

## Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum<sup>1</sup>

### Eftirspurn dregst saman, verðbólguhorfur í meginatriðum óbreyttar

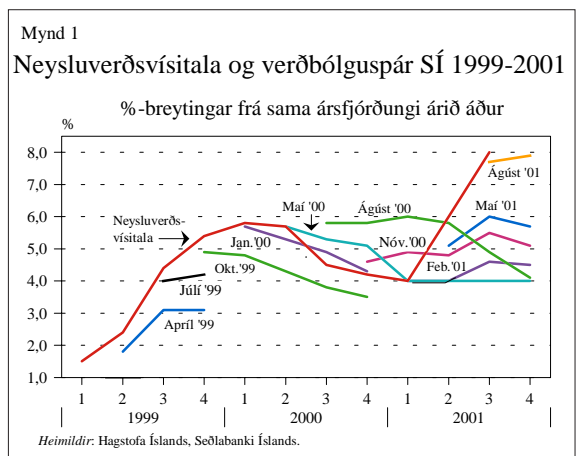
Þjóðarútgjöld dragast nú saman og í hönd fer samdráttur sem er hluti af nauðsynlegri aðlögun þjóðar-búsins að nýju jafnvægi með minni viðskiptahalla og minni verðbólgu. Meiri þróttur var í efnahags-starfsemi á undanförunum misserum en áður var talið en líkur á töluverðum samdrætti hafa að sama skapi aukist. Ýmis merki eru um að úr öppenslu dragi og gífurleg útlánaþensla síðustu árin er nú að mestu hjöðnuð. Horfur eru á að framleiðsluspenna breytist í slaka á næstu misserum. Líkur á að verðbólguþáttur bankans náist 2003 hafa því aukist þótt áfram sé óvissa vegna hugsanlegrar endurskoðunar kjarasamninga á næsta ári. Í nýrri verðbólguþáttur er þó gert ráð fyrir meiri verðbólgu til skemmri tíma litið en í síðustu spá, 8½% frá upphafi til loka árs 2001 og 4% frá upphafi til loka næsta árs. Ástæðurnar eru meira launaskrið að undanförmu og lægra gengi. Afkoma ríkissjóðs á þessu ári verður verri en áður var talið vegna útgjaldaþenslu og versnar hagsveifluleiðrétt afkoma frá fyrra ári. Ásamt efnahagslægð gæti það grafið undan áformum sem lýst er í fjárlagafrumvarpi. Að öðru óbreyttu dregur lakari afkoma ríkissjóðs úr svigrúmi Seðlabankans til slökunar í peningamálum. Raunstýrivextir Seðlabankans hafa þó hækkað að undanförmu vegna lægri verðbólguvæntinga.

#### Hækkun vísitölu neysluverðs á þriðja ársfjórðungi að mestu í samræmi við spá Seðlabankans

Seðlabankinn spáði í ágúst sl. að vísitala neysluverðs yrði 7,7% hærri á þriðja ársfjórðungi en fyrir ári. Í reynd hækkaði vísitalan um 8%. Frávikið er aðeins 0,3% sem er langt innan skekkjumarka. Tólf mánaða hækkun vísitölunnar var í október 8,0%, sem er minni hækkun en í september þegar hún var 8,4%. Innfluttar vörur stóðu að baki tæpum fjórðungi af hækkun vísitölunnar undanfarna þrjú mánuði en u.þ.b. 40% af hækkun sl. tólf mánuði.

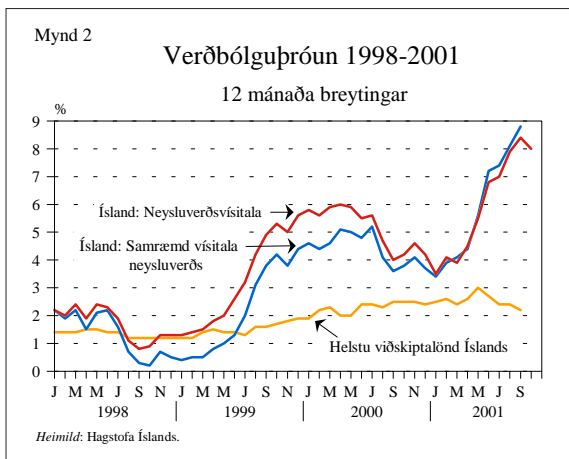
Í september hafði verðbólgan aukist töluvert og var tólf mánaða hækkun samræmdrar vísitölu neysluverðs á EES-svæðinu meiri en hinnar hefðbundnu vísitölu. Er það mikil umskipti frá árunum 1998-2000, þegar samræmda vísitalan hækkaði mun

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 31. október 2001.



minna. Ástæðan liggur í mismunandi mati á breytingu húsnæðiskostnaðar. Verðbólga á mælikvarða samræmdu vísitölunnar jókst úr 7,2% í júní í 8,8% í september. Hefur tólf mánaða hækkun samræmdu

vísitölunnar ekki verið meiri síðan farið var að reikna hana árið 1995. Á sama tíma dró nokkuð úr verðbólgu í helstu viðskiptalöndum landsins, úr 2,7% í júní í 2,2% í september.



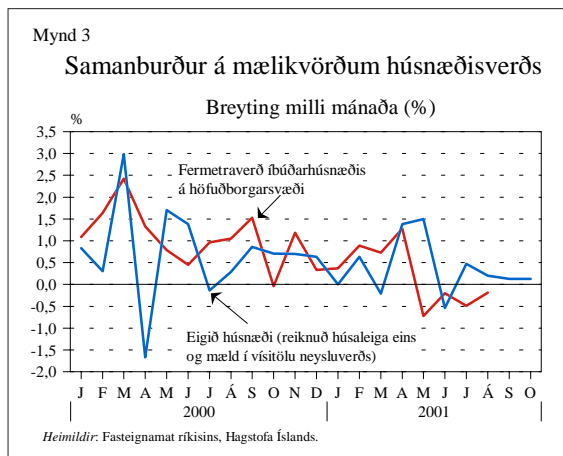
### Miklar verðhækkanir á almennri þjónustu og innlendum vörum án búvöru og grænmetis

Verðhækkanir á almennri þjónustu eru enn miklar. Í október nam hækkunin yfir þrjá mánuði 9,7% á árs-kvarða og 8,8% undanfarna tólf mánuði. Innlendar vorur án búvöru og grænmetis hækkðu einnig verulega. Undanfarna þrjá mánuði hækkðu þær í verði um 8,4% á árs-kvarða og um 10,1% undanfarna tólf mánuði. Þessir liðir eru væntanlega næmari fyrir breytingum á innlendum kostnaði, einkum launakostnaði, en aðrir liðir vísitölunnar. Hækkun þeirra endurspeglar miklar launahækkanir umfram vöxt framleiðni á undanföllum misserum, bæði vegna samningsbundinna hækkana og launaskriðs, sem hefur verið verulegt á þessu ári. Þá hefur gengis-lækkun krónunnar undanfarið ár auðveldað innlendum samkeppnisgreinum að velta kostnaðar-hækkunum út í verðlagið.

### Nafnverð húsnæðis hefur hækkað lítillega á undanföllum mánuðum en raunverð lækkað

Verð húsnæðis hækkar nú mun hægar en áður. Tólf mánaða hækkun húsnæðisliðar í vísitölu neysluverðs var í október 6% og hefur að undanförmu hækkað minna en vísitalan í heild. Reiknuð húsaleiga af eigin húsnæði, en sá liður er reiknaður út frá markaðsverði húsnæðis, hækkaði um 5,1% á sama tímabili. Vísitala fermetraverðs íbúðarhúsnæðis sem Fasteignamat

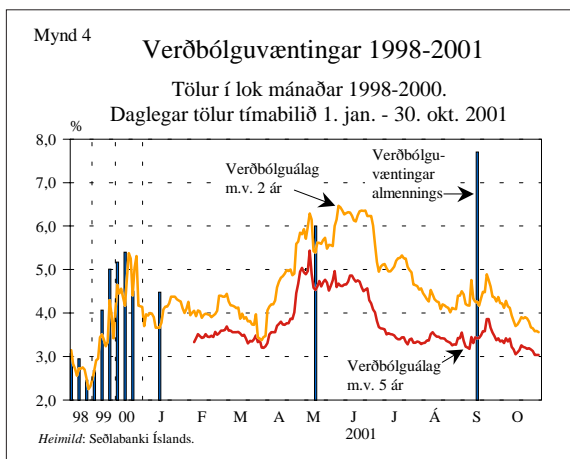
ríkisins birtir hafði í ágúst hækkað enn minna, eða um 4,7%. Samkvæmt þeim mælikvarða lækkaði nafnverð húsnæðis milli mánaða undanfarna 4 mánuði, en lækkunin er ekki enn farin að koma fram í vísitölu neysluverðs. Munurinn á þessum tveimur mæli-kvörðum á húsnæðisverði er tvíþættur. Í fyrsta lagi mælir Hagstofa Íslands húsnæðisverð á landinu öllu en vísitala Fasteignamatsins nær einungis til höfuð-borgarsvæðisins. Í öðru lagi eru ekki notaðar sömu vogir fyrir sér- og fjölbýli. Hjá Fasteignamatinu veða sérbylí hlutfallslega þyngra en hjá Hagstofunni, en það eru einmitt sérbylí og stærri fjölbýli á höfuð-borgarsvæðinu sem hafa lækkað í verði. Á báðum stöðum er þriggja mánaða meðaltal notað en í útreikningum Hagstofunnar er meðaltalið tafið um einn mánuð. Svo virðist sem slaki sé kominn í mark-aðinn fyrir stærri eignir en að enn gæti nokkurrar spennu á markaði fyrir minni eignir. Gera má ráð fyrir að næstu mánuði muni verðlækkun stærri húseigna veða upp hækkun á smærri eignum í fjölbýli.



### Verðbólguvæntingar almennings hafa aukist síðan í maí en verðbólguálag ríkisskuldabréfa hefur lækkað á undanföllum vikum

Seðlabankinn lætur kanna verðbólguvæntingar almennings þrisvar á ári, síðast í september. Þá gerði almenningur að meðaltali ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði yrði 7,7%. Þetta felur í sér umtals-verða hækkun frá maíkönnuninni þegar almenningur vænti 6% verðbólgu. Miðgildi könnunarinnar í sept-ember var nokkru hærra en meðaltalið, eða 8%. Þetta bendir til þess að flestir hafi búist við rúmlega 8% verðbólgu en nokkur fjöldi gert ráð fyrir töluvert

minni verðbólgu. Staðalfrávik könnunarinnar var 2,4% og hækkaði úr 1,5% í maí. Stærri staðalfrávik bendir til meiri óvissu um verðbólguhorfur en áður. Staðalfráviknið hefur ekki verið stærra frá því byrjað var að gera þessar kannanir í september 1997. Verðbólguvæntingar almennings í september voru töluvert hærri en verðbólguálag ríkisskuldabréfa, sem var að meðaltali 4,4%. Þessar stærðir eru þó ekki að fullu sambærilegar þar sem verðbólguálag ríkisskuldabréfa er reiknað út frá ávöxtunarkröfu skuldabréfa með rúmlega tveggja ára líftíma, en verðbólguvæntingar almennings ná til næstu tólf mánaða. Verðbólguálag skuldabréfa felur einnig í sér áhættuálag og ofmetur því líklega verðbólguvæntingar að einhverju leyti.



Verðbólguálag ríkisskuldabréfa hefur sveiflast töluvert frá byrjun ágúst þegar *Peningamál* voru síðast gefin út. Í ágúst var verðbólguálag skuldabréfa með rúmlega tveggja ára líftíma að meðaltali 4,3% og 3,4% á bréfum með 5 ára líftíma. Í september hækkaði álagið örlítið, eða um 0,1% á báðum tegundum skuldabréfa. Í kjölfar hryðjuverkanna í Bandaríkjunum 11. september jókst verðbólguálag ríkisverðbréfa nokkuð og varð mest 4,9% 21. september. Í lok september og í október virtist draga úr óvissunni. Horfur um þróun olíuverðs höfðu þá batnað, þegar líkur á truflun framboðs virtust dvína og samdráttur í samgöngugreinum í kjölfar hryðjuverkanna og vaxandi efnahagssamdráttur drógu úr eftirspurn. Einnig virtust inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði stuðla að lægri verðbólguvæntingum snemma í október og vísitala neysliverðs í október hækkaði í takt við væntingar markaðsaðila.

Undir lok október var verðbólguálag ríkisskuldabréfa með rúmlega tveggja ára líftíma komið niður í 3,6% og 3,0% á bréfum með um 5 ára líftíma.

#### Enn spennan á vinnumarkaði en horfur á slökun

Töluverð spennan virðist enn á vinnumarkaði ef litið er til hefðbundinna vísbendinga um ástand hans. Atvinnuleysi í september mældist aðeins 1%, eða u.þ.b. jafn mikið og fyrir ári. Fjallað er nánar um spennu á vinnumarkaði og tengsl þess við hugtakið jafnvægisatvinnuleysi í rammagrein 1. Árstíðaleiðrétt atvinnuleysi jókst örlítið, úr 1,3% í ágúst í 1,4% í september. Í september í fyrra var árstíðaleiðrétt atvinnuleysi 1,2%, og virðist hafa náð lágmarki um það leyti. Enn er veittur töluverður fjöldi nýrra tíma-bundinna atvinnuleyfa til útlendinga frá löndum utan EES en þeim hefur þó fækkað nokkuð frá fyrra ári. Atvinnuleyfin voru hins vegar þriðjungi fleiri á þriðja ársfjórðungi 2001 en að meðaltali á sama árstíma árin 1996 og 1997. Spennan kemur einnig fram í því að mikill fjöldi starfa er í boði hjá atvinnu-miðlunum. Í lok september voru skráð 678 laus störf sem er ívið meira en á sama tíma fyrir ári en rúmlega þrefalt fleiri en á sama tíma árin 1996 og 1997.

Skýr vísbending um að fljótlega muni slakna á spennu á vinnumarkaði kom fram í vinnumarkaðs-könnun Þjóðhagsstofnunar í september. Samkvæmt henni vildu atvinnurekendur fækka í vinnuafli sínu um 0,3%. Það er veruleg breyting frá sama mánuði í fyrra, en þá vildu atvinnurekendur fjölga í vinnuaflinu um 0,6%. Samkvæmt könnuninni mun draga enn frekar úr eftirspurn eftir vinnuafli fram á mitt næsta ár, eða um rúmlega 3%.

#### Launahækkunir umfram kjarasamninga

Miklar launahækkunir hafa átt sér stað undanfarin tæp tvö ár. Í september hafði heildarlaunavísitala hækkað um 9,1% frá sama mánuði í fyrra og á 3. ársfjórðungi var hún 8,7% hærri en á sama fjórðungi 2000. Á sama tímabili hækkuðu laun opinberra starfsmanna um 11,3% og um 7,2% á almennum vinnumarkaði. Milli 1. og 3. ársfjórðungs í ár hækkuðu laun á almennum vinnumarkaði um 2%, sem er líklega að mestu hreint launaskrið, þar sem ekki er kveðið á um neinar launahækkunir af þessu tagi í kjarasamningum. Áætlað launaskrið á einu ári, umfram helstu kjarasamninga á almennum vinnumarkaði, var 3,3% á 3. ársfjórðungi 2001.

## Rammi 1 Jafnvægisatvinnuleysi og spenna á vinnumarkaði

Ástand innlands vinnumarkaðar hefur veruleg áhrif á verð- og launaþróun. Spenna á vinnumarkaði yfir undir hækkuð launa, sem síðan stuðlar að hækkuð verðlags og verðbólgu. Ætla mátti að þegar atvinnuleysi mælist geti ekki verið spenna á vinnumarkaði. Atvinnuleysi felur enda í sér að einstaklingar sem tilbúnir eru til þess að vinna fá ekki vinnu. Framboð á vinnuafli er þá meira en eftirspurn, sem við fyrstu sýn ætti að halda aftur af hækkuð launa. Þetta er þó ekki sjálfgefið. Við visst lágt atvinnuleysisstig gæti í raun verið um að ræða umframefitirspurn eftir vinnuafli á heildina litið, t.d. sakir þess að laus störf séu fleiri en fjöldi atvinnulausra, að einhver hluti skráðra atvinnulausra sé ekki í raun að sækjast eftir vinnu eða henti ekki í þau störf sem í boði eru.

Atvinnuleysi sem samrýmist jafnvægi á vinnumarkaði og stöðugri verðbólgu er oft kallað jafnvægisatvinnuleysi. Þá er átt við það atvinnuleysisstig þar sem verðbólga hefur hvorki tilhneigingu til að aukast eða minnka þar sem launahækkunir eru í samræmi við framleiðniþróun og vænta verðbólgu. Fjöldi rannsókna bendir til þess að jafnvægisatvinnuleysi sé breytilegt yfir tíma. Það er talið ráðast bæði af félagslegum og hagrænum þáttum. Í þessu sambandi má nefna þætti eins og fyrirkomulag atvinnuleysisbóta, skipulag kjarasamninga og launaákvæðana, reglur um ráðningar og uppsagnir og samkeppni á vörumarkaði og virkni markaðshagkerfisins. Þá getur greiður innflutningur vinnuafli einnig leitt til lægra jafnvægisatvinnuleysis. Peningastefnan getur ekki haft áhrif á jafnvægisatvinnuleysi. Hún getur hins vegar sveiflað raunverulegu atvinnuleysi í kringum jafnvægið. Miði peningastefna að því að halda atvinnuleysi undir jafnvægisgildinu til lengri tíma mun slíkt fyrst og fremst leiða til aukinnar verðbólgu.

Undanfarin tvö ár hefur ofþensla einkennt innlandan vinnumarkað. Þetta hefur t.d. birst í samkeppni fyrirtækja um nýtt starfsfólk, erfiðleikum þeirra við að halda fólki í vinnu, töluverðu launaskriði til viðbótar rausnarlegum launahækkunum og verðbólgu. Mælt atvinnuleysi hefur verið á bilinu 1%-1½%. Flest bendir því til að jafnvægisatvinnuleysi sé nokkru hærra en

þetta. Hins vegar er alla jafna mjög erfitt að leggja nákvæmt talnalegt mat á stig jafnvægisatvinnuleysis, sérstaklega á líðandi stund. Hér á landi verður þetta enn meiri annmörkum háð þar sem líklegt er að greiðari innflutningur vinnuafli hafi lækkað jafnvægisatvinnuleysi en aðferðir til að meta jafnvægisatvinnuleysi sem byggja á sögulegum samböndum gætu tekið of lítið tillit til þessarar breytingar. Eftir stendur þó að til þess að skapa jafnvægi á innlendum vinnumarkaði er að öllum líkindum óhjákvæmilegt að atvinnuleysi aukist.

Myndin á næstu síðu sýnir tilraun til að meta jafnvægisatvinnuleysi með einfaldri tímaraðagreiningu.<sup>1</sup> Rétt er að undirstrika að matið er háð töluverðri óvissu. Hvað sem því líður virðist jafnvægisatvinnuleysi hafa vaxið nokkuð framan af tífunda áratugnum, sem líklega má rekja til aflabrests og versnandi viðskiptakjara í upphafi áratugarins. Jafnvægisatvinnuleysi virðist hafa minnkað aftur á seinni hluta áratugarins og leitað jafnvægis í kringum 2½%. Ætla má að þetta atvinnuleysi sé nálægt því að samrýmast jafnvægi á innlendum vinnumarkaði.

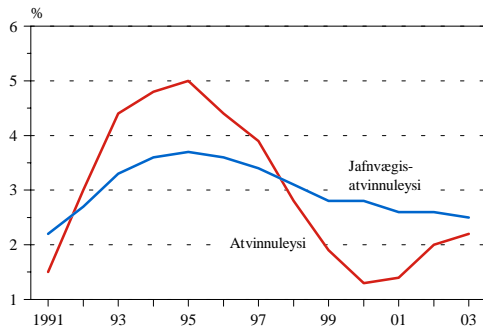
Myndin sýnir einnig samspil spennu á vinnumarkaði (mismun jafnvægisatvinnuleysis og mælds atvinnuleysis), hlutdeildar launa í vergum þáttatekjum (frávik frá langtímajafnvægi sem hér er látið vera 64%) og verðbólgu.<sup>2</sup> Það sem fram kemur á myndinni má túlka sem svo að þegar mikil eftirspurn er í hagkerfinu minnkar atvinnuleysi tímabundið niður fyrir jafnvægisgildi sitt. Eftirspurn eftir vinnuafli eykst, fyrirtæki taka að bjóða hærri laun í samkeppni um hæft starfsfólk og launþegasamtök eiga auðveldara með að

1. Matið byggist á meðaltali þriggja aðferða. Í fyrsta lagi er einfaldri Hodrick-Prescott-síu beitt á mælt atvinnuleysi. Í öðru lagi er metið einfalt Kalman-síu-líkan af Okun-sambandinu (sambandi jafnvægis á vöru- og vinnumarkaði). Í þriðja lagi er byggt á tölfraðisambandi atvinnuleysis og verðbólgu í grein Þórarins G. Péturssonar (2001), „Wage and price formation in a small open economy: Evidence from Iceland“, væntanlegri í vinnugreinaröð Seðlabanka Íslands.

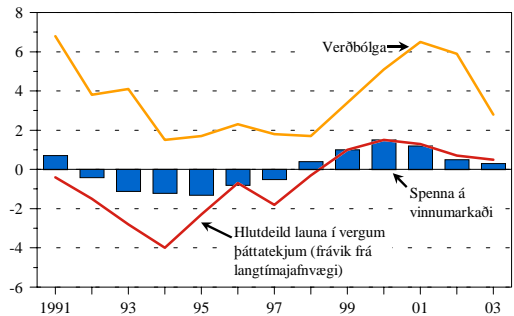
2. Miðað við sögulega þróun virðist um 64% launahlutdeild í ágætu samræmi við lága og stöðuga verðbólgu. Meðaltal tímabilsins 1980-2003 er rétt tæplega 63% en meðaltal tímabilsins 1990-2003 er rétt rúmlega 63%. Ekki skiptir máli fyrir þessa greiningu við hvaða tölu er miðað, ferillinn hliðrast eingöngu upp eða niður en þróunin verður sú sama.

Mynd 1

### Vinumarkaður og verðbólga 1991-2003



Heimild: Seðlabanki Íslands.



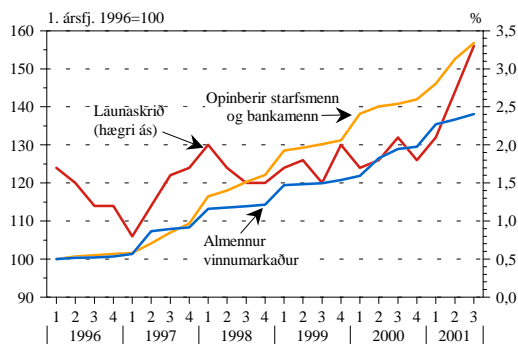
Spá 2001-2003.

ná fram kjarabótum. Hlutdeild launa í heildartekjum hækkar og hlutdeild hagnaðar af fyrirtækjarekstri dregst saman. Ásamt aukinni eftirspurn á vörumarkaði stuðla þessar aðstæður að aukinni verðbólgu, sem kallar á enn meiri hækkun launa o.s.frv. Vítahringurinn verður aðeins rofinn þegar jafnvægi kemst á vöru- og vinnumarkað að nýju og hlutdeild launa og hagnaðar af þáttatekjum leitar að langtímajafnvægi. Peningastefnan getur gegnt lykilhlutverki í því ferli aðlögunar. Með aðhaldssamri peningastefnu má draga úr umframeftirspurn uns verðbólga samrýmist markmiði peningastefnunnar. Óhjákvæmilegt er að dragi úr umsvifum í þjóðarbúskapnum á meðan vítahringurinn er rofinn. Fari verðbólga verulega úr böndum kann tímabundinn samdráttur jafnvel að verða óhjákvæmilegur.

Þessi þróun kemur vel fram á myndinni. Á fyrri hluta tímabilsins var slaki í hagkerfinu sem fór saman við aukid atvinnuleysi og minnkandi hlutdeild launa í heildartekjum. Um mitt tímabilið tók spenna að hlaðast upp á ný og náði hámarki árið 2000. Þessu fylgdi aukin verðbólga. Aðhald í peningamálum var aukid til þess að bregðast við þessu. Samkvæmt nýjustu verðbólguþáttum Seðlabankans og þjóðhagsáætlun mun á næstu árum draga úr spennunni og ójafnvæginu í þjóðarbúskapnum og verðbólga minnka. Myndin sýnir að miðað við fyrirbyggjandi spár verða umskiptin mild í samanburði við fyrri ár. Til dæmis myndast ekki slaki á vinnumarkaði. Það er hugsanlega óraunhæft í kjölfar einhvers mesta ofpensluskeiðs í áratugi að samdrátturinn verði svo mildur.

Mynd 5

### Launaþróun og launaskrið 1996-2001



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Í september sl. hafði kaupmáttur launa á vinnumarkaðinum öllum aukist um 0,7% á tólf mánuðum, þrátt fyrir mikla verðbólgu á tímabilinu. Rættist verðbólguþáttur bankans mun kaupmáttur launa í byrjun næsta árs verða sá sami og í byrjun þessa árs verði launavísitala óbreytt það sem eftir er ársins. Hækki launavísitala síðustu þrjá mánuði ársins mun það koma fram sem kaupmáttaraukning á árinu. Miðað við fyrirbyggjandi kjarasamninga, 1% launaskrið og verðbólguþáttur Seðlabankans mun kaupmáttur launa á fyrsta fjórðungi ársins 2003 verða örlítið meiri en í ársbyrjun 2002, eða 0,6%. Í upphafi ársins 2004 má svo gera ráð fyrir 1,6% kaupmáttaraukningu á einu ári, að gefnum sömu forsendum.



## Verðbólga verður nokkru meiri næstu ársfjórðunga en spáð var í ágúst

Spáin sem kynnt er hér á eftir ber þess merki að spenna á innlendum vöru- og vinnumarkaði varð meiri en áður var talið og að viðskiptahallinn, dekkri efnahagshorfur og lakari fjárfestingartækifæri hafa veikt gengi krónunnar. Framleiðsluspenna varð mun meiri á árinu 2000 en áður var talið og er enn til staðar þótt farið sé að draga úr ofþenslu. Spenna á vinnumarkaði hefur að sama skapi verið meiri á þessu ári en ella hefði orðið. Því er nú reiknað með

Tafla 1 Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungsbreytingar			
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)	Ársfjórðungsbreyting á ársgrundvelli (%)	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	2,3	9,7	8,0
2001:4	1,3	5,3	8,1
2002:1	1,2	4,9	8,5
2002:2	1,3	5,2	6,2
2002:3	1,0	4,0	4,8
2002:4	0,8	3,3	4,3
2003:1	0,3	1,4	3,5
2003:2	0,7	2,8	2,9
2003:3	0,6	2,6	2,5
2003:4	0,6	2,6	2,3

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

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

Skyggt svæði sýnir spá.

meira launaskriði á árinu en áður. Þetta eru meginástæður þess að spáð er meiri verðbólgu, bæði á yfirstandandi ári og því næsta, en gert var í ágúst. Spáð er 8½% verðbólgu frá upphafi til loka þessa árs, en í ágúst var spáð rúmlega 8% verðbólgu á árinu. Spáð er rúmlega 4% verðbólgu frá upphafi til loka ársins 2002, samanborið við tæplega 3% verðbólgu sem spáð var í ágúst. Verðbólguhorfur á árinu 2003 eru hins vegar nánast óbreyttar. Það má rekja til þess að reiknað er með að framleiðsluspenna hjaðni að fullu á næsta ári og að nokkur slaki myndist árið 2003, auk þess sem áhrif gengislækkunar verða um garð gengin haldist gengi tiltölulega stöðugt út tímabilið. Standist forsendur spárinnar um gengis- og launapróun ætti verðbólguþá Seðlabankans því að nást árið 2003, eins og áður hefur verið gert ráð fyrir. Óvissan er hins vegar mikil eins og síðar verður vikið að.

Í spánni er gert ráð fyrir að verðbólga vaxi fram á mitt næsta ár en hjaðni nokkuð hratt eftir það. Gert er ráð fyrir að verðbólgan verði komin inn fyrir 4½%, efrri þölmörk verðbólguþá Seðlabankans, á síðasta fjórðungi næsta árs og að 2½% verðbólguþá Seðlabankans verði náð á þriðja fjórðungi ársins 2003.

Eins og sjá má í töflu 2 er spá Seðlabankans fyrir árið 2001 svipuð spám annarra stofnana og markaðsaðila. Seðlabankinn metur verðbólguhorfur árin 2002 og 2003 þó heldur hagstæðari en aðrir. Munurinn er hins vegar lítill og varla tölfræðilega marktækur.

Tafla 2 Verðbólguþá annarra aðila og verðbólguþá Seðlabankans

	2001		2002		2003	
	Milli ára	Yfir árið	Milli ára	Yfir árið	Milli ára	Yfir árið
Meðalspá.....	6,6	8,5	6,2	4,1	3,3	2,3
Verðbólguþá Seðlabankans						
almenningss.....	.	7,7	.	.	.	.
Verðbólguþá Seðlabankans						
ríkisskuldabréfa.....	.	3,6	.	.	.	.

Þeir sem gefa út opinbera verðbólguþá eru Íslandsbanki, Landsbankinn, Gjaldeyrisráð, Kaupþing og Þjóðhagsstofnun. Íslandsbanki og Þjóðhagsstofnun hafa birt spá fyrir árið 2002 og einungis Íslandsbanki fyrir árið 2003. Verðbólguþá Seðlabankans eru mældar ársfjórðungslega með úrtakskönnun. Verðbólguþá Seðlabankans er skilgreint sem vaxtamunur rúmlega tveggja ára verðtryggðra og óverðtryggðra ríkisskuldabréfa. Álagið mælir því væntingar markaðsaðila um meðalverðbólgu næstu tveggja ára.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Taflan sýnir einnig verðbólguvæntingar almennings og markaðsaðila. Eins og áður hefur komið fram voru verðbólguvæntingar almennings síðast mældar í september og reyndust þá vera 7,7%. Til samanburðar spáir Seðlabankinn 4% verðbólgu fram á þriðja ársfjórðung á næsta ári. Verðbólguvæntingar almennings samrýmast því engan veginn þeirri spá, en hafa ber í huga að verðbólguvæntingar almennings hafa tilhneigingu til að taka mið af liðinni verðbólgu fremur en framtíðarhorfum í þjóðarbúskapnum. Verðbólguvæntingar markaðsaðila eru hér mældar með verðbólguálagi ríkisskuldabréfa til tveggja ára eins og það var í lok október. Meðalverðbólga samkvæmt spá bankans næstu tvö ár er um 3½% sem er nánast það sama og verðbólguálagið undir lok október. Markaðsaðilar virðast því hafa öðlast trú á að verðbólgu markmið Seðlabankans náist.

### Forsendur verðbólguþspár

Forsendur verðbólguþspárinnar hafa verið endurskoðaðar miðað við fyrirliggjandi gögn, þjóðhagsáætlun sem birt var í október sl. og spár alþjóðastofnana um verðlagsþróun í utanríkisviðskiptum. Áætluð hækkun samningsbundinna launa byggist á fyrirliggjandi samningum stærstu launþegahópa á almennum vinnumarkaði. Gert er ráð fyrir að nokkuð hægi á launaskriði á næstu tveimur árum, þar sem reiknað er

með að dragi úr spennu á vinnumarkaði í samræmi við könnun Þjóðhagsstofnunar. Nokkuð mun draga úr vinnuafslnotkun á næstu árum, en þar sem meira dregur úr hagvexti dregur einnig úr vexti framleiðni vinnuafsls. Breytingar á innflutningsverðlagi eru áætlaðar með hliðsjón af spám alþjóðastofnana, að gefinni þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt frá spádegi, 24. október. Þetta er hefðbundin forsenda í spám bankans. Eins og fjallað er um í sérstökum viðauka í lok kaflans eru gengisspár vandkvæðum bundnar og reynst oftast best að gefa sér þá forsendu að gengið haldist óbreytt. Gengið sem miðað er við hér er rúmlega 4½% lægra en reiknað var með í síðustu spá bankans. Þá var miðað við vísitölu gengisskráningar 138,1 en þann 24. október var gengisvísitalan 144,4. Í spánni er reiknað með að vísitala neysluverðs hækki lítið í nóvember, m.a. vegna lækkunar bensínverðs. Að lokum, eins og í síðustu spá bankans, er reiknað með að húsnæðisverð lækki um rúmlega 5% að raungildi næstu sex mánuði. Ef samdráttur eftirspurnar verður meiri og snarpari en gert er ráð fyrir í þjóðhagsáætlun er hugsanlegt að lækkun húsnæðisverðs verði meiri og verður þá verðbólga minni að öðru óbreyttu.

### Óvissa og áhættuþættir

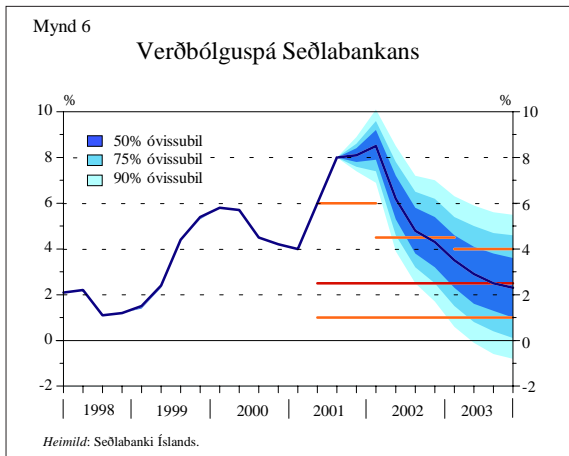
Vegna þess að allar spár eru háðar óvissu og því varhugavert að taka ákveðin gildi of bókstaflega er spáin sýnd ásamt metnu óvissubili á mynd 6. Samkvæmt metinni óvissu spárinnar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að hún verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að hún verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáin nær lengra fram í tímann og endurspeglast það í víkkun óvissubilsins.<sup>2</sup> Miðað við óvissubilið í lok árs 2003 eru því einungis um 50% líkur á að verðbólga verði innan þolmarka verðbólgu markmiðsins, en líkurnar á að hún verði undir 1% eru reyndar heldur meiri en að hún verði yfir 4%. Spáin ber því með sér mikla óvissu um framtíðarþróun verðbólgu.

Tafla 3 Helstu forsendur verðbólguþspár

Prósentubreytingar milli ársmeðaltala	2000	2001	2002	2003
Samningsbundin laun .....	3,7	5,4	3,7	2,9
Launaskrið .....	2,0	2,3	1,7	1,0
Innlend framleiðni .....	2,0	1,7	1,0	1,3
Innflutningsgengisvísitala krónunnar .....	0,0	20,1	5,9	0,0
Innflutningsverð í erlendri mynt .....	3,3	2,4	1,0	1,3
Prósentubreytingar yfir árið				
Samningsbundin laun .....	5,3	3,8	3,7	2,9
Launaskrið .....	2,0	2,5	1,0	1,0
Innlend framleiðni .....	2,5	1,0	1,0	1,5
Innflutningsgengisvísitala krónunnar .....	9,1	19,2	0,0	0,0
Innflutningsverð í erlendri mynt .....	4,0	1,0	1,0	1,5

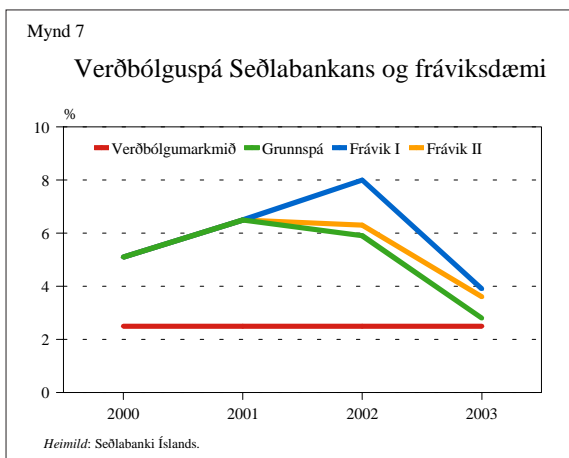
Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Matið á óvissu í verðbólguþspánni byggist í meginatriðum á sögulegum spáskekkjum bankans þar sem það á við og á einföldum framreikningi á spáóvissu fyrir þær tímalengdir 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 verðbólguþspárinnar.



Óvissan liggur að hluta til í forsendum spárinnar. Þar ber hæst óvissu um gengi krónunnar, umfang samdráttar í þjóðarbúskapnum og um framvindu á innlendum vinnumarkaði á næstu árum. Efnahagslegar forsendur eru fyrir hækkun raungengis krónunnar til lengri tíma litið. Gerist það fyrir tilstilli hækkunar nafngengis krónunnar á spátímabilinu leiðir það til minni verðbólgu en hér er spáð, að öðru óbreyttu. Forsenda slíkrar þróunar er að launalið kjarasamninga verði ekki breytt á næsta ári. Fari svo að kjarasamningum verði sagt upp og samið um meiri launahækkunir en gert er ráð fyrir í spánni eykst hætta á víxlverkun launa og verðlags, sem gæti valdið enn meiri lækkun gengis krónunnar og fest væntingar um mikla verðbólgu í sessi.

Á mynd 7 eru sýnd dæmi um hvað gæti gerst komi til uppsagnar kjarasamninga og víxlverkunar



launa og verðlags í kjölfar þess, en þó án þess að gengi krónunnar breytist. Þar sem stöðugt gengi rýfur að endingu verðlagsskrífuna gæti hún orðið enn verri haldi sú forsenda ekki. Í fyrra dæminu, sem sýnt er í mynd 7, er gert ráð fyrir að kjarasamningum sé sagt upp á fyrri hluta ársins 2002 og umsamin laun hækki strax í kjölfarið, sem ekki virðist raunhæft. Seinna dæmið er því miðað við að ekki komi til hækkunar launa vegna uppsagnar kjarasamninga fyrir en á seinni hluta ársins 2002. Víxlverkun launa og verðlags verður í því dæmi minni, þar sem slaki á innlendum vöru- og vinnumarkaði verður orðinn meiri. Eftir því sem slakinn er meiri minnka líkur á miklum launahækkunum, þar sem fyrirtæki geta ekki velt launahækkunum jafn greiðlega út í verðlag og samningsstaða launþega versnar þegar atvinnuástand verður ótryggara. Verðbólga næsta árs verður þrátt fyrir þetta um ½% meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni og tæplega 1% meiri árið 2003. Fráviksdæmin sýna glögglega þá hættu sem stafar af því að til uppsagnar kjarasamninga komi á næsta ári. Vert er að hafa í huga að í fráviksdæmunum er ekki gert ráð fyrir viðbrögðum Seðlabankans. Að öðru óbreyttu gæti bankinn séð sig knúinn til að bregðast við horfum um um slíka þróun með auknu aðhaldi í peningamálum.

Þróun framleiðni gæti haft nokkur áhrif á verðbólgu næstu misseri, en töluverðrar óvissu gætir um framleiðniþróun næsta árs. Í verðbólguþspánni hér að framan er reiknað með að framleiðni aukist á næsta ári, en minna en undanfarin ár. Í þjóðhagsáætlun er hins vegar gert ráð fyrir að meðalframleiðni vinnuafls, þ.e.a.s. landsframleiðsla á vinnandi mann, dragist saman um rúmlega ½%. Fyrir þessum mun eru tvær ástæður. Í fyrsta lagi er ekki notast við landsframleiðslu á vinnandi mann sem mælikvarða á framleiðni vinnuafls í verðbólguþspám bankans. Fremur er reynt að meta undirliggjandi framleiðniþróun sem er ekki eins víður mælikvarði og endurspeglast í landsframleiðslu á vinnandi mann. Er þetta í samræmi við sögulega reynslu bankans af verðbólguþspám. Í öðru lagi gerir Seðlabankinn ráð fyrir því að vinnuaflsnotkun dragist meira saman á næsta ári en gert er ráð fyrir í þjóðhagsáætlun. Hér er því reiknað með nokkru meira atvinnuleysi á næsta ári en þar er gert ráð fyrir.



### Hið alþjóðlega efnahagsumhverfi hefur versnað

Efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum hafa versnað töluvert að undanfögnu á sama tíma og næmi íslenska þjóðarbúskaparins gagnvart slíkum breytingum hefur aukist. Samdráttur er hafinn í Bandaríkjunum, nokkur helstu lönd Evrópu eru einnig á barmi samdráttar og í Japan er almennt spáð áframhaldandi samdrætti. Að auki er samdráttur hafinn eða yfirvofandi í fjölmörgum nýmarkaðsríkjum. Nánar er fjallað um versnandi horfur í alþjóðæfnahagsmálum í sérstakri rammagrein hér á eftir.

Þessar hræringar hafa enn sem komið er ekki bitnað umtalsvert á meginatvinnuvegum þjóðarinnar.

Álverð hefur reyndar lækkað og fyrirtæki í hátækni-geiranum hafa orðið fyrir skakkaföllum eins og annars staðar í heiminum, en sjávarútvegurinn býr við nokkuð hátt afurðaverð í erlendri mynt og mjög hátt í krónum mælt. Gott verð á erlendum mörkuðum má e.t.v. skýra með erfiðleikum sem dunið hafa yfir evrópskan landbúnað undanfarin misseri auk þess sem takmarkað framboð hefur hjálpað til. Líklega mun framboð sjávarafurða hafa meiri áhrif á verðið en breytingar á heildareftirspurn en erfitt er að sjá fyrir hvernig þessir þættir togast á um verðið næstu misseri.

Á hinn bóginn dregur greinilega úr verðbólgu í

## Rammi 2 Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum

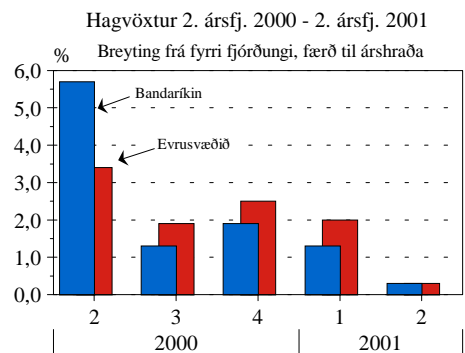
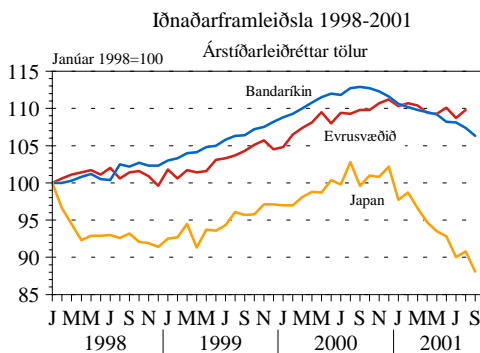
Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum hafa versnað jafnt og þétt síðast liðið ár og má segja að alþjóðleg efnahagslægð gangi nú yfir. Atburðirnir 11. september hertu á ferli hjaðnandi vaxtar sem hófst í kjölfar lækkunar á hlutabréfamörkuðum á sl. ári. Landsframleiðsla í Bandaríkjunum dróst saman á 3. fjórðungi ársins, þótt í þeim tölum gæti áhrifa af hryðjuverkunum mjög lítið. Evrópa rambar á barmi samdráttar og almennt er spáð samdrætti í Japan á næstu misserum. Að auki er samdráttur ýmist hafinn eða nærri í mörgum nýmarkaðsríkjum.

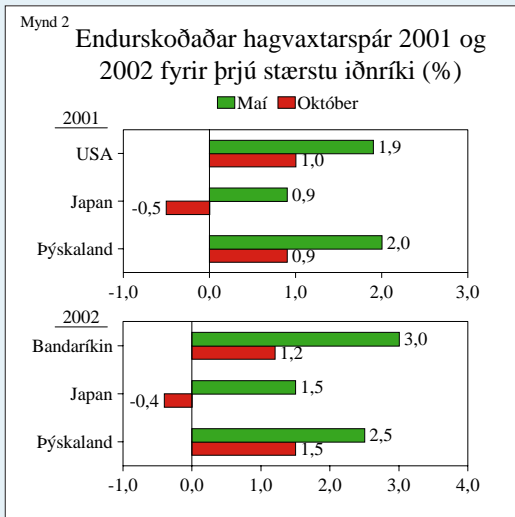
Á 3. fjórðungi ársins dróst landsframleiðsla Bandaríkjanna saman um 0,4% á árs kvarða, en hagvöxtur á 2. fjórðungi ársins mældist nær enginn. Fastlega er

búið við að endurskoðun muni leiða í ljós meiri samdrátt á 3. ársfjórðungi, þar sem fyrstu áætlanir byggjast að mestu leyti á upplýsingum um umsvif í júlí og ágúst, og að samdrátturinn muni halda áfram á 4. ársfjórðungi. Þar til nýlega hafði samdrátturinn fyrst og fremst birst í samdrætti iðnaðarframleiðslu. Í september hafði hún dregist saman 12 mánuði í röð, samtals um 5,8%. Þetta er lengsta óslitna samdráttarskeið iðnaðarframleiðslu frá árinu 1945, en hafa verður í huga að hlutdeild iðnaðar í bandaríska þjóðarbúskapnum hefur minnkað. Þetta hefur leitt til þess að nýting framleiðslugetu í iðnaði hefur ekki verið minni frá árinu 1983. Tiltölulega öflug einkaneysla hefur til þessa komið í veg fyrir að minnkandi iðnaðarfram-

Mynd 1

### Alþjóðleg efnahagsþróun





leiðsla og snarpur samdráttur fjárfestingar kæmu fram í samdrætti landsframleiðslu. Í september dróst smásöluverslun saman um 2,4%, sem gæti bent til þess að samdráttar sé einnig farið að gæta í einkaneyslu. Þar gætir reyndar áhrifa hryðjuverkanna í Bandaríkjunum, en önnur öfl eru einnig að verki.

Atvinnuleysi hefur aukist hröðum skrefum og í október jókst það um ½%, í 5,4%. Áframhaldandi fjöldauppsagnir og aukin sókn í atvinnuleysisbætur á síðustu vikum benda til að atvinnuleysi muni halda áfram að aukast á næstunni. Það mun óhjákvæmilega grafa undan einkaneyslu, sem gæti reynst viðkvæm vegna skuldasöfnunar heimilanna á undanförmum árum og rýrnunar á verðmæti fjáreigna þeirra.

Þótt næsta víst þyki að samdráttur í Bandaríkjunum muni vara til loka ársins er meiri ágreiningur um hvað fjarlægari framtíð muni bera í skauti sér. Sumir telja að aðgerðir sem þegar hefur verið gripið til á sviði

helstu viðskiptalöndum Íslands í takt við hægari vöxt. Hráólu- og bensínverð hefur t.d. lækkað verulega í verði. Þessi þróun mun hamla á móti verðlagsáhrifum gengisbreytinga og innlendra kostnaðartilefna, þótt hin síðarnefndu yfirgnæfi enn um sinn.

*Mikill þróttur var í efnahagsstarfsemi fram á mitt ár en líkur á töluverðum samdrætti hafa aukist*

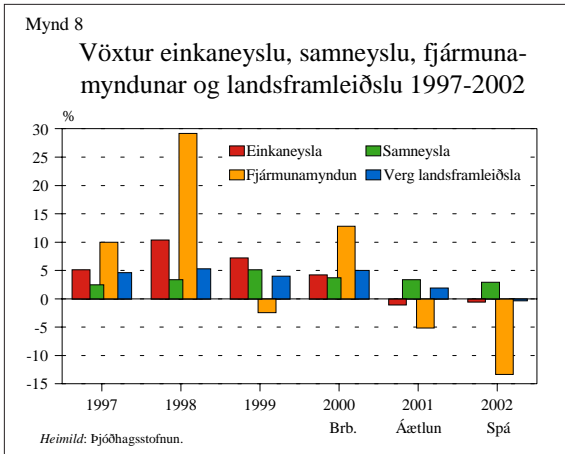
Nýlegar upplýsingar, t.d. í nýlegri þjóðhagsspá,

peninga- og fjármála muni hafa í för með sér tiltölulega hraðan efnahagsbata á næsta ári, aðrir benda á að mikil vannýtt framleiðslugeta og skuldsetning heimila og fyrirtækja muni draga úr áhrifum vaxtalækkunar á eftirspurn.

Þróun efnahagsmála í Evrópu er ekki ósvipuð, nema hvað hjöðnun vaxtar er ekki jafn langt fram gengin og í Bandaríkjunum. Iðnaðarframleiðsla hefur minnkað frá ársbyrjun, en er svipuð og fyrir ári og samdrátturinn hefur ekki verið óslitinn (t.d. aukning í ágúst). Væntingar hafa hins vegar þróast mjög á sama veg og gætu bent til þess að samdráttur sé yfirvofandi í sumum helstu löndum Evrópu, þá m. í Þýskalandi. Þar sem undangengin uppsveifla var ekki eins sterk í Evrópu og í Bandaríkjunum er þó ekki víst að bakslagid verði eins mikið heldur, a.m.k. ekki á heildina litið, þótt það kunni að eiga við um sum lönd sem bjuggu við mikinn hagvöxt síðustu árin. Einnig kann góð samkeppnisstaða á evrusvæðinu að milda áhrif alþjóðlegrar lægðar í hagvexti á evrópsk fyrirtæki. Eigi að síður er nú spáð mun minni hagvexti í Evrópu en gert var fyrir ári.

Framvinda efnahagsmála í Japan að undanförmum hefur valdið áhyggjum. Iðnaðarframleiðsla hefur dregist hratt saman, enda japanskur útflutningur orðið mjög fyrir barðinu á alþjóðlegum samdrætti í hátækni-geiranum. Enn meira bakslag virðist komið í hagvöxt sumra nýmarkaðslanda í Asíu. Í Singapúr var hraði samdráttarins á öðrum og þriðja fjórðungum ársins t.d. nálægt 10% á árskvarða og í Tævan dróst landsframleiðsla saman fyrstu tvo fjórðunga ársins, í fyrsta sinn í 26 ár. Í Suður-Kóreu varð samdráttur í lok sl. árs, en bati í byrjun þessa árs. Víða annars staðar ganga umtalsverðir efnahagsferðleikar yfir, t.d. í Argentínu og víðar í Suður-Ameríku.

breyta nokkuð fyrra mati á framvindu hagsveiflunnar. Í hnotskurn má segja að mun meiri þróttur hafi verið í efnahagsstarfseminni á síðasta ári og fram á yfirstandandi ár en áður var talið. Á hinn bóginn hafa líkur á nokkuð snörpum efnahagssamdrætti á næsta ári aukist fremur en minnkað. Hátóppur hagsveiflunnar varð því hærri og honum var náð síðar en áður var talið. Líkur á nokkuð snörpum veðrabrigðum hafa að sama skapi aukist.

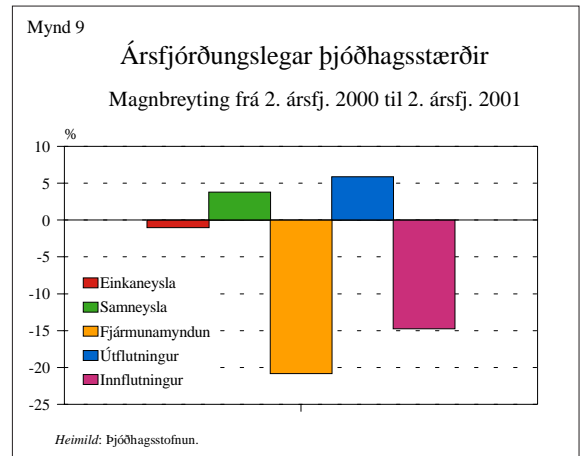


*Hagvöxtur var meiri á síðasta ári en áður var talið...*  
Í þjóðhagsáætlun, sem gefin var út í október sl., birtist endurmat Þjóðhagsstofnunar á hagvexti sl. árs. Hann var talinn hafa verið 5%, eða tæplega 1½% meiri en í fyrri áætlunum. Þetta þýðir að í stað þess að hjaðna, eins og áður var talið, sótti hagvöxtur í sig veðrið á árinu 2000. Fyrst og fremst var um töluvert meiri fjárfestingu að ræða, en einnig nokkru meiri einkaneyslu en áður var talið. Hagvöxtur á fyrstu tveimur fjórðungum yfirstandandi árs staðfestir einnig töluvert þróttmikinn þjóðarbúskap allt fram á mitt ár, þótt einnig megi finna þar vísbendingu um síðbúna aðlögun. Rétt er að hafa nokkurn fyrirvara á tölum um ársfjórðungslegar breytingar landsframleiðslu, þar sem lítil reynsla er komin á nákvæmni þeirra. Ársfjórðungslegur vöxtur landsframleiðslu er að jafnaði sveiflukenndur, jafnvel í stórum hagræfum þar sem sveiflur tengdar einstökum atvinnugreinum ættu að jafnast út í meiri mæli en hér á landi.

*Öflugur hagvöxtur fram á mitt ár 2001 en meiri umskipti undir niðri*

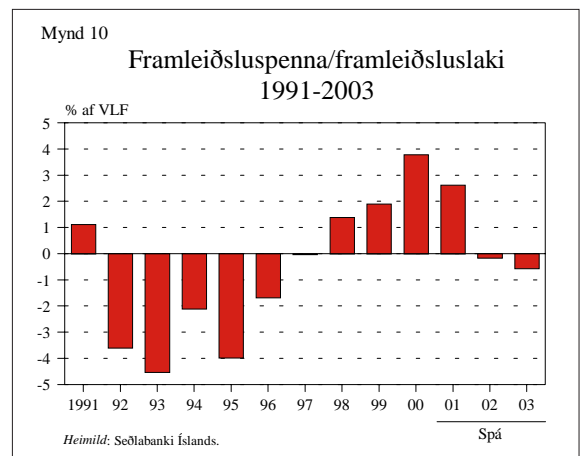
Hagvöxtur á 2. ársfjórðungi mældist 3% frá sama tíma í fyrra, sem er helmingi minni hagvöxtur en í ársfjórðungnum á undan. Til þess að setja þá tölu í samhengi má nefna að þótt hagvöxturinn hafi verið helmingi minni en ársfjórðunginn á undan, var hann þrátt fyrir allt meiri en mældist í fjórum ársfjórðungum árin 1998 til 2000, sem þó voru ár mikillar grósku. Undir sléttu yfirborði dyljast þó vísbendingar um umskipti. Fjármunamyndun á 2. ársfjórðungi dróst t.d. saman um fimm tung frá fyrra ári, skv. fyrstu tölum Þjóðhagsstofnunar, en ársfjórðunginn á

undan hafði mælst næstum jafn mikill vöxtur og í fyrra. Lítils háttar samdráttur var einnig í einkaneyslu, en örflítt samdráttur sem áður mældist á fyrsta ársfjórðungi hvarf í endurskoðuðum tölum. Í heild drógust þjóðarútgjöld saman um 5½% frá fyrra ári, en töluverður vöxtur útflutnings og 15% samdráttur innflutnings komu í veg fyrir að samdráttur þjóðarútgjalda leiddi til samdráttar í landsframleiðslu.



*Framleiðsluspenna er enn mikil en spá felur í sér að hún hverfi á næsta ári...*

Framleiðsluspenna (-slaki), þ.e. mismunur raunverulegrar framleiðslu og áætlaðrar framleiðslugetu þjóðarbúskaparins, gefur mikilvæga vísbendingu um stöðu hagsveiflunnar. Endurmat á henni, í ljósi nýrrar spár Þjóðhagsstofnunar og endurskoðaðra talna fyrir



árið 2000, leiðir í ljós meiri framleiðsluspennu á sl. ári en í fyrri áætlunum. Slagar hún upp í framleiðsluspennuna á árunum 1987 og 1988, sem varð við mjög óvenjulegar aðstæður (skattlaust ár). Jafnframt sýnir nýtt mat á framleiðsluspennu yfirstandandi árs að enn er mjög mikil framleiðsluspenna til staðar, ef þjóðhagsspá sem lögð er til grundvallar matinu er nærri lagi. Samkvæmt spánni mun 8 ára tímabili hagvaxtar ljúka á næsta ári og lítils háttar slaki myndast, en mun minni en á árunum 1992 til 1996. Því má telja að spá Þjóðhagsstofnunar um 0,3% samdrátt landsframleiðu á næsta ári fela í sér fremur milda aðlögun í sögulegum samanburði.

### ...en hjóðnun viðskiptahallans verður tiltölulega hæð samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar

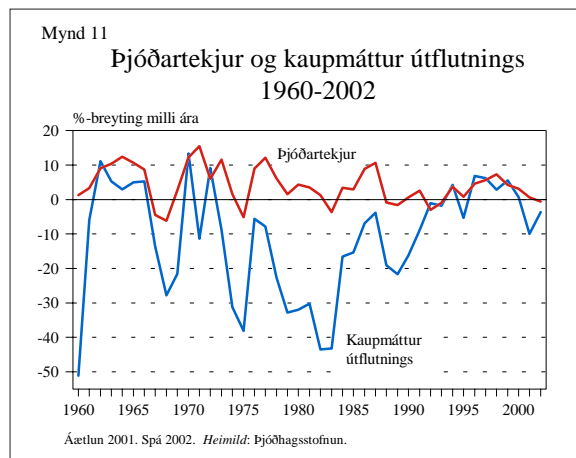
Mild aðlögun eftirspurnar að framleiðslugetu felur í sér að hægt dregur úr viðskiptahallanum. Hann verður enn mikill á næsta ári, þrátt fyrir lítils háttar samdrátt. Samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar mun viðskiptahallinn nema tæpum 8% af landsframleiðslu á þessu ári og tæpum 6% á því næsta. Miðað við forsendur stofnunarinnar verður aðlögun ytri jafnaðar að jafnvægi hægfara og viðskiptahallinn næstum orðinn sjálfbær árið 2005. Ekki er ósennilegt að aðlögunin geti orðið skarpari og samdrátturinn meiri. Tæpast mun það þó gerast með þeim hraða sem orðið hefur í tengslum við nýlegar gjaldeyris- og fjármálakreppur víða um heim í kjölfar ofpensluskeiða. Dæmi eru um að aðlögunin hafi numið fimmtungi landsframleiðslu á tveimur árum. Sökum þess að viðskiptahallinn hefur ekki myndast vegna rýrnunar á samkeppnisstöðu eða ytri áfalla, sem líkleg eru til að ganga til baka, gæti aðlögunin tekið lengri tíma en ella. Ástæðan er sú að hún þarf fyrst og fremst að eiga sér stað á eftirspurnarhlið. Með hliðsjón af þeirri aðlögunarþörf sem blasir við má draga þá ályktun að spá Þjóðhagsstofnunar um hagvöxt á næstu árum kunni að vera í bjartsýnni kantinum. Þá er horft framhjá stóriðjuframkvæmdum sem kynnu að hefjast á árinu 2003. Verði af þeim gæti aðlögunarskeiðið hins vegar orðið tiltölulega stutt en viðskiptahallinn og verðbólgan yrðu þá að sjálfstöðu meiri á næstu árum.

### Hvers eðlis er samdrátturinn sem framundan er?

Eins og getið hefur verið spáir Þjóðhagsstofnun 0,3% samdrætti landsframleiðslu á næsta ári. Nokkrar líkur

eru á að samdrátturinn verði meiri. Gangi spáin eftir yrði það í fyrsta skipti síðan á árinu 1992 sem landsframleiðsla dregst saman. Þá var samdrátturinn þó mun meiri, eða um 3,3%. Þjóðhagsstofnun spáir að þjóðartekjur lækki heldur meira en landsframleiðsla, eða um 0,6%. Ástæða þess er ekki, eins og oft áður, að viðskiptakjör rýrni heldur að vaxtagreiðslur til útlanda munu aukast vegna aukinna erlendra skulda þjóðarbúsins.

Flestir efnahagslæðir á Íslandi hafa farið saman við einhvers konar ytri áföll, enda hefur mátt skýra um 90% af breytingum í vexti þjóðartekna með þróun útflutnings og viðskiptakjara. Þetta samband má að nokkru leyti sjá á mynd 11. Þar er sýnd breyting þjóðartekna annars vegar og kaupmáttar útflutnings vöru og þjónustu hins vegar.<sup>3</sup> Talið var hugsanlegt að þetta samband hefði veikt í þeirri uppsveiflu sem nú er gengin yfir. Rannsóknir benda þó til annars.<sup>4</sup> Uppsveiflan í þjóðartekjum á árunum 1996 til 2000 skýrist að verulegu leyti af hagstæðri þróun



3. Átt er við kaupmáttar útflutnings gagnvart innflutningi, þ.e.a.s. hversu mikið magn innflutnings má kaupa fyrir útflutning þjóðarinnar. Þessa stærð má hvort heldur sem er líta á sem margfeldi magns útflutnings vöru og þjónustu og viðskiptakjara eða sem nafnvirði útflutnings vöru og þjónustu deilt með innflutningsverði.
4. Á árinu 1995 var í Seðlabankanum metið einnar jöfnu líkan sem skýrði 88% af breytingum í vexti þjóðartekna með þróun þessara tveggja stærða á árunum 1960-1994. Talið var hugsanlegt að þetta samband hefði veikt í þeirri uppsveiflu sem nú er gengin yfir. Endurmat á jöfnunni til ársins 2000 leiddi hins vegar allt annað í ljós. Skýringarmáttur hennar var ef eitthvað var meiri og eiginleikar betri. Þegar jafnan var aðeins metin til ársins 1995 og látin síðan spá þróun þjóðartekna til og með 2000 náði hún að líkja mjög nákvæmlega eftir uppsveiflunni sem varð á þessum árum.

útflutnings og viðskiptakjara. Þjóðarútgjöld jukust eigi að síður mun meira undir lok tímabilsins. Því myndaðist viðskiptahalli sem ekki á sér fordæmi á góðæristímabilum á Íslandi. Rætur þeirrar þróunar hafa áður verið raktar m.a. til afnáms hamlá á fjármagnshreyfingum, greiðari aðgangs að lánsfé, vanmats á áhættu af erlendri lántöku og óhóflegar bjartsýni um framhald góðærisins.

Efnahagssamdráttur á yfirleitt rætur að rekja til einhvers af eftirfarandi þáttum:

1. Ytra áfall, yfirleitt samdráttur í útflutningi eða rýrnun viðskiptakjara, truflar tekjumyndun þjóðarbúsins.
2. Eftirspurn minnkar og nægir ekki til að halda uppi fullri nýtingu framleiðslugetu.
3. Langvarandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum knýr fram samdrátt eftirspurnar, sem er óhjákvæmilegur og æskilegur liður í aðlögun að nýju jafnvægi.

Samdráttarskeið á Íslandi hafa jafnan borið ein-kenni fyrstnefndu gerðarinnar. Dragist þjóðartekjur saman sökum ytri áfalla felst hagstjórnarvandinn í að meta hve mikill, hraður eða langvarandi samdráttur þjóðarútgjalda sé óhjákvæmilegur eða nauðsynlegur til að laga eftirspurn að minni tekjum. Ef samdráttur þjóðartekna er minni háttar eða skammvinnur getur verið réttlætandi að milda hann með lántöku. Þá myndast tímabundinn viðskiptahalli. Ef samdrátturinn er mikill eða sennilega varanlegur kann samdráttur þjóðarútgjalda hins vegar að vera nauðsynlegur. Samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar verður yfirvofandi samdráttur ekki af þessari gerð. Kaupmáttur útflutnings mun ekki dragast saman á næsta ári og eftir það verður nokkur vöxtur. Fjármálaráðuneytið er reyndar bjartsýnt og gerir ráð fyrir næstum 3% vexti útflutnings á næsta ári.

Samdráttur af gerð tvö stafar yfirleitt af því að neytenda- eða fyrirtækjavæntingar versna. Neysla og fjárfesting dragast því saman og sparnaður eykst. Hafi hagkerfið verið í eða nálægt jafnvægi myndast umframframboð af vörum og framleiðsluþáttum. Þessar aðstæður stuðla að minni hækkun eða jafnvel lækkun launa, verðbólga hjaðnar og atvinnuleysi

5. Þeir erfiðleikar sem glímt er við í Japan eiga sér rætur í mikilli ofþenslu og eignaverðbólgu fyrir áratug sem veikti verulega fjármálakerfi landsins þegar eignaverð hrundi.

eykst. Þetta er samdráttur af því tagi sem átt hefur sér stað í mörgum iðnríkjum, t.d. Bandaríkjunum og Japan. Vandí Japana nú á sér þó flóknari skýringar.<sup>5</sup> Hagfræðin kann einföld ráð við þessu sem oftast duga, þ.e. að lækka vexti, auka ríkisútgjöld eða lækka skatta. Yfirvofandi samdráttur hér á landi er hins vegar ekki af þessu tagi. Mikið ójafnvægi ríkir í þjóðarbúskapnum í upphafi hans, sem lýsir sér í miklum viðskiptahalla, framleiðsluspennu og verðbólguþrýstingi. Hagstjórnaraðgerðum hefur verið beitt til að hamlá gegn eftirspurnarþenslu og eru farnar að bera verulegan árangur. Ekki hefur því verið þörf á að örva eftirspurn, nema síður sé.

Mat Seðlabankans er að yfirvofandi samdráttur sé af þriðju gerðinni. Framleiðsluspennan er að hjaðna, viðskiptahallinn minnkar og ójafnvægið í þjóðarbúskapnum minnkar. Samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar munu þjóðarútgjöld dragast saman um 1,8% á þessu ári og 2,5% á næsta ári. Þessum samdrætti munu fylgja ýmsir erfiðleikar í heimagreinum. Útflutnings- og samkeppnisgreinar munu hins vegar standa betur að vígi enda er samkeppnisstaða þeirra eins og hún birtist í raungengi krónunnar betri en hún hefur lengi verið. Framleiðsluspenna mun hjaðna að fullu á næsta ári, sé miðað við spá Þjóðhagsstofnunar en ekki er gert ráð fyrir að sérstakur framleiðsluslaci myndist í kjölfarið.

#### *Aðlögun þjóðarútgjalda að þjóðartekjum gæti orðið snarpari en reiknað er með í þjóðhagsáætlun*

Samdráttur þjóðarútgjalda á næsta ári verður skv. spá Þjóðhagsstofnunar ekki nægur til að viðskiptahallinn minnki svo að hann verði sjálfbær. Hins vegar er hugsanlegt að aðlögunin verði snarpari og líkari sögulegri reynslu á Íslandi og annarra þjóða. Hér verða sýnd tvö dæmi um þetta. Í báðum tilfellum er gert ráð fyrir að þjóðarútgjöld dragist nægilega saman til að viðskiptahalli komist á sjálfbært stig og er þá miðað við að hrein erlend staða versni ekki sem hlutfall af landsframleiðslu. Til að það náist má viðskiptahalli ekki verða meiri en sem nemur 2½% af landsframleiðslu. Í fyrra dæminu er reiknað með að þjóðarútgjöld dragist nægilega saman til að þetta náist 2003, en í seinna dæminu er aðlögunin hægari og þetta næst ekki fyrr en árið 2004. Til samanburðar er grunddæmi sem í grófum dráttum samrýmist þeim framtíðarhorfum sem settar voru fram í þjóðhagsáætlun. Í grunddæminu er verðbólga meiri 2003 en



í þeirri verðbólguþá sem birtist hér að framan. Fyrir því eru tvær ástæður. Í fyrsta lagi er í verðbólguþá bankans gert ráð fyrir að kjarasamningar haldi og að launaskrið minnki eftir því sem dregur úr spennu á vinnumarkaði, en í grunnþá er launin að hluta innri stærð. Í öðru lagi er í verðbólguþá bankans gert ráð fyrir að spenna muni slakna meira á næsta ári og 2003 en gert er ráð fyrir í grunnþá. Í öllum dæmum er reiknað með óbreyttu nafngengi krónunnar. Tekið skal fram að hér er aðeins um að ræða reiknidæmi sem sýna áhrif mismunandi aðlögunar á lykilstærðir.

Í fyrra dæminu minnka þjóðarútgjöld um nærri 5½% á næsta ári og síðan lítillega 2003. Landsframleiðsla mun þá dragast saman um 1½% á næsta ári, aukast um aðeins 1% 2003 en ná sér hins vegar vel á strik árið 2004, í um 3½%. Afleiðing minni hagvaxtar verður að atvinnuleysi eykst í 3% árið 2003, en fer síðan minnkandi. Minni spenna á vinnu- og vörumarkaði en í grunnþá felur í sér að

verðbólga verður mjög nærri verðbólguþá Seðlabankans á árinu 2003. Í seinna dæminu gengur aðlögunin hægar fyrir sig. Samdrátturinn 2002 verður þá heldur minni, eða 0,7%, og atvinnuleysi verður tæplega 3% 2003. Verðbólga verður þá hálfu prósentustigi meiri en í fyrra dæminu en þó innan þolmarka verðbólguþá Seðlabankans.

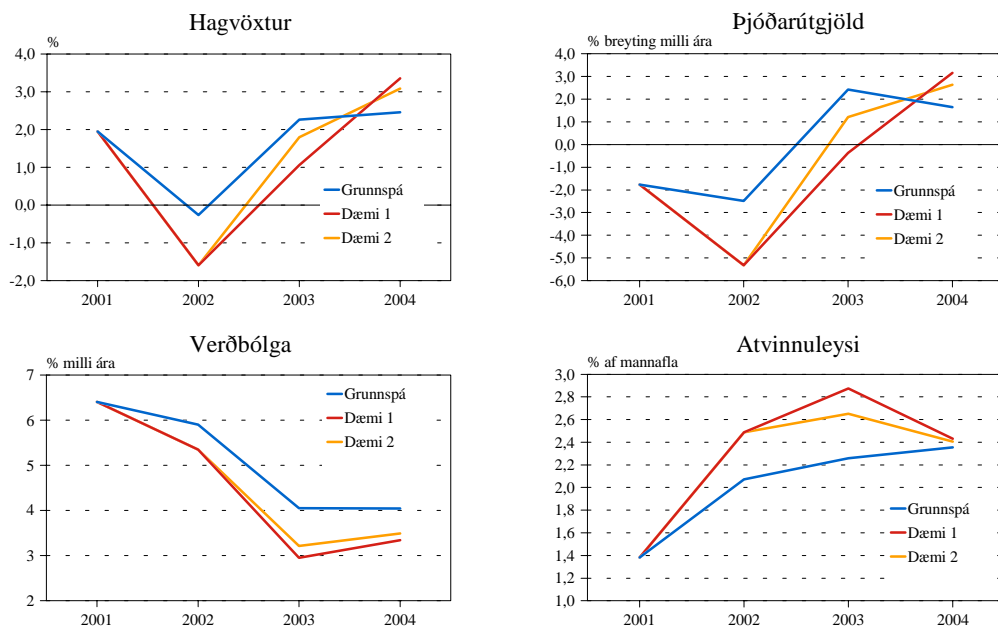
Í ljósi þessarar greiningar er það mat Seðlabankans að yfirvofandi samdráttur sé óhjákvæmilegur hluti af aðlögun þjóðarútgjalds að betra jafnvægi og því ekki í grundvallaratriðum illkynja. Hann mun einnig stuðla að því að 2½% verðbólguþá Seðlabankans náist. Þessi greining breytir hins vegar ekki því að nauðsynlegt er að vera á varðbergi gagnvart því að hliðarverkanir samdráttarins valdi ekki skakkaföllum í fjármálakerfinu, sem gætu magnað hann umfram það sem jafnvægisþróunin krefst. Merki um að slík þróun sé yfirvofandi eru ekki sýnileg, en fjallað er um stöðugleika fjármálakerfisins í sérstakri grein síðar í heftinu.

Mynd 12

### Grunnþá og fráviksdæmi 2001-2004

Dæmi 1: viðskiptahalli sjálfbær 2003.

Dæmi 2: viðskiptahalli sjálfbær 2004.



Heimildir: Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

### Afkoma ríkissjóðs á þessu ári verður verri en áður var reiknað með

Sköðun á reglulegum tekjum og gjöldum ríkissjóðs sýnir versnandi afkomu og lítills háttar halla á þessu ári og því næsta. Útgjöld hafa hækkað talsvert, bæði vegna sérstakra ákvarðana og launahækkana í opinbera geiranum, en reglulegar tekjur hafa minnkað sökum minni tekna af neyslu og innflutningi. Tafla 4 sýnir að afgangur án óreglulegra liða, sem nam tæpum 3% af landsframleiðslu árið 2000, hefur horfið á skömmum tíma.

Tafla 4 Yfirlit ríkisfjármála

	Rekstrargrunnur				
% af VLF	1998	1999	2000	2001	2002
Tekjur án eignasölu <sup>1</sup> .....	30,8	33,1	32,8	31,2	30,9
Regluleg útgjöld <sup>2</sup> .....	29,9	30,8	30,0	30,7	30,6
Endurmetin gjöld <sup>3</sup> .....	29,9	30,8	30,0	31,4	31,2
Regluleg afkoma.....	0,9	2,4	2,8	0,4	0,4
Endurmetin afkoma <sup>3</sup> .....	0,9	2,4	2,8	-0,2	-0,3

1. Samkvæmt áætlun 2001 og fjárlagafrumvarpi 2002.

2. Með „venjulegum“ lífeyrisskuldbindingum og skattaafskriftum.

3. Útgjaldaviðbót samkvæmt horfum 2001 endurspeglast í gjöldum 2002.

Erfitt er að spá ýmsum óreglulegum liðum ríkisfjármála, s.s. eignasölu, færslu lífeyrisskuldbindinga og skattaafskriftum. Þeir hafa ennfremur iðulega lítil samtímaáhrif á þjóðarþúskaðinn. Þess vegna ein-skorðast umfjöllun hér við tekjur án eignasölu og gjöld án sérstakra afskrifta og lífeyrisfærslna. Við samþykkt fjárlaga fyrir árið 2001 áætlaði fjármálaráðuneytið að tekjur án eignasölu myndu hækka um 3% á greiðslugrunni milli ára 2000 og 2001, en gjöld án óreglulegra liða um 7½%. Reiknað var með að innheimtar tekjur umfram greidd gjöld, án óreglulegra liða, yrðu u.þ.b. 9 ma.kr.

Einfaldir framreikningar á tekjuinnheimtu til loka september 2001 benda til þess að áætlun fjárlaga og keimlík haustspá fjármálaráðuneytisins um tekjur án eignasölu muni ganga nokkurn veginn eftir. Tekjur af beinum sköttum verða líklega nokkru meiri en áætlað var, en tekjur af óbeinum sköttum aftur á móti heldur undir áætlunum. Í heild stefna tekjur ríkissjóðs í að verða u.þ.b. 223 ma.kr. á árinu.

Svipaðir framreikningar á útgjöldum benda til þess að á greiðslugrunni og án óreglulegra liða stefni þau í 228 ma.kr., en í áætlun fjárlagafrumvarps

fyrir þetta ár sem lagt var fram í október sl. var reiknað með 223 ma.kr. og í áætlun fjárlaga 211 ma.kr. Með sömu viðbót á rekstrargrunni verða endurmetin útgjöld 2001 um 237 ma.kr. í stað þeirra 232 ma.kr. sem gert er ráð fyrir í frumvarpi til fjárlagala. Í fjárlögum var gert ráð fyrir ríflega 7% hækkun útgjalda á greiðslugrunni milli ára. Síðustu áætlanir gerðu ráð fyrir 17½% hækkun, en nú virðist stefna í 20% hækkun. Hver sem niðurstaðan verður hlýtur útgjaldavöxturinn að teljast afar mikill, jafnvel að teknu tilliti til þess að verðbólga og launahækkunir verða líklega u.þ.b. 2% umfram það sem reiknað var með í fjárlögum.<sup>6</sup>

Ef gert er ráð fyrir 20% hækkun gjalda og 5% hækkun tekna á milli ára á greiðslugrunni verður afkoma ríkissjóðs neikvæð í ár um 7½ ma.kr. Á rekstrargrunni verður hallinn minni.

### Verri afkoma ríkissjóðs í ár og efnahagslægð höggva í afgang fjárlagafrumvarps næsta árs

Spár um hækkun tekna ríkissjóðs á næsta ári virðast í stórum dráttum í samræmi við efnahagshorfur, eins og þeim er lýst í þjóðhagsáætlun. Tekjuskattur einstaklinga og tryggingagjöld eiga að vaxa í takt við nafnvirði landsframleiðslu en tekjur af óbeinum sköttum um 1% umfram þjóðarútgjöld. Munurinn á vexti óbeinna skatta og þjóðartekna er óverulegur. Meiri óvissa ríkir um útgjaldaspána. Fyrirhuguð útgjaldahækkun milli ára svarar til óbreyttra raunútgjalda. Ætti það að vera viðráðanlegt markmið í ljósi þess að af sérstökum 11 ma.kr. útgjaldatílefnum þessa árs ganga um 3 ma.kr. til baka á næsta ári. Það er þó háð því að böndum verði komið á útgjaldabensluna sem varð í ár. Ef viðbótargjöld þessa árs haldast óbreytt á næsta ári verða endurmetin útgjöld fjárlagafrumvarps 244 ma.kr. í stað 239.

Undirliggjandi afkoma ríkissjóðs án óreglulegra liða ætti að vísu að batna heldur á greiðslugrunni á milli ára 2001 og 2002, en vegna þess að á næsta

6. Ýmis sértilefni eru fyrir útgjöldum þessa árs. Nefna má útgjaldaauka vegna fæðingarorlofs, Jöfnunarsjóðs sveitarfélaga, öryrkjádóms, vaxta-greiðslna í tengslum við innlaun spariskírteina og hækkun erlendra vaxtagreiðslna, eingreiðslu vegna sauðfjárvóta og átaks til að bæta greiðslustöðu heilbrigðisstofnana. Samanlagt nema útgjöld vegna slíkra tílefna a.m.k. 11 ma.kr. Þar af ganga u.þ.b. 3 ma.kr. til baka á næsta ári. Vegna þess að hluti gjaldanna hafði þegar verið reikningsfærður verður hækkun á milli ára 2000 og 2001 minni á rekstrargrunni en greiðslugrunni. Á rekstrargrunni stefnir hún í 4-5% að raungildi, en á greiðslugrunni 7%.

ári er líklegt að dragi úr greiðslum vegna áður færðra gjalda, stefnir í óbreytta afkomu á rekstrargrunni á næsta ári, en lítils háttar bata á greiðslugrunni.

Á það var bent í *Peningamállum* 2001/1, að með sérstökum útgjöldum, almennri útgjaldaaukningu og eftirgjöf í tekjuöflun hefði verið gengið á það svigrúm sem ríkissjóður hafði til að mæta niðursveiflu. Sem dæmi um sérstök útgjöld má nefna gjöld vegna fæðingarorlofs, aukinna barnabóta og uppbóta á fasteignagjöld á landsbyggðinni. Dæmi um eftirgjöf tekna er lækkun tekjuskattshlutfalls í tengslum við kjarasamninga á árunum 2000 og 2001. Þessar breytingar einar rýra afkomu ríkissjóðs um u.þ.b. 8 ma.kr. á ári þegar þær eru að fullu komnar til framkvæmda. Framkvæmdir ríkisins hafa einnig verið meiri en æskilegt er í uppsveiflu. Með frekari skattalækkunum til viðbótar tekjuskattslækkun um áramótin, er nú áformað að gefa eftir 1,8 ma.kr. á næsta ári og rúma 4 ma.kr. til viðbótar á árinu 2003. Gera má ráð fyrir að eitthvað af þeirri eftirgjöf skili sér til baka vegna aukinna umsvifa, en mjög er óvíst hversu mikið og hve fljótt það verður. Slökun á síðasta ári hefur sennilega átt þátt í að fresta niðursveiflu, en ríkissjóður stendur þeim mun veikar til að taka á verulegum samdrætti.

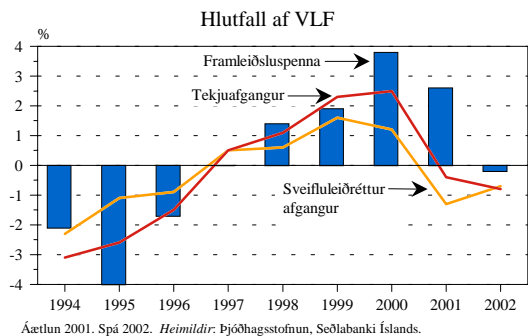
### Staða ríkisfjármála hefur versnað umfram áhrif hagsveiflunnar

Skattheimta og bótagreiðslur ríkissjóðs eru með þeim hætti að afkoma hans er að öðru jöfnu betri í uppsveiflu en þegar samdráttur er í hagkerfinu. Til þess að leggja mat á áhrif hagsveiflunnar á afkomu ríkissjóðs eru að jafnaði notaðar tölur Þjóðhagsstofnunar um tekjur og gjöld hins opinbera, en þar er fylgt þjóðhagsreikningastaðli Sameinuðu þjóðanna. Tölurnar fyrir þetta ár og hið næsta eru byggðar á svipuðu mati á afkomu ríkissjóðs og lýst var hér að framan, enda eru þær m.a. leiðréttar fyrir sömu óreglulegu liðum. Afkoma ríkissjóðs á þennan mælikvarða versnar um tæp 3% af landsframleiðslu frá 2000 til 2001 en sveifluleiðrétt afkoma versnar um 2,4%. Versnandi afkoma ríkissjóðs er því ekki rakin til samdráttar í landsframleiðslu, enda er reiknað með jákvæðum hagvexti í ár. Á næsta ári er útlit fyrir að tekjuhali ríkissjóðs aukist lítils háttar miðað við þá skilgreiningu sem hér er notuð. Gangi fyrirbyggjandi fjárlagaáform eftir verður sú versnun þó minni en samdráttur í þjóðarþúskaðum gefur tilefni til og hagsveifluleiðréttur tekjuhali minnkar lítils háttar.

Þessar niðurstöður verður að skoða í ljósi þess að sveifluleiðréttunin tekur eingöngu tillit til breytinga á framleiðsluhlið, en á þessu ári hefur meginbreytingin í þjóðarþúskaðum verið fólgin í aðlögun þjóðarútgjalda að framleiðslugetu. Aðlögunin hefur einkum komið fram í 8% áætluðum samdrætti almenns vöruinnflutnings og lítils háttar samdrætti einkaneyslu. Tekjur ríkissjóðs af óbeinum sköttum eru mjög nærmar fyrir þessum þáttum, einkum innflutningnum. Eins og bent var á í *Peningamállum* 2001/1 er staða ríkissjóðs nú ótryggari en ella vegna þess að hætt er við að skatttekjur verði fyrir verulegum áhrifum af samdrætti í einkaneyslu og minni viðskiptahalla. Þetta verður að skoða í ljósi þess að enn stefnir í töluverðan viðskiptahalla á þessu ári (8% af landsframleiðslu skv. spá PHS) og að frekari aðlögun mun óhjákvæmilega fyrst og fremst eiga sér stað fyrir tilstilli minni vöruinnflutnings.

Mynd 13

### Kennitölur ríkisfjármála: Tekjuafgangur og sveifluleiðréttur afgangur 1994-2002



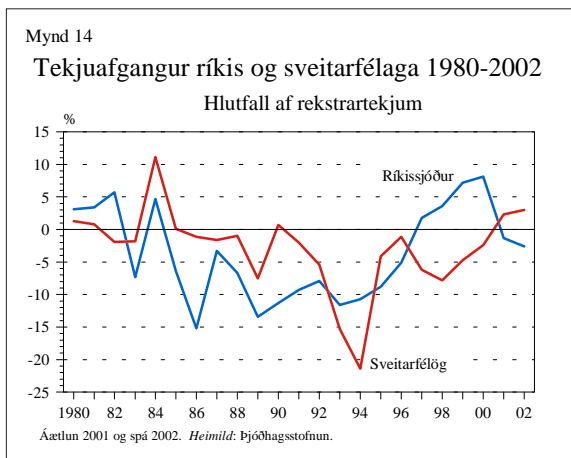
Sökum áhrifa á innflutningsgjöld og aðra eyðsluskatta lækka tekjur ríkisins lauslega áætlað um 2 ma.kr. fyrir hverja 10 milljarða króna sem vöruinnflutningur dregst saman. Yrðu 80% af núverandi við-

7. Nærri lætur að tekjur ríkisins af innflutningi séu um 8% af innflutningi og að aðrar tekjur af vörum og þjónustu séu um 12% af þjóðarútgjöldum. Ef svo vildi til að viðskiptahallinn jafnaðist með minnkun vöruinnflutnings um 60 ma.kr. og ekki yrði önnur lækkun á þjóðarútgjöldum eða framleiðslu, myndi láta nærri að tekjur ríkisins minnkuðu um 12 ma.kr. Eðlilegra er að gera ráð fyrir að sumt jafnist gegnum þjónustuviðskipti, sem ríkið hefur litlar sem engar tekjur af. Í febrúarhefti *Peningamála* var talað um að tekjur ríkisins af viðskiptahallanum væru trúlega 6-8 ma.kr. m.v. 70 ma.kr. halla, en þá var einungis reiknað með beinum tekjum af innflutningi. Hér er að auki reiknað með tekjum sem ríkið hefur af viðskiptum með vöruna og notkun hennar.

skiptahalla jöfnuð með minni vöruinnflutningi yrði tekjutap ríkissjóðs u.þ.b. 10 ma.kr.<sup>7</sup>

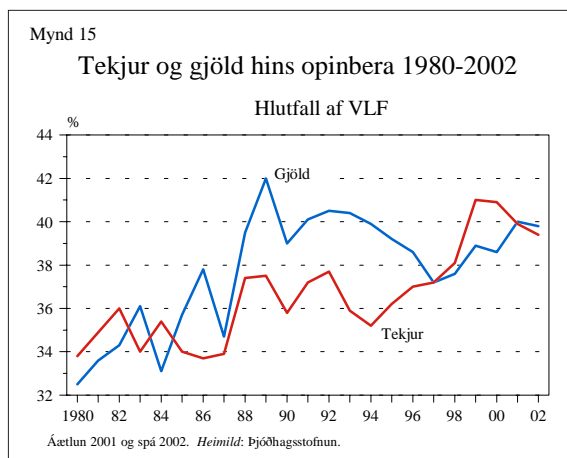
### Staða sveitarfélaga hefur batnað eftir hallarekstur síðustu ára

Ýmislegt bendir til að afkoma sveitarfélaga sé að batna eftir nokkurn hallarekstur á undanförunum árum. Við yfirtöku grunnskóla á miðju ári 1996 hækkðu rekstrargjöld sveitarfélaganna nokkru meira en ráð hafði verið fyrir gert. Fjárfestingarpörf jókst vegna einsetningar, en henni var að hluta mætt með auknum framlögum úr Jöfnunarsjóði sveitarfélaga. Í ársbyrjun 2001 var hámarkshlutfall útsvarsálagningar hækkað um 0,66% af útsvarsstofni og 0,33% bætast við í ársbyrjun 2002. Útgjöld sveitarfélaganna hafa hækkað úr um 8,5% af VLF í rúm 10% eftir að rekstur skóla fluttist yfir, en tekjur hafa aukist sýnu meir, úr 7,5% í 10% af VLF. Auknar tekjur virðast því hafa dugað til að snúa rekstri sveitarfélaganna úr halla í afgang sem Þjóðhagsstofnun metur á tæpa 2 ma.kr. í ár og 2,5 ma.kr. á næsta ári.



### Sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera versnar en minna en afkoma ríkissjóðs

Með vaxandi útgjöldum bæði ríkis og sveitarfélaga hin síðari ár hafa útgjöld hins opinbera vaxið miðað við landsframleiðslu, úr 38% 1996 til 1998 í um 40% samkvæmt spám 2001 og 2002. Tekjur héldu í við gjöld og gott betur meðan uppsveiflan var í hámarki, en hafa nú gefið eftir, einkum vegna hagsveiflunnar. Versnandi afkoma ríkissjóðs á þessu ári og hinu næsta yfirgnæfir lítills háttar áætlaðan bata hjá



sveitarfélögunum. Rekstrarjöfnuður hins opinbera í heild fer samkvæmt mati Þjóðhagsstofnunar úr rúmlega 2% afgangi af landsframleiðslu á árinu 2000 í um ½% halla á næsta ári. Þegar efnahagsástand versnar rýrnar sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera í heild minna en afkoma ríkissjóðs. Sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera versnar um tæpa 2% af landsframleiðslu á þessu ári en mæld afkoma um u.þ.b. 2½%. Á næsta ári batnar sveifluleiðrétt afkoma lítills háttar.

### Skattkerfisbreytingar

Ríkisstjórnin kynnti snemma í október tillögur um breytingar á skattalögum. Í meginatriðum fela þær í sér að skattlagning fjármagns minnkar en skattlagning vinnuafls eykst. Auk þess er boðað að verðbólguureikningsskil verði afnumin 1. janúar 2002 og að heimilt verði að færa bókhald og ársreikninga fyrirtækja í erlendri mynt frá sama tíma að uppfylltum ákveðnum skilyrðum.

Ríkisstjórnin gerir tillögur um eftirfarandi:

1. Tekjuskattur fyrirtækja lækkar frá og með skattárinu 2002 úr 30% í 18%.
2. Hækkun fríeignarmarkna eignarskatts og sérstaks eignarskatts einstaklinga um 20% vegna eigna í árslok 2001.
3. Helmingss lækking eignarskatts einstaklinga og fyrirtækja (úr 1,2% í 0,6%) og afnám sérstaks eignarskatts (Þjóðarþóklöðuskatts) frá og með skattárinu 2002.
4. Tekjuskattur einstaklinga lækkar úr 26,08% í 25,75% í staðgreiðslu á skattárinu 2002.

5. Frítækjumar­k í sérstökum tekjuskatti einstaklinga (hátekjuskatti) hækkar um 15% vegna tekna ársins 2001.
6. Almennt tryggingargjald hækkar um 0,77% frá ársbyrjun 2003.
7. Húsaleigubætur verða skattfrjálsar frá ársbyrjun 2002.
8. Boðað er að stimpilgjald lækki frá 1. janúar 2003.

Ofangreindar tillögur munu ekki valda ríkissjóði umtalsverðu tekjutapi fyrir en á árinu 2003. Talið er að það verði um 7 ma.kr. miðað við heilt ár þegar allt verður fram komið, sem samsvarar tæplega 1% af landsframleiðslu. Þar vantar þó um 900 m. kr. tekjutap vegna boðaðrar lækkunar stimpilgjalds. Þá mun afkoma sveitarfélaganna rýrna eitthvað í upphafi vegna herra tryggingargjalds á launagreiðslur þeirra, lægri útsvarstekna vegna húsaleigubóta og lægra skylduframlags í Jöfnunarsjóð sveitarfélaga. Einnig gætu ríki og sveitarfélög tapað tekjum þar sem einyrkjar munu fá hvata til að breyta starfsemi sinni í einkahlutafélög. Á móti beinu tapi ríkis og sveitarfélaga kemur einhver óbeinn tekjuauki vegna aukinna umsvifa sem leiða af aðgerðunum en mikil óvissa er um hversu mikil þau muni verða og á hvaða tíma þau komi fram.

Í greinargerð Seðlabankans til ríkisstjórnarinnar frá 20. júní sl. sagði: „Seðlabankinn telur ekki tíma­bært að gripið sé til eftirspurnarhvetjandi aðgerða. Aðgerðir sem styrkja framboðshlið hagkerfisins, þ.e. auka framboð framleiðsluþátta (vinnuaf­ls og fjármagns), auka framleiðni og efla sparnað myndu hins vegar samtímis skapa forsendur varanlegs hagvaxtar og styðja við verðból­gumarkmið bankans.“ Bankinn telur að þetta eigi enn í meginatriðum við þótt sá tími nálgist að mögulegt verði að slaka á aðhaldi hag­stjórnarinnar.

Ofangreindar tillögur standast að nokkru leyti þá mælistíku sem kom fram í greinargerð bankans í júní sl. Í fyrsta lagi fela þær í sér minni skattlagningu fjármagns sem bundið er í atvinnurekstri en meiri skattlagningu vinnuaf­ls vegna hækkunar tryggingargjalds. Í hagkerfi sem býr við umframeftirspurn eftir vinnuafli en lítinn þjóðhagslegan sparnað er margt sem mælir með tilfærslu skattlagningar af þessu tagi. Í öðru lagi mun töluverð lækkun tekjuskatts fyrirtækja niður á stig sem er með því lægsta sem þekktist í samkeppnislöndum stuðla að fjármagnsstreymi til

landsins og koma í veg fyrir fjármagnsstreymi sem ella hefði orðið. Líklegt er til dæmis að íslensk fyrirtæki íhugi flutning á starfsemi sem þau hafa verið með erlendis hingað til lands og hætti við áform um flutning starfsemi úr landi sem kunna að hafa verið uppi. Þetta mun hafa jákvæð áhrif á beina fjárfestingu og þar með á gengi krónunnar. Hins vegar er mjög óvíst hve mikil þessi áhrif verða, sérstaklega framan af. Í þriðja lagi er lækkun stimpilgjalds jákvætt skref en þar er um að ræða skatt sem ekki þekktist í þessum mæli í þróuðum ríkjum og virkar hamlandi á framþróun og virkni fjármálamarkaðar.

Framhjá því verður hins vegar ekki litið að einar og sér munu þessar tillögur í reynd minnka tekjuafgang ríkissjóðs og bætist það við þá veikleika í ríkisfjármálum sem fjallað var um hér að framan. Það bætir að vísu nokkuð úr skák að afkomaúhrifin koma ekki að fullu fram fyrir en á árinu 2003 en eins og nú horfir má reikna með að lítils háttar framleiðslulaki hafi þá leyst framleiðsluspennu af hólmi. Þá er einnig á það að líta að eins milljarðs króna tekjutap á árinu 2002 vegna 20% hækkunar fríeignar­marka í eignarskatti einstaklinga vegna eigna í árslok 2001 kemur í veg fyrir hækkun eignarskatta sem ella hefði orðið vegna sérstakrar hækkunar fasteignamats. Lækkun á tekjuskatti einstaklinga sem veldur nærri 2 ma.kr. tekjutapi ríkissjóðs á næsta ári orkar hins vegar mun meira tvímælis, sérstaklega í ljósi þess að viðskiptahalli verður eins og nú horfir óhóf­legur á næsta ári og þjóðhagslegur sparnaðar áfram ónogur. Hins vegar var gefið fyrirheit um lækkun tekjuskatts einstaklinga við mat á stöðu almennra kjarasamninga í mars sl. Það breytir ekki því almenna efnahagslega mati að enn er ekki þörf á að örva almenna neyslu með skatta­aðgerðum enda hún of mikil en ekki of lítil.

Það er mat bankans að æskilegt sé að hækka aðra skatta meira til mótvægis við lækkun skatta á fjármagn bundið í atvinnurekstri og/eða skera niður útgjöld þannig að afkoma ríkissjóðs veiktist ekki á næstunni með þeim hætti sem nú er útlit fyrir. Því verri sem afkoma ríkissjóðs er að öðru óbreyttu því hærri þurfa stýrivextir Seðlabankans að vera til að auka líkur á að markmið hans um verðbólgu náist. Eigi að síður er það mat bankans að umfang skatta­breytinganna og ekki síst tímasetning áhrifa þeirra sé slík að þau raski ekki þjóðhagslegu jafnvægi eða stefni verðból­gumarkmiði bankans í hættu.

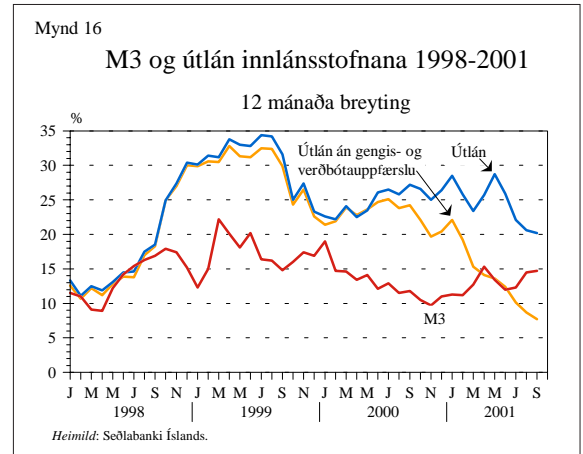


### Er útlánaþenslan stöðvuð?

Jafnt og þétt hefur dregið úr undirliggjandi vexti útlána innlánsstofnana á undanförunum mánuðum. Þetta sést þegar áhrif gengisbreytinga og sjálfvirkrar verðuppfærslu útstandandi lána eru dregin frá mældum útlánavexti. Í lok september mældist 12 mánaða vöxtur útlána innlánsstofnana þannig reiknaður 7½%. Í september jukust útlán án gengis- og verðbreytingaruppfærslna reyndar um 0,4%, en mánuðina tvo á undan drógust útlán þannig reiknuð saman, samtals um 0,8%. Vöxturinn undanfarið hálf á nam rúmlega 5% á ársvarða og síðustu 3 mánuðina varð lítils háttar samdráttur. Undirliggjandi útlánavöxtur innlánsstofnana er því síðustu mánuði kominn á eða undir það stig sem til lengdar samrýmist stöðugleika og lítili verðbólgu. Þetta er mikilvægt, þar sem vöxtur útlána er leiðandi vísbending um þróun eftirspurnar.

Hugsanlega má rekja minni útlánavöxt hjá innlánsstofnunum að hluta til þess að aðrar fjármálastofnanir séu að auka hlutdeild sína í útlánunum, einkum lífeyrissjóðir og fjárfestingarlánasjóðir. Ekki liggja fyrir tölur um útlán lánakerfisins í heild nema til loka júní. Þá höfðu útlán aukist um 25½% á heilu ári en um 13½% án uppfærslu vegna gengisbreytinga og verðuppfærslu á verðtryggðum lánunum. Frá áramótum var aukning án uppfærslu nærri 14% miðað við heilt ár, sem er lítils háttar meira en á sama tíma í fyrra. Lán lífeyrissjóða til sjóðfélaga jukust um nærri 22% frá áramótum til loka ágúst sem samsvarar rúmlega 13% raunaukningu. Þetta er aðeins lítillega lægri raunaukning en á sama tíma í fyrra. Útlánaaukning Íbúðalánasjóðs hefur hins vegar minnkað nokkuð að raungildi þar sem hún var nærri 5% frá áramótum til loka ágúst samanborið við 11% á sama tíma í fyrra. Vöxtur útlána innlánsstofnana, fjárfestingarlánasjóða og lífeyrissjóða til annarra en opinberra aðila og annarra fjármálastofnana er áætlaður 7½% á ársvarða frá upphafi þessa árs til loka ágúst ef frá er talin uppfærsla á gengisbundnum og verðtryggðum lánunum, en á sama tíma í fyrra var aukningin 8,1%. Af ofangreindu er ljóst að útlánaþenslan er ekki stöðvuð þegar horft er víðar en til innlánsstofnana einna. Hins vegar hefur verulega dregið úr undirliggjandi vexti. Er þess líklega skammt að bíða að hann verði ekki meiri en svo að samrýmist stöðugleika og lágru verðbólgu.

Útlánavöxtur undanfarið missa var að stórum hluta til fjármagnaður með erlendum lánunum. Á síðustu mánuðum virðist sem dregið hafi úr hlutdeild erlendra lána í fjármögnun útlánaaukningar innlánsstofnana. Ef litið er framhjá þeim hluta útlánaaukningar sem fjármagnaður er með eigin fé innlánsstofnana og öðrum slíkum liðum var hlutdeild erlendra lána frá áramótum til loka september 36% en hlutdeild innlána 44%. Verðbréfaútgáfa fjármagnaði 15% en seðlabankafjármögnun nam rúmlega 5%.



Vöxtur peningamagns og sparifjár er enn töluverður Umtalsverður vöxtur er enn í breiðu peningamagni (M3). Á tólf mánuðum til septemberloka mældist hann 14,7%, eða heldur meiri en mánuðina á undan. Þetta er meiri vöxtur en staðist fær til lengdar, en hafa ber í huga að M3 er fremur vísbending um samtíma- en framtíðareftirspurn hér á landi. Vöxtur M3 endurspeglar því e.t.v. fyrst og fremst þá staðreynd að tekjur voru enn í vexti á þriðja ársfjórðungi. Að nokkru leyti kann einnig að vera um aukna eftirspurn eftir peningum að ræða, umfram það sem tekjuþróun gefur tilefni til, þar sem óvissa á gjaldeyris- og verðbréfamörkuðum hefur ýtt undir notkun gjaldeyris- og peningamarkaðsreikninga, sem og verðtryggðra reikninga er uppfærast sjálfkrafa með verðbólgunni. Að raungildi jókst peningamagn um rúm 5½% á 12 mánuðum til septemberloka og þriggja mánaða vöxtur þess miðað við heilt ár var svipaður. Það bendir ekki til þess að samdráttur í hagkerfinu hafi enn sett mikinn svip á efnahagslífið.

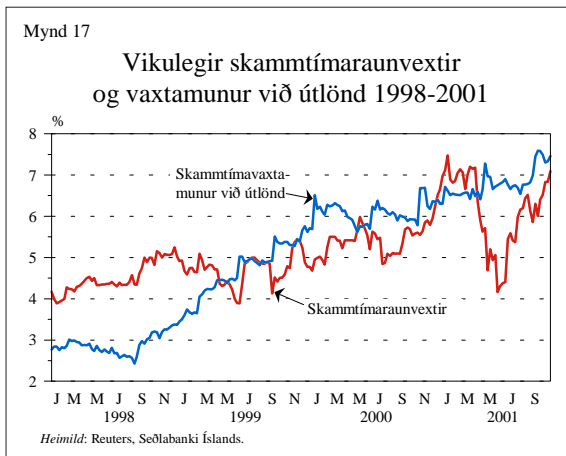
### Aðhaldsstig peningastefnunnar hefur aukist samfara lægri verðbólguvæntingum

Aðhaldsstig peningastefnunnar slaknaði nokkuð fyrir hluta sumars samfara hærri verðbólguvæntingum og lægra gengi krónunnar. Við útgáfu *Peningamála* í ágúst höfðu verðbólguvæntingar mældar með verðbólguálagi ríkisskuldabréfa hins vegar lækkað á ný og gengi krónunnar hafði styrkst lítillega. Þann 20. júlí voru raunstyrivextir Seðlabankans u.þ.b. 5½%, en í verðbólguþá bankans var miðað við gengi þess dags. Verðbólguvæntingar hafa lækkað síðan en á móti vegur að gengi krónunnar hefur lækkað. Sú verðbólguþá sem hér er birt byggist á gengi krónunnar 24. október sl. en það var tæplega 4½% lægra en gengið 20. júlí en raunstyrivextir Seðlabankans höfðu hækkað í 7%. Eins og kemur fram í ramma grein 4 eru svo háir skammtímaraunvextir alls ekki einsdæmi meðal iðnríkja sem hafa þurft að glíma við ofpenslu í innlendu efnahagslífi. Þeir eru nauðsynlegir til að ná niður verðbólgu en einnig er fjallað um sam-

band vaxta og verðbólgu í sérstakri rammagrein hér á eftir. Þá hefur skammtíma vaxtamunur gagnvart útlöndum aukist um 0,7-0,8 prósentustig síðan í byrjun ágúst á sama tíma og verðbólguvæntingar hafa lækkað þannig að aukning raunvaxtamunar er jafnvel meiri.

Önnur fjármálaleg skilyrði en felast í gengi og skammtíma vöxtum hafa ekki breyst mikið síðan síðla sumars, nema að hlutabréfaverð hækkaði um nærri 5% frá byrjun ágúst til loka október. Að verulegu leyti skýrist þessi hækkun af fyrirhugaðri lækkun á fyrirtækjasköttum en einnig kann að búa að baki það mat markaðarins að ýmis hlutafélög hafi verið orðin óeðlilega lágt metin. Fjallað er um þróun á hlutabréfamarkaði í sérstakri rammagrein. Verðtryggðir langtíma vextir hafa hins vegar ekki breyst verulega og sérstaklega hafa húsbrefavextir verið tiltölulega stöðugir í rétt tæpum 6%.

Raunstyrivextir Seðlabankans voru undir lok október hærri en í kjölfar vaxtalækkunar bankans 27. mars sl. Nýlega hafa verðbólguvæntingar lækkað á ný og eru undir lok mars. Vísbendingar um að kólnun í þjóðarþúskapnum sé komin vel á veg eru orðnar ótvíræðari og líkur á að framleiðsluspenna hverfi á næsta ári eru meiri en áður. Jákvæð framleiðsluspenna er þó enn til staðar. Þá hefur sá mikilvægi árangur náðst að útlánaaukning er komin niður á stig sem samrýmist stöðugleika og lægri verðbólgu. Verðbólguþá bankans frá því í ágúst gekk nánast eftir á þriðja ársfjórðungi og verðbólguhorfur hafa ekki breyst í grundvallaratriðum, þrátt fyrir nokkru lægra gengi. Líkur á því að verðbólgu markmið bankans náist árið 2003 hafa því aukist nokkuð. Áfram vofir þó yfir óvissa vegna hugsanlegrar endurskoðunar kjarasamninga á næsta ári.



### Rammi 3 Hvað ræður ákvörðun gengis gjaldmiðla?

Þróun gengis gjaldmiðla skiptir miklu máli fyrir afkomu atvinnugreina og þjóðarþúskaþarins, sérstaklega ef um lítil og opin hagkerfi eins og Ísland er að ræða. Skilningur á þróun gengis gjaldmiðla er því augljóslega mikilvægur og forsenda þess að hægt sé að spá gengisþróun. Erfiðlega hefur þó gengið að hanna líkön sem geta spáð fyrir um gengisþróun. Mikil hækkun gengis Bandaríkjadals gagnvart evru frá stofnun myntbandalagsins gekk til dæmis þvert á spár flestra. Líkön sem eftirá gætu skýrt hækkun dals gagnvart evru virðast haldlítil til að skýra t.d. gengi dals gagnvart jeni á sama tíma.

Hér verður í stuttu máli greint frá helstu kenningum um ákvörðun gengis gjaldmiðla og hvernig raunveruleg gengisþróun hefur komið heim og saman við þær. Ekki er færi á að tíunda sögulega þróun slíkra kenninga, heldur hlaupið á helstu hugmyndum sem uppi eru í dag, og sumar eiga sér langa forsoðu. Kenningarmiðir 20. aldar leituðu skýringa á gengisþróun í þróun hlutfallslegs verðlags (PPP), verðteygni inn- og útflutnings, (Keynesísku) sambandi útgjalda og tekna í opnu hagkerfi, ráðstöfun fjáreigna á milli innlendra og erlendra eigna, hlutfallslegri þróun peningamagns, landsframleiðslu, raunvaxta og væntrar verðbólgu o.s.frv. Í framhaldi af slíkri einfaldri líkanasmíð voru gerðar ýmsar tilraunir til að bæta líkönin og skýra hvers vegna einföld líkön duga skammt til að skýra raunverulega gengisþróun. Má þar nefna líkön þar sem tregbreytanleiki verðlags og væntingar gegna lykilhlutverki.<sup>1</sup>

Engri ofangreindra kenninga hefur tekist að skýra gengisþróun svo að fullnægjandi sé eða sjá fyrir gengisþróun á mismunandi tímabilum og svæðum. Segja má að vaxandi tilhneigingar gæti til þess að líta á gengisþróun sem flókið samspil svokallaðra grunnþátta (e. fundamentals) þjóðarþúskaþarins og væntinga um framvindu þeirra. Lögð er áhersla á að gengi gjald-

miðla sé eignaverð sem, eins og önnur eignaverð, ræðst að verulegu leyti af væntingum um hlutfallslega ávöxtun fjáreignarinnar og þeirra þátta sem taldir eru munu ráða henni. Þetta felur í sér að gengi gjaldmiðla verður mjög næmt fyrir nýjum upplýsingum (fréttum) um grunnþættina, sem varpað gætu ljósi á framvindu þeirra og þar með á framtíðarávöxtun eigna sem bundnar eru tilteknum gjaldmiðli.

Vandinn sem menn standa frammi fyrir er að meta hvaða grunnþættir eru ráðandi á hverjum tíma og hvernig markaðsaðilar munu túlka nýjar upplýsingar um framvindu þeirra. Þetta er ekki einfalt mál, þar sem stundum virðast væntingar breytast á skömmum tíma án sýnilegra tengsla við samsvarandi sveiflur í grunnþáttunum sjálfum. Sumir kenningarmiðir hafa sett fram líkön þar sem gert er ráð fyrir svokölluðum hagsýnisvæntingum (e. rational expectations), sem í raun útiloka kerfisbundin frávik milli grunnþáttanna og væntinga fjárfesta um þá. Samkvæmt þessum líkönum skipta tvenns konar grunnþættir mestu máli, annars vegar þeir sem tengjast verðbólguhorfum innanlands m.v. útlönd og hins vegar þeir sem ráða stöðu innlends raunhagkerfis m.v. útlönd. Verri verðbólguhorfur innanlands en erlendis, t.d. vegna slakrar peningastefnu, ættu að öðru óbreyttu að leiða til gengislækkunar gjaldmiðils þar sem meiri verðbólga innanlands mun rýra kaupmátt hans í framtíðinni. Fjárfestar munu því vilja losa sig við slíkan gjaldmiðil til þess að forðast gengistap síðar, en við það lækkar gengi hans strax. Gerist eitthvað sem gefur markaðsaðilum tilefni til að ætla að hagvaxtarhorfur hafi batnað ætti það að öðru óbreyttu að leiða til styrkingar gjaldmiðils, þar sem líklegt er að samband sé á milli hagvaxtar og ávöxtunar eigna í viðkomandi gjaldmiðli. Vænt ávöxtun innlendra eigna verður þá meiri en erlendra eigna með sambærilega áhættu. Eftirspurn eftir innlendum gjaldmiðli eykst því og gengi hans hækkar.

Í líkönun þar sem væntingar gegna lykilhlutverki verður samband innlendra vaxta og gengis ekki jafn augljóst og í fyrri gerðum gengisákvörðunarlíkana. Í eldri líkönun olli vaxtahækkun ávallt hækkun gengis.

1. Ítarlega umfjöllun um þessar kenningar og margt af því sem fjallað er um hér má finna t.d. í M. Obstfeld og K. Rogoff (1996), *Foundations of International Economics*, MIT Press, og S. Lucio og M. P. Taylor (2001), *The Economics of Exchange Rates*, Cambridge University Press.

Ef gerður er greinarmunur á hækkun nafnvaxta sem felur í sér vænta hækkun raunvaxta og hækkun sem stafar af væntingum um aukna verðbólgu á þetta ekki við. Í fyrra tilvikinu ætti gengi innlands gjaldmiðils að hækka en í hinu síðara má gera ráð fyrir því gagnstæða. Þar að auki ættu samtímaáhrif vaxtabreytinga á gengi að vera önnur en síðari áhrif. Í líkönum þar sem gert er ráð fyrir tregbreytanlegum nafnstærðum veldur ófyrirséð vaxtahækkun fyrst hækkun á gengi innlands gjaldmiðils, en síðan lækkun sem nemur vaxtamuninum. Það stafar af því að markaðsjafnvægi krefst þess að vænt ávöxtun innlendra og erlendra fjárfestingarkosta sé hin sama, en til þess þarf gengi innlenda gjaldmiðilsins að lækka séu innlendir vextir hærri en erlendir.

Líkön af þessu tagi hafa verið prófuð ítarlega með tilliti til mismunandi gjaldmiðla, tímabila og tilhögnar gengismála. Þau hafa þótt lýsa gengisþróun tímabilsins frá lokum Bretton-Woods-kerfisins til loka áttunda áratugarins nokkuð vel, einnig gengisþróun gjaldmiðla landa sem hafa glímt við óðaverðbólgu. Ennfremur hafa þau þótt lýsa áhrifum mikilla breytinga á aðhaldsstigi peningastefnunnar á gengisþróun allvel. Hins vegar skýra þau illa gengisþróun frá upphafi níunda áratugarins. Þróun raungengis og raunvaxta hefur t.d. ekki fylgst að eins og ætla mætti, nema e.t.v. til langs tíma. Flest líkön eiga erfitt með að skýra auknar sveiflur raungengis helstu gjaldmiðla eftir að þeir fóru á flot. Þar sem sveiflur í grunnþáttum hagkerfisins virðast ekki hafa aukist má ætla að gengissveiflur séu í meginatriðum ótengdar slíkum sveiflum. Aðeins lítinn hluta gengisbreytinganna virðist mega skýra með nýjum upplýsingum um grunnþætti. Fremur virðast fréttir um gengið sjálft hafa áhrif. Öfugt við það sem ráða má af fyrrnefndum líkönum virðist aukið aðhald peningastefnunnar ekki koma fram í styrkingu gengis fyrr en að nokkrum tíma liðnum. Þetta virðist einnig eiga við á Íslandi (sjá grein Þórarins G. Péturssonar í þessu hefti *Peningamála*).

Dugi einföld líkön af ákvörðun skammt til að skýra gengisbreytingar er árangur þeirra við að spá gengi gjaldmiðla fram í tímann jafnvel enn verri. Þekkt er niðurstaða þeirra Meese og Rogoffs að slík líkön spái ekki betur gengisþróun til allt að einu ári en einfaldr ráfferill (e. random walk), sem gerir ávallt ráð fyrir óbreyttu gengi.<sup>2</sup> Margir hafa reynt að umturna þessum

mikla áfellingdómi yfir fræðilegum gengislíkönum en ekki tekist að setja fram líkön sem spá betur yfir mismunandi tímabil og fyrir ólíka gjaldmiðla. Betur hefur gengið að spá lengra fram í tímann. Nýjar og áhuga-verðar rannsóknir gefa t.d. til kynna að fræðileg líkön geti gefið vísbendingu um langtímaþróun gjaldmiðla. Aðlögun að langtímaþróun kann hins vegar að vera ólínuleg, þ.e.a.s. gengið kann að fylgja nánast ráfferli þegar frávik gengisins frá því jafnvægi sem ráða má af grunnþáttum er lítið. Verði frávikkið mikið kann aðlögun að langtímaþróun að verða mjög hröð.

Niðurstaðan virðist því sú að fræðileg gengislíkön séu fremur haldlítill til að spá eða skýra skammtíma-gengissveiflur í gjaldmiðlum og að lítill tengsl séu á milli gengisþróunar og þróunar grunnþátta hagkerfisins, a.m.k. til skemmri tíma.<sup>3</sup> Skýringa á skammtímasveiflum í gengi gjaldmiðla sé fremur að leita í sálfræði og stofnanalegum þáttum á gjaldeyrismarkaði. Til lengri tíma virðist hins vegar sem áhrifa hagrænna þátta gæta í meiri mæli. Fræðileg gengislíkön kunna því að vera gagnleg við langtímagengisspár. Ef aðlögun að langtímaþróun er ólínuleg með þeim hætti sem lýst var hér að framan ættu þau fyrst og fremst að koma að gagni við aðstæður þegar gengið viku verulega frá því sem samrýmist grunnþáttum.

Til skamms tíma kann gengi gjaldmiðla að ráðast af sjálfmagnandi væntingum fjárfesta sem leiða til þess að gengið færast frá langtímaþróun sínu þar til að frávikkið er orðið það mikið að það leitar aftur að jafnvægisstöðu, eða jafnvel sveiflast til gagnstæðrar áttar. Stundum er talað um bólur í þessu sambandi. Þótt slík hjarðarhegðun virðist stundum óskynsamleg á heildina lítið kann háttsemi hvers einstaks markaðsaðila að vera fullkomlega skynsamleg hafi þeir ástæðu til að ætla, eins og reynslan kennir þeim, að einhverjir aðrir séu tilbúnir að eiga viðskipti við þá á gengi sem vikur umtalsvert frá væntu langtímaþróun. Hvað kemur slíkum bólum af stað, viðheldur þeim eða verður til þess að þær springa eru hins vegar spurningar sem ekki er einfalt að svara. Á síðustu árum

2. R. A. Meese og K. Rogoff (1983), „Empirical exchange rate models of the Seventies: Do they fit out of sample?“, *Journal of International Economics*, 14, 3-24.

3. Þessi niðurstaða einskorðast ekki aðeins við gengi gjaldmiðla. Samkonar vandamál koma upp varðandi önnur eignaverð, eins og t.d. hlutabréfaverð.

hefur athygli margra beinst að áhrifum stofnanalegrar umgjörðar gjaldeyrismarkaða á hegðun fjárfesta og myndun bólna. Forsenda margra líkana um hagsýnisvæntingar hefur einnig sætt gagnrýni. Óvissa fjárfesta um núverandi ástand, t.d. um peningastefnuna, getur valdið því að hagnaðarmöguleikar sem virðast augljósir eftir á eru ekki nýttir. Skynsamir fjárfestar kunna því að bregðast hægar við breytingum á peningastefnu en ef um áhrif þeirra ríkti fullkomin vissa. Einnig virðist ljóst að skoðanir og væntingar fjárfesta hljóta að vera mismunandi. Með öðru móti er erfitt að skýra þau gríðarlegu viðskipti sem eiga sér stað á degi hverjum.

Rannsóknir virðast benda til þess að í grófum dráttum megi skipa fjárfestum í tvo hópa: langtímafjárfesta sem horfa fyrst og fremst á grunnþætti hagkerfisins og spákaupmenn sem m.a. byggja ákvarðanir sínar á svokallaðri tæknigreiningu (e. technical analysis). Hegðun þeirra síðarnefndu virðist oft einkennast af hjarðarhegðun sem leiðir til óstöðugleika í verðmyndun gjaldeyris. Gengislækkun verður til þess að þeir spá áframhaldandi lækkun og magna þannig áhrif upphaflegrar breytingar í stað þess að vinna gegn henni með því að selja gjaldmiðla þegar gengi þeirra er hátt miðað við grunnþætti og kaupa þegar það er lágt, að hætti langtímafjárfesta. Þessir markaðsaðilar eru jafnan að fjárfesta til skamms tíma. Þungi þeirra viðskipta sem verða á gjaldeyrismarkaði gengur einmitt út á að taka og loka stöðum til mjög skamms tíma. Samspil þessara tveggja tegunda fjárfesta getur orðið til þess að ákvörðun gengis verður nánast algerlega

ófyrirsjáanleg, jafnvel óreiðuleg (e. chaotic). Því hefur jafnframt verið haldið fram að fjárfestar láti ráðast af tiskubylgjum þar sem þeir reyna að finna grunnþætti sem réttlæta núverandi þróun gengis. Þetta kann að leiða til þess, eins og ráða má af gögnum, að það séu fyrst og fremst nýjar fréttir um gengið sjálft, fremur en um grunnþætti, sem valda gengisbreytingum. Þetta ferli kann að halda áfram uns trú fjárfesta er orðin svo augljóslega í mótsögn við staðreyndir að þeir skipta um skoðun og finna nýja grunnþætti sem staðfesta öndverða skoðun.

Fyrirkomulag viðskipta á gjaldeyrismarkaði kann einnig að valda gengissveiflum sem til skamms tíma yfirgnæfa áhrif grunnþátta. Kerfisbundnar sveiflur í gengisflökti sem tengist viðskiptamagni, t.d. við opnun og lokun markaða, gætu bent til slíks. Miklar sveiflur í gengi gjaldmiðla á heimamarkaði við opnun markaða á mánudögum, þó svo að viðskipti hafi þegar hafist með viðkomandi gjaldmiðil á erlendum mörkuðum á öðrum tímabeltum, gætu bent til þess að viðskiptin taki lítið mið af nýjum upplýsingum. Athyglin hefur einnig beinst að spírölum sem myndast á gjaldeyrismarkaði þegar markaðsaðilar velta á milli sín gjaldeyrispöntunum viðskiptavina sinna án þess að nokkur þeirra sé tilbúinn að taka opna stöðu. Slík viðskipti geta lifað sjálfstæðu lífi, þar sem markaðsaðilar opna stöðu í upphafi dags og reyna síðan að loka henni fyrir lokun, án þess að nokkrar nýjar upplýsingar berist um grunnþætti sem gætu réttlætt sveiflur í gengi.



## Rammi 4 Samanburður á skammtímaraunvöxtum milli landa

Með aðhaldssamri peningastefnu hefur Seðlabankinn leitast við að draga úr ofþenslu á innlendum vöru- og vinnumarkaði og stuðla þannig að lítilli verðbólgu í

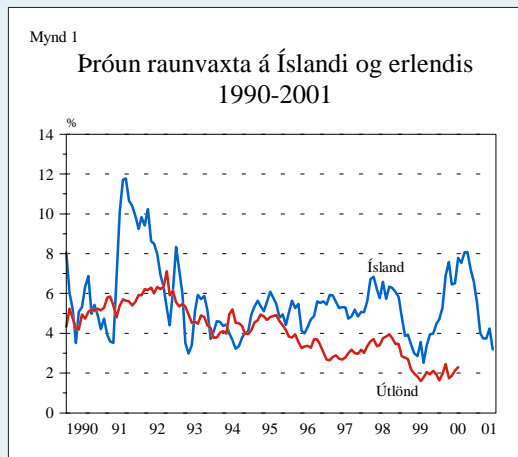
samræmi við yfirlýst verðbólguþol bankans. Peningastefnan er framkvæmd með svipuðum hætti og í öðrum löndum sem náð hafa góðum árangri á þessu

### Tímabil hárra raunvaxta í ýmsum OECD-ríkjum

<i>Land</i>	<i>Tímabil</i>	<i>Raunvextir</i>	<i>Land</i>	<i>Tímabil</i>	<i>Raunvextir</i>
Bandaríkin	maí 81 - júlí 82	7,6	Ítalía	sept. 81 - jan. 82	6,6
	nóv. 82 - mars 83	5,8		jan. 83 - apríl 97	6,7
	apríl 84 - okt. 84	6,6	Kanada	apríl 81 - okt. 81	8,3
	okt. 85 - febr. 86	5,8		mars 82 - nóv. 82	6,6
Belgía	mars 81 - sept. 81	6,2	nóv. 83 - maí 85	7,1	
	jan. 84 - jan. 88	6,6	des. 85 - mars 86	6,6	
	sept. 89 - nóv. 93	6,6	ág. 88 - des. 90	7,3	
Bretland	sept. 81 - mar. 83	6,3	júní 91 - apríl 92	6,5	
	febr. 85 - okt. 87	6,8	apríl 94 - júní 94	6,4	
	febr. 89 - okt. 89	6,0	jan. 95 - apríl 95	5,8	
	júní 90 - okt. 92	7,1	Portúgal	ág. 85 - sept. 86	7,5
Frakkland	mars 82 - sept. 82	7,0		maí 87 - okt. 87	6,7
	des. 83 - ág. 84	6,0		maí 94 - okt. 91	6,5
	febr. 85 - apr. 86	6,6	júní 92 - jan. 93	6,3	
	júní 87 - jan. 88	6,0	maí 94 - des. 94	7,1	
	febr. 89 - sept. 93	7,3	Spánn	des. 82 - des. 83	8,8
mars 95 - maí 95	6,0	júní 87 - mars 88		8,4	
Grikkland	ág. 87 - nóv. 87	6,7		des. 88 - júní 93	7,6
	febr. 93 - sept. 95	8,1	jan. 95 - nóv. 95	6,2	
	febr. 96 - nóv. 96	6,1	Sviss	apríl 92 - júlí 92	5,9
	nóv. 97 - febr. 00	7,7		Svíþjóð	febr. 81 - júní 81
Ísland	maí 91 - febr. 93	8,4	júní 82 - okt. 82		6,4
	júlí 93 - sept. 93	5,8	júlí 84 - okt. 84	6,1	
	febr. 95 - ág. 95	5,6	febr 85 - mars 87	7,7	
	sept. 96 - mars. 97	5,7	Þýskaland	ág. 81 - nóv. 81	6,4
	jan. 98 - nóv. 98	6,2		maí 90 - mars 91	7,0
febr. 00 - des. 00	7,1				

Taflan sýnir tímabil þar sem raunvextir voru hærra en 5,5% að meðaltali. Notast er við skammtíma peningamarkaðsvexti. Raunvextir eru reiknaðir með því að miða við verðbólgu sex mánuði aftur og sex mánuði fram í tímann. Fyrir útlönd ná gögnin frá janúar 1980 til desember 2000. Fyrir Ísland ná gögnin frá janúar 1990 til september 2001. Ekki er farið lengra aftur þar sem vextir á Íslandi urðu ekki markaðsávarðaðir fyrr en seint á níunda áratug síðustu aldar og skipulagður peningamarkaður myndaðist ekki fyrr en snemma á þeim tíunda. Heimild: IMF, *International Financial Statistics*, ýmsar útgáfur og Seðlabanki Íslands.

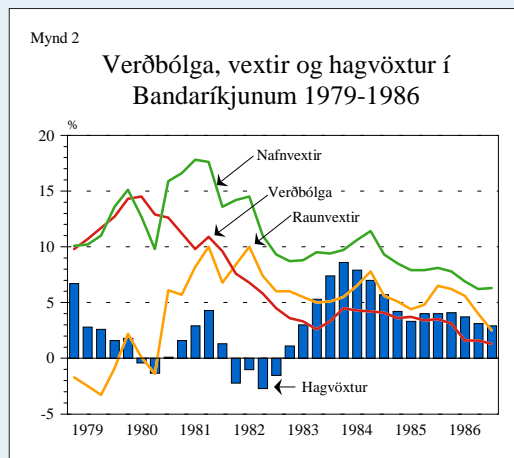
sviði. Oft er kvartað yfir háum vöxtum Seðlabanka Íslands í samanburði við vexti erlendra seðlabanka. Þeir háu vextir sem ríkt hafa að undanfögnu eru hins vegar síður en svo einsdæmi. Finna má fjölda dæma meðal annarra iðnríkja um nokkuð löng tímabil þar sem brugðist hefur verið við ofpenslu með hækkun stýrivaxta, sem leitt hefur til jafnhárra eða hærri skammtímaraunvaxta en nú eru á Íslandi, eins og sjá má í meðfylgjandi töflu.<sup>1</sup>



Oft á tíðum urðu raunvextir reyndar töluvert hærri en meðaltölin í töflunni bera með sér. Hér á landi voru skammtímaraunvextir háir á fyrstu árum tíunda áratugarins. Árið 2000 voru þeir einnig töluvert háir en hafa farið lækkandi síðustu mánuði, eins og kemur fram á myndinni hér að ofan sem sýnir þróun raunvaxta á Íslandi og meðaltalsraunvaxta í löndunum í töflunni hér að framan. Vaxtaþróun í Bandaríkjunum er athyglisverð. Um mitt árið 1980 var verðbólga í Bandaríkjunum orðin nálægt 15% í kjölfar mikillar hækkunar olíuverðs

1. Taflan sýnir aðeins þau iðnríki þar sem samfelld gögn voru til fyrir allt tímabilið.

árið 1979, ofpenslu í bandarískum þjóðarbúskap og of lítills aðhalds í peningamálum. Til að hemja þensluna í hagkerfinu og ná niður verðbólgunni hóf bandaríski seðlabankinn að hækka stýrivexti sína nokkuð hratt á seinni hluta árs 1979. Í upphafi árs 1978 voru skammtíma vextir (e. federal funds rate) tæplega 7%, en voru komnir í rúmlega 15% á fyrri hluta árs 1980. Hámarki náðu þeir á fyrri hluta árs 1981, þegar þeir urðu tæplega 18%. Raunvextir (mældir á sama hátt og að ofan) voru neikvæðir árið 1979, sem gefur til kynna aðhaldsleysi peningastefnunnar þá. Þeir hækkðu hins vegar hratt og náðu hámarki um mitt ár 1982 þegar þeir urðu um 10%.



Með aðhaldssamri peningastefnu sem birtist í háum skammtímaraunvöxtum tókst smám saman að vinna bug á verðbólgunni. Hratt dró úr ofpenslunni og að lokum kom til samdráttar, enda raunvextir orðnir mjög háir. Eftir því sem verðbólgan hjaðnaði dró seðlabankinn úr aðhaldi peningastefnunnar með lækkun skammtíma vaxta. Nýtt hagvaxtarskeið hófst um mitt ár 1983 og entist út áratuginn án þess að verðbólga léti mikið á sér kræla.

## Rammi 5 Samband vaxta og verðbólgu

Meginviðfangsefni peningastefnu Seðlabanka Íslands er að halda verðbólgu lítilli og stöðugri. Þetta endurspeglast í verðbólgu markmiði bankans sem sett var

með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans 27. mars 2001. Samkvæmt því ber bankanum að halda árlegri verðbólgu sem næst 2½%.

Til að ná þessu markmiði beitir bankinn stýri-  
tækjum sínum. Meginstýritækið eru vextir í endur-  
hverfum viðskiptum bankans við lánastofnanir. Með  
þessum vöxtum reynir bankinn að hafa áhrif á heildar-  
eftirspurn í hagkerfinu og að lokum á verðbólgu. Í ítar-  
legri umfjöllun Þórarins G. Péturssonar annarsstaðar í  
þessu hefti kemur fram að nokkurn tíma getur tekið  
fyrir þessi áhrif að koma fram. Reynsla annarra ríkja  
og vísbendingar innlendra rannsókna benda til þess að  
vaxtaákvæðanir Seðlabankans fari að hafa áhrif á  
verðbólgu eftir u.þ.b. eitt ár og að megináhrifin séu  
komin fram eftir um 1½ ár.

Ein meginleið peningastefnunnar til að hafa áhrif á  
innlenda verðbólguþróun er í gegnum áhrif hennar á  
almenna vaxtaþróun. Með því að hækka stýrivexti sína  
nær bankinn yfirleitt að kalla fram hækkun annarra  
skammtíma vaxta og einnig langtíma vaxta þótt sam-  
spilið við þá geti verið flóknara. Vegna tregbreytan-  
legra verðbólguvæntinga hækka langtímarauðvextir  
einnig tímabundið. Þetta veldur því að ráðstöfunar-  
tekjur einstaklinga og fyrirtækja dragast saman og fjár-  
magnunarkostnaður nýrra útgjalda eykst. Við það  
dregst heildareftirspurn saman og þrýstingur á verð-  
bólgu hjaðnar. Með vaxtahækkun nær Seðlabankinn  
því að draga úr verðbólgu.

Á móti þessum hefðbundnu eftirspurnaráhrifum  
vaxtahækkunar verka hins vegar önnur áhrif. Í fyrsta  
lagi inniheldur neysluverðsvísitala í mörgum ríkjum  
vaxtakostnað húsnæðis sem neysluútgjaldalið. Þegar  
stýrivextir seðlabanka í þessum löndum hækka hækkar  
neysluverðsvísitalan af þessum orsökum og verðbólga  
eykst tímabundið meðan þessi áhrif vara. Af þessum  
sökum hafa margir seðlabankar gripið til þess ráðs að  
miða peningastefnuna við verðvísitölu sem undan-  
skilur vaxtakostnað húsnæðis, eins og t.d. Bretland,  
Ástralía og Nýja-Sjáland.<sup>1</sup> Reynsla þessara ríkja  
bendir hins vegar til þess að þessi áhrif vari tiltölulega  
stutt og eftir nokkra mánuði eru neikvæð eftir-  
spurnaráhrif vaxtahækkunarinnar farin að yfirgnæfa  
mæld verðhækkunaráhrif.

Önnur og líklega mikilvægari ástæða þess að

verðbólga getur aukist í kjölfar vaxtahækkunar seðla-  
banka er að vaxtahækkunin eykur jaðarkostnað fjár-  
magns í fyrirtækjarekstri ef dýrt er fyrir þau að aðlaga  
fjármagnsstofn sinn.<sup>2</sup> Hækkun jaðarkostnaðar fjár-  
magns veldur því að fyrirtækin fleyta henni að ein-  
hverju leyti út í verðlag. Á móti koma hins vegar hin  
neikvæðu eftirspurnaráhrif og benda rannsóknir  
almennt til þess að til lengri tíma muni þau yfirgnæfa  
áhrifin á jaðarkostnað fjármagns.<sup>3</sup> Þessi mótverkandi  
áhrif geta hins vegar skýrt að einhverju leyti af hverju  
það tekur svo langan tíma fyrir vaxtabreytingar að hafa  
áhrif á verðbólgu.

Niðurstaðan í grein Þórarins er sú að til lengri tíma  
litið veldur hækkun stýrivaxta Seðlabankans því að  
verðbólga minnkar. Þetta er í samræmi við reynslu og  
rannsóknir frá öðrum löndum. Til að fullkanna áhrif  
vaxta á verðbólgu var einnig kannað hvort hægt væri  
að finna bein jákvæð áhrif vaxta á verðbólgu í verð-  
bólgulíkönum Seðlabankans.<sup>4</sup> Áhrifin voru neikvæð  
en ekki tölfræðilega marktæk.<sup>5</sup> Ekki eru því neinar töl-  
fræðilegar vísbendingar fyrir því að vaxtahækkun  
valdi vaxandi verðbólgu til lengri tíma litið.

Að lokum er einnig mikilvægt að gera greinarmun  
á áhrifum vaxtahækkunar á verðbólgu og áhrifum  
hárra vaxta á verðbólgu. Fyrir fyrri áhrifunum má  
finna fræðileg rök, eins og áður hefur komið fram.  
Fyrir seinni áhrifunum eru hins vegar engin fræðileg  
rök og heldur engin tölfræðileg stoð í innlendum  
gögnum.

1. Vísitala neysluverðs á Íslandi inniheldur ekki vaxtakostnað húsnæðis.

2. Sjá t.d. Barth, M. J., og V. A. Ramey (2000), „The cost channel of monetary transmission“, NBER Working Paper, nr. 7675.

3. Sjá t.d. mynd 4 í grein Þórarins G. Péturssonar í þessu hefti og umfjöllun í þeirri grein. Þar kemur fram að vaxtahækkun veldur tímabundinni (en þó tölfræðilega ómarktækri) hækkun verðbólgu. Til lengri tíma lækkar verðbólga hins vegar.

4. Í slíkum athugunum er nauðsynlegt að fara varlega í túlkun orsakasambanda. Jákvæð fylgni vaxta og verðbólgu þarf ekki að þýða að hækkun vaxta (eða háir vextir) orsaki aukna verðbólgu. Þvert á móti gæti fylgnin gefið til kynna að Seðlabankinn sé að bregðast við aukinni verðbólgu með hækkun vaxta. Þetta er dæmi um nauðsyn þess að heildstæð hagræn greining fylgi öllum tölfræðilegum athugunum.

5. Athugið að þetta þarf ekki að vera mótsögn við fyrri staðhæfingu um að vaxtahækkun dragi úr verðbólgu. Þessi áhrif vinna í gegnum eftirspurn á vöru- og vinnurmarkaði og endurspeglast t.d. í launabreytingum. Þar sem þessar stærðir eru þegar í verðbólgulíkönum bankans ætti ekki að koma fram tölfræðilega marktæk viðbótaráhrif vaxta í þessum líkönum.

## Rammi 6 Hlutfjármarkaður

Gengi hlutabréfa á mörkuðum um gervallan heim hefur lækkað á þessu ári og nam lækkunin víðast hvar 20%-30% til loka október. Verðlækkun á 1. ársfjórðungi gekk að hluta til baka á 2. fjórðungi er væntingar um samdrátt í Bandaríkjunum breyttust til hins betra. Batinn varð þó skammvinnur. Léleg milli-uppgjör fyrirtækja og fjöldi afkomuviðvarana í sumar hélst í hendur við aukna óvissu um efnahagsþróun og í lok september bættust við áhrif hryðjuverkanna í Bandaríkjunum. Seðlabankar víða um heim brugðust við þeim atburðum með því að lækka stýrivexti verulega og átti það nokkurn þátt í því að hlutabréfaverð hækkaði almennt í október, eftir dýfu í september. Gengislækkun hlutabréfa á þessu ári er að margra mati fyrst og fremst til marks um aðlögun í átt að grunnvirði. Væntingar virðast þó taka mið af bandaríska hlutfjármarkaðnum vegna áhrifa þaðan á aðra markaði. Samdrátturinn sem hafinn er í Bandaríkjunum hefur dregið úr eftirspurn fjárfesta eftir hlutabréfum á heimsvísu.

Verð á íslenska hlutfjármarkaðnum hefur þróast í megindrátum á sama veg og í Bandaríkjunum og víðar. Lækkun á árinu hefur þó verið heldur minni en víða, eða 17%. Markaðsvirði hlutabréfa á Verðbréfaþingi Íslands (VÞÍ) hefur nú dregist saman um fjórðung frá því það var í hámarki í mars 2000. Gengi tæknifyrirtækja, sem tekið hafði á sig greinilega mynd verðbólú á síðasta ári, hefur lækkað í takt við það sem gerist erlendis. Víðast hvar nemur lækkunin um 60%-80% á aðeins 1½ ári og er verð nú svipað og það var haustið 1998. Verð hlutabréfa í fyrirtækjunum sex sem mynda vísitölu upplýsingatæknigeirans hérlendis hefur fylgt svipuðum ferli, en þau hafa lækkað mest allra hlutabréfa á íslenska markaðnum. Vísitala lyfjafyrirtækja er hin eina sem ekki hefur lækkað á þessu ári. Þrátt fyrir að tölfræðileg athugun sýni ekki fram á að fylgni verðþróunar hérlendis við aðra markaði sé mikil í samanburði við fylgni sem er milli annarra markaða í Evrópu og Bandaríkjunum er ekki vafi á að dregið hefur úr einangrun íslenska markaðarins.

Verð á hlutabréfamörkuðum getur gefið vísbendingar um efnahagsþróun framundan vegna áhrifa á fjárfestingar fyrirtækja og á eftirspurn. Lækkun mark-

aðsvirðis íslenskra hlutabréfa þýðir að þessi hluti eigna heimila hefur minnkað verulega og má reikna með að það dragi úr eftirspurn þeirra eftir neysluvörum.

Þrátt fyrir að afkoma fyrirtækja á fyrri helmingi þessa árs hafi verið slæm á heild litið voru rekstrar-niðurstöður tvíbentar. Mörg fyrirtæki í sjávarútvegi og fleiri greinum sýndu t.d. betri framlegð en áður. Neikvæðir fjármagnsliðir höfðu hins vegar mikil áhrif á niðurstöður. Hagstæð þróun rekstrarskilyrða hafði áhrif til hækkunar á verði hlutabréfa í sjávarútvegs-fyrirtækjum þegar líða tók á ágúst og höfðu þau hækkað um þriðjung á 3 mánuðum til loka október. Hinn 3. október var kynnt fyrirhuguð lækkun á skatt-hlutfalli fyrirtækja. Daginn eftir hækkaði hlutabréfa-verð um rúm 6%, sem er meiri hækkun en nokkru sinni áður á einum degi.

Velta hlutabréfa íslenskra félaga jókst aftur í október eftir ládeyðu í sumar. Óvissa hefur ríkt um marga þætti efnahagsmála og virðist sem fjárfestar hafi verið í biðstöðu og beint eftirspurn sinni frá bæði íslenskum og erlendum hlutabréfum. Þannig voru hrein kaup erlendra verðbréfa tímabilið janúar-september 2001 aðeins sjötti hluti þess sem var á sama tímabili 2000 og hafa ekki verið minni frá 1996. Vöxtur innlána milli ára hefur verið stöðugur sl. 1½ ár eða 10%-11% umfram áætlaða uppfærslu vegna verðbóta og gengis. Af eignum sem keppa við hlutabréf um sparnað fjárfesta virðist sem skuldabréf og peningar hafi þótt vænlegri kostir en aðrir undanfarið og hefur velta skuldabréfa aukist mikið. Hátt vaxtastig kann að hafa hamlað eftirspurn eftir hlutabréfum á eftirmarkaði eða í útboðum að því marki sem hún hafði annars verið fjármöggnuð

### Yfirlit 31. júlí - 31. október 2001

	31. júlí	31. okt.
Fjöldi félaga.....	75	73
Markaðsvirði alls (ma.kr.) .....	329,1	403,1
Þar af sjóðir (ma.kr.) .....	15,6	18,0
Meðalvelta í mán. sl. 3 mán. (ma.kr.).	10,8	11,1
Veltuhraði sl. 12 mán. (%).....	46,3	37,3
Breyting úrvalsvísitölu sl. 3 mán. (%)	-9,0	4,9
Breyting úrvalsvísitölu sl. 12 mán. (%)	-33,1	-24,0

með innlendu lánsfé. Aðrir þættir en háir vextir veða þó líklega þyngra til skýringar á verðlækkun hlutabréfa á þessu og síðasta ári. Í sumum greinum hefur orðið leiðrétting á verði sem orðið var of hátt og afkoma félaga hefur almennt ekki gefið tilefni til verðhækkana. Hlutfall markaðsvirðis og hagnaðar (V/H-hlutfall) er afar mismunandi bæði innan og á milli atvinnugreina en mat á V/H-hlutfalli markaðarins í heild (án sjóða) gefur til kynna að allt frá síðasta ári hafi verið hátt miðað við hagnað. Sé litið á hagnað yfir tímabilið frá miðju ári 2000 til miðs árs 2001 og litið framhjá neikvæðri afkomu 47 fyrirtækja fæst mjög hátt en jafnframt mjög skekkt V/H-hlutfall fyrir markaðinn í heild. Aðeins er hagnaður hjá fyrirtækjum sem standa fyrir um helming markaðsvirðisins. Sé V/H-hlutfallið áætlað með hliðsjón af opinberum spám markaðsaðila um hagnað á þessu ári fæst á sama hátt niðurstaðan 22, sem er hærra en almennt á evrópskum hlutfjármörkuðum.

Raunávöxtunarkrafan sem íslensk fjármálafyrirtæki gera til stærstu hlutfélaganna í verðmati sínu virðist um þessar mundir vera á bilinu 11%-16%. Lækki langtímavextir á næstunni kann hún að lækka einnig og leiða til hækkunar hlutabréfaverðs. Mat fjárfesta á möguleikum fyrirtækjanna til að mynda hagnað ræður þó miklu um verðmyndun. Krafa fjárfesta til ávöxtunar ræðst m.a. af þeirri áhættu sem óstöðugt

efnahagsumhverfi og aðrir áhættuþættir búa rekstrinum og hversu vel fyrirtækjunum tekst að verja sig áhættu. Framanefnd krafa bendir til þess að áhættuálag bréfa stærstu félaganna sé á bilinu 5%-10%.

Þróun undanfarinna vikna og þau uppgjör sem birt hafa verið fyrir fyrstu 9 mánuði ársins hafa a.m.k. tímabundið aukið bjartuáhrif um hlutabréfamarkaðinn. Ekki má heldur líta fram hjá því að umgerð hlutfjármarkaðarins og upplýsingaskilvirkni hans hefur batnað undanfarin misseri. Íslensk fyrirtæki hafa streymt á markað undanfarin ár, en fjöldi þeirra virðist hafa náð jafnvægi. Eftirspurn, frammistaða fyrirtækjanna og loks þróun á erlendum hlutfjármörkuðum munu ráða verðþróun það sem eftir lifir ársins. Horfur eru á að einkaneysla dragist meira saman en kaupmáttur ráðstöfunartekna á þessu ári. Þótt þetta feli í sér aukningu einkasparnaðar í fyrsta sinn um langt skeið, er ekki víst að sá sparnaður beinist að hlutabréfakaupum. Breytingar á reikningsskilum og skattlagningu fyrirtækja gera íslensk hlutabréf meira aðlaðandi fyrir erlenda fjárfesta þar sem skattaumhverfið er orðið líkara því sem gerist í öðrum löndum og jafnframt hagstæðara í samanburði en áður. Þrátt fyrir það er óvarlegt að gera ráð fyrir öðru en að eftirspurn eftir íslenskum hlutabréfum muni fyrirst og fremst koma frá innlendum aðilum.

