

## Verðbólga hjaðnar á næsta ári verði launahækkanir í samræmi við nágildandi kjarasamninga

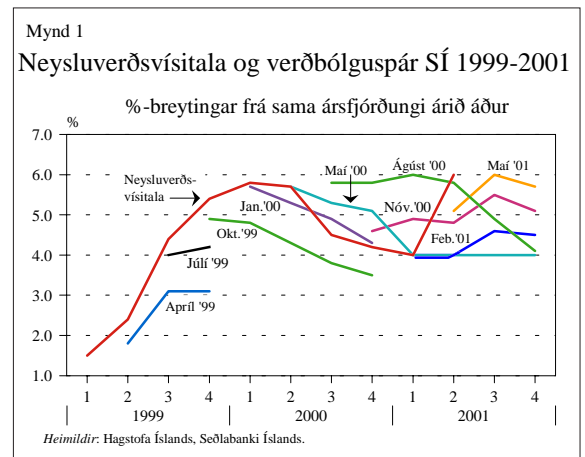
Verðbólga fór yfir þolmörk verðbólguþröngu Seðlabankans í júní. Bankinn spáir því nú að verðbólga verði rúm 8% frá upphafi til loka þessa árs. Komi ekki til frekari gengislækkunar eða launahækkana umfram nágildandi kjarasamninga mun verðbólga hins vegar hjaðna á næsta ári og gæti verið komin inn fyrir þolmörk verðbólguþröngu bankans undir mitt ár, en þá munu efri þolmörkin hafa lækkað í 4½%. Miðað við þessar forsendur næst 2½% verðbólguþröngu bankans um mitt ár 2003. Eins og endranær er mikil óvissa um þessar horfur og háar verðbólguvæntingar benda til þess að viss hættu sé á að skrúfa verðlags-, launa- og gjaldeyrishækkana nái að festast í sessi. Bankinn hefur því ekki talið rétt að lækka vexti frekar að sinni, enda hærri verðbólguvæntingar frekar rök fyrir hækkun vaxta en hitt. Á sömu sveif leggst að krafturinn í efnahagslífinu hefur reynst mun meiri á allra síðustu mánuðum en væntingar stóðu til. Alls er því óvíst að framleiðsluspenna hafi hjaðnað svo nokkru hafi numið á fyrri hluta ársins.

Verðbólgan á öðrum fjórðungi þessa árs var mun meiri en gert var ráð fyrir í síðustu verðbólguþröngu

Verðbólgan jókst hratt á öðrum ársfjórðungi. Milli fyrsta og annars fjórðungs ársins hækkaði vísitala neysluverðs um 3,5%, en þar vógu þyngst hækkanir í maí og júní. Seðlabankinn spáði í maí að vísitala neysluverðs yrði 5,1% hærri á öðrum ársfjórðungi en fyrir ári. Í reynd hækkaði vísitalan um 6%. Spáskekkjan dreifðist nokkuð jafnt yfir tímabilið, en mest munaði um 1,5% hækkun vísitölunnar í júní. Spáskekkjuna má að verulegu leyti rekja til þess að gengi krónunnar var í lok annars ársfjórðungs 5,6% lægra en miðað var við í verðbólguþröngu bankans. Auk lægra gengis krónunnar má rekja aukna verðbólgu undanfarin misseri til mikilla launahækkana, sem aftur eiga rætur að rekja til mikillar eftirspurnar í hagkerfinu. Í greinargerð til ríkisstjórnarinnar, sem birt er í heild í þessu hefti, er gerð nánari grein fyrir

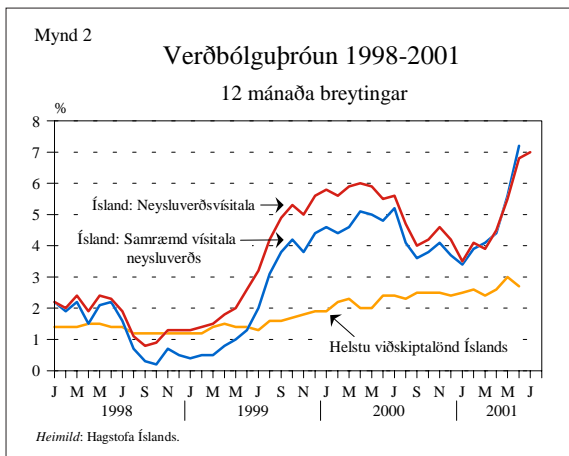
ástæðum þess að verðbólga jókst og fór í júní yfir þolmörk verðbólguþröngu bankans.

Verðbólga hefur einnig aukist annars staðar á EES-svæðinu að undanförunu, en mun meira hér á landi. Á Íslandi jókst verðbólga, miðað við tólf mánaða hækkun samræmdrar vísitölu neysluverðs á EES-svæðinu, úr 4,1% í mars í 7,2% í júní. Á sama



1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 23. júlí 2001.

tíma jókst verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands úr 2,4% í 2,7%.



Á 12 mánuðum til júlíbyrjunar hækkaði vísitala neysluverðs um 7%. Rúmlega helmingur þeirrar hækkunar átti sér stað síðustu 3 mánuðina. Af heildarhækkun vísitölunnar skýra innfluttar vörur alls 2,9% af hækkuninni undanfarna 12 mánuði og 2% af hækkuninni yfir 3 mánuði. Síðustu 3 mánuðina munaði mest um 8,1% verðhækkun á bílum og varahlutum, en hækkun á bensínverði um 7% og 7,2% verðhækkun innfluttra mat- og drykkjarvara höfðu einnig veruleg áhrif. Aðrar innfluttar vörur hækkuðu nokkru minna. Frá aprílmánuði hækkuðu innlendar mat- og drykkjarvörur aðrar en búvörur og grænmeti um 5,9%, eða meira en vísitalan hækkaði í heild. Þótt innlend matvæli hafi hækkað minna í verði en innflutt, vega þau þyngra í vísitölunni og hafa því meiri áhrif. Verulega dró úr hækkun húsnæðisverðs síðustu 3 mánuðina. Húsnæðisliður vísitölunnar hækkaði um 1,9%, þ.e.a.s. töluvert minna en vísitalan í heild.

Verð þjónustu á almennum markaði hefur hækkað um tæp 8% á 12 mánuðum og opinber þjónusta hefur einnig hækkað töluvert í verði nýlega. Á tólf mánuðum til júlíbyrjunar hækkaði þjónusta á almennum markaði um 7,8%, þar af um 5,2% frá áramótum og 3,3% undanfarna 3 mánuði. Þessar hækkunarir má að miklu leyti rekja til launahækkana, en lækkun á gengi krónunnar hefur einnig töluvert áhrif á verð sumrar þjónustu, t.d. ferðaþjónustu og samgangna. Í ljósi þess að töluverður tími er liðinn frá hækkun launa í janúar, má ætla að dragi úr verðhækkun þjónustu á næstunni.

Tafla 1 Framlag undirliða til hækkunar vísitölu neysluverðs 1999-2000

Allar tölur eru í %	Vísitölubreyting (á ársgrundvelli) síðastliðna		Hlutfallslegt framlag til hækkunar vísitölu	
	6 m.	12 m.	6 m.	12 m.
(1) Búvörur án grænmetis .....	7,7	5,6	4,1	5,2
(2) Grænmeti .....	15,6	-0,4	1,2	-0,1
(3) Aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur .....	18,5	8,9	9,9	8,2
(4) Aðrar innlendar vörur .....	6,1	7,5	2,4	5,1
(5) Innfluttar mat- og drykkjarvörur .....	29,8	14,7	7,8	6,6
(6) Nýr bíll og varahlutir .....	19,1	11,5	14,6	15,2
(7) Bensín .....	25,8	5,0	10,1	3,4
(8) Aðrar innfluttar vörur .....	13,5	5,4	16,3	11,3
(9) Áfengi og tóbak .....	12,5	8,0	3,3	3,7
(10) Húsnæði .....	8,5	6,7	9,8	13,4
(11) Opinber þjónusta .....	3,1	3,5	3,1	6,0
(12) Önnur þjónusta .....	10,6	7,8	17,3	21,9
Samtals .....	12,0	7,0	100,0	100,0
Innlendar vörur (1-4) .....	11,3	6,9	17,7	18,4
Búvörur og grænmeti (1-2).....	8,7	4,8	5,4	5,1
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis (3-4) .....	13,1	8,2	12,3	13,3
Innfluttar vörur alls (5-9) .....	18,0	8,1	52,1	40,2

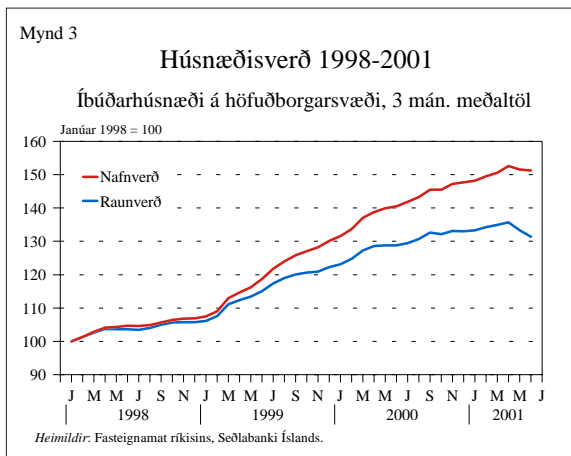
Heimild: Hagstofa Íslands.

Undanfarið ár hefur verð opinberrar þjónustu hækkað mun minna en verð annarrar þjónustu, eða um 3½%. Í júlí varð breyting þar á þegar opinber þjónusta hækkaði um 1½%. Þá hækkun má einkum rekja til verðhækkunar á rafmagni, en einnig hækkuðu leikskólagjöld á nokkrum stöðum. Gera má ráð fyrir áframhaldandi verðhækkunum opinberrar þjónustu á næstu mánuðum. Í ágúst munu t.d. leikskólagjöld í Reykjavík hækka. Nýlokið er kjarasamningum nokkurra stéttarfélaganna við hið opinbera, sem kann að leiða til verðhækkana á næstunni.

#### Húsnæðisverð lækkaði að raunvirði á öðrum ársfjórðungi, en nafnverð hefur þó hækkað

Í júlíbyrjun hafði markaðsverð íbúðarhúsnæðis, eins og það er reiknað í vísitölu neysluverðs, hækkað um 6,6%, en vísitala neysluverðs um 7%. Að raungildi hafði húsnæðisverð því lækkað um 0,4% á einu ári. Þessi lækkun átti sér fyrst og fremst stað á öðrum árs-

fjórðungi. Þá lækkaði raunverð húsnæðis um 2,3%, en frá áramótum varð 2,6% raunlækkun.



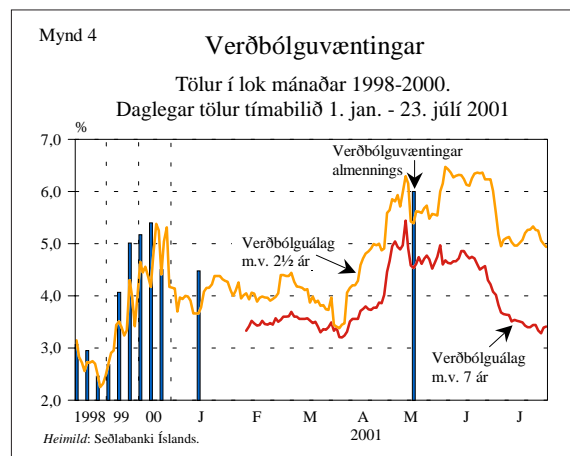
Enn sem komið er virðist nafnlækkun fyrst og fremst bundin við stærri eignir (þ.e.a.s. einbýli) á höfuðborgarsvæðinu. Vísitölur fermetraverðs á höfuðborgarsvæðinu frá Fasteignamati ríkisins eru einnig góð vísending um þróun húsnæðisverðs. Fasteignamat notar þó ekki alveg sömu vogir við að reikna vísitölurnar og Hagstofa Íslands. Samkvæmt vísitölum frá Fasteignamati er sérbýli að lækka að nafnverði bæði í maí og júní. Fyrstu vísendingar fyrir júlí benda til þess að fermetraverð í fjölbýli standi nokkurn veginn í stað eða lækki jafnvel lítillega í verði milli mánaða. Ekki er ólíklegt að niðursveiflu verði fyrst vart í minni eftirspurn eftir stærri eignum. Ef svo er veldur það að öðru óbreyttu minna framboði notaðra smærri eigna, þar sem þeir sem ella væru að flytja í stærri eignir sitja eftir í þeim, sem tefur fyrir verðlækkun þeirra. Erfitt er þó að fullyrða að eftirspurn valdi mestu um verðþróun á húsnæðismarkaði. Verulegar sveiflur eiga sér stað í framboði. Framboð nýrra eigna verður töluvert á næstu mánuðum, t.d. í Grafarholti í Reykjavík, Salahverfi í Kópavogi og Áslandi í Hafnarfirði, auk þess sem töluvert er um nýbyggingar í Garðabæ og Mosfellsbæ. Framboð eldra húsnæðis kynni því að aukast þegar uppbygging þessara hverfa kemst á rekspól.

Aðrir þættir gætu einnig haft áhrif á húsnæðisverð. T.d. var lágmarksupphæð húsbrefa til húsnæðiskaupa hækkuð nýlega. Hún gerir kaupendum húsnæðis kleift að fjármagna kaupin með ódýrari lánnum en áður, þótt gera megi ráð fyrir að afföll hús-

brefa aukist eitthvað á móti. Um það er þó erfitt að fullyrða enn sem komið er. Einnig er óvíst hvaða afleiðingar nýtt fasteigna- og brunabótamat hefur fyrir húsnæðismarkaðinn. Lægra brunabótamat gæti torvelað fjármögnun kaupa á íbúðarhúsnæði, dregið úr eftirspurn og stuðlað að verðlækkun. Óvíst er þó hvort gripið verður til ráðstafana til mótvægis. Í samræmi við alþjóðlega staðla voru fasteignagjöld tekin úr grunni vísitölnnar sl. vor. Því hefur hækkun fasteignagjalda, sem leiðir af hækkun fasteignamats, ekki áhrif á vísitöluna fremur en aðrir beinir skattar.

### Sveiflur í verðbólguálagi ríkisskuldabréfa gefa til kynna óvissu um verðbólguhorfur

Frá því að *Peningamál* voru gefin út í maí hefur verðbólguálag ríkisskuldabréfa sveiflast töluvert, sem gefur til kynna talsverða óvissu um verðbólguhorfur. Sveifla milli einstakra daga varð mest milli 30. apríl og 2. maí, þegar verðbólguálag 2½ árs ríkisbrefa hækkaði um 0,7 prósentustig, eða úr 4,9% í 5,6%. Þessi hækkun kom í kjölfar þess að ljóst varð að vísitala neysliverðs myndi hækka töluvert í maí, meðal annars sökum hækkunar bensínverðs um mánaðamótin. Verðbólguálag þessara brefa varð mest 6½% 5. júní, en var heldur lægra í júlí. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa með u.þ.b. 7 ára líftíma hefur einnig sveiflast töluvert, en þó minna en skuldabréfa með styttri líftíma. Frá 30. apríl til 2. maí hækkaði verðbólguálag þessara brefa um ½ prósentustig, eða úr 4% í 4½% og var 4,9% um miðjan júní. Síðan hefur verðbólguálagið lækkað í samræmi við álag skuldabréfa með skemmri líftíma og var u.þ.b. 3½%



um miðjan júlí. Lægra verðbólguálag skuldabréfa með lengri líftíma bendir til þess að markaðsaðilar telji að verðbólga muni hjaðna þegar horft er lengra fram í tímann. Verðbólguálagið er þó enn töluvert fyrir ofan 2½% verðbólguþröskul þess bankans sem bendir til þess að nokkuð vanti á að markaðsaðilar telji það trúverðugt.

### Ný verðbólguþröskul: Meiri verðbólga á næstunni en spáð var í maí

Hér kynnir bankinn aðra verðbólguþröskul sína eftir að hafa tekið upp verðbólguþröskul. Hún er gerð við nokkuð aðrar aðstæður en síðasta þröskul þar sem gengi krónunnar hefur lækkað töluvert síðan í lok apríl. Litlar vonir um að gengið myndi hækka innan tíðar á ný, leiddi væntanlega til þess að uppsöfnuð gengislækkun varð tilefni verðhækkana og vísitala neysluverðs hækkaði meira en gert hafði verið ráð fyrir. Þessi mikla hækkun vísitölunnar leiddi til þess að tólf mánaða breyting hennar fór út fyrir 6% þölmörk peningastefnunnar í júní. Í nýrri þröskul gerir bankinn ráð fyrir áframhaldandi verðhækkunum vegna gengissigs þótt ársfjórðungshækkunin verði ekki eins mikil og á síðasta ársfjórðungi. Árleg verðbólga mun halda áfram að vaxa til loka ársins þegar áhrif gengislækkunarinnar verða að mestu gengin yfir. Spáin gerir ráð fyrir því að verðbólga verði komin inn fyrir 4½% þölmörk peningastefnunnar um mitt árið 2002 og að 2½% verðbólguþröskulinn verði náð ári síðar eða um mitt árið 2003. Forsendur þess að þetta gangi eftir eru þær að ekki komi til launahækkana umfram núgildandi kjarasamninga og það launaskrið sem hér er reiknað með, að gengi krónunnar veikist ekki á ný og að ofþensla hjaðni á komandi mánuðum.

Í þröskul bankans í maí var gert ráð fyrir að verðbólga milli annars ársfjórðungs 2000 og annars ársfjórðungs 2001 yrði 5,1% en verðhækkunin urðu nokkru meiri en gert var ráð fyrir og varð verðbólgan frá fyrra ári 6%. Þessi spáskekkja einn ársfjórðung fram í tímann var fyrir utan 90% óvissibil spárinnar. Stærstan hluta þessarar verðhækkunar má rekja til gengislækkunar krónunnar en einnig höfðu launahækkunir á almennum vinnumarkaði og hjá starfsmönnum ríkis og bæja, sem vinna við þjónustu, áhrif. Því er ljóst að sú þröskul sem bankinn kynnir nú er nokkru hærri en fyrra þröskul. Í maí gerði bankinn ráð fyrir að verðbólga yfir árið 2001 yrði 5,7% og 3,4% yfir næsta ár. Nú er hins vegar gert ráð fyrir að

Tafla 2 Verðbólguþröskul Seðlabanka Íslands

	Ársfjórðungsbreytingar		
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)	Ársfjórðungs-breyting á ársgrunnvelli (%)	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)
2000:1	1,1	4,3	5,8
2000:2	1,4	5,9	5,7
2000:3	0,5	2,1	4,5
2000:4	1,1	4,6	4,2
2001:1	0,9	3,4	4,0
2001:2	3,5	14,5	6,0
2001:3	2,1	8,6	7,7
2001:4	1,3	5,3	7,9
2002:1	0,6	2,4	7,6
2002:2	0,9	3,6	5,0
2002:3	0,8	3,2	3,6
2002:4	0,8	3,0	3,1
2003:1	0,3	1,3	2,8
2003:2	0,7	2,8	2,6
2003:3	0,6	2,6	2,4
2003:4	0,6	2,6	2,3

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

Ár	Ársbreytingar (%)	
	Milli ára	Yfir árið
1998	1,7	1,3
1999	3,4	5,8
2000	5,0	3,5
2001	6,4	8,1
2002	4,8	2,9
2003	2,5	2,2

Skyggt svæði sýnir spá.

verðbólga verði 8,1% yfir árið 2001 og 2,9% yfir næsta ár. Spár fyrir árið 2003 eru nokkuð svipaðar. Í maí var gert ráð fyrir 2,1% verðbólgu yfir árið, samanborið við 2,2% nú. Samkvæmt nýrri þröskul mun uppsöfnuð spennan koma fyrir fram en í fyrri þröskul. Vegna þessa og lækkunar gengis er spáð meiri verðbólgu á næstu misserum en í byrjun næsta árs er gert ráð fyrir að hækkunin vegna gengislækkunar verði að verulegu leyti gengnar yfir. Samkvæmt því, mun draga hratt úr verðbólgu á næsta ári, að því gefnu að

Tafla 3 Verðbólguþáttur annarra aðila og verðbólguvæntingar

	2001		2002	
	Milli ára	Yfir árið	Milli ára	Yfir árið
Meðalspá.....	6,5	7,6	6,0	3,8
Verðbólguvæntingar almennings.....	-	6,0	-	-
Verðbólguálag ríkisskuldabréfa.....	-	5,3	-	-

Þeir sem gefa út verðbólguþáttur eru: Gjaldeyrismál, Íslandsbanki, Kaupþing, Landsbankinn og Þjóðhagsstofnun. Verðbólguvæntingar almennings eiga við úrtakskönnun sem unnin var í maí. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa er vaxtamunur rúmlega tveggja ára verðtryggðra og óverðtryggðra ríkisskuldabréfa. Álagið mælir því væntingar markaðsaðila um meðalverðbólgu næstu tvö árin að viðbætti áhættuþóknun.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

ekki komi til frekari gengislækkunar, að kjarasamningar haldi og að hægi á vexti innlendrar eftirspurnar.

Í töflu 3 er spá bankans borin saman við spár markaðsaðila, verðbólguvæntingar almennings og verðbólguálag ríkisskuldabréfa. Sé litið á verðbólgu yfir árið er spá Seðlabankans hærri en að meðaltali hjá markaðsaðilum en bankinn spáir svipaðri verðbólgu milli ára. Í maí var spá bankans hærri bæði yfir árið og milli ára en nú virðist vera farið að draga meira saman. Hafa ber þó í huga að sumar af þessum spám voru unnar fyrir nokkru síðan og við herra gengi krónunnar en nú er og gera þar af leiðandi ráð fyrir minni verðbólgu. Seðlabankinn lætur kannan verðbólguvæntingar almennings þrisvar á ári, í janúar, maí og september. Í maí sl. voru verðbólguvæntingar almennings 6% sem er nokkuð í takt við reynslu af fyrri könnunum þar sem verðbólguvæntingar almennings virðast að jafnaði örlitlu hærri en verðbólguþáttur Seðlabankans. Verðbólguálag virðist einnig vera nokkuð í takt við spá bankans en hér er um að ræða verðbólguálag á rúmlega tveggja ára bréfum sem gefur til kynna spá markaðsaðila um meðalverðbólgu næstu tveggja ára, auk áhættuþóknunar sem er að öllum líkindum í herra lagi um þessar mundir vegna gengissveiflna.

#### Forsendur verðbólguþáttur

Í nýrri verðbólguþáttur er meðal annars tekið mið af endurmati Þjóðhagsstofnunar á efnahagshorfum frá

júni um hagvöxt og vinnuafslnotkun og spám alþjóðastofnana um erlenda verðlagsþróun. Mat á samningsbundnum launum er byggt á samningum stærstu launþegahópa á almennum vinnumarkaði. Við áætlun um launaskrið er tekið mið af aðstæðum á vinnumarkaði og er gert ráð fyrir að dragi úr spennu næstu árin sem er í samræmi við mat Þjóðhagsstofnunar. Í kjölfar minnkandi hagvaxtar er gert ráð fyrir að dragi úr framleiðni. Við spá á breytingum innflutningsverðlags er stuðst við spár alþjóðastofnana og framvirkt verð á bensíni og olíu. Samkvæmt framvirku bensínverði bendir allt til þess að bensínverð hér á landi geti lækkað um 5-7% á næsta ársfjórðungi, haldist gengi óbreytt. Sterkt langtímasamband er milli bensínverðs og olíuverðs og samkvæmt horfum á olíumarkaði er margt sem bendir til þess að bensínverð geti farið eitthvað lækkanði á næsta ári.

Tafla 4 Helstu forsendur verðbólguþáttur

Prósentsbreytingar milli ársmeðaltala	2000	2001	2002	2003
Samningsbundin laun.....	3,7	5,4	3,7	2,9
Launaskrið.....	2,0	1,7	1,2	1,0
Innlend framleiðni.....	2,2	1,5	1,0	1,3
Innflutningsgengisvísitala krónunnar.....	-1,0	18,2	3,8	0,0
Innflutningsverð í.....				
erlendri mynt.....	3,3	2,4	1,0	1,3

Heimild: Seðlabanki Íslands.

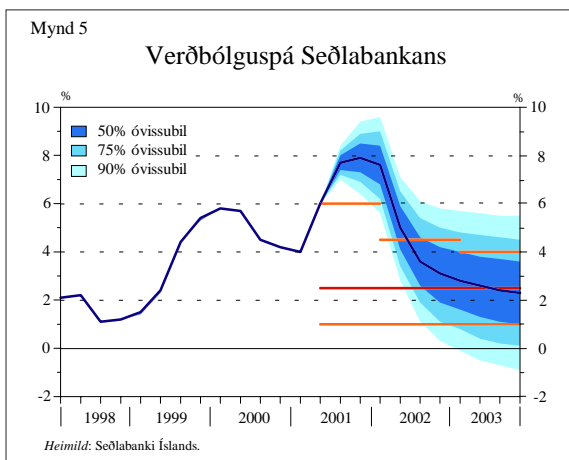
Sem fyrr við gerð verðbólguþáttur, gerir bankinn ráð fyrir óbreyttu gengi frá spádegi, 20. júlí. Mesta breytingin á forsendum frá síðustu spá er einmitt á forsendu um gengi en frá síðustu spá hafði gengi krónunnar veikst um 5,6%. Fjöldi rannsókna gefur til kynna að 1% varanleg gengislækkun leiði til u.þ.b. 0,4% varanlegrar hækkunar verðlags til langs tíma. Sé ofangreind gengislækkun varanleg má því reikna með að hún leiði til hækkunar verðlags um rúm 2% til lengri tíma litið.

Gert er ráð fyrir að húsnæðisverð lækki um 5% að raungildi næsta hálfu árið. Þessi forsenda er nokkuð í takt við síðustu spá en þá var gert ráð fyrir 5% raunlækkun til eins árs. Hér er því gert ráð fyrir að raunlækkun húsnæðisverðs komi fram á styttri tíma en áður var gert ráð fyrir. Nú þegar eru stærstu húseignir á höfuðborgarsvæðinu farnar að lækka í verði og má

búast við að smærri eignir fari einnig að lækka með haustinu enda mikið af nýju húsnæði í boði og vís-bendingar eru um minnkandi eftirspurn.

### Óvissa og áhættuþættir

Sem fyrr leggur Seðlabankinn áherslu á að allar spár eru háðar óvissu og því varhugavert að leggja of mikið upp úr túlkun á ákveðnum gildum. Því er spáin sýnd ásamt mati á óvissubili hennar á mynd 5. Þannig sýnir allt skyggða svæðið það bil sem eru 90% líkur á að verðbólga verði innan; 75% líkur eru á að verðbólga verði innan tveggja dekkstu svæðanna. Dekksta svæðið sýnir svo 50% óvissubilið. Óvissan verður því meiri sem spáin nær lengra fram í tímann og endurspeglast það í víkkun óvissubilsins.<sup>2</sup>



Nú sem fyrr er mikil óvissa um forsendur spárinnar. Þar skiptir gengi krónunnar mestu. Annars staðar í þessari grein eru færð fyrir því rök að raungengi muni hækka á næstunni. Verði það fyrir tilstilli hærra nafngengis mun verðbólga verða minni en hér er spáð. Hækki gengi krónunnar t.d. smám saman á næstu níu mánuðum upp í svipað stig og var undir lok apríl myndi verðbólga yfir árið verða 7½% og fara inn fyrir þölmörk á fyrri helmingi næsta árs. Verðbólguþá Seðlabankans gæti þá hugsanlega

náðst þegar á því ári. Forsenda þess er auðvitað að ekki komi til endurskoðunar kjarasamninga til hækkunar.

Á næstu mánuðum ríkir nokkur óvissa um þróun húsnæðisverðs. Mikið er í boði af nýju húsnæði og margt bendir til dvínandi eftirspurnar. Enn eru flestar tegundir húsnæðis að hækka að nafnverði þó að raunverð hafi lækkað á nýliðnum ársfjórðungi. Haldi þessar hækkunar áfram verður raunlækkun húsnæðis ekki eins mikil og gert er ráð fyrir í spá bankans. Myndist hins vegar spenna vegna umframframboðs má jafnvel búast við enn meiri lækkunum en hér er gert ráð fyrir með tilheyrandi áhrifum á verðbólgu.

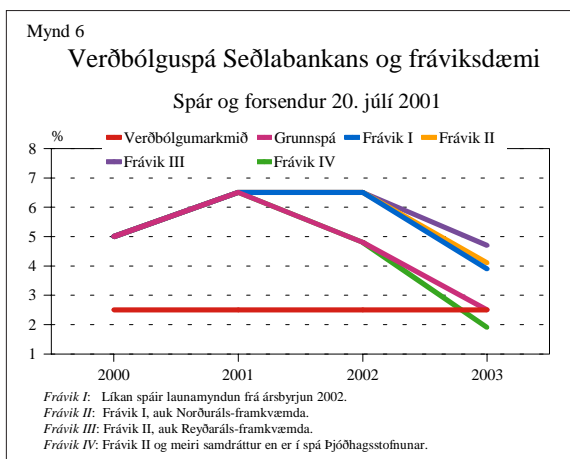
Óvissa um launþróun hefur aukist í kjölfar aukinnar verðbólgu, sérstaklega með hliðsjón af mögulegri uppsögn kjarasamninga í febrúar n.k. Fari svo að kjarasamningum verði sagt upp og samið verði um launahækkunar verði hafa áhrif til hækkunar verðlags. Til lengri tíma litid er þannig viss hættu á vixlverkun launahækkana og verðbólgu ef núverandi verðbólguvæntingar festast í sessi.

### Frávíksdæmi

Ofangreind verðbólguþá byggist meðal annars á því að kjarasamningar verði óbreyttir. Jafnframt er byggt á þeirri forsendu að ekki komi til frekari stóriðjuframkvæmda. Þessar forsendur eru auðvitað verulega óvissar. Með því að nota líkan sem spáir bæði launum og verði má leiða getum að því hvað gæti gerst ef þessar forsendur breytast. Mikilvægustu stærðirnar sem ákvarða verðbólgu og launahækkunar í þessu líkani er gengi krónunnar og umframeftirspurn á vöru- og vinnumarkaði. Meðfylgjandi mynd sýnir fjögur frávíksdæmi. Í fyrsta lagi er gert ráð fyrir að laun ákvarðist samkvæmt líkaninu frá og með ársbyrjun 2002. Í dæmum tvö og þrjú er bætt við framkvæmdum sem svara til stækkunar Norðurláls og síðan til viðbótar byggingu Reyðaráls og er þá miðað við tímasetningar og áhrif á hagvöxt og framleiðsluspennu samkvæmt áætlunum Þjóðhagsstofnunar. Þessar framkvæmdir valda því að framleiðsluspenna verður meiri þar sem hagvöxtur verður meiri og atvinnuleysi minna. Báðir þessir þættir stuðla að meiri verðbólgu og launahækkunum. Afleiðingin verður sú að verðbólguþá Seðlabankans næst ekki á árinu 2003 að óbreyttu gengi og peningastefnu. Reyndar stöðvast verðbólguþá Seðlabankans næst ekki á árinu 2003 að óbreyttu gengi og peningastefnu. Reyndar stöðvast verðbólguþá Seðlabankans næst ekki á árinu 2003 að óbreyttu gengi og peningastefnu. Reyndar stöðvast verðbólguþá Seðlabankans næst ekki á árinu 2003 að óbreyttu gengi og peningastefnu. Reyndar stöðvast verðbólguþá Seðlabankans næst ekki á árinu 2003 að óbreyttu gengi og peningastefnu. Reyndar stöðvast verðbólguþá Seðlabankans næst ekki á árinu 2003 að óbreyttu gengi og peningastefnu.

2. Matið á óvissu í verðbólguþá Seðlabankans byggist í meginatriðum á sögulegum spáskekkjum bankans þar sem það á við og á einföldum framreikningi á spáóvissu fyrir þær tímallengdir sem bankinn hefur ekki áður spáð. Á sama hátt og spár um einstök gildi eru háðar óvissu er matið á spáóvissu það einnig. Því þarf að fara varlega í túlkun á matinu á spáóvissunni. Þessu mati er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að vera nákvæmt mat á líkindadreifingu verðbólguþá Seðlabankans.

gengi krónunnar mun hækka á byggingartíma ef erlend fjármögnun er umtalsverð. Innflutningur vinnuafis á byggingartíma munu einnig draga úr verðbólguþrýstingi vegna framkvæmdanna. Þá er rétt að hafa í huga að niðurstöðurnar eru nærmar fyrir tímasetningu þessara framkvæmda. Ef þær koma til þegar slaki er í efnahagslífinu og verðbólguvæntingar hafa fest í sessi í kringum verðbólgu markmið Seðlabankans munu verðbólguáhrifin verða viðráðanlegri. Dæmi fjögur sýnir hins vegar hvað gæti gerst ef laun verða í samræmi við kjarasamninga út árið 2002 og samdráttur á næstu misserum verður meiri en Þjóðhagsstofnun spáði nú í júní. Í þessu dæmi er þó gert ráð fyrir framkvæmdum vegna stækkunar Norðuráls. Samkvæmt þessum forsendum yrði hagvöxtur aðeins um ½% í ár og um 2½% samdráttur yrði á næsta ári. Úr því myndi hagvöxtur á ný fara í jafnvægisvöxt. Niðurstaðan væri sú að verðbólgan væri komin niður fyrir verðbólgu markmið á seinni hluta ársins 2003. Ekki ber að líta á ofangreind dæmi sem eiginlegar spár, heldur eru þau sett fram til að varpa ljósi á samspil hagvaxtar, ástands á vinnu- markaði, launamyndunar og verðbólgu.



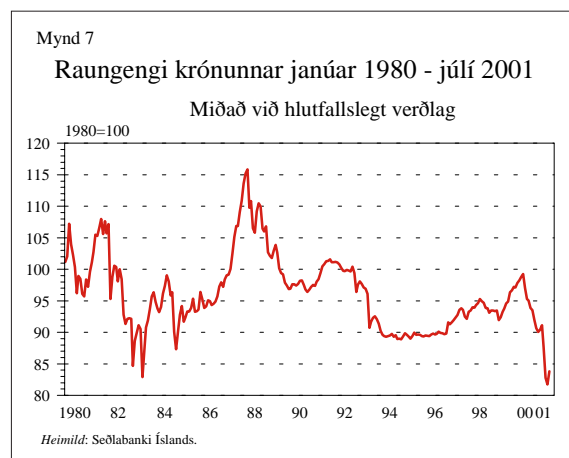
### Lækkun gengis krónunnar að undanfögnu má einkum rekja til langvarandi viðskiptahalla

Gengi krónunnar var sett á flot í lok mars sl. Í júní var gengi krónunnar að meðaltali 13% lægra en í mars og nærri 7½% lægra en gengið var út frá í síðustu opinberu verðbólguþrýstingi bankans. Fyrstu 20 daga júlímánaðar var gengi krónunnar að meðaltali heldur hærra en að meðaltali í júní og 20. júlí var það 4,6% hærra en það varð lægst 20. júní sl. Í greinar-

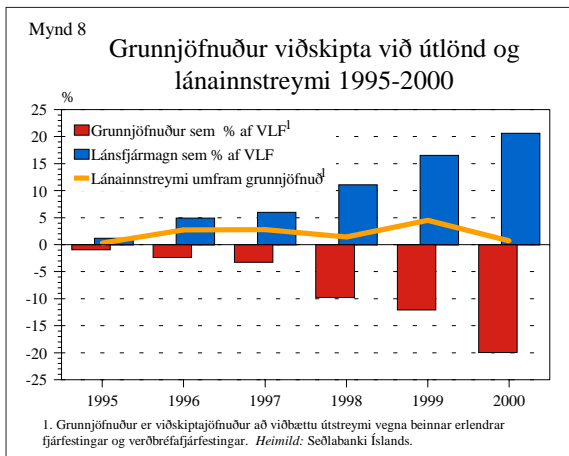
gerð bankans til ríkisstjórnarinnar er greint frá samspili margra þátta sem gætu hafa haft áhrif á gengi krónunnar undanfarna mánuði. Þar eru nefndar til sögunnar ýmsar skýringar, t.d. hærra raungengi krónunnar en samrýmdist langtíma jafnvægi í þjóðarbúskapnum, óvenjumikill viðskiptahalli er gróf undan stöðugleika gengisins þegar fjármögnun hans tók að þyngjast, sjómannaverkfall o.fl. atburðir sem ollu tímabundinni truflun á innstreymi gjaldeyristekna og juku svartsýni um horfur í þjóðarbúskapnum og hugsanlegt ofmat markaðsaðila á þörf fyrir aðlögun gengis, eða „sjálfmagnandi“ væntingar um viðbrögð annarra markaðsaðila.

Seðlabankinn telur að fátt bendi til þess að raungengi krónunnar hafi vikið umtalsvert frá langtíma jafnvægisstöðu. Í júní í ár mældist raungengi á verðlagskvarða hið lægsta frá því í júní árið 1983. Í ljósi sögulegrar reynslu verður því að telja líklegt að raungengi muni hækka á ný, annað hvort fyrir tilstilli gengishækkunar, eða aukinnar verðbólgu, nema hvort tveggja komi til. Þar með er ekki sagt að útilokað sé að raungengi krónunnar geti um alllangt skeið, jafnvel svo árum skiptir, vikið umtalsvert frá slíkri langtíma meðalstöðu, auk þess sem um hana ríkir mikil óvissa.

Draga má þá ályktun að viðskiptahallinn, ásamt útstreymi vegna verðbréfafjárfestingar og beinnar fjárfestingar, hafi verið meginorsök lækkunar gengis krónunnar undanfarið ár, þótt aðrir þættir hafi einnig komið við sögu. Í fyrra vógu lánsfjárin streymi sem nam fimmtungi landsframleiðslunnar og endurtekin inngríp Seðlabankans á móti, en dugðu samt ekki til



að koma í veg fyrir lækku á gengi krónunnar. Verði fjármögnun viðskiptahallans tregari getur það grafið undan gengi gjaldmiðils áður en innlend eftirspurn aðlagast nægilega. Þrýstingur á gengi gjaldmiðla er því oft hvað mestur þegar byrjar að draga úr viðskiptahalla, eins og ótvírætt virðist vera að gerast hér á landi um þessar mundir. Í greinargerð bankans til ríkisstjórnarinnar er nánar fjallað um ástæður lækkunar gengis krónunnar að undanfögnu.



Á síðasta ári nam viðskiptahallinn 68,2 ma.kr. og ústreymi vegna nettó beinnar erlendra fjárfestingar og nettó verðbréfafjárfestingar samtals 64,5 ma.kr. Til að fjármagna summuna af þessu, sem á myndinni hér að ofan er nefnd „grunnjöfnuður“, þurfti gjaldreyrinnastreymi í formi erlendra lántöku að fjárhæð 133,4 ma.kr., eða 11,1 ma.kr. á mánuði, til að koma í veg fyrir þrýsting á gengi krónunnar. Ýmislegt bendir til þess að dregið hafi úr erlendri lánsfjáröflun á undanfögnu ári, aðallega vegna minni vilja innlendra aðila til slíkrar lántöku, þar sem þeir voru ekki jafnbjartsýnir og áður og meðvitaðri um gengisáhættu. Aukin varfærni er af hinu góða og nauðsynlegur þáttur í að færa vöxt útlána niður á stig sem er nær því að vera eðlilegur langtíma vöxtur, en hliðarverkanir slíkrar aðlögunar geta verið erfiðar.

### Verulega dró úr undirliggjandi viðskiptahalla og ústreymi vegna verðbréfafjárfestingar á fyrsta fjórðungi ársins

Viðskiptahallinn á fyrsta fjórðungi ársins nam 15,6 ma.kr. og var rúmum 3 ma.kr. meiri en fyrir ári. Verulega dró þó úr viðskiptahallanum að skipa- og flug-

vélaviðskiptum frátöldum. Af 10 ma.kr. halla án skipa og flugvéla stöfuðu 8,6 ma.kr. af halla á jöfnuði þáttatekna, sem tvöfaldast frá fyrra ári. Þjónustujöfnuður var í jafnvægi, en á honum var 2,4 ma.kr. halli á sama tíma í fyrra.

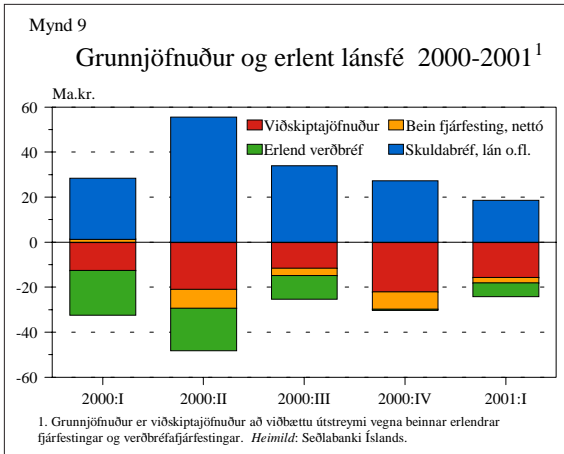
Miðað við undanfarið ár dró verulega úr lánsfjárbörfinni til að fjármagna viðskiptahallann, sem nam fimmtungi landsframleiðslunnar allt árið í fyrra, eins og komið hefur fram. Samanlögð lánsfjárbörf til að fjármagna viðskiptahallann, nettó beina erlenda fjárfestingu og kaup á erlendum verðbréfum nam 24 ma.kr. á fyrstu þremur mánuðum ársins, samanborið við 30,8 ma.kr. á sama tíma fyrir ári. Munar þar mest um að ústreymi vegna kaupa á erlendum verðbréfum var 13,8 ma. kr. minna en á fyrsta ársfjórðungi í fyrra, eða 5,9 ma.kr. Lánsfjárinnstreymi sem gögn liggja fyrir um á ársfjórðungnum var samt sem áður lægra hlutfall af þessari lánsfjárbörf en í fyrra, eða 77% samanborið við 87% í fyrra. Þessi niðurstaða endurspeglar í fremur stórum skekkjulið, þ.e.a.s. töluvert vantaði á að afgangur á fjármagnsjöfnuði væri jafnstór og hallinn á viðskiptajöfnuði, eins og fræðilega ætti að vera, a.m.k. til lengdar. Varasamt er að draga ályktanir af þessum tölum þar sem þær eru sveiflukenndar, en þær gætu þó bent til vaxandi tregðu í fjármögnun viðskiptahallans með erlendu lánsfé sem gæti skýrt að hluta lækku krónunnar mánuðina á eftir.

### Gögn um utanríkisviðskipti í apríl og maí benda til minnkandi vöruviðskiptahalla á öðrum ársfjórðungi og líklega á síðari hluta ársins

Afgangur var á jöfnuði vöruviðskipta í apríl sem nam 2,2 ma.kr., en 3,5 ma.kr. halli í maí. Á heildina titið voru vöruviðskiptin á þessum tíma því í betra jafnvægi en áður. Fyrstu 5 mánuði ársins var 8,6 ma.kr. halli, eða 9,4 ma.kr. minni halli en á sama tímabili fyrir ári. Ef horft er fram hjá skipa- og flugvélaviðskiptum var hallinn 3,1 ma.kr., sem er innan við þriðjungur hallans á sama tímabili í fyrra.

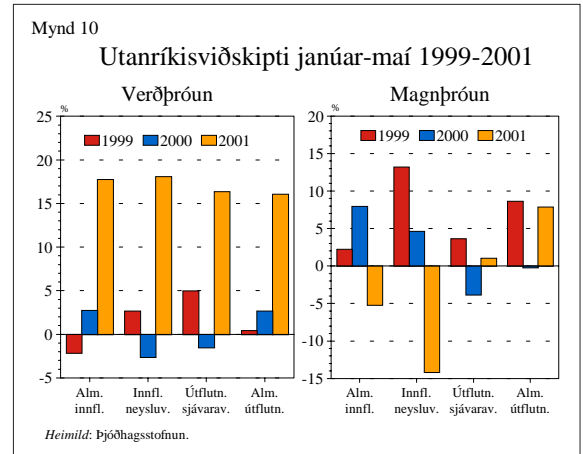
Á heildina titið virðast töluverðar líkur á því að nokkuð dragi úr viðskiptahallanum á þessu ári. Þar togast á öfl sem hafa tilhneigingu til að auka á viðskiptahallann og önnur sem draga úr honum. Gengislækku krónunnar að undanfögnu hefur reyndar áhrif í báðar áttir fyrst í stað. Annars vegar leiðir hún til breytinga á hlutfallslegu verðlagi innlendra og erlendar vöru og þjónustu sem bæta samkeppnisstöðu





innlestrar framleiðslu og þjónustu, auka útflutning og draga úr innflutningi. Fyrstu áhrifin kunna þó að vera hærra hlutfall viðskiptahalla af landsframleiðslu sakir þess að þegar gengið lækkar, áður en markaðsaðilar hafa haft ráðrúm til að bregðast við hlutfallslegum verðbreytingum, eykst hann meira í krónum talið en landsframleiðslan. Einkum á þetta við um jöfnuð þáttatekna, þar sem litlir möguleikar eru á að bregðast við gengisbreytingum. Þessi áhrif eru kölluð „J-kúrfu áhrif“ og er þá vísað til þess að þegar gengi lækkar þá versnar viðskiptajöfnuður fyrst en batnar síðan.

Ekki mátti greina mikil magnáhrif gengislækkunarinnar á síðasta ári. Því er ekki ólíklegt að viðskiptahallann á síðari hluta ársins 2000 megi að nokkru leyti skýra með J-kúrfu áhrifum. Á fyrri hluta yfirstandandi árs hefur hins vegar mátt greina viðbrögð við gengislækkuninni, þótt ekki sé auðvelt að greina þau frá öðrum breytingum tengdum hagsveiflu og ytri skilyrðum. Ekki er t.d. sjálfgefið að aukinn vöxtur útflutnings stafi af gengislækkun krónunnar. Ætla má að vöxtur í útflutningi sjávarafurða fyrstu mánuðina tengist fremur þokkalegum afla en lægra gengi. Auk þess er álframleiðslan, sem skýrir meginhluta vaxtarins, sennilega tiltölulega ónæm fyrir gengisþróun. Almennur útflutningur jókst um 8% að magni fyrstu 5 mánuði ársins og verð hækkaði um 16% í krónum talið, aðallega vegna gengislækkunar krónunnar. Aukinn útflutningur áls skýrir nær allan vöxtinn, en án stóriðju jókst útflutningur um tæplega 1%. Útflutningur sjávarafurða var töluvert mikill fyrstu 4 mánuðina, en í maí gætti áhrifa verkfalls sjómanna. Líklegt er að dragi úr vexti útflutnings sjávarafurða á síðari hluta ársins.



Innflutningur það sem af er þessu ári virðist hafa mótast talsvert af gengislækkuninni að undanfögnu og breyttum aðstæðum í þjóðarbúskapnum. Almennur innflutningur, þ.e.a.s. að frátöldum viðskiptum með skip og flugvélar og nokkrum smærri óreglulegum liðum, fyrstu 5 mánuði ársins dróst saman um 5% frá sama tíma í fyrra og meira síðustu mánuðina. Mestur samdráttur var í innflutningi neysluvöru, eða 14%. Að flugvéla- og viðskiptum undanskildum dróst innflutningur fjárfestingarvöru einnig töluvert saman. Innflutningur hrávöru var hins vegar enn í nokkrum vexti, þrátt fyrir fjórðungs samdrátt í innflutningi eldsneytis, en eingöngu vegna aukins innflutnings hráefna til stóriðju.

### Neikvæð áhrif gengislækkunar krónunnar á jöfnuð þáttatekna vegur á móti aðlögun eftirspurnar ...

Ef gengið væri út frá spá Þjóðhagsstofnunar um viðskiptahallann sem birtist í mars og algerlega horft fram hjá viðbrögðum við gengisbreytingunni, en út- og innflutningur og þáttatekjur nettó látnar hækka sem nemur gengisbreytingu umfram þá forsendu sem notuð var í spánni, yrði viðskiptahallinn 8 ma.kr. meiri en spáð var. Í endurskoðaðri spá sem birt var í júní spáði Þjóðhagsstofnun hins vegar hlutfallslega sama viðskiptahalla og í mars. Því má segja að í þeirri spá sé aðlögun utanríkisviðskipta að lægra gengi látin veða nokkurn veginn á móti J-kúrfu áhrifum.

Miðað við þróun fyrstu 5 mánuði ársins gæti þó stefnt í enn minni viðskiptahalla en spáð var, þótt óreglulegir liðir skekki myndina á fyrsta fjórðungi ársins. Aðlögunin mun því líklega gera betur en veða á móti J-kúrfu áhrifunum. Meginhluti aðlögunarinnar

mun fyrst um sinn falla á innflutning neysluvöru og þjónustu, og líklega í vaxandi mæli fjárfestingarvöru þegar líða tekur á árið. Merkin eru þegar nokkuð skýr hvað áhrærir innflutning varanlegrar neysluvöru og útgjöld vegna ferðalaga og samgangna. Vöxtur útflutnings er hins vegar líklega ekki nándar nærri eins næmur fyrir gengisþróuninni, af ástæðum sem þegar hafa komið fram. Þó er líklegt að gengislækkunin muni t.d. skila sér í eitthvað aukinni ferðaþjónustu

þótt verulegra áhrifa sé vart að vænta fyrir en á næsta ári.

Ástæða þess að vænta má nokkuð snarprar aðlögunar innflutnings er að þar leggjast margir þættir á sömu sveif. Þegar hefur verið getið um áhrif hlutfallslegra verðbreytinga. Innflutningur minnkar einnig ef rauntekjur lækka í kjölfar aukinnar verðbólgu, sem reyndar má einnig að verulegu leyti rekja til lægra gengis. Ef neytendur vænta auk þess lægri

### Rammi 1 Minni hagvöxtur á þessu ári samkvæmt nýrri spá Þjóðhagsstofnunar

Í endurskoðaðri spá sem Þjóðhagsstofnun birti 18. júní er spáð ½% minni hagvexti á þessu ári en í síðustu spá stofnunarinnar frá því í mars. Stærstu tíðindin eru að mun hraðar dregur úr vexti einkaneyslu en áður var spáð. Spáð er einungis ½% vexti á þessu ári. Endurmat sýnir einnig heldur minni vöxt einkaneyslu í fyrra en áður var talið. Spáð er 3½% samdrætti fjármunamyndunar á árinu 2001, en það er 1% meiri samdráttur en spáð var í mars. Niðurstaðan verður lítilsháttar samdráttur þjóðarútgjalda, sem hefur í för með sér 0,9% samdrátt innflutnings, í stað jafnmikils vaxtar. Útflutningsspáin er óbreytt. Jafnmiklum viðskiptahalla er spáð og áður þótt vöruskipta- og þjónustujöfnuður verði hagstæðari.

Á næsta ári er spáð að landsframléiðslan vaxi einungis um ½% og þjóðarútgjöld dragist saman um 2%, eftir óverulegan samdrátt í ár. Síðast drógust þjóðarútgjöld saman árið 1993. Gert er ráð fyrir áframhaldandi samdrætti innflutnings á næsta ári, eða um 4,7%. Þótt gert sé ráð fyrir dræmum vexti útflutnings (1,6%) dugir hann til að viðskiptahallinn mun minnka nokkuð hlutfallslega og nema 7,4% af landsframléiðslu.

Eins og komið hefur fram er það mat Seðlabankans að nú stefni í heldur minni viðskiptahalla en Þjóðhagsstofnun spáði, þrátt fyrir meiri halla á jöfnuði þáttatekna á þessu ári. Framhald gæti orðið á þeirri þróun á næsta ári, sem fæli þá í sér enn minni hagvöxt en nú er spáð eða jafnvel samdrátt.

#### Þjóðhagsyfirlit 1999-2002

Magnbreytingar frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Spá í júní			Spá í mars			Mismunur	
	Bráðab. 2000	Áætlun 2001	Spá 2002	Bráðab. 1999	Áætlun 2000	Spá 2001	Áætlun 2000	Spá 2001
Einkaneysla .....	3,7	0,5	-0,5	6,9	4,0	2,5	-0,3	-2,0
Samneysla.....	3,7	3,1	2,5	5,1	3,7	3,1	0,0	0,0
Fjármunamyndun.....	9,0	-3,5	-9,9	-0,8	9,0	-2,5	0,0	-1,0
Þjóðarútgjöld,alls.....	5,1	-0,1	-2,0	4,6	5,4	1,1	-0,3	-1,3
Útflutningur vöru og þjónustu.....	6,3	3,3	1,6	4,4	5,1	3,4	1,3	0,0
Innflutningur vöru og þjónustu .....	9,3	-0,9	-4,7	5,7	9,3	0,9	0,0	-1,8
Verg landsframléiðsla .....	3,7	1,5	0,5	4,1	3,6	2,0	0,1	-0,5
Jöfnuður þáttatekna o.fl. í ma.kr. ....	-19,8	-24,1	-28,3	-13,5	-19,0	-23,5	-0,8	-0,6
Viðskiptajöfnuður í ma.kr .....	-67,1	-73,0	-57,6	-43,6	-68,9	-72,15	1,8	-0,8
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF...	-10,0	-10,1	-7,4	-7,0	-10,3	-10,1	0,3	0,0

Heimild: Þjóðhagsstofnun.

rauntekna í framtíðinni getur það magnað þessi áhrif. Jafnframt gætir áhrifa eftir ýmsum öðrum leiðum sem tengjast hagsveiflunni og eru líkleg til að koma fram samtímis. Greiðslubyrði heimilanna hefur t.d. aukist, ákveðinnar mettnar gætir vegna kaupa á varanlegri neysluvöru (t.d. bílum) og fjárfestingarvöru í uppsveiflunni og tilfinning um atvinnuöryggi er líklega minni þótt atvinnuleysi sé enn lítið. Þau merki um samdrátt í almennum innflutningi sem komið hafa fram á fyrstu mánuðum ársins munu því líklega ágerast þegar líða tekur á árið. Innflutningur fjárfestingarvöru er enn mikill þótt nokkurs samdráttar sé farið að gæta. Spá Þjóðhagsstofnunar í júní um 3½% samdrátt í fjármunamyndun gæti gengið eftir miðað við það sem líðið er. Þær greinar sem bera uppi fjármunamyndun á árinu í spá Þjóðhagsstofnunar eru bygging verslunar- og skrifstofuhúsnæðis, kaup á tölvu- og skrifstofubúnaði og fiskveiðar og þar er e.t.v. helst að vænta samdráttar á næstunni.

Á móti hagstæðari vöru- og þjónustujöfnuði kemur að nú stefnir í að jöfnuður þáttatekna, m.a. vaxtagreiðslna verði til muna óhagstæðari en Þjóðhagsstofnun hefur spáð til þessa. Í júní spáði stofnunin 24,1 ma.kr. halla á árinu. Hallinn á fyrsta fjórðungi ársins var þegar orðinn 8,6 ma.kr., eða 37% af því sem spáð var á árinu öllu, þó svo aðeins hluti gengislækkunar krónunnar hafi verið kominn til skila. Haldist gengið lágt til ársloka má með einföldum framreikningi á gengisáhrifum áætla að hallinn á jöfnuði þáttatekna verði u.þ.b. 37 ma.kr. á árinu öllu. Ef þetta verður raunin mun hallinn á jöfnuði þáttatekna einn og sér nema u.þ.b. 5% af landsframleiðslu. Það yrði mesti halli á jöfnuði þáttatekna, ívið meiri en 1984 þegar hallinn varð mestur 4½%.

Óhagstæð þróun jafnaðar þáttatekna vegna gengislækkunarinnar gerir kröfu um mun meiri aðlögun eftirspurnar en ella. Til þess að skjóta varanlegum stoðum undir gengi krónunnar má viðskiptahallinn að jafnaði helst ekki vera meiri en sem nemur 2-3% landsframleiðslunnar, sem felur í sér að gefnum 5% halla á jöfnuði þáttatekna kröfu um afgang á jöfnuði vöru- og þjónustuviðskipta á bilinu 2-3%. Í niðursveiflu gæti afgangurinn þó þurft að verða enn meiri ef skjóta á sæmilega traustum stoðum undir gengi krónunnar. Ljóst er þó að áhrifin á gengið munu í verulegum mæli ráðast af atferli þeirra, t.d. lífeyrissjóða, sem ráðstafa eignum þjóðarinnar til kaupa á erlendum verðbréfum.

### *Horfur í gengismálum næstu mánuði óvissar þótt styrking sé líkleg til lengri tíma litið*

Alþjóðleg reynsla sýnir að ógerningur er að spá fyrir um gengisþróun af nokkurri vissu og það á ekki síður við um íslensku krónuna. Ef lítið er yfir sviðið um þessar mundir má sjá að aðstæður sem ýmist gætu leitt til hækkunar eða frekari lækkunar togast á:

- Hallinn á viðskiptajöfnuði felur enn í sér töluverða þörf fyrir erlent fjármagn, þótt verulega hafi dregið úr þörf fyrir lánsfé á fyrsta fjórðungi ársins vegna minni kaupa á erlendum verðbréfum.
- Á móti kemur aukinn skammtímavaxtamunur við útlönd sem að undanförmu hefur verið tæplega 7% ef miðað er við þriggja mánaða ríkisvixla, en nokkru meiri ef miðað er við peningamarkaðsvexti. Þessi vaxtamunur gefur fjárfestum töluverðan hvata til þess að kaupa fremur íslensk verðbréf, svo framarlega sem þeir trú á því að gengið muni ekki lækka örvar en sem nemur vaxtamuninum. Það dregur þó nokkuð úr þessum hvata að verðbólga og verðbólguhorfur versnuðu á fyrri helmingi ársins.
- Stofn erlendra verðbréfaeignar Íslendinga er orðinn nokkuð stór. Fari þeir sem ráðstafa þessum eignum að eygja styrkingu krónunnar hafa þeir ærna ástæðu til auka vægi innlendra eigna í söfnunum sínum.
- Horfur í íslensku atvinnulífi eru enn sem komið er mjög tvísýnar. Fjárfestar sem eru á höttum eftir góðum fjárfestingarkostum hafa tiltölulega fáa kosti. Sum útflutningsfyrirtæki munu njóta góðs af lægra gengi krónunnar og gætu þótt áhuga-verður fjárfestingarkostur en afkoma annarra fyrirtækja er tvísýnni, t.d. verslunar- og fjármála-fyrirtækja. Óvissa er einnig mikil á erlendum mörkuðum og því ekki ljóst hvort líklegt er að arðsemi innlendra fyrirtækja miðað við erlend hafi jákvæð eða neikvæð áhrif á gengi krónunnar á næstu misserum.
- Raungengi krónunnar er orðið mjög lágt á sögulegan mælikvarða. Því er ólíklegt að fjárfestar sem vilja veðja á stöðugleika krónunnar muni bera langvarandi skaða af því jafnvel þótt gengi hennar kynni að lækka enn meira til skamms tíma litið. Til langs tíma litið eykur lágt raungengi

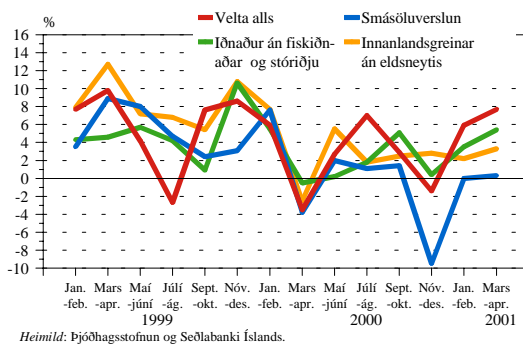
líkur á gengishækkun að því tilskildu að verðbólga fari ekki meira úr böndum en orðið er.

Ofangreind öfl munu togast á um gengi krónunnar á næstu misserum en ógerlegt er að segja hver niðurstaða þeirrar togstreitu verður næstu mánuði. Markaðsaðilum má vera ljóst að vilji Seðlabankans stendur til styrkingar á gengi krónunnar frá núverandi gengi, þótt bankinn muni einungis grípa inn í markaðinn þegar brýn ástæða er til eða þegar hann telur að inngrip séu líkleg til að skila varanlegum árangri.

### Velta og umsvif eru enn mikil

Nýjustu tölur benda til að umsvif í hagkerfinu hafi verið mun meiri á fyrri hluta ársins en umræða um efnahagsmál að undanfögnu gæti gefið tilefni til að ætla. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins hefur líklega ekki farið niður fyrir vöxt framleiðslugetu og því alls óvíst að framleiðsluspenna hafi slaknað. Þjóðhagsstofnun hefur nýverið birt ársfjórðungslega þjóðhagsreikninga frá árinu 1997 til fyrsta fjórðungs í ár. Samkvæmt því uppgjöri var landsframleiðsla á fyrsta ársfjórðungi rúmlega 7½% meiri en á sama tíma í fyrra og átti það einkum rætur að rekja til kröftugs útflutnings og mikillar aukningar fjármunamyndunar, en einkaneysla dróst lítillega saman. Þótt hafa verði vissa fyrirvara á þessum tölum, þar sem um bráðabirgðauppgjör er að ræða og þetta er í fyrsta skipti sem Þjóðhagsstofnun birtir uppgjör af þessu tagi, er ljóst að umsvif hafa enn verið að aukast á fyrstu mánuðum ársins. Tölur um veltu eftir atvinnugreinum, sem byggðar eru á virðisaukaskattsinnheimtu, styðja þessa ályktun. Fyrstu fjóra mánuði ársins var heildarveltan nærri 7% meiri að raungildi en á sama tíma í fyrra. Eins og áður hefur komið fram var útflutningur mjög öflugur fyrstu fimm mánuði ársins, einkum vegna áls og sjávarafurða. Velta innanlandsgreina án eldsneytis var hins vegar um 3% meiri að raungildi en á sama tíma í fyrra sem er svipuð aukning og árið áður. Það á að verulegu leyti rætur að rekja til mikillar aukningar veltu í byggingarstarfsemi og þjónustu en smásöluverslun stóð nánast í stað að raungildi. Raunvelta í iðnaði án stóriðju og sjávarútvegs var 4½% meiri en á sama tíma í fyrra sem er meiri veltuaukning en þá mældist. Athygli vekur einnig í þessu sambandi að veltan í mars-apríl hafði í innanlandsgreinum aukist heldur meira frá

Mynd 11 Veltubreyting milli ára 1998-2001  
%-breyting staðvirtrar veltu frá sama tímabili á fyrra ári



fyrra ári en veltan í janúar og febrúar. Því er engin merki enn að finna í þessum tölum um samdrátt í efnahagslífinu og rímar það vel við vísbendingar af vinnumarkaði sem fjallað er um hér á eftir.

### Afkoma atvinnurekstrar versnar vegna aukins fjármagnskostnaðar

Fyrirliggjandi árshlutauppgjör og spár fjármálafyrirtækja benda til þess að hagnaður skráðra fyrirtækja muni minnka á fyrri hluta ársins. Það stafar þó að verulegu leyti af auknum fjármagnskostnaði, aðallega vegna lækkunar gengis krónunnar. Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnskostnað, eða framlegð, sem hlutfall af veltu virðist nær óbreyttur frá sama tíma í fyrra. Í sjávarútvegi virðist framlegð sem hlutfall af veltu aukast umtalsvert frá því fyrra og kemur þar til herra afurðaverð í erlendri mynt og lágt gengi íslensku krónunnar. Framlegð virðist einnig aukast í iðnaði. Almenn rekstrarskilyrði virðast því nokkuð hagstæð fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar. Hækkun skulda í erlendri mynt vegna lækkunar krónunnar mun hins vegar dylja þá staðreynd í ár. Sú bókhaldsuppfærsla hefur hins vegar mun minni áhrif á sjóðstreymi. Það mun því batna hjá þeim fyrirtækjum sem búa við aukna framlegð.

### Vinumarkaðurinn enn yfirspennur og fátt bendir til að farið sé að slakna á

Ástand vinnumarkaðarins breytist hægt. Enn er töluverð spennan á vinnumarkaði ef marka má fjölda starfa í boði hjá vinnumiðlunum. Í júní voru þau 610, samanborið við 450 í júní í fyrra. Atvinnuleysi í júní mældist 1,2% og lækkaði um 0,4% frá fyrri mánuði.

Þetta er örlitlu minna atvinnuleysi en í júní í fyrra og meiri minnkun á milli mánaða en þá. Árstíðarleiðrétt var atvinnuleysi í júní 1,3% og hefur lítið breyst frá því um mitt sl. ár.

Fækkun varð í maí og júní á nýjum tímabundnum atvinnuleyfum frá sömu mánuðum árið áður og er það í fyrsta skipti í rúmt ár sem það verður. Veitt voru 346 ný tímabundin atvinnuleyfi og atvinnuleyfi vegna nýs vinnustaðar þessa tvo mánuði, en fjöldi slíkra leyfa var 405 sömu mánuði í fyrra.<sup>3</sup> Mun fleiri framlengd tímabundin leyfi voru veitt í júní í ár, eða 218 samanborið við 44 í sama mánuði í fyrra. Á fyrstu sex mánuðum þessa árs voru veitt 2.259 atvinnuleyfi eða 787 fleiri en á sama tíma í fyrra. Þar af voru veitt leyfi til hátt á annað hundrað dansara, sem þurftu fyrst atvinnuleyfi í maí 2000. Óbundnum leyfum fjölgaði um helming, úr 102 í 207. Óbundin leyfi eru veitt erlendum einstaklingum en ekki atvinnurekendum, eins og tímabundin leyfi. Útlendingar öðlast rétt á ótímabundnu atvinnuleyfi þegar þeir hafa starfað í landinu í þrjú ár og fengið ótímabundið dvalarleyfi. Sökum þess fjölda tímabundinna leyfa sem veitt hafa verið og framlengd á undanförunum árum er ljóst að fjöldi erlendra ríkisborgara hefur öðlast rétt til ótímabundins dvalar- og atvinnuleyfis og þeir eru þar með orðnir fullgildir þátttakendur á íslenskum vinnumarkaði til frambúðar.

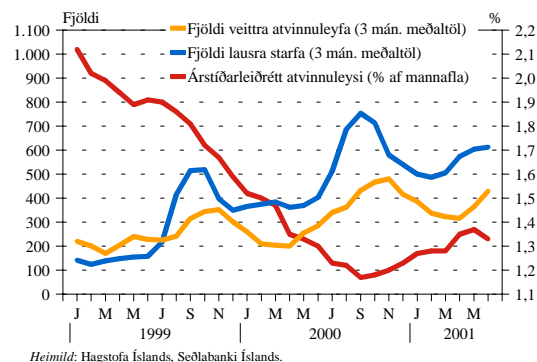
Vísendingar um að dragi úr eftirspurn eftir vinnuafli eru enn sem komið er veikar. Vinnnumarkaðskönnun Þjóðhagsstofnunar í apríl gaf þó vísendingu um betra jafnvægi á vinnumarkaði en áður og að verulega hefði dregið úr eftirspurn á sumum sviðum, t.d. þjónustustarfsemi, samgöngum og iðnaði. Samtök atvinnulífsins gerðu svipaða könnun meðal aðildarfélaga sinna um mánaðamótin júní og júlí.<sup>4</sup> Af þeim sem svöruðu vildu flest fyrirtæki halda óbreyttum starfsmannafjölda og á heildina lítið vildu fyrirtækin fjölga starfsfólki um 0,1%. Fyrirtæki í ferðaþjónustu vildu fækka starfsfólki mest, eða um 3,9%, en það má rekja til þess að sumarvertíð fer að ljúka. Fyrirtæki í iðnaði vildu einnig fækka starfsfólki lítillega. Enn er töluverð eftirspurn eftir starfsfólki í

3. Nýlega byrjaði Vinnuálastofnun að greina ný tímabundin atvinnuleyfi í ný tímabundin atvinnuleyfi og tímabundin atvinnuleyfi vegna vinnustaðaskipta. Í júní voru 131 ný tímabundin atvinnuleyfi veitt og 87 leyfi vegna vinnustaðaskipta.

4. Leitað var til u.þ.b. tólf hundruð fyrirtækja. Rúmur þriðjungur þeirra svaraði.

Mynd 12

### Atvinnuleysi, atvinnuleyfi og störf í boði



mannvirkjagerð og vildu fyrirtæki á því sviði fjölga starfsfólki um 2%. Fiskvinnslan gerir ráð fyrir að fjölga starfsfólki um rúmt 1% í byrjun nýs kvótaárs í haust.

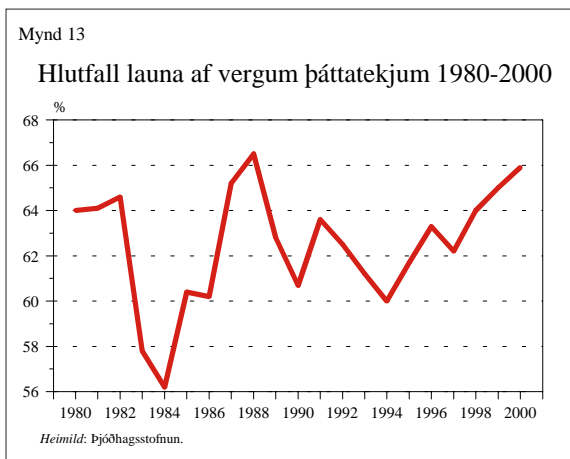
### Launahækkunir á 2. ársfjórðungi svipaðar og vænst var

Launavísitala hækkaði um 2,3% milli fyrsta og annars ársfjórðungs á þessu ári. Þessa hækkun má aðallega rekja til nýrra samninga starfsmanna ríkis, sveita og bæja. Í júní var kaupmáttur 1,3% meiri en fyrir ári. Frá því í desember hafði kaupmáttur aukist um 1,6%. Gerðir hafa verið kjarasamningar við ýmsa hópa opinberra starfsmanna að undanförunu og aðeins örfáir hópar eiga eftir að semja. Launavísitala opinberra starfsmanna og bankamanna hækkaði um 4,4% milli fyrsta og annars ársfjórðungs 2001. Búast má við áframhaldandi hækkun á næsta ársfjórðungi vegna samninga sem eftir er að gera, en einnig vegna þess að launavísitala mælir meðallaun tímabilsins og því dreifast nýlegar hækkunir á tvo ársfjórðunga. Launavísitala á almennum markaði hækkaði mun minna eða 0,8% milli annars og þriðja ársfjórðungs.

Launaskrið á almennum vinnumarkaði var rúmlega helmingi meira milli fyrstu fjórðunga árána 2000 og 2001 ef tekið er mið af þöruðu úrtaki Kjara-rannsóknarnefndar en ekki hækkun launavísitölu. Á öðrum fjórðungi ársins höfðu laun á almennum vinnumarkaði hækkað um 8,1% á einu ári skv. launavísitölu, en það felur í sér 2,1% hækkun umfram kjarasamninga, sé miðað við samninga stærstu launþegahópanna. Launaskrið mældist því hið sama og á fyrsta fjórðungi ársins. Miðað við parað úrtak Kjara-

rannsóknarnefndar var 4½% launaskrið á fyrsta ársfjórðungi. Hefur bilið milli mælinga Hagstofunnar annars vegar og Kjararannsóknarnefndar hins vegar aukist verulega að undanfögnu. Samkvæmt þöruðu úrtaki Kjararannsóknarnefndar höfðu raunlaun á almennum vinnumarkaði hækkað um 9,3%.<sup>5</sup>

Eins og kemur fram í greinargerð Seðlabankans til ríkisstjórnarinnar, sem birt er annars staðar í ritinu, hafa laun hækkað töluvert meira en sem nemur aukningu framleiðni á síðustu árum, sem aftur má rekja til mikillar aukningar innleन्द्रar eftirspurnar. Þessar launahækkunar koma fram í aukinni hlutdeild launa í þjóðartekjum eins og sjá má á mynd 13 en þar kemur fram að hlutdeild launa hefur vaxið úr 60% 1994 í 66% á síðasta ári.



### Afkoma ríkissjóðs mun lakari en á fyrri helmingi ársins 2000

Fyrstu 6 mánuði ársins voru útgjöld ríkissjóðs 1,7 ma.kr. umfram innheimtar tekjur. Á sama tíma í fyrra voru tekjurnar 10,6 ma.kr. hærri en gjöldin. Þessi snörpu umskipti má að nokkru leyti rekja til sérstakra útgjalda vegna innlausnar spariskírteina, hæstaréttardóms vegna örorkubóta og kaupa á sauðfjárvóta, en að mestu leyti til mikillar hækkunar almennra útgjalda og nokkurs slaka í tekjum.

Útstreymi á eignahreyfingum nam 2 ma.kr. til júníloka, en á sama tíma í fyrra var 3 ma.kr. inn-

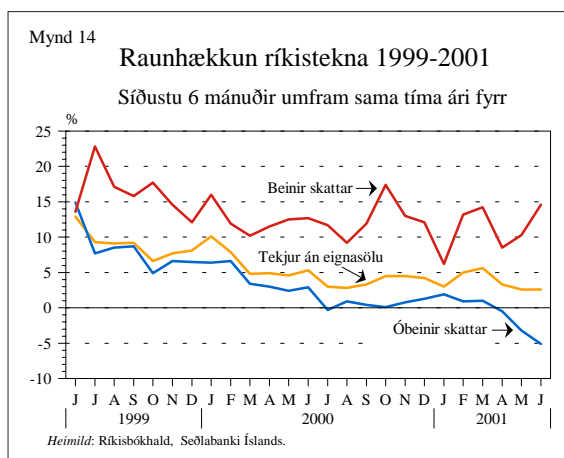
5. Þess ber að geta að notkun paraðs úrtaks (aðeins einstaklingar sem eru í báðum úrtökum eru bornir saman) felur í sér nokkurt ofmat vegna starfsaldurshækkunar. Það skýrir þó tæpast allan þann mun sem er á mælingunum.

streymi, einkum vegna 5 ma.kr. síðbúinnar innheimtu tekna af einkavæðingu árið 1999. Að henni frátalinni voru eignahreyfingar á fyrri helmingi ársanna 2000 og 2001 svipaðar. Hrein lánsfjárbörf fyrstu 6 mánuði ársins nam 3,7 ma.kr., en á sama tíma í fyrra var 13,7 ma.kr. afgangur.

Á fyrri helmingi ársins var greitt mun meira aukalega til lífeyrissjóða ríkisins en á sama tíma í fyrra, eða 7,5 ma.kr. nú á móti 3 ma.kr. í fyrra. Hrein lánsfjárbörf eftir þessa greiðslu var 11,2 ma.kr. það sem af er árinu, en á sama tíma í fyrra var 10,7 ma.kr. afgangur. Nettófjármögnun með innlendum langtímalánum var neikvæð um 2,7 ma.kr. og enn neikvæðari ef uppsafnaðir vextir reiknast sem afborgun. Alls hafa 6 ma.kr. verið fjármagnaðir með ríkisvixlum, 6,1 ma.kr. með erlendum lánum og 1,8 ma.kr. með lækun bankainnstæðna. Á sama tíma í fyrra var nettófjármögnun með innlendum langtímalánum neikvæð um 9,8 ma.kr., sáralítill í ríkisvixlum og neikvæð um 1,4 ma.kr. í erlendum lánum. Ríkissjóður hefur því tekið verulegan þátt í fjármögnun viðskiptahallans á þessu ári, ólíkt því sem var á sama tíma í fyrra.

### Dregið hefur úr vexti tekna og tekjur af óbeinum sköttum dregist saman

Fyrstu sex mánuði ársins 2001 voru skatttekjur 6,4% hærri en á sama tíma árið 2000. Tekjur af beinum sköttum voru 20% meiri til júníloka í ár en á sama tíma í fyrra. Tekjuskattur einstaklinga skilaði 14% meiri tekjum en í fyrra. Tekjur af óbeinum sköttum voru hins vegar 0,6% lægri en á sama tíma árið 2000.



Þar af voru tekjur af virðisaukaskatti 0,8% lægri, þrátt fyrir að verðlag hafi verið 4,7% hærra að meðaltali. Innflutningstengdar tekjur (tollar, almenn vörugjöld, bifreiða- og bensíninnflutningsgjöld) lækkuðu um 11%. Tekjur af tryggingagjöldum og bifreiðasköttum jukust hins vegar um 4% umfram verðbólgu, enda hafa laun hækkað umfram verðlag og bifreiðaeign aukist verulega.

Sé horft framhjá tekjum af sölu eigna jukust heildartekjur ríkissjóðs á fyrri árshelmingi um 7,2% frá sama tíma í fyrra. Fjárlög gerðu ráð fyrir 6% hækkun milli ára og tæplega 6% verðbólgu. Til viðbótar var reiknað með 15½ ma.kr. tekjum af sölu eigna, sem er enn á undirbúningsstigi. Heildarmyndin er að neyslutengdar tekjur hafa hríðlækkað að raungildi á meðan skattar á tekjur, hagnað og eignir hafa haldið í við verðbólgu og gott betur. Skatttekjur í heild virðast stefna í að verða svipaðar eða jafnvel minni að nafnvirði en áætlað var í fjárlögum.

#### *Útgjöld ríkissjóðs aukast tvöfalt hraðar en gert er ráð fyrir í fjárlögum*

Fyrri helming ársins voru útgjöld ríkisins 21,6% hærri en á sama tíma í fyrra. Fjárlög gera ráð fyrir 11% hækkun milli ára. Að hluta stafar mikil hækkun nú af sérstökum tilefnum: vaxtafærslu vegna innlausnar spariskírteina, kaupum á búvörkuvóta, ófyrirséðum lífeyrisgreiðslum til öryrkja o.fl. og uppgjörum vegna útgjalda sjúkratrygginga árið 2000. Önnur gjöld án fjárfestingar hækkuðu um 17½%, en áttu að hækka um 9½% á árinu öllu samkvæmt fjárlögum. Rekstrargjöld ríkisins ein og sér hækkuðu um 10½%, en á fjárlögum var gert ráð fyrir 6,6% hækkun milli ára. Ekki er óhugsandi að mikil hækkun útgjalda umfram sérstök tilefni skýrist að einhverju leyti af tímasetningu útgjalda. Gæti þá dregið úr hækkunum þegar líður á árið. Ef hins vegar heldur sem horfir, hækka ríkisútgjöld um 18% milli ára í stað 11% áætlunar fjárlaga en tekjur án eignasölu verða nokkurn veginn á áætlun. Ef fjárlagaáætlun um 15½ ma.kr. eignasöluhagnað gengur eftir, yrði þá afgangur á ríkissjóði um 20 ma.kr. í stað þeirra 34 ma.kr. sem fjárlög gera ráð fyrir, og afgangur án eignasölu yrði um 5 ma.kr. í stað 20 ma.kr.

#### *Undirliggjandi vöxtur útlána enn að minnka og vöxtur peningamagns og sparifjár hjáðnar á ný*

Útlán innlánsstofnana jukust um 9½% frá lokum

mars til loka júní, en þá aukningu má að hluta rekja til endurmats á lánum í erlendri mynt vegna rúmlega 12% hækkunar meðalgengis erlendra gjaldmiðla á tímabilinu. Án áhrifa gengislækkunar og verðtryggingar jukust útlán, lauslega áætlað, um 3%. Tólf mánaða nafnvöxtur útlána nam 26% í lok júní, sem er sami vöxtur og fyrir ári. Sá munur er hins vegar á að í ár skýrir gengislækkun krónunnar og uppfærsla verðtryggðra lána stóran hluta vaxtarins. Að teknu tilliti til gengislækkunar og verðtryggingaruppfærslu nam vöxtur útlána yfir 12 mánuði til júníloka, lauslega áætlað, 12½%. Á sama tíma fyrir ári var vöxturinn þannig reiknaður rétt rúmlega 24½%. Hægfara hjöðnun undirliggjandi vaxtar útlána heldur því áfram.

Í lok júní hafði peningamagn og sparifé (M3) aukist um 12% á 12 mánuðum og hefur vöxtur því lítið breyst í heilt ár. Fyrstu mánuði ársins var vöxtur peningamagns heldur meiri, m.a. vegna aukinna innstæðna á gjaldeyrisreikningum, einkum í marsmánuði. Í maí minnkuðu innstæður á gjaldeyrisreikningum nokkuð á ný og jukust ekki meira í júní en á sama tíma í fyrra. Þótt vöxtur peningamagns hafi lítið breyst á sl. ári er vöxtur hans töluvert minni að raungildi, eða u.þ.b. 4½% undanfarna 12 mánuði.

Útlán og innlend verðbréfaeign lánakerfisins jukust alls um rúmlega fimmtung á 12 mánuðum til marsloka. Mest jukust útlán til fyrirtækja, eða um rúman fjórðung, en útlán til heimilanna jukust um tæp 16%. Að frádregnum gengis og verðuppfærslum var 12 mánaða vöxtur útlána lánakerfisins 13% í lok mars, eða heldur meiri en í lok sl. árs.

#### *Fjármálaleg skilyrði og aðhald peningastefnunnar*

Aðhaldstig peningastefnunnar slaknaði nokkuð í maí og júní vegna aukinna verðbólguvæntinga og lækkunar gengis krónunnar á sama tíma og stýrivextir Seðlabankans voru óbreyttir. Undir lok apríl var verðbólguálag ríkisskuldabréfa til 2-3 ára um 5% en sveiflaðist síðan á bilinu 5½-6½% í maí og júní. Raunstýrivextir Seðlabankans mældir með ofangreindu verðbólguálagi voru rúmlega 6½% strax eftir ½ prósentustigs vaxtalækkun bankans undir lok mars en voru komnir niður í um 5½% undir lok apríl. Þeir lækkuðu síðan enn nokkuð samfara auknum verðbólguvæntingum og voru um 4½% um miðjan júní. Gengi krónunnar var þá orðið 8,4% lægra en reiknað var með í verðbólguþá bankans sem birt var í maí sl.

## Rammi 2 Kerfi Seðlabankans til að meta ástand og horfur í efnahagsmálum

Seðlabankinn metur ástand og horfur í efnahagsmálum með margvíslegum hætti. Í því efni byggir hann ekki aðeins á eigin vinnu heldur einnig á vinnu annarra opinberra efnahagsstofnana eins og Þjóðhagsstofnunar. Auk þess kynnir hann sér greiningu fjármálastofnana, samtaka atvinnulífs og verkalýðshreyfingar. Þá fylgist bankinn grannt með erlendum efnahagsmálum sem hafa áhrif á innlenda hagþróun.

Í meginatriðum má skipta þessari yfirvöku í eftirfarandi flokka:

- Mat á hagvísnum
- Spár
- Markaðsvaka
- Úrtakskannanir
- Samtöl við fjármálastofnanir, samtök atvinnulífs, verkalýðshreyfingu og fyrirtæki

*Mat á hagvísnum:* Í hvert skipti sem nýjar hagtölur eru birtar eru þær teknar til skoðunar. Í hverjum mánuði skoðar og greinir hagfræðisvið bankans síðan að lágmarki 82 innlendar hagstærðir sem yfirleitt eru á mánadaglegri tíðni eða hærri. Margvísleg greining er gerð á þessum hagvísnum til að kreista út þær upplýsingar sem í þeim felast. Þannig er t.d. tímaróf vaxta greint til að fá upplýsingar um væntingar um vaxtaþróun og verðbólgu.

*Spár:* Seðlabankinn gerir fjórum sinnum á ári verðbólguþrá til a.m.k. tveggja ára. Í tengslum við þær er lagt ítarlegt mat á þá þætti efnahagsmála sem mestu skipta fyrir verðlagsþróunina. Seðlabankinn byggir alla jafna á þjóðhagsspám Þjóðhagsstofnunar en legg-

ur jafnframt á þær sjálfstætt mat. Þá skoðar bankinn spár fjármálastofnana.

*Markaðsvaka:* Markaðsstofa bankans á peningamála sviði fylgist náið með þróun á innlendum fjármálamörkuðum og er í nánnum tengslum við aðrar fjármálastofnanir.

*Úrtakskannanir:* Seðlabankinn hefur reglulega látið gera úrtakskannanir á verðbólguvæntingum almennings. Bankinn hefur til skoðunar að gera mun víðtækari kannanir á væntingum fyrirtækja og almennings. Þá kynnir bankinn sér þær kannanir sem aðrir aðilar gera á þessu sviði.

*Samtöl:* Fulltrúar bankans eiga samtöl við margvíslega aðila í þjóðfélaginu til að fá frá þeim upplýsingar og mat. Þannig ræða bankastjórar Seðlabankans reglulega við yfirstjórnendur annarra fjármálastofnana. Hagfræðisvið bankans á einnig samtöl við starfsmenn greiningardeilda fjármálastofnana, samtaka atvinnulífs, verkalýðshreyfingar, aðila á fasteignamarkaði og einstök fyrirtæki. Markaðsstofa bankans á mjög oft samtöl við gagnaðila í fjármálastofnunum en einnig fyrirtæki sem eru mikilvæg á gjaldeyrismarkaði. Þá er fjármálasvið bankans í tengslum við fjármálastofnanir vegna mats á fjármálastöðugleika.

Eftir að bankinn tók upp verðbólguþrá hefur mikilvægi ofangreinds yfirvökukerfis aukist. Bankinn mun því á næstunni vinna að því að gera það jafnvel enn betur úr garði. Áhersla verður lögð á að bæta spár og mat á væntingum, m.a. með úrtakskönnunum.

Í júlí hefur hins vegar heldur dregið úr verðbólguvæntingum og gengi krónunnar hefur styrkst. Þann 20. júlí var verðbólguálag ríkisskuldabréfa rúmlega 5% og raunstyrivextir Seðlabankans höfðu á ný hækkað í um 5½%. Gengi krónunnar hafði þá styrkst um 3,1% frá miðjum júní.

Á móti minna aðhaldsstigi peningastefnunnar vegna lægri raunvaxta og gengis vegur að önnur fjármálaleg skilyrði sem hafa áhrif á eftirspurn hafa annaðhvort verið tiltölulega óbreytt frá því að gengið

var frá síðasta mati á þróun og horfum í efnahags- og peningamálum fyrir þetta rit undir lok apríl eða hafa þróast í aðhaldsátt. Þannig hafa lausafjárþrengingar valdið því að vextir á millibankamarkaði fyrir krónur hafa lækkað minna en vaxtalækkun Seðlabankans þann 27. mars sl. gaf tilefni til. Verðtryggðir langtímavextir eru nú annaðhvort svipaðir eða hærri en þeir voru undir lok apríl, nema á allra stystu bréfum. Til viðbótar þessu er mat lántakenda á lánskjörum erlendra lána nú líklega hærra en fyrir nokkrum mán-



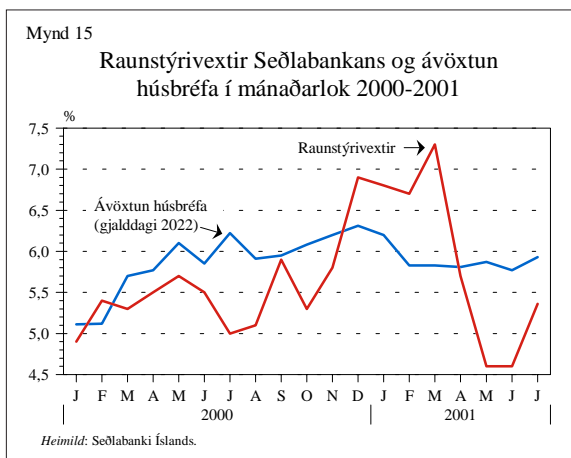
uðum vegna nýlegrar gengislækkunar krónunnar og aukins gengisflökts. Þá má nefna að hlutabréfaverð hefur haldið áfram að lækka og er Úrvalsvisitalan nú um 9% lægri en í lok apríl. Seðlabankinn hóf að lækka vexti undir lok mars í ljósi merkja um að ofþensla væri byrjuð að hjaðna og að horfur voru á að hagvöxtur myndi minnka á næstu misserum niður fyrir langtíma jafnvægisvöxt. Veiking krónunnar undanfarnar vikur og auknar verðbólguvæntingar í framhaldi af aukinni mældri verðbólgu komu hins vegar í veg fyrir að framhald yrði á þessari þróun í bráð og er það rækilega útskýrt í greinargerð til ríkisstjórnarinnar sem birtist í þessu hefti *Peningamála*. Þá hefur það bæst við að síðustu hagtölur benda til að krafturinn í hagkerfinu sé enn sem komið er mun meiri en ætla mætti af umræðu um efnahagsmál að undanförunu, eins og rakið hefur verið framár í þessari grein, og þannig óvíst að hagvöxtur sé enn kominn niður fyrir jafnvægisvöxt.

Í samræmi við samkomulag ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 27. mars sl. munu vaxtaákvæðanir bankans á næstu mánuðum ráðast fyrst og fremst af því markmiði að verðbólga verði í kringum 2½% eigi síðar en í árslok 2003. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa til lengri tíma (5-7 ára) bendir til þess að nokkuð sé í land að þetta markmið hafi tiltrú markaðsaðila. Svigrúm Seðlabankans til þess að milda hugsanlegan samdrátt á næstu misserum með vaxtalækkunum er því minna en ella. Hækki gengi krónunnar á næstunni og/eða ef verðbólguvæntingar til lengri tíma færast nær verðbólgu markmiðinu mun þetta svigrúm aukast. Aukist hins vegar líkur á skrífu

verðlags, launa og gjaldeyrishækkana gæti Seðlabankinn þurft að hækka stýrivexti sína til að viðhalda aðhaldi peningastefnunnar, jafnvel þótt fylgifiskur þess verði meiri samdráttur í hagkerfinu en ella. Það eina sem gæti haldið aftur af bankanum í að taka þannig í taumana væri ef sýnt þætti að fjármálakerfið þyldi ekki slíka vaxtahækkun, enda myndu þá erfiðleikar þess að lokum leiða til samdráttar eftirspurnar í hagkerfinu og þar með minni verðbólgu.

Kröfur hafa komið úr ýmsum áttum um að Seðlabankinn haldi þegar áfram að lækka vexti þótt verðbólga hafi verið á uppleið og verðbólguþáttur bendi til að verðbólga verði ekki innan þolmarka fyrir en í fyrsta lagi á miðju næsta ári. Er þá vísað til þess að samdráttur sé hafinn í íslensku efnahagslífi og muni magnast á næstunni. Í sumum tilfellum er því haldið fram að Seðlabankinn fylgist ekki nægjanlega vel með púlsi efnahagslífsins og aðrir hafi þar betri yfirsýn. Þetta er rangt, enda leitast bankinn við að fylgjast grannt með þróun efnahagslífs í landinu eins og verkefni hans krefjast. Um þetta er nánar fjallað í rammagrein 2 á bls. 18.

Í umræðunni hefur einnig verið tilhneiging til að bera saman peningastefnuna hér á landi og í Bandaríkjunum og vísa til þess að Seðlabanki Íslands sé mun óviljugri til að lækka vexti þótt aðstæður séu að mörgu leyti svipaðar. Eins og kemur fram í rammagrein 3 á bls. 20-21 er þetta byggt á misskilningi þar sem efnahagsaðstæður eru töluvert frábrugðnar þeim sem hér eru. Þar má nefna nokkur atriði. Ofþensla í þjóðarþúinu varð að sumu leyti meiri hér á landi en í Bandaríkjunum, og ójafnvægi sömuleiðis. Samdráttur í Bandaríkjunum er staðfestur í tölum og er lengra fram genginn. Það er æskilegt að gengi dals lækki og verðbólguafleiðingar þess verða mun minni en af lækkun krónunnar. Einnig er verðbólga mun minni í Bandaríkjunum. Þessu til viðbótar má nefna tvennt sem afgerandi munur er á. Í fyrsta lagi er svigrúm bandaríska seðlabankans til að milda samdrátt mun meira en hins íslenska þar sem peningastefna þess fyrrnefnda nýtur meiri trúverðugleika. Lækkun vaxta bandaríska seðlabankans veldur því ekki að gengi falli verulega og verðbólguvæntingar rjúki upp þar sem sú skoðun er rótföst að til lengri tíma litið muni bandaríska bankinn halda verðbólgu í skefjum. Í öðru lagi er munur á lagaákvæðum um markmið bankanna. Seðlabanki Íslands hefur verðstöðugleika sem eina meginmarkmið peningastefnunnar. Bandaríska



### Rammi 3 Eru rök fyrir svipuðu aðhaldsstigi peningastefnunnar hér á landi og í Bandaríkjunum?

Margir hafa borið saman framkvæmd peningastefnunnar á Íslandi og í Bandaríkjunum á undanförmum misserum. Frá því í ársbyrjun hefur bandaríski seðlabankinn lækkað vexti 6 sinnum, samtals um 2,75 prósentustig. Aðalstýrivextir bankans, þ.e.a.s. markmið bankans um vexti á millibankamarkaði (e. federal funds rate) voru 6,5% í ársbyrjun, og höfðu þá verið óbreyttir frá því á vormánuðum sl. árs, en eru nú 3,75%. Vextir Seðlabanka Íslands urðu hæstir 11,4% á tímabilinu nóvember 2000 til mars 2001, en voru í marslok lækkaðir um 0,5%. Spurt er hvort sá munur sem er á vöxtum á Íslandi og Bandaríkjunum sé eðlilegur, t.d. í ljósi þess að nú dregur úr hagvexti í báðum löndum og að áþekktum hagvexti er spáð í löndunum tveimur á þessu ári. Ef betur er að gáð er þó margt sem ber á milli. Í fyrsta lagi er verðbólga mun meiri á Íslandi, eins og sjá má af meðfylgjandi töflu. Þetta hefur í för með sér að þótt muni 7,15 prósentustigum á stýrivöxtum Seðlabanka Íslands og bandaríska seðlabankans er raunvaxtamunurinn mun minni, eða 3,2 prósentustig miðað við verðbólgu síðustu 12 mánaða.

Eins og sjá má á meðfylgjandi töflu er það fleira en mismikil verðbólga sem skilur löndin að. Flestar vísendingar benda til mun meiri ofþenslu á Íslandi en í Bandaríkjunum. Munurinn á þróun launakostnaðar er t.d. sláandi. Á tímabilinu frá 1996 til 2000 hækkuðu laun á Íslandi 18% meira en framleiðni. Í Bandaríkjunum jókst framleiðni meira en laun á sama tímabili. Þetta þýðir að hættan á að launabreytingar leiði til hækkunar verðlags eru mun minni í Bandaríkjunum en á Íslandi. Þessi þróun endurspeglar ástand vinnmarkaðarins. Atvinnuleysi var orðið sögulega lítið í Bandaríkjunum í fyrra og varð minnst 3,9%. Sl. hálf ár hefur það aukist á ný og var í maí 4,6%. Hérlandis varð atvinnuleysi mun minna. Skráð árstíðarleiðréttt atvinnuleysi varð minnst rúmlega 1%, en var á bilinu 2-2½% ef miðað er við atvinnukannanir þar sem hliðstæðum aðferðum er beitt og í Bandaríkjunum.<sup>1</sup> Árs-

tíðarleiðréttt atvinnuleysi á Íslandi hefur aukist lítillega að undanförmu en er enn mjög lítið.

Mun meiri launahækkun á Íslandi en í Bandaríkjunum hefur meiri áhrif á verðlagshorfur en ella vegna þess að gengisþróun íslensku krónunnar hefur verið sérstaklega óhagstæð. Meðalgengi krónunnar lækkaði t.d. um fimmtung á tímabilinu maí 2000 til maí 2001. Meðalgengi Bandaríkjadals lækkaði hins vegar um 7% á sama tíma, skv. útreikningum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, og mun meira ef horft er til lengri tíma. Gengi Bandaríkjadals hefur ekki verið hærra síðan um miðjan 9. áratuginn, reyndar hærra en góði hófi gegnir frá sjónarhóli bandarískra fyrirtækja og ytra jafnvægis þjóðarbúsins. Því er ljóst að gengisþróunin hefur haldið aftur af verðbólgu í Bandaríkjunum, en ýtt undir verðbólgu hér. Þrátt fyrir lægri vexti hefur gengi dalsins haldist hátt og raunar hærra en æskilegt væri. Bandaríski seðlabankinn getur því óhikað lækkað vexti án þess að hafa miklar áhyggjur af áhrifum gengisþróunarinnar á verðlag. En jafnvel þótt gengi dalsins lækkaði verulega, þyrfti bandaríski seðlabankinn ekki að hafa nærri eins miklar áhyggjur af því og Seðlabanki Íslands af gengislækkun krónunnar. Bandaríkin eru tiltölulega lokað og sjálfu sér nógt hagkerfi (þótt það hafi opnast nokkuð á sl. áratugum)<sup>2</sup> Utanríkisviðskipti Íslands eru ekki einungis mun stærri hluti landsframleiðslunnar, heldur skortir einnig mjög á fjölbreytni framleiðslunnar og samkeppni á milli innlendra fyrirtækja. Breytingar á gengi koma því mun hraðar fram í íslensku verðlagi.

Hátt raungengi Bandaríkjadals og mikill viðskiptahalli benda til þess að dalurinn muni lækka töluvert á næstu árum. Langtímaforsendur gengis krónunnar hafa

2. Einungis 10% gengisbreytingar Bandaríkjadals koma fram í bandarísku innflutningsverði til neytenda innan eins árs. Áhrif 10% lækkunar dalsins á vísitölu neysliverðs í Bandaríkjunum nema því aðeins broti úr 1%, samanborið við u.þ.b. 4% hér á landi. Um áhrif gengisbreytinga á innflutningsverði í Bandaríkjunum, sjá Maurice Obstfeld og Kenneth Rogoff (2000), „Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment“, grein lögð fram á ráðstefnu á vegum Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 24. - 26. ágúst, 2000.

1. Slíkar atvinnukannanir eru einungis gerðar hérlandis tvisvar á ári.

## Samanburður á efnahagsástandi í Bandaríkjunum og á Íslandi

%	Bandaríkin	Ísland
Stýrivextir Seðlabanka, nýjustu.....	3,7	10,9
Verðbólga, nýjast .....	3,6	7,0
Raunstýrivextir m.v. liðna verðbólgu..	0,1	3,8
Verðbólguþspá, % milli 2000 og 2001..	3,1 <sup>1</sup>	6,4
Hækkun launa 1996-2000 .....	12,7	31,4
Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu í % 1996-2000.....	-1,8	17,9
Gengisþróun maí 2000-maí 2001 <sup>2</sup> .....	6,6	-21,4
Meðalhagvöxtur 1996-2000 .....	3,4	4,5
Hagvaxtarspá 2001 .....	0,7 <sup>3</sup>	1,5 <sup>4</sup>
Framleiðsluspenna 2000.....	2,2	2½
Atvinnuleysi í % af vinnuafli <sup>5</sup> .....	4,6	1,6/2-2½
Viðskiptahalli 2000, % af VLF .....	4,5	10,3
Vöxtur útlána yfir 12 mánuði, síðustu tölur .....	4,7	25,9
Uppsafnaður 3ja ára vöxtur útlána .....	27,0 <sup>6</sup>	81,0

1. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, maí 2001. 2. Meðalgengi Bandaríkjadals skv. IMF, *International Financial Statistics*. Meðalgengi krónu skv. opinberri gengisvísitölu Seðlabanka Íslands. 3. Consensus Forecast, maí 2001. 4. Þjóðhagsstofnun, júní 2001. 5. Miðað við júní 2001. 6. Í heildarútlánnum bandarískra fjármálastofnana vega útlán til erlendra aðila þyngra. Án slíkra útlána hefur vöxtur útlána í Bandaríkjunum verið töluvert minni undanfarin ár.

hins vegar verið enn veikari og skýra óhagstæðari gengisþróun hennar. Að vísu er ekki ástæða til að ætla að raungengi krónunnar á hátindi hennar í fyrra hafi vikið meira frá langtíma jafnvægi en Bandaríkjadalur gerir nú, nema síður sé. Hins vegar var viðskiptahallinn á Íslandi meira en helmingi meiri í fyrra en í Bandaríkjunum. Náin tengsl gengis og verðlags á Íslandi valda því að í peningastefnunni verður í mun ríkari mæli að taka tillit til hugsanlegra áhrifa á gengi krónunnar. Áframhaldandi viðskiptahalli kann því að leiða til þess að ekki verði hjá því komist að halda uppi það miklum vaxtamun við útlönd að fýsilegt sé fyrir fjárfesta að eiga íslenskar krónur. Að öðrum kosti er hætt við enn meiri gengislækkun á meðan samdráttur innlendrar eftirspurnar er að ganga yfir.

Ekki er síður sláandi að bera saman vöxt útlána í

Bandaríkjunum og á Íslandi. Vöxtur útlána í Bandaríkjunum hefur verið nokkuð ör á undanföllum árum. Á árunum 1998 og 1999 var 12 mánaða vöxtur útlána bandarískra lánastofnana til innlendrar fyrirtækja (annarra en lánastofnana) á bilinu 6½-7%. Töluvert dró úr vextinum á sl. ári og hefur hann nýlega verið á bilinu 4½-5%. Til samanburðar hefur útlánaaukning íslenska lánakerfisins numið u.þ.b 20% undanfarið ár og útlán innlánsstofnana jukust um tæp 35% þegar vöxturinn náði hámarki árið 1999. Síðan þá hefur útlánvöxtur innlánsstofnana ekki farið verulega niður fyrir 25%, en hluta vaxtarins undanfarið ár má reyndar rekja til sjálfkrafa uppfærslu gengistryggðra og verðtryggðra lána.

Af ofangreindu má ljóst vera að aðstæður í íslenskum efnahagsmálum eru mjög frábrugðnar þeim bandarísku. Margt bendir til þess að nokkur samdráttur sé að hefjast í Bandaríkjunum. Undirliggjandi efnahagsþróun þar veldur því að bandaríski seðlabankinn er í tiltölulega góðri stöðu til að örva hagvöxt með lækkun vaxta. Í ljósi launa- og framleiðniþróunar undanfarinna ára, umframframleiðslugetu og sterkrar stöðu dalsins þarf bankinn ekki að hafa verulegar áhyggjur af því að tilslökun í peningamálum leiði til aukinnar verðbólgu. Á Íslandi bendir einnig ýmislegt til minni hagvaxtar eða jafnvel samdráttar á næstu misserum. Mælingar Þjóðhagsstofnunar á landsframleiðslu fyrsta ársfjórðungs benda þó enn til öflugar hagvaxtar, eða rúmlega 7% frá fyrsta ársfjórðungi 2000, þótt e.t.v. megi rekja hann til tímabundinna aðstæðna. Ójafnvægið í íslenska þjóðarþúskapnum, sem nauðsynlegt er að draga úr sem fyrst, er hins vegar mun meira en í þeim bandaríska. Af því verður að draga þá ályktum að þótt það sé góðra gjalda vert að freista þess að koma í veg fyrir samdrátt í Bandaríkjunum með tilslökun í peningamálum er ekki sjálfgefið að slíkt sé mögulegt eða jafnvel æskilegt á Íslandi. Í ljósi þeirrar miklu ofpenslu sem ríkt hefur á undanföllum árum, kann tímabundinn samdráttur því miður að vera það gjald sem greiða þarf fyrir óhóf síðustu ára, ef koma skal í veg fyrir að verðbólga festist í sessi og tryggja að verðbólguþáttur Seðlabankans náist innan ásettans tíma.

seðlabankinn skal jöfnum höndum vinna að verðstöðugleika og litlu atvinnuleysi.

Þá hefur þeirri gagnrýni verið beint að Seðlabankanum að hann sé ekki nógu framsýnn í vaxtaákvörðunum sínum, þ.e. að hann taki ekki nægjanlegt tillit til þess að vaxtaákvörðanir virki á hagkerfið með töluverðum tímatöfum. Almennt séð á þessi gagnrýni ekki við rök að styðjast. Bankanum er fullkomlega ljóst að tafir eru í verkun peningastefnunnar og það er auðvitað meginástæða þess að verðbólguþáttur og mat á framtíðarhorfum leika lykilhlutverk við mótun hennar. Það er hins vegar mjög eðlilegt að aðilar hafi mismunandi mat á framtíðarhorfum og umræða sé um þær.

Þegar grannt er skoðað virðist ágreiningur Seðlabankans og þeirra sem kalla á vaxtalækkun umsvifalaust einkum snúast um tvö atriði. Í fyrsta lagi mat á stöðunni nú, en það hefur síðan áhrif á framtíðarhorf-

urnar. Eins og fram hefur komið í þessari grein benda nýjustu hagtölur til þess að krafturinn í hagkerfinu að undanförunu hafi verið meiri en jafnvel Seðlabankinn reiknaði með. Í öðru lagi virðist ágreiningurinn snúast um það hvort mögulegt sé og æskilegt að koma í veg fyrir tímabundinn samdrátt eða að minnsta kosti mjög lítinn hagvöxt eins og málum er nú komið. Í því sambandi er rétt að benda á að án verulegrar styrkingar íslensku krónunnar getur verðbólguhjöldun aðeins orðið eftir tveimur leiðum. Annars vegar þannig að núverandi fóður verðbólgunnar í lægra gengi og hærri launum þverri og ekki komi til frekari verðhækkunartilefna. Hins vegar þannig að minni spenna og/eða slaki á vöru- og vinnumörkuðum dragi úr verðbólguþrýstingi. Það síðarnefnda gerist ekki nema hagvöxtur falli um hríð niður fyrir jafnvægisvöxt. Það er mjög áhættusamt að treysta einungis á fyrri leiðina.