttar en í fyrra. Hins vegar verður að hafa í huga að hækkun íbúðaverðs, sem skýrir 0,9 prósentur af 3,4% verðbólgu í september snertir aðeins tiltölulega lítinn hóp launþega. Raunverulegur kaupmáttarauki annarra launþega er meiri.

Fjármálaleg skilyrði

Í greiningu á fjármálalegum skilyrðum í *Peningamálum* 2004/1 var komist að þeirri niðurstöðu að fjármálaleg skilyrði heimila og atvinnufyrirtækja í byrjun marsmánaðar hafi verið heldur hagstæðari en á haustmánuðum árið 2003, en fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja í stórum dráttum óbreytt. Í *Peningamálum* 2004/2, sem komu út í byrjun júní, var talið að litlar breytingar hefðu orðið á fjármálalegum skilyrðum frá því í mars, enda hefðu væntingar um meiri verðbólgu vegið á móti vaxtahækkun Seðlabankans.

Hinn mikli útlánvöxtur sem verið hefur undanfarið ár hefur enn ekki hjaðnað svo marktækt sé. Útlán lánakerfisins í heild jukust um 15,4% á tólf mánuðum til júníloka, sem er svipaður vöxtur og í mars. Eins og verið hefur undanfarið ár jukust útlán til atvinnuvega sérlega ört, eða um ríflega fimmtung. Útlán til einstaklinga jukust hraðar á öðrum fjórðungi ársins en áður. Tölur um útlán innlánsstofnana í júlí sýna svipaðan vöxt og áður.

Frá því að *Peningamál* komu út í júní hafa þær breytingar helstar orðið á fjármálalegum skilyrðum að stýrivextir Seðlabankans hafa verið hækkaðir tvívegis, samtals um 0,75 prósentur. Áður höfðu vextir bankans verið hækkaðir um 0,2 prósentur í byrjun maí, en þá höfðu þeir verið óbreyttir um rúmlega eins árs skeið. Miðað við áætlað verðbólguálag óverðtryggðra ríkisskuldabréfa til þriggja ára hafa raunstýrivextirnir hækkað álíka mikið og nafnvextirnir, ef borin eru saman fjögurra vikna meðaltöl sem lágu



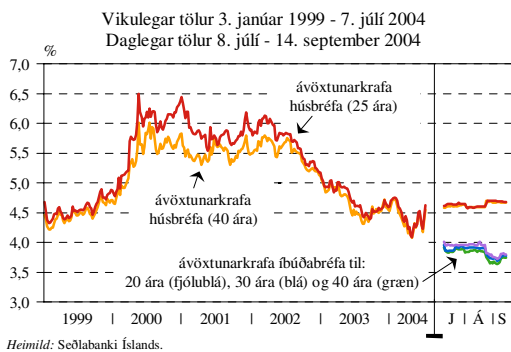
fyrir þegar *Peningamál* voru síðast í vinnslu og til loka ágústmánaðar.

Aðrir skammtímavextir hafa fylgt vöxtum Seðlabankans nokkuð þétt eftir. Ávöxtun ríkisvixla til þriggja mánaða hækkaði um eina prósentu á sama tímabili og sex mánaða ríkisvixla um 1,2 prósentur. Sé horft til styttri enda markaðarins eins og sér virðast því fjármálaleg skilyrði heimila og atvinnufyrirtækja orðin óhagstæðari en þau voru í aðdraganda síðustu *Peningamála*. Á lengri enda markaðarins hafa breytingar verið í gagnstæða átt. Breytingar á íbúðalánakerfinu, sem fela í sér að veitt eru peningalán, svokölluð íbúðalán, í stað húsbréfalána, komu til framkvæmda í byrjun júlí og hafa leitt til þess að heimilunum bjóðast nú íbúðalán sem bera vexti sem eru $\frac{3}{4}$ prósentu lægri en vextir húsbréfalána voru og ávöxtunarkrafa í útboðum íbúðabréfa sem leysa hin eldri húsbréf af hólmi hefur verið u.þ.b. einni prósentu lægri en ávöxtunarkrafa á eftirmarkaði fyrir húsbréf sambærilegrar lengdar. Þá eru bankarnir farnir að bjóða íbúðaveðlán á vöxtum sem eru samkeppnisfærir við vexti íbúðalánasjóðs og eru ekki bundin við fasteignaviðskipti. Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða voru nær óbreyttir yfir sumarmánuðina en lækkuðu um 0,3-0,35 prósentur í byrjun september. Vextir af óverðtryggðum útlánnum hafa hækkað nokkuð í takt við stýrivexti Seðlabankans.

Litlar breytingar hafa orðið á gengi krónunnar og hafa þær tæpast haft merkjanleg áhrif á fjármálaleg skilyrði. Öðru máli gegnir um hlutabréfaverð. Almennt felur hækkun hlutabréfaverðs í sér rýmri fjárhagsleg skilyrði fyrirtækja. Þau geta aflað sér tiltölu-

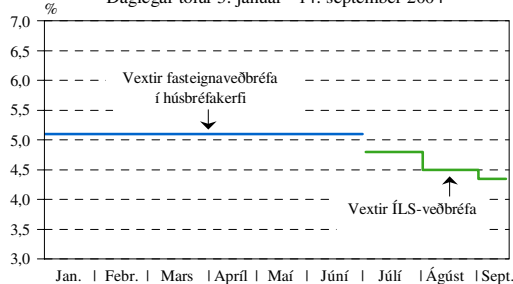
Mynd 14

Ávöxtunarkrafa húsbréfa og íbúðabréfa



Vextir á fasteignaveðbréfum og ÍLS-veðbréfum Íbúðalánasjóðs

Daglegar tölur 3. janúar - 14. september 2004



lega ódýrs fjármagns með útboði hlutabréfa. Að því marki sem verðið mótast af skuldsettum hlutabréfa-kaupum aðila sem eru að seilast til áhrifa í viðkomandi fyrirtækjum má þó draga í efa að fyrirtækin geti í öllum tilfellum aflað sér umtalsverðs fjár á því verði sem hlutir í þeim eru skráðir á í Kauphöllinni um þessar mundir.

Erlendir skammtímavextir eru heldur að þökast upp á við í takt við hækkun stýrivaxta í Bandaríkjunum, Bretlandi og nokkrum öðrum löndum sem minna máli skipta fyrir Ísland. Í ljósi þess að meginhluti skulda þjóðarbúsins er í evrum skiptir hins vegar mestu máli að stýrivextir Seðlabanka Evrópu (ECB) hafa haldist óbreyttir. Hækkunar erlendra skammtímavaxta er því enn ekki farið gæta verulega í vaxtabyrði fyrirtækja, fjármálastofnana eða þjóðarbúsins í heild, nema að því marki sem væntingar um vaxtahækkunar fela í sér hvata fyrir skuldara til að lengja líftíma skulda sinna. Til þessa hafa þeir haft sæmileg tækifæri, hækkun langtímavaxta sem hófst á sl. ári hefur að nokkru leyti gengið til baka. Á fjögurra vikna tímabili til loka ágúst-mánaðar voru t.d. vextir ríkisskuldabréfa í evrum eða Bandaríkjadöllum til tíu ára nokkru lægri að meðaltali en þeir voru vikurnar áður en síðast var lagt mat á fjármálaleg skilyrði í maí sl.

Fjárhagsleg skilyrði einstaklinga líklega hagstæðari en fyrir ársfjórðungi

Hvernig ber í ljósi ofangreinds að meta þróun fjárhagslegra skilyrða einstaklinga, atvinnufyrirtækja, fjármálafyrirtækja og þjóðarbúsins í heild? Að því er einstaklinga áhrærir er meginhluti skulda þeirra

á föstum vöxtum, verðtryggður og til langs tíma. Breytingar á fjármálalegum skilyrðum ráðast því fyrst og fremst af skammtímaskuldum þeirra annarsvegar og nýjum lántökum til lengri tíma hins vegar, þ.m.t. lánnum sem tekin eru til að greiða upp eldri skuldir. U.þ.b. 11% af heildarskuldum heimilanna eru skammtímaskuldir eða skuldir sem bera breytilega vexti er fylgja breytingum á stýrivöxtum Seðlabankans nokkuð þétt eftir. Í ljósi þess að megnið af langtímaskuldum heimilanna ber fasta vexti og ný lán og endurfjármögnun eldri skulda er að jafnaði tiltölulega litill hluti heildarskuldastofnsins hefði e.t.v. mátt álykta að hækkun skammtímavaxta vegi þyngra hvað áhrærir fjármálaleg skilyrði heimilanna en lægri vextir á nýjum skuldabréfum Íbúðalánasjóðs. Í ljósi þess að bankarnir og ýmsir lífeyrissjóðir eru farnir að bjóða íbúðalán á sambærilegum kjörum og Íbúðalánasjóður eru líkur á mun viðtækari endurfjármögnun íbúðalána en áður hefur þekkt. Ódýrari íbúðalán munu kynda undir íbúðamarkaðnum sem þegar er orðinn vel heitur. Hið nýja íbúðalánakerfi, einkum ef veðheimildir verða rýmkaðar í allt að 90% af markaðsverðmæti eignar, mun væntanlega hvetja einstaklinga í auknum mæli til að fjármagna neyslu með því að lækka eigið fé sem bundið er í íbúðum þeirra, eins og dæmi eru um erlendis.⁶ Hin

6. Þetta geta heimilin gert með ýmsum hætti. Íbúð kann að vera seld og önnur ekki keypt í staðinn, ódýrari eign keypt án þess að skuldir séu greiddar niður, skuldir auknar á jafndýra eign eða að tekið er viðbótarlán á sömu eign. Með síðasta útspili bankann aukast möguleikar til hins síðastnefnda verulega.

Tafla 3 Breytingar á fjármálalegum skilyrðum frá útgáfu *Peningamála* 2004/2

	4 vikur til 19. maí	4 vikur til 30. ágúst	Áhrif eftir geirun ¹			
			Heimili	Útflutnings- og samk.fyrirtæki	Fjármála- fyrirtæki	Önnur fyrirtæki
Raunstýrivextir ²	2,6	3,1	-	-	-	-
Skammtímaraunvextir ³	2,6	3,2	-	-	+/-	-
Verðtryggðir innlendir vextir (ávöxtunarkrafa 40 ára húsbrefa)	4,2	4,6	.	.	+/-	.
Verðtryggðir innlendir vextir (ávöxtunarkrafa 40 ára íbúðabréfa)	3,8	+	.	+/-	.
Meðalvextir óverðtryggðra útlána banka og sparisjóða...	11,3	12,1	-	-	.	-
Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða.....	8,0	8,0	0	0	0	0
Erlendir skammtímavextir (ríkisvixlar til 3 mán.) ⁴	1,7	1,9	-	-	-	-
Erlendir langtímavextir (ríkisskuldabréf til 10 ára) ⁴	4,4	4,2	+	+	+	+
Gengisvísitala krónunnar.....	123,7	121,7	+	-	+/-	+/-
Gengi hlutabréfa ⁵	2.695,9	3.216,6	+	+	+	+

1. Hér táknar “+” hagstæðari fjármálaleg skilyrði, “-” táknar óhagstæðari fjármálaleg skilyrði, “+/-” táknar að brugðið geti til beggja átta, “0” táknar engin áhrif og “.” táknar að það eigi ekki við. 2. Miðað við þriggja ára verðbólguálag. 3. Raunvextir þriggja mánaða ríkisvixla, reiknaðir með þriggja ára verðbólguálagi. 4. Vægi evru er 2/3 og Bandaríkjadals 1/3. 5. Miðað er við úrvalsvisitölu Kauphallar Íslands.

Heimildir: Kauphöll Íslands, Seðlabanki Íslands.

nýju tilboð banka og lífeyrissjóða opna nýja möguleika í þessu sambandi, því að íbúðakaup eru ekki skilyrði fyrir lánveitingu. Íbúðareigendur geta því hæglega tekið hærri íbúðalán en þeir þurfa til þess að greiða upp eldri lán og lengt lánstímann án þess að skipta um húsnæði. Mismuninn geta þeir notað til neyslu eða annarra útgjalda, án þess að greiðslubyrðin aukist.⁷ Þótt skammtímavaxtabreytingar síðustu mánaða geri fjármálaleg skilyrði heimilanna til skamms tíma lítið eitt óhagstæðari en fyrir ársfjórðungi hafa þau tvímælalaust batnað á heildina lítið.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja lítið eitt óhagstæðari sakir hækkunar skammtímavaxta

Mat á fjármálalegum skilyrðum fyrirtækja er margbrotnara en einstaklinga vegna þess að fjármögnunarleiðir þeirra eru fjölbreytilegri. Auk innlendra lána – til skemmi eða lengri tíma, verðtryggðra eða óverðtryggðra – taka fyrirtækin mikið af erlendum lánnum. U.þ.b. þriðji hluti af stofni skulda fyrirtækja er af þessum toga. Vaxtaþróun erlendis ásamt geng-

isþróun hefur því mikil áhrif á fjármálaleg skilyrði fyrirtækja. Á heildina lítið verður ekki séð að erlend vaxtaþróun hafi lagt umtalsvert auknar byrðar á íslensk fyrirtæki frá síðustu greiningu, þótt skammtímavextir hafi þokast upp á við. Þó ber að hafa í huga að væntingar um hækkun skammtímavaxta kunna að fela í sér hvata fyrir fyrirtækin til að festa vexti. Ekki verður þó séð að það hafi gerst enn sem komið er og samkvæmt óformlegum upplýsingum virðist binditími vaxta enn almennt vera til fárra ára. Auk þess hafa vaxtaálag líklega minnkað. Meginbreytingin felst í hækkun innlendra skammtímavaxta, en á heildina lítið má ætla að breytingarnar séu óverulegar.

Fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja ívið óhagstæðari

Fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja eru sennilega orðin ívið óhagstæðari en í maí sl. Raunstýrivextir hafa hækkað um 0,5 prósentur sé miðað við verðbólguálag til þriggja ára en miðað við síðustu verðbólguálag (átta ársfjórðunga fram í tímann) hafa raunstýrivextir hækkað um 0,9 prósentur. Á sama tíma hafa innlendar fjármálastofnanir lengt nokkuð í erlendum lánnum, en það

7. Í mörgum tilfellum mun þó taka töluvert langan tíma að vinna upp lán-tökukostnað.

leiðir einnig til aukinnar vaxtabyrði, þótt langtímavextir hafi ekki breyst umtalsvert undanfarna mánuði. Á móti kemur að lánsfjáröflun bankanna virðist ganga vel og álög á vexti virðist almennt hafa minnkað. Þá hafa hlutfjárútboð sem framkvæmd hafa verið gengið vel.

Á heildina litið er niðurstaðan sú að fjármálag skilyrði í þjóðarbúskapnum hafa orðið ívið óhagstæðari frá því að *Peningamál* voru síðast gefin út í byrjun júní. Þau eru þó enn mjög hagstæð og ótvírætt hagstæðari en áður hvað varðar heimili.

II Stefnan í peningamálum

Stýrivextir hækkuðu í júní og júlí

Seðlabankinn hækkaði stýrivexti um 0,25 prósentur í júníbyrjun og aftur um 0,5 prósentur hinn 1. júlí. Stýrivextir bankans hafa síðan verið 6,25%. Hækkunin 1. júlí hafði verið gefin sterklega í skyn í inngangi *Peningamála* sem gefin voru út í júníbyrjun, þar sem sagði að horfur í efnahags- og peningamálum gætu gefið tilefni til meiri hækkunar vaxta en þá var tilkynnt. Í fréttatilkynningu bankans kom fram að framvindan hefði ekki gefið tilefni til að hverfa frá áformum um frekara aðhald í peningamálum, enda væri eftirspurn ört vaxandi og verðbólguvæntingar hefðu hækkað. Verðbólguþáin sem birt var í byrjun júní fól í sér að verðbólga færi lítillega yfir þolmörkin á komandi mánuðum en að síðan myndi draga úr henni á ný og hún minnka niður undir 2½%- verðbólgu-markmiðið á næsta ári. Frá því að spáin var gerð hefur Seðlabankinn því hækkað stýrivexti sína tvisvar, samtals um 0,75 prósentur.

Í fréttatilkynningu bankans kom einnig fram að þótt verðbólgan væri að hluta til af erlendum uppruna og að því leyti utan áhrifasviðs Seðlabankans ættu innlendar verðhækkunarir og eftirspurn einnig umtalsverðan hlut að máli. Aukin verðbólga, mikill vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar, og vaxandi verðbólguvæntingar, sem höfðu valdið lækkun raunstýrivaxta frá því að vextir bankans voru hækkaðir í byrjun júní, voru talin styrkja rökin fyrir vaxtahækkun. Þá var tekið fram að miklar framkvæmdir sem fram undan væru myndu að óbreyttu krefjast frekari hækkunar vaxta á komandi mánuðum. Hversu hratt það gerðist væri háð framvindu ýmissa þátta, ekki síst verðbólgu og eftirspurnar.

Heppilegt aðhaldsstig peningastefnunnar verður að meta í ljósi hinna miklu framkvæmda sem fram undan eru

Þegar lagt er mat á hversu aðhaldssöm peningastefnan er eða þarf að vera um þessar mundir er brýnt að hafa í huga þær sérstöku aðstæður sem nú ríkja. Fram undan er eitt mesta framkvæmdatímabil í sögu þjóðarinnar og einsýnt að peningastefnan þarf að vera afar aðhaldssöm á meðan það gengur yfir. Framkvæmdirnar munu óhjákvæmilega hafa töluverð ruðningsáhrif og að hluta verður þeim miðlað fyrir tilstuðlan aðhaldssamari peningastefnu. Þótt umfang framkvæmdanna sé vel þekkt ríkir veruleg óvissa um áhrifin á þjóðarbúskapinn. Þótt hann hafi áður farið í gegnum framkvæmdaskeið sem í hlutfalli við landsframleiðslu eru álíka mikil að umfangi, gerðist það við allt önnur skilyrði. Hagkerfið er t.d. til muna opnara en þegar stóriðjutengd framkvæmdahrina gekk yfir í lok sjöunda áratugarins. Skiptir þar ekki síst sköpum að landið er orðið hluti af samþættum evrópskum vinnu-markaði og fjármagnshreyfingar óheftar. Þá hefur framkvæmd peningastefnunnar tekið algerum stakkaskiptum og gengi krónunnar flýtur nú óheft á gjaldyrismarkaði.

Einn helsti ávinningur þeirra breytinga sem orðið hafa á framkvæmd peningastefnunnar á undanförunum árum er að þær gera mögulegt að bregðast mun fyrir við fyrirsjáanlegum áföllum eða búhnykkjum á borð við þær framkvæmdir sem fram undan eru. Vandinn felst hins vegar í því að við takmarkaða sögulega reynslu er að styðjast í þeim efnunum. Ekkert þeirra landa þar sem peningastefnan er byggð á verðbólgu-markmiði eins og hér hefur glímt við samþættileg úrlausnarefni, enda er saga peningastefnu með verðbólgu-markmið ekki löng.

Vextir munu þurfa að hækka – spurningin er hversu hratt

Þrátt fyrir að mikil óvissa ríki um áhrif fyrirhugaðra framkvæmda á þjóðarbúskapinn má telja víst að auka verði aðhald peningastefnunnar enn frekar frá því sem nú er ef takast á að halda verðbólgu í skefjum. Seðlabankinn stendur frammi fyrir þeim vanda að meta hversu hratt aðhaldið þarf að aukast. Í því sambandi er rétt að hafa í huga að framkvæmd peningastefnu er ekki nákvæm vísindi. Óvissa ríkir um flesta þætti framkvæmdarinnar og áhrifin koma

fram á löngum og breytilegum tíma. Þá ríkir töluverð óvissa um miðlunarferli peningastefnunnar, sem m.a. endurspeglast í því að ógerlegt hefur reynst hér sem annars staðar að spá fyrir um gengisþróun með viðunandi árangri. Af þessu leiðir að ekki er hægt að beita peningastefnunni til að finnstilla eftirspurn í þjóðarbúskapnum til skamms tíma. Framsýn peningastefna mótast af þróun eftirspurnar í nálægri fortíð eða framtíð fyrst og fremst í ljósi vísbendinga sem hún gefur um það sem koma skal. Það sem hlýtur hins vegar að veða hvað þyngst við ákvarðanir í peningamálum á næstunni er einfaldlega að meginþungi hinna miklu framkvæmda færist stöðugt nær.

Verðbólguáhætta heldur minni til skamms tíma en meiri til langs tíma

Seðlabankinn birtir þjóðhags- og verðbólguþvísvar á ári. Eigi að síður leggur bankinn mat á spámar a.m.k. fjórum sinnum á ári, eins og komið hefur fram hér að framan. Endurmat á þeim spám sem bankinn birti í júníþyrjum gefur ekki tilefni til að ætla að þróunin víki til muna frá þeim. Gengi krónunnar hefur ekki breyst mikið en er heldur sterkara en þegar spáin var gerð, sem hamlar gegn verðhækkunum til skamms tíma. Horfur um þróun innflutningsverðs hafa hins vegar versnað til langs tíma og að öðru óbreyttu aukið nokkuð hættuna á að verðbólgan verði meiri á seinni hluta ársins 2005 og á árinu 2006 en spád var í júní.

Þegar þjóðhagsspá bankans var gerð í júní sl. höfðu ársfjórðungsleg uppgjör þjóðhagsreikninga ekki verið birt fyrir þetta ár. Nú liggja fyrir tveir ársfjórðungar og virðist einsýnt að stefni í a.m.k. jafnmikinn eða meiri vöxt innlendra eftirspurnar en bankinn spáði í júní. Hækkun stýrivaxta ætti að draga nokkuð úr vexti einkaneyslu, en hræringar á íbúðalánamarkaði eru líklegar til að yfirgnæfa þau áhrif. Þegar þungi framkvæmda eykst á haustmánuðum og fram á næsta ár mun að öðru óbreyttu bæta enn frekar í vöxtinn. Vinnumarkaðstölur benda reyndar til þess að nokkur slaki sé þar fyrir hendi, en óvist er að hve miklu leyti hann nýtist sem varasjóður vinnuafis

þegar framkvæmdir við virkjanir og álver ná hámarki og áhrifin hafa náð til flestra þátta þjóðarbúskaparins.

Aðhald peningastefnunnar hefur aukist lítillega en hefur ekki breytt fjármálalegum skilyrðum umtalsvert

Þrátt fyrir að hækkun stýrivaxta bankans í júní og einkum júlí feli í sér lítillega aukið aðhald peningastefnunnar hefur það ekki megnað að breyta fjárhagslegum skilyrðum heimila og atvinnugeira mikið. Í stórum dráttum má ætla að þau séu svipuð. Aðrir þættir hafa þar unnið á móti, eins og t.d. umtalsverð vaxtalækkun á íbúðalánnum og stórauknir möguleikar til að endurfjármagna eða jafnvel ganga á eigið fé sem bundið er í íbúðarhúsnæði. Þá hefur verð hlutabréfa haldið áfram að hækka og vegið á móti hækkun skammtímavaxta, hérlendis og erlendis. Vaxandi verðbólguvæntingar, einkum meðal almennings, draga úr þeirri aðhaldssemi sem felst í hærri stýrivöxtum.

Stefnan í ríkisfjármálum verður að gegna lykilhlutverki á næstu árum

Á undanförunum misserum hefur Seðlabankinn margsinnis bent á að stefnan í ríkisfjármálum ætti að gegna lykilhlutverki í hagstjórn næstu ára, sem felst í því að mynda mótvægi gegn áhrifum framkvæmda við virkjanir og álver. Ríkisstjórnin setti sér nokkuð metnaðargjarnt markmið um þróun ríkisútgjalda á yfirstandandi ári. Svo virðist sem nokkurt átak þurfi til að það gangi fyllilega eftir. Meira máli skiptir þó að útgjöld verði hamin næstu tvö árin. Það er sérstaklega ögrandi viðfangsefni í ljósi þess að áformað er að lækka skatta um sem nemur 20 ma.kr. á næstu þremur árum. Til þess að vinna á móti áhrifum lægri skatta á sama tíma og þörf er á mótvægisáðgerðum vegna stórfamkvæmda þarf að draga mjög verulega úr útgjöldum hins opinbera. Trúverðug langtímaáætlun þar um myndi skjóta sterkari stoðum undir stjórn efnahagsmála og draga úr líkum á því að svo mikil byrði verði lögð á peningalegt aðhald, að grafið gæti undan stöðugleika fjármálakerfisins og samkeppnisstöðu innlendra atvinnugreina.