

## Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hafa versnað

*Frá því að Seðlabankinn birti síðustu verðbólguþá sína í júní sl. hafa verðbólguhorfur til lengri tíma litið versnað töluvert. Má einkum rekja það til meiri vaxtar innlendra eftirspurnar en áður var reiknað með. Frá því júnispáin var gerð hefur ýmislegt orðið til þess að kynda undir vexti eftirspurnar. Stóriðjuáformin hafa enn færst í aukana, á sama tíma og aðgangur almennings að lánsfé hefur orðið mun greiðari en áður og vextir verðtryggðra húsnæðisveðlana til langs tíma lækkað. Einnig hefur verið boðað að áformum um lækkun skatta á næstu árum verði framfylgt, sem enn frekar munu auka ráðstöfunartekjur almennings og hvetja til aukinnar einkaneyslu. Horfur eru á að þessar aðstæður muni leiða til þess að framleiðsluspenna verði mun meiri en áður var talið og muni kynda undir verðbólgu síðari hluta spátímabilsins ef ekkert verður að gert.*

### I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþá

#### *Forsendur nýrrar þá*

Eins og endranær byggist verðbólguþá Seðlabankans á þeirri forsendu að stýrivextir bankans haldist óbreyttir (7,25%) út spátímabilið og að gengi krónunnar verði óbreytt frá spádegi. Miðað er við gildi gengisvísitölunnar hinn 10. nóvember. Þá var vísitölugildið u.þ.b. 120, sem er rúmlega 3% hærra gengi en notað var í spá bankans í júní sl. en sama gildi og miðað var við í marsspánni.

#### *Horfur eru á enn meiri vexti eftirspurnar en hingað til hefur verið gert ráð fyrir*

Ný þjóðhagsþá Seðlabankans er sýnd í töflu 1. Eins og þar kemur fram er nú spáð töluvert meiri vexti eftirspurnar og hagvexti á næstu tveimur árum en áður. Erú ástæður þess raktar í megintextanum. Á næsta ári er gert ráð fyrir að einkaneysla aukist um 9½% og þjóðarútgjöld um tæplega 11%. Vegna mikils innflutnings í tengslum við stóriðjuframkvæmdir

verður hagvöxtur minni en vöxtur þjóðarútgjalda, en þó mun meiri en vöxtur framleiðslugetu við eðlilega nýtingu framleiðsluþátta. Samkvæmt spánni er því að öðru óbreyttu útlit fyrir mesta hagvöxt frá árinu 1987. Árið 2006 munu stóriðjuframkvæmdir ná hámarki en hagvöxtur verður þó heldur minni en árið 2005, enda fjárfesting þegar orðin mjög mikil árið áður og framleiðsluspenna einnig.

#### *Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hafa versnað verulega*

Hinn mikli vöxtur eftirspurnar hefur leitt til þess að vannýtt framleiðslugeta hefur gengið til þurrðar og veruleg framleiðsluspenna myndast sem ágerist eftir því sem líður á spátímabilið. Það leiðir óhjákvæmilega til aukinnar verðbólgu, þrátt fyrir að sterkt gengi krónunnar haldi áfram að vinna á móti innlendum verðbólguþrýstingi til skamms tíma.

Verðbólguþá Seðlabankans er sýnd í töflu 2. Eitt ár fram í tímann er spáð 3½% verðbólgu. Í júní var spáð u.þ.b. 4% verðbólgu ár fram í tímann, en 3% verðbólgu ef miðað er við sama tímabil og nú. Tvö ár fram í tímann er spáð að verðbólga verði einnig u.þ.b. 3½%, en í júní var aðeins spáð 2½% verðbólgu. Hafa

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem lágu fyrir þann 23. nóvember 2004.

Tafla 1 Þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

<i>Forsendur um stýrivexti og gengi<sup>2</sup></i>	<i>Núverandi spá</i>			<i>Síðasta spá</i>			<i>Breyting frá síðustu spá (prósentur)<sup>1</sup></i>		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Stýrivextir Seðlabankans (%).....	6,10	7,25	7,25	5,40	5,50	5,50	0,70	1,75	1,75
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla <sup>3</sup> .....	121,5	120,0	120,0	123,0	124,0	124,0	-1,2	-3,2	-3,2
<i>Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar</i>	<i>Milljarðar króna á verðlagi hvers árs</i>			<i>Magnbreyting frá fyrra ári (%)</i>			<i>Breyting frá síðustu spá (prósentur)<sup>1</sup></i>		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Einkaneysla.....	496,8	562,6	621,8	7,0	9,5	6,8	1,5	3,3	1,6
Samneysla.....	225,2	244,1	263,1	1,3	3,1	2,5	0,8	1,1	0,5
Fjármunamyndun.....	212,7	270,0	290,0	17,3	20,6	2,8	0,3	4,8	-3,7
Atvinnuvegafjárfesting .....	131,1	177,2	189,6	29,3	29,3	2,3	-1,0	4,5	-5,0
Án stóriðju, skipa og flugvéla.....	79,7	86,9	92,7	9,3	4,3	2,0	1,8	-2,2	-5,0
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði.....	56,5	67,6	74,0	13,0	8,3	5,8	1,0	4,3	2,8
Fjárfesting hins opinbera.....	25,1	25,2	26,4	-18,4	-4,0	0,0	-1,4	4,5	-9,0
Þjóðarútgjöld .....	934,8	1.076,6	1.174,9	8,1	10,9	5,0	1,1	3,1	0,0
Útflutningur vöru og þjónustu.....	314,6	340,5	371,4	6,5	5,7	8,9	1,5	1,7	2,9
Innflutningur vöru og þjónustu .....	361,4	428,3	471,6	14,1	17,2	8,3	2,3	5,7	1,3
Verg landsframleiðsla .....	888,0	988,8	1.074,7	5,4	6,1	4,9	1,1	1,4	0,4
				<i>Hlutfall af VLF (%)</i>			<i>Breyting frá síðustu spá (prósentur)<sup>1</sup></i>		
Viðskiptajöfnuður .....				-6,5	-10,4	-11,4	2,2	1,1	0,6
Vergur þjóðhagslegur sparnaður.....				18,2	17,1	15,7	2,7	1,6	0,2
Hrein erlend skuld <sup>4</sup> .....				101,7	105,5	111,8	-1,6	-3,2	-1,2
Hrein erlend staða <sup>4</sup> .....				-66,8	-69,9	-75,5	4,7	8,6	10,0
Framleiðsluspenna <sup>5</sup> .....				1,7	3,7	5,0	1,0	2,2	2,8
<i>Helstu lykilstærðir vinnumarkaðar</i>				<i>%</i>			<i>Breyting frá síðustu spá (prósentur)<sup>1</sup></i>		
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %) .....				4,5	6,0	6,0	-0,5	0,5	0,5
Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %).....				3,4	2,1	1,6	0,9	0,1	0,1
Atvinnuleysi (% af mannafla).....				3,1	2,4	1,8	0,1	-0,1	-0,2

1. Breyting frá *Peningamálum* 2004/2. 2. Ársmeðaltöl miðað við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting gengisvísitölu. 4. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. 5. Framleiðsluspenna er mæld sem hlutfall af framleiðslugetu hagkerfisins.

verður í huga að í júní var spáð til annars ársfjórðungs 2006 en nú til þess fjórða, sem er nær hátoppi stóriðjuframkvæmdanna.

Mynd 1 sýnir verðbólguþá bankans ásamt óvissubili spárinnar. Jafnmiklar líkur eru taldar á því að verðbólga verði yfir spánni og undir til eins árs lítið. Hins vegar eru taldar meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð en að henni sé ofspáð til lengri tíma lítið.

Mikilvægt er að hafa í huga að spáin byggist sem endranær á óbreyttum stýrivöxtum út spátímabilið. Það verður einmitt meginverkefni peningastefnunnar á næstu misserum að tryggja að ofpenslan sem spáin gefur til kynna að geti myndast verði ekki að raunveruleika og að verðbólguþá Seðlabankans gangi eftir. Spánni er einkum ætlað nýttast stjórnendum Seðlabankans við ákvarðanir í peningamálum

fremur en að lýsa þeirri framvindu sem bankinn telur líklegasta á næstu árum. Stýrivextir bankans verða því að öllum líkindum hærrí á því tímabili sem spáin tekur til en gert er ráð fyrir í forsendum hennar.

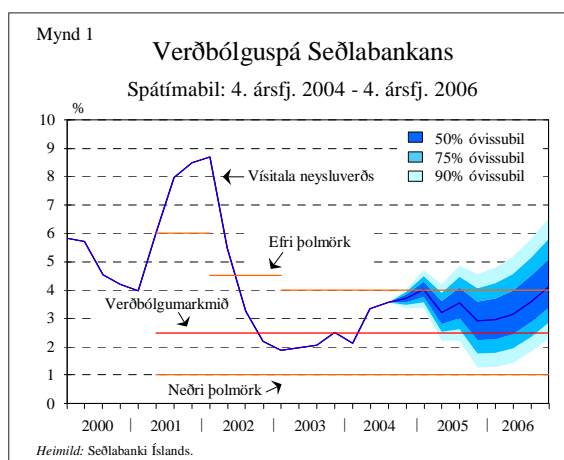
Tafla 2 Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

%	Breyting frá fyrri ársfjórðungi	Ársfjórðungs-breyting á árs-grundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
2002:1	1,0	4,2	8,7
2002:2	0,4	1,6	5,5
2002:3	0,2	0,7	3,3
2002:4	0,6	2,3	2,2
2003:1	0,7	2,9	1,9
2003:2	0,5	2,0	2,0
2003:3	0,3	1,1	2,1
2003:4	1,0	4,1	2,5
2004:1	0,3	1,3	2,1
2004:2	1,7	7,0	3,3
2004:3	0,5	1,9	3,6
2004:4	1,1	4,7	3,7
2005:1	0,7	2,6	4,0
2005:2	0,9	3,7	3,2
2005:3	0,8	3,2	3,5
2005:4	0,5	2,2	2,9
2006:1	0,7	2,8	3,0
2006:2	1,1	4,4	3,1
2006:3	1,2	5,0	3,6
2006:4	1,0	4,2	4,1

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

%	Breyting milli ára	Breyting yfir árið
2001	6,7	9,4
2002	4,8	1,4
2003	2,1	2,4
2004	3,2	3,8
2005	3,4	3,0
2006	3,5	4,3

Skyggt svæði sýnir spá.



## II Ytri skilyrði þjóðarbúsins og útflutningur

### Töluverður alþjóðlegur hagvöxtur og lítil verðbólga

Síðustu mánuði hafa alþjóðastofnanir heldur lækkað spár sínar um hagvöxt í helstu viðskiptalöndunum á þessu ári og því næsta. Enn er þó spáð rúmlega 4% hagvexti í Bandaríkjunum á þessu ári og 3½% á því næsta. Nokkru minni hagvexti er spáð á evrusvæðinu, eða um 2½% á þessu ári og því næsta. Eftir nokkurn hagvaxtarkipp á fyrsta ársfjórðungi dalaði hagvöxtur í Japan á öðrum ársfjórðungi. Mælingar á væntingum fyrirtækja og almennings þar í landi benda til jákvæðrar þróunar og ríkir nú hófleg bjart-sýni um að Japan muni á næstu árum vinna bug á þeim efnahagslegu vandamálum sem hrjád hafa landið sl. 10-15 ár. Hagvöxtur í þróunarríkjunum hefur verið mjög ójafn en þegar á heildina er litið hefur hann verið mikill og meiri en í iðnríkjum. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir að hagvöxtur í heim-inum verði 5% í ár en 4,3% á næsta ári. Þrátt fyrir að hækking olíuverðs hafi ýtt undir verðbólgu víða er almennt gert ráð fyrir að verðbólga verði áfram lág í iðnríkjum, eða um 2%. Nánari upplýsingar um forsendur ytri skilyrða þjóðhagsspár Seðlabankans má finna í töflu 3.

### Verð útflutningsafurða hækkar litillega

Verð á sjávarafurðum, einkum botnfiskafurðum, hefur hækkað nokkuð að undanfögnu frá því sem það var lægst í byrjun árs. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða á árinu 2004 í erlendri mynt verði svipað og það var á árinu 2003. Verð á áli

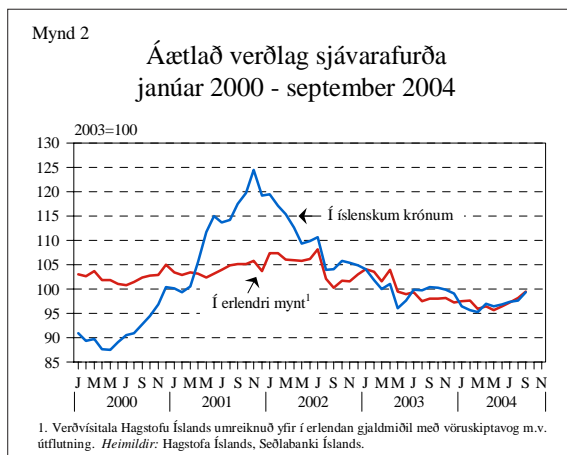
Tafla 3 Helstu forsendur um þróun ytri skilyrða

	Núverandi spá <sup>1</sup>			Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>2</sup>		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða.....	7,5	4,0	1,0	1,0	0,5	-1,0
Verð sjávarafurða í erlendri mynt .....	0,0	5,0	2,0	3,5	3,0	0,0
Verð áls í erlendri mynt .....	13,2	-2,7	-7,0	1,4	-7,7	-10,0
Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt .....	2,7	2,4	0,2	2,5	0,1	-1,6
Verð innfluttrar neysluvöru í erlendri mynt.....	3,5	2,0	2,0	1,5	1,0	0,5
þar af eldsneytisverð í erlendri mynt <sup>3</sup> .....	27,7	9,3	-2,2	10,2	25,6	5,8
Viðskiptakjör vöru og þjónustu .....	1,0	1,3	-1,5	2,8	0,0	-1,7
Erlendir skammtímavextir .....	2,3	3,5	4,0	-0,2	0,0	0,0

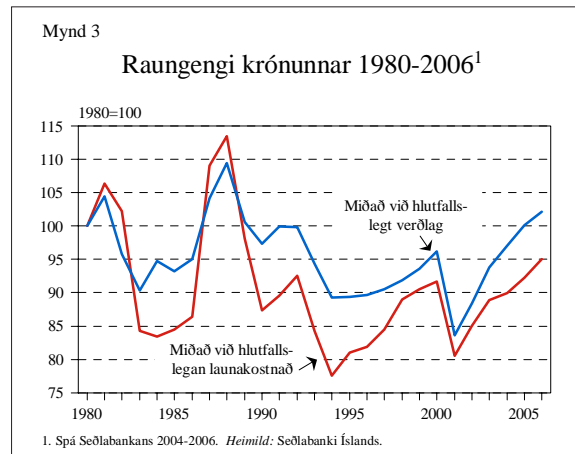
1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti 2. Breyting frá Peningamálum 2004/2. 3. Eldsneytisverð er vegið meðaltal bensín- (20%) og hráolíuverðs (80%).

og járnblendi hefur hækkað mikið að undanförmu og gert er ráð fyrir því í spánni að verð á áli verði rúmlega 13% hærra en það var á síðasta ári og verð á járnblendi um 20% hærra. Þá er gert ráð fyrir að verðlag annars vöruútflutnings hækki um 7% frá árinu 2003. Í heild er gert ráð fyrir að verð á útfluttum vörum hækki um tæplega 3% og verðlag útflutnings í heild um rúmlega 4%. Á næstu tveimur árum er gert ráð fyrir því að verð sjávarafurða hækki samtals um u.þ.b. 7% en að álverð lækki nokkuð. Verð útflutnings alls hækkar um 1½% á næsta ári en stendur nokkurn vegin í stað árið 2006.

felur í sér að gengisvísitalan verði að meðaltali 1,2% lægri á næsta ári en í ár. Forsendur um alþjóðlega verð- og launaþróun og spá bankans um samsvarandi þróun innlendarar verðbólgu og launakostnaðar fela í sér að raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækki um rúmlega 3% á næsta ári og um u.þ.b. 2% á árinu 2006. Áætlað raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu hækkar hins vegar um 2½% á næsta ári og um u.þ.b. 3% árið 2006.



Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir því að gengisvísitalan verði að meðaltali 1,6% lægri í ár en á árinu 2003, en gengið haldist óbreytt frá 10. nóvember. Það

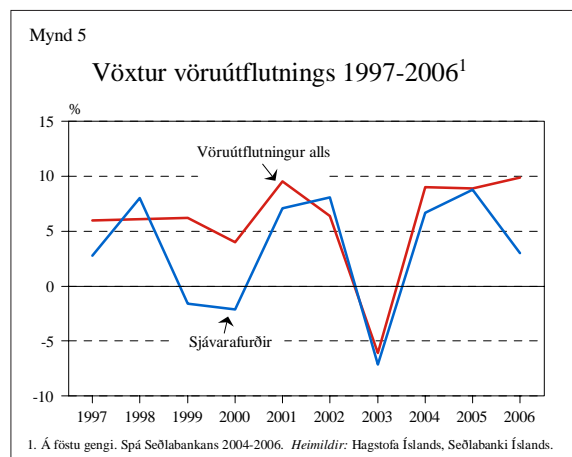
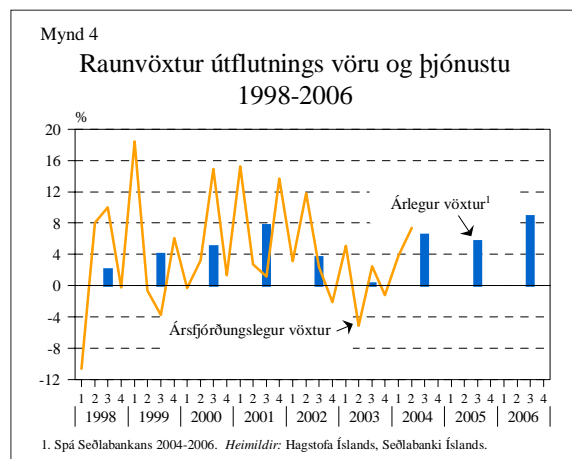


### Magn útflutnings eykst einnig

Afli á fyrstu tíu mánuðum ársins var 14% minni en á sama tíma í fyrra. Mest munar um að uppsjávarfli dróst saman um 19%. Botnfiskafli, sem er mun verðmætari, jókst hins vegar um 3%. Hagstofa Ís-

lands áætlar að aflaverðmæti á föstu verðlagi hafi á sama tíma minnkað um 0,8%.

Samkvæmt upplýsingum Hagstofunnar var verðmæti útflutnings sjávarafurða 5,9% hærra á fyrstu níu mánuðum þessa árs en á sömu mánuðum ársins 2003. Á grundvelli þessara upplýsinga og áætlana um lækkun á meðalverði sjávarafurða í krónum talið í ár er í spá Seðlabankans reiknað með að útflutningur sjávarafurða aukist um 7,5% að magni til á árinu 2004. Gert er ráð fyrir því að útflutningur áls aukist um 2%, útflutningur járnblendis dragist saman um 4%, en annar vöruútflutningur aukist um 18% og útflutningur þjónustu vaxi um 5,2% á föstu verðlagi.<sup>2</sup> Þá er áætlað að útflutningur áls aukist um 31% á ár-



2. Með öðrum vöruútflutningi er einkum átt við útflutning lyfja, læknigataekja og tækja til matvælaframleiðslu. Áætlun um vöxt þessara greina er byggð á upplýsingum frá helstu fyrirtækjum á þessu sviði.

inu 2006 þegar framkvæmdum við stækkun verksmiðju Norðuráls lýkur. Álbræðslur sem framkvæmdir eru hafnar við munu hefja framleiðslu á árunum 2006-2008. Einnig er gert ráð fyrir áframhaldandi mikilli aukningu annars útflutnings og útflutnings þjónustu út spátímabilið.

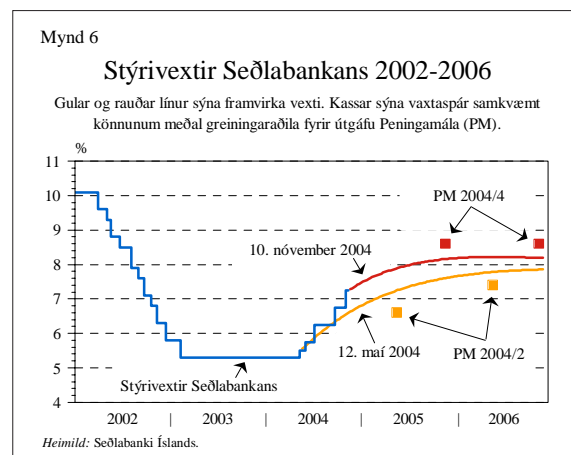
### III Fjármálaleg skilyrði

Í septemberhefti *Peningamála* var komist að þeirri niðurstöðu að fjármálaleg skilyrði í þjódarbúskapnum væru enn mjög hagstæð lántakendum, þótt á heildina litið væru þau ívið óhagstæðari en í sumarbyrjun, en ótvírætt hagstæðari að því er heimilin varðaði. Enn er niðurstaðan í meginatriðum hin sama, þrátt fyrir að innlendir skammtíma vextir hafi hækkað töluvert frá sl. vori og tvívegis frá því að *Peningamál* 2004/3 komu út í september.

#### Vaxtahækkunarferli Seðlabankans heldur áfram

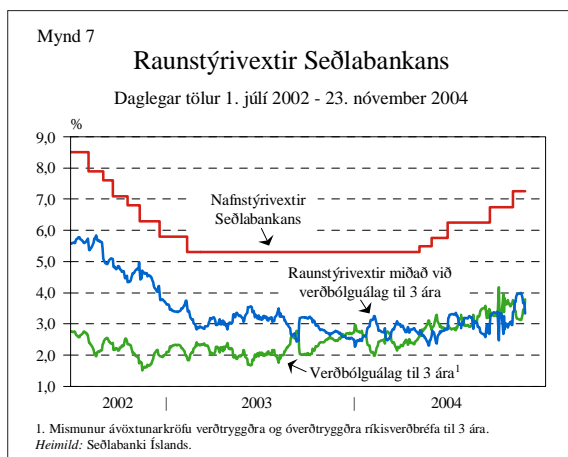
Seðlabankinn hefur frá því sl. vor leitast við að auka aðhald peningastefnunnar, með hliðsjón af hröðum vexti eftirspurnar, aukinni verðbólgu og útlánavexti. Til viðbótar ½ prósentu vaxtahækkun sem kynnt var í *Peningamálum* 2004/3 í september voru vextir bankans hækkaðir um ½ prósentu í byrjun nóvember. Var það fimmta vaxtahækkunin á árinu, en alls hafa stýrivextir bankans verið hækkaðir um 1,95 prósentur.

Í samræmi við yfirlýsingar Seðlabankans í undanfönum *Peningamálum* um að vænta megi áframhaldandi vaxtahækkana, er greinilegt að markaðs-



aðilar vænta þess að stýrivextir bankans eigi eftir að hækka nokkru meira. Vísendingar um þetta má m.a. sjá í fólgnum framvirkum vöxtum sem lesa má út úr vaxtaferli óverðtryggðra vaxta. Að gefnum ákveðnum forsendum má greina væntingar markaðsaðila um styttri enda vaxtaferilsins í þessum framvirku vöxtum. Samkvæmt þessari greiningu býst markaðurinn við að stýrivextir bankans verði komnir í um 8¼% eftir tvö ár sem er nokkru hærra en vænst var um miðjan maí þegar bankinn gerði síðast verðbólguþátt, enda hafa vextir bankans hækkað nokkuð síðan og umfram það sem markaðsaðilar virðast hafa búist við á þeim tíma. Markaðsaðilar reikna því með um 1 prósentu hækkun vaxta næstu tvö árin sem er nokkru flatari hækkunarferill en reiknað var með í júní.

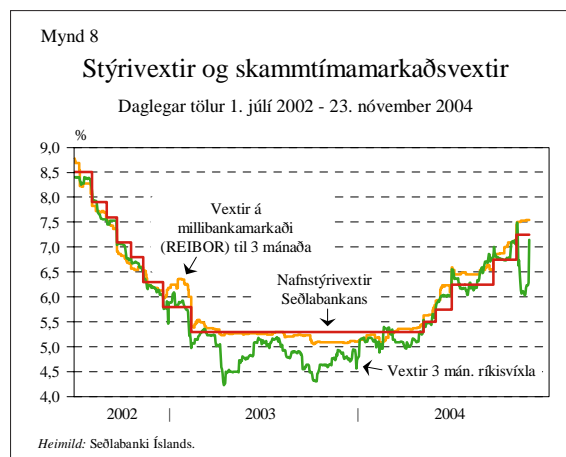
Við túlkun þessara framvirku vaxta þarf að gæta þess að þeir kunna einnig að fela í sér áhættuþóknun fjárfesta og því verið frábrugðnir raunverulegum væntingum markaðsaðila.<sup>3</sup> Því getur verið rétt að nýta einnig upplýsingar úr könnun á mati greiningaraðila á þróun stýrivaxta bankans næstu tvö ár. Að meðaltali telja þeir að stýrivextir bankans verði komnir í um 8½% eftir eitt ár og haldist síðan nálægt því fram á seinni hluta árs 2006 (sjá rammagrein 5). Þetta er aðeins hærra og skarpari hækkunarferill en lesa má út úr framvirkum vöxtum, öfugt við það sem gerðist í júní.



- Þessa áhættuþóknun má hugsa sem þóknun sem fjárfestar krefjast vegna óvissu um framtíðarþróun vaxta eða vegna stöðutöku í verðbréfum sem erfitt kann að vera að loka síðar meir. Það kann að flækja túlkunina enn frekar að áhættuþóknunin getur verið breytileg yfir tíma.

Þrátt fyrir hækkun stýrivaxta að undanförmu voru raunstýrivextir bankans, mældir með verðbólguálagi ríkisskuldabréfa til þriggja ára, litlu hærra en þeir hafa verið undanfarið hálf ár en þeir hækkuðu nokkuð í nóvember eftir síðustu vaxtahækkun bankans. Vaxtunur við útlönd hefur aukist töluvert. Hann hefur stuðlað að áframhaldandi sterku gengi krónunnar, en ágætur stöðugleiki hefur ríkt í gengismálum undanfarið ár. Vextir á erlendum lánamörkuðum eru enn afar lágir. Hægur bati í flestum helstu viðskiptalöndum Íslands mun að líkindum leiða til þess að skammtíamavextir hækki lítið á næstu misserum. Íslensk fyrirtæki, fjármálastofnanir og jafnvel einstaklingar munu því líklega áfram búa við hagstæð fjármálaleg skilyrði á erlendum lánamörkuðum næstu misserin.

Aðrir skammtíamavextir hafa ekki fylgt síðustu tveimur vaxtahækkunum Seðlabankans fyllilega eftir og voru undir nóvemberlok vel undir stýrivöxtum bankans. Ávöxtun ríkisvixla til þriggja og sex mánaða var 6,4% og 6,9% að meðaltali í fyrri hluta nóvember, litlu hærra en þeir voru að meðaltali í ágúst, 6,3% og 6,5%.



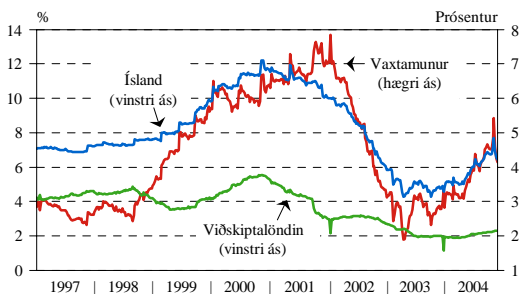
### Erlendir skammtíamavextir þokast hægt upp frá sögulegu lágmarki

Erlendir skammtíamavextir hafa þokast upp á við frá sögulegu lágmarki í takt við hækkun stýrivaxta í Bandaríkjunum, Bretlandi og nokkrum öðrum löndum. Mestu máli skiptir að stýrivextir Seðlabanka Evrópu (ECB) hafa enn ekki hækkað, því að gjaldmiðlaáhætta er líklega mest gagnvart evru. Hækkunar erlendra skammtíamavaxta er því enn ekki farið að

Mynd 9

### Innlendir og erlendir skammtímavextir

3 mánaða ríkisvixlar, vikulegar tölur janúar 1997 - nóvember 2004

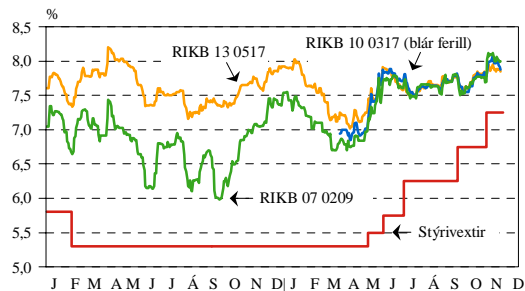


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

### Stýrivextir Seðlabankans og ávöxtunarkrafa ríkisbréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 23. nóvember 2004

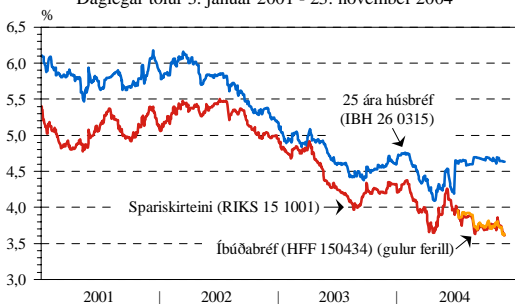


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

### Ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaskuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2001 - 23. nóvember 2004

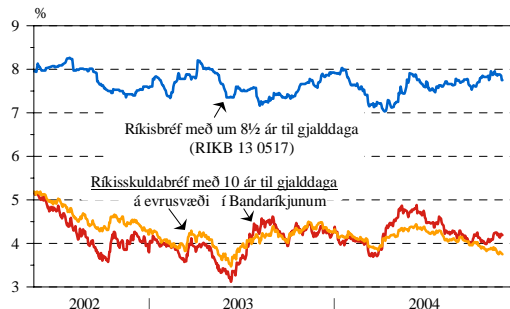


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

### Innlendir og erlendir langtímavextir

Daglegar tölur 21. maí 2002 - 23. nóvember 2004

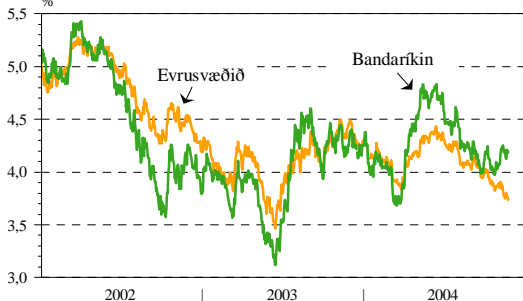


Heimildir: EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

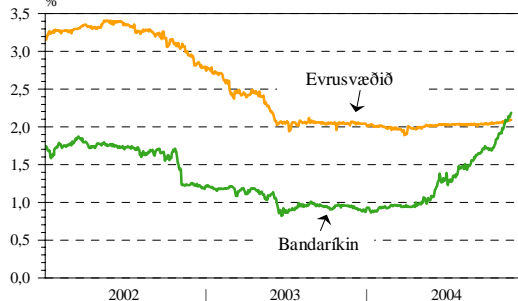
### Erlend vaxtaþróun 2. janúar 2002 - 23. nóvember 2004 (daglegar tölur)

Ávöxtun ríkisskuldabréfa til 10 ára



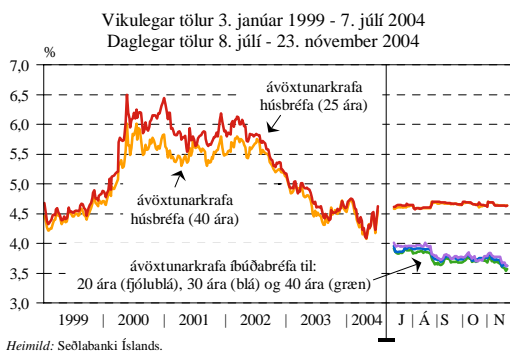
Heimildir: EcoWin, Eurostat.

Ávöxtun ríkisvixla til 3 mánaða

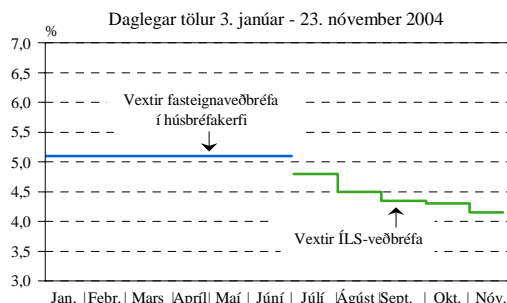


Mynd 14

### Ávöxtunarkrafa húsbrefa og íbúðabréfa



### Vextir á fasteignaveðbréfum og ÍLS-veðbréfum Íbúðalánasjóðs



gæta verulega í þjóðarþúskapnum, nema að því marki sem væntingar um vaxtahækkunir fela í sér hvata fyrir skuldara til að taka lán til lengri tíma sem þó bera hærri vexti um þessar mundir. Frá því í september hafa litlar breytingar orðið á erlendum skammtímavöxtum. Bandaríski seðlabankinn hækkaði þó vexti um 0,25 prósentur 21. september og aftur 10. nóvember. Ekki er búist við að ECB muni hækka vexti á næstu mánuðum og Englandsbanki hækkaði síðast vexti í mars sl. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að erlendir skammtímavextir verði að meðaltali um 3½% á næsta ári en verði komnir í um 4% árið 2006. Þetta eru óbreyttar forsendur frá spá bankans í júní sl.

#### Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hækkar í kjölfar stýrivaxtahækkunar en vextir verðtryggðra langtímaskuldabréfa og erlendir langtímavextir hafa lækkað

Þar til að Seðlabankinn hækkaði vexti í byrjun nóvember hafði ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkis-skuldabréfa verið nokkuð stöðug frá vormánuðum. Eftir að vaxtahækkun bankans hafði verið tilkynnt hækkaði ávöxtunarkrafa þeirra, mest á bréfum með skemmstan líftíma. Undir lok mánaðarins var ávöxtunarkrafa ríkisbréfa til sex ára t.d. u.þ.b. 0,1-0,2 prósentum hærri en að meðaltali í síðari hluta septembermánaðar og í október.

Vextir verðtryggðra langtímaskuldabréfa hafa hins vegar lækkað verulega undanfarna mánuði, sem rekja má til breytinga á íbúðalánakerfinu, þ.e.a.s. tilkomu peningalána (íbúðalána) í stað húsbrefalána og innkomu bankanna á íbúðalánamarkaðinn. Ávöxtun

íbúðabréfa hefur verið um 0,3 prósentum hærri en ávöxtun tíu ára spariskírteina, sem hefur verið á bilinu 3,6-3,8% undanfarna vikur.

Erlendir langtímavextir hafa heldur þökast niður á við undanfarna þrjá mánuði, eins og þeir hafa gert frá sumarbyrjun. Vextir á tíu ára bandarískum ríkis-skuldabréfum hafa verið á bilinu 4,0-4,3% undanfarna fjórar vikur og sambærilegir vextir á evrusvæðinu (Euro benchmark) á bilinu 3,7-3,9%.

Vextir af óverðtryggðum útlánum banka og sparisjóða hafa hækkað nokkuð í takt við stýrivexti Seðlabankans, en vextir verðtryggðra útlána lækkuðu um 0,5 prósentur að meðaltali í fyrri hluta september.

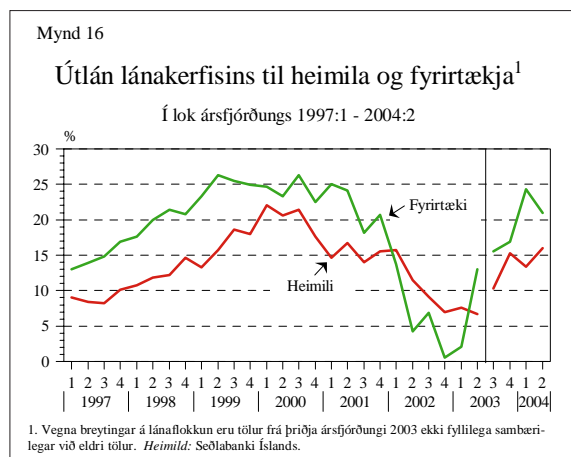
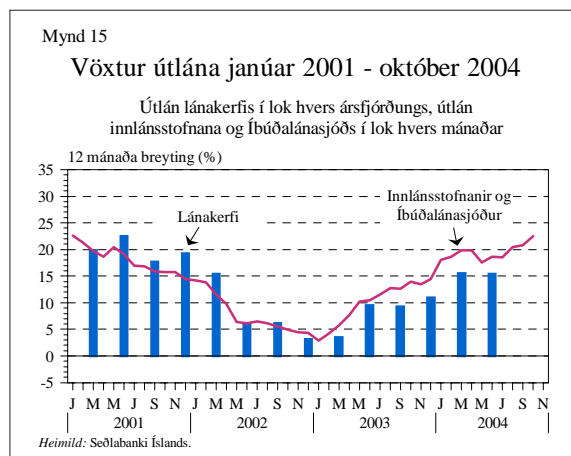
#### Útlán og peningamagn halda áfram að aukast hröðum skrefum

Hraður vöxtur útlána er til marks um hagstæð efna-hagsleg og fjármálaleg skilyrði. Undanfarna mánuði hefur bætt enn frekar í vöxtinn. Útlán lánakerfisins í heild jukust um 15,4% á tólf mánuðum til júníloka. Tölur um lánakerfið í heild til septemberloka liggja ekki fyrir, en fara má nærri um vöxtinn með því að leggja saman útlán innlánsstofnana, Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða. Í septemberlok höfðu útlán þessara aðila aukist um 22% á tólf mánuðum. Útlán til atvinnuvega hafa aukist sérlega ört. Í júnílok höfðu útlán lánakerfisins til atvinnuvega aukist um ríflega fimmtung og í septemberlok höfðu útlán innlánsstofnana til atvinnuveganna aukist um hartnær þriðjung. Útlán til einstaklinga hafa einnig færst verulega í aukana sl. tvo ársfjórðunga. Ársvöxtur samanlagðra útlána innlánsstofnana, lífeyrissjóða og Íbúðalánasjóðs til einstaklinga nam í lok september



14%. Tölur um útlán innlánsstofnana og Íbúðalánasjóðs liggja fyrir til októberloka. Innlend útlán innlánsstofnana jukust um rúmlega 7% í mánuðinum og hafa aukist um þriðjung á einu ári. Útlánavöxturinn hjá innlánsstofnunum er að nokkru leyti á kostnað Íbúðalánasjóðs og e.t.v. einnig lífeyrissjóða, en ekki liggja fyrir upplýsingar um útlán lífeyrissjóða í október. Í októberlok höfðu útlán innlánsstofnana og Íbúðalánasjóðs til samans aukist um tæplega 23% á einu ári.

Vöxtur peningamagns og sparifjár (M3) hefur verið á bilinu 15-25% frá vormánuðum í fyrra og nálægt 20% undanfarna tólf mánuði. Vart þarf að taka fram að svo mikill vöxtur getur ekki til lengdar samrýmst verðlagsstöðugleika jafnvel þótt skammtíma-samband peningamagns og verðbólgu virðist tiltölulega veikt.



### Gengi krónunnar hefur styrkst lítillega en gengi hlutabréfa lækkað að undanförmu

Gengi krónunnar hefur verið afar stöðugt undanfarna mánuði. Gengisbreytingar hafa því lítil áhrif haft á fjármáleg skilyrði. Í spá Seðlabankans í júní var gengið út frá vísitölugildinu 124. Gengisvísitalan var nálægt 122 þegar lagt var mat á spána í september og undanfarna vikur hefur hún verið nálægt 120.

Eftir lækkun í október hefur hlutabréfaverð hækkað á ný undanfarna vikur og er hátt í sögulegu samhengi. Um miðjan nóvember, eftir lækkun vísitölnunnar í október, var úrvalsvísitalan enn rúmlega 60% hærri en um áramót og rúmlega 150% hærri en fyrir ári. Reyndar var úrvalsvísitalan tæplega 6% hærri að meðaltali fyrstu þrjár vikur nóvembermánaðar en hún var að meðaltali í ágúst og staðan því lítið breyst frá því að lagt var mat á fjármáleg skilyrði í byrjun september.

### Aukið framboð fasteignaveðlana á lægri vöxtum hefur bætt fjármáleg skilyrði einstaklinga

Meginhluti skulda heimilanna eru á föstum vöxtum, verðtryggður og til langs tíma, en rúmlega tíundi hluti er skammtímaskuldir eða skuldir sem bera breytilega vexti er fylgja breytingum á stýrivöxtum Seðlabankans. Þótt megnið af langtímaskuldum heimilanna beri fasta vexti geta heimilin náð fram umtalsverðri lækkun greiðslubyrði með endurfjármögnun eldri skulda ef vaxtamunur á eldri og nýjum lánnum er nægilega mikill til að vega upp kostnað við endurfjármögnun á tiltölulega skömmum tíma. Fasteignaveðlán sem bankarnir hafa boðið heimilunum að undanförmu bera vexti sem eru 0,95 prósentum lægri en vextir húsbrefalána voru áður. Bankarnir lánuðu um 55 ma.kr. húsnæðisveðlán frá því þeir hófu að bjóða húsnæðisveðlán á nýjum kjörum seint í ágúst og til loka október. Stór hluti þeirra lána var notaður til að greiða upp eldri lán Íbúðalánasjóðs (sjá rammagrein 1).

### Fjármáleg skilyrði fyrirtækja eru hagstæð og lítið breytt frá því í september

Litlar breytingar hafa orðið á fjármálegum skilyrðum fyrirtækja frá septembermánuði. Fjármögnunarleiðir fyrirtækja eru fjölbreytilegri en einstaklinga og því erfiðara að meta þær. Stór hluti af stofni skulda fyrirtækja er af erlendum toga og í septemberlok voru rúmlega 60% skulda þeirra við innlánsstofnanir

Tafla 4 Breytingar á fjármálalegum skilyrðum frá útgáfu *Peningamála* 2004/3

	4 vikur til 30. ágúst	Fyrstu	Áhrif eftir geirum <sup>1</sup>			
		3 vikur nóvember	Heimili	Útflutnings- og samk.fyrirtæki	Fjármála- fyrirtæki	Önnur fyrirtæki
Raunstýrivextir <sup>2</sup> .....	3,1	3,8	-	-	-	-
Skammtímaraunvextir <sup>3</sup> .....	3,2	3,0	+	+	+/-	+
Verðtryggðir innlendir vextir (ávöxtunarkrafa 40 ára íbúðabréfa) .....	3,8	3,7	+	.	+/-	.
Meðalvextir óverðtryggðra útlána banka og sparisjóða.....	12,1	12,6	-	-	.	-
Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða.....	8,0	7,5	+	+	.	+
Erlendir skammtímavextir (ríkisvixlar til 3 mán.) <sup>4</sup> .....	1,9	2,1	-	-	-	-
Erlendir langtímavextir (ríkisuldabréf til 10 ára) <sup>4</sup> .....	4,2	3,9	+	+	+	+
Gengisvísitala krónunnar.....	121,7	120,0	+	-	+/-	+/-
Gengi hlutabréfa <sup>5</sup> .....	3.216,6	3.401,0	+	+	+	+

1. Hér táknar “+” 1. Hér táknar “+” hagstæðari fjármálaleg skilyrði, “-” táknar óhagstæðari fjármálaleg skilyrði, “+/-” táknar að brugðið geti til beggja átta og “.” táknar að samanburður eigi ekki við. 2. Miðað við þriggja ára verðbólguálag. 3. Raunvextir þriggja mánaða ríkisvixla. 4. Vægi evru er 2/3 og Bandaríkjadals 1/3. 5. Miðað er við úrvalsvisitölu Kauphallar Íslands. Heimildir: EcoWin, Kauphöll Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Rammagrein 1 Yfirlit yfir helstu breytingar á íbúðalánamarkaði á árinu

Miklar breytingar hafa átt sér stað á húsnæðisveðlána- markaði hér á landi á árinu. Íbúðalánasjóður hefur víkkað út starfsemi sína og viðskiptabankarnir hafa haslað sér völl á markaðinum.

Hámarkslán Íbúðalánasjóðs til íbúðakaupa voru hækkuð í byrjun árs og í október. Í heild voru þau hækkuð úr 8 m.kr. til kaupa á notuðu húsnæði og úr 9 m.kr. til kaupa á nýju íbúðarhúsnæði í 11,5 m.kr. til kaupa á hvort heldur nýju eða notuðu húsnæði. Jafnframt er miðað við að almenn lán og viðbótarlán geti samanlögð að hámarki numið 13 m.kr.

Í byrjun júlí var formi skuldabréfa Íbúðalánasjóðs breytt. Breytingin felur í sér að lántakendur fá andvirði lánanna greitt í peningum í stað húsbrefta áður. Vextir lánanna eru fastir en taka mið afávöxtunarkröfu á markaði við útgáfu bréfanna. Um er að ræða jafngreiðslulán til 10, 20, 30 eða 40 ára með tveimur gjald- dögum á ári. Vextir fasteignaveðlána voru komnir niður í 4,15% seint í nóvember, en til samanburðar voru vextir húsbrefalána 5,1% í júní.

Undir lok ágúst brugðust viðskiptabankarnir við breytingum á húsnæðislánum Íbúðalánasjóðs með því að bjóða viðskiptavinum sínum verðtryggð húsnæðisveðlán með lægri vöxtum (4,3%) og veði í allt að 80% af markaðsverði eignar eða 100% af brunabóta-

mati, hvort heldur sem lægra reynist. Almennt eru þessi lán verðtryggð, til 25 eða 40 ára, og þau bera fasta vexti (í sumum tilvikum með ákvæðum um endurskoðun á fimm ára fresti), sem í lok nóvember voru komnir niður í 4,15%. Lánin eru ekki bundin við húsnæðis kaup og því einnig unnt að taka þau til endurfjármögnunar og með þeim má breyta verðmæti sem liggur í húsnæði í reiðufé. Sumir sparisjóðir og lífeyrissjóðir hafa brugðist við samkeppninni með lægri vöxtum og rýmri veðsetningarlutföllum.

Fyrirgreind hækkuð hámarkslána Íbúðalánasjóðs í október kom fyrr en áætlað var auk þess sem viðmið fjárhæða lána Íbúðalánasjóðs var hækkað úr 85% af brunabótamati í 100%. Í kjölfar þess hófu bankarnir að bjóða 100% lán. Þessi 100% lán eru þó háð ýmsum takmörkunum og að vissu leyti ólík 80% lánunum sem í boði voru fyrir. Til að mynda er hámark á þeim (25 m.kr.) sem er ekki á 80% lánunum. Einnig er gerð krafa um að fasteignaviðskipti eigi sér stað og strangari kröfur um mat á greiðslugetu lántakenda. Frá 23. ágúst til októberloka höfðu bankarnir veitt fasteignaveðlán að andvirði ríflega 50 ma.kr. Stór hluti þeirra lána hefur verið notaður til uppgreiðslu eldri lána Íbúðalánasjóðs og markaðshlutdeild sjóðsins því dregist nokkuð saman að undanförunum.

gengisbundnar. Vaxtaþróun erlendis ásamt gengisþróun hefur því mikil áhrif á fjármálaleg skilyrði fyrirtækja. Á heildina lítið verður ekki séð að erlend vaxtaþróun hafi breyst verulega frá því að síðast var lagt mat á fjármálaleg skilyrði í september. Stýrivextir hafa þó verið hækkaðir tvisvar um samtals 0,5 prósentur í Bandaríkjunum og eru nú 2%. Skammtíavextir eru enn afar lágir og hafa lítið þokast upp á við frá því í september og langtíavextir hafa heldur lækkað. Álag á vexti til fyrirtækja (e. corporate spread) er um þessar mundir mun lægri en fyrir 1-2 árum og kunna innlend fyrirtæki að njóta þess. Í Bandaríkjunum hefur álag á vexti fyrirtækja lækkað um 1-1½% frá því það náði hámarki árið 2002.

Hátt hlutabréfaverð felur í sér rúm fjárhagsleg skilyrði fyrirtækja. Eftir umtalsverða lækkun á gengi hlutabréfa undanfarna vikur er Úrvalsvisitalan enn á svipuðum slóðum og í september en mun hærri en í ársbyrjun, eins og áður var getið.

Á heildina lítið hafa fjármálaleg skilyrði fyrirtækja lítið breyst. Innlendir skammtíavextir hafa hækkað en verðbólguvæntingar einnig og erlendir vextir eru enn mjög lágir og munu tæpast hækka hratt á næstunni.

#### Fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja ívið óhagstæðari

Í september var talið að fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja væru orðin ívið óhagstæðari en á vormánuðum. Í nóvember voru raunstýrivextir að meðaltali 1 prósentu hærri en að meðaltali í fyrri hluta september miðað við verðbólguálag til þriggja ára. Fjármálastofnanir hafa lengt nokkuð í erlendum lánnum undanfarna mánuði, sem leiðir einnig til aukinnar vaxtabyrði, en á móti kemur að langtíavextir hafa heldur lækkað undanfarna mánuði. Lánsfjáröflun bankanna virðist ganga vel og álag á vexti hefur líklega fremur minnkað að undanfögnu. Einnig hafa nýleg hlutfjárútböð gengið vel.

#### IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Þegar Seðlabankinn birti síðast þjóðhagsspá í júníbyrjun lágu ekki fyrir tölur um hagvöxt á yfirstandandi ári. Síðan hafa birst þjóðhagsreikningar fyrir fyrstu tvo fjórðunga ársins, sem lágu fyrir þegar Seðlabankinn lagði mat á spána í september sl. Samkvæmt þeim stefnir í að hagvöxtur og þjóðarútgjöld á þessu ári verði nokkru meiri en í júníspánni. Vöxtur

Tafla 5 Vísbendingar um eftirspurn á fyrstu þremur ársfjórðungum 2004

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Fyrsti ársfj.	Annar ársfj.	Þriðji ársfj.	Það sem af er ári (tímabil) <sup>1</sup>
Dagvöruvelta (raunbreyting) .....	3,8	3,4	4,3	3,9 (janúar - október)
Greiðslukortavelta (raunbreyting) <sup>2</sup> .....	9,8	9,8	4,9	7,4 (janúar - október)
þar af innanlands .....	8,9	8,6	4,0	6,3 (janúar - október)
þar af erlendis.....	27,3	29,1	18,4	25,2 (janúar - október)
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga) .....	35,8	28,4	19,5	26,2 (janúar - október)
Sementssala (magnbreyting) .....	65,4	48,5	37,1	44,1 (janúar - október)
Almennur innflutningur (magnbreyting).....	23,7	18,7	13,6	13,6 (janúar - september)
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting).....	14,5	15,3	14,5	14,5 (janúar - september)
Bifreiðar til einkanota .....	24,4	24,2	24,6	24,6 (janúar - september)
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki.....	21,7	19,4	16,3	16,3 (janúar - september)
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður .....	10,7	9,9	8,8	8,8 (janúar - september)
Mat- og drykkjarvörur.....	13,8	11,8	10,5	10,5 (janúar - september)
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting)	36,9	38,3	23,8	23,8 (janúar - september)
Væntingavísitala Gallup .....	18,0	-11,7	5,5	2,1 (janúar - október)
Mat á núverandi ástandi .....	66,1	13,8	23,1	29,1 (janúar - október)
Væntingar til sex mánaða.....	2,4	-22,3	-3,5	-9,3 (janúar - október)

1. Talnadálkur sýnir breytingu frá fyrra ári í % og aftari dálkur sýnir það tímabil sem við á. 2. Bæði greiðslukortavelta heimila og fyrirtækja, meginhluta greiðslukortaveltu má rekja til heimila. Heimildir: BÍlgreinasambandið, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Íbúðalánasjóður, Samtök verslunar og þjónustu, sementsseljendur, Seðlabanki Íslands.

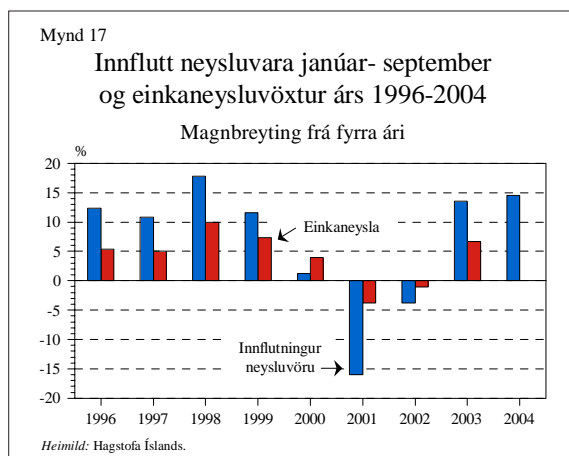
einkaneyslu á fyrri helmingi ársins var hinn mesti í fimm ár og fjármunamyndun óx afar ört, einkum fjárfesting fyrirtækja, þ.m.t. fjárfesting í virkjunum og álbræðslum. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var hins vegar neikvætt eins og þrjá síðustu ársfjórðunga 2003, þrátt fyrir aukinn útflutning, en þó heldur minna neikvætt. Hagvöxtur á fyrri helmingi ársins var 5½% og gert er ráð fyrir jafnmiklum vexti á seinni helmingi ársins og því tæplega 5½% hagvexti á árinu í heild. Næstu tvö árin er búist við áframhaldandi öflugum hagvexti.

### Einkaneysla

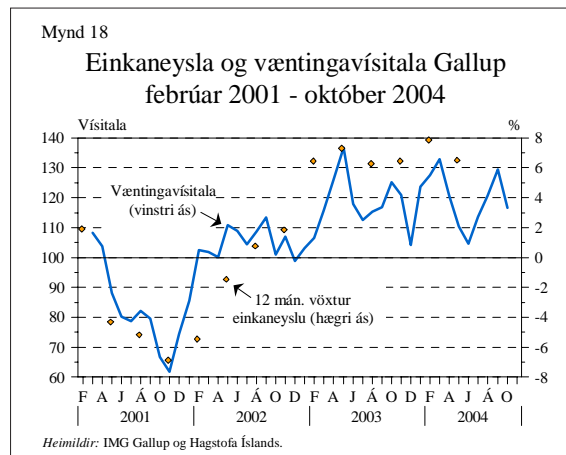
Í júní spáði Seðlabankinn 5½% vexti einkaneyslu árið 2004. Nú er útlit fyrir að vöxturinn verði umtalsvert meiri. Einkaneysla á fyrri helmingi ársins 2004 jókst um 7,2% frá sama tíma í fyrra. Til þess að júnispáin gangi eftir mætti vöxtur einkaneyslu á seinni helmingi ársins ekki vera meiri en 4%. Að svo miklu hægi á vextinum virðist ólíklegt í ljósi vísendinga um þriðja fjórðung ársins og greiðari aðgangs að neyslulánum. Heldur hefur dregið úr vextinum í bifreiðaskráningu, en vöxtur innflutnings neysluvöru á þriðja fjórðungi ársins var svipaður og fyrr á árinu. Á síðasta fjórðungi ársins mun gæta áhrifa aukins framboðs lánsfjár og lækkunar vaxta á húsnæðisveðlámum, sem að öðru óbreyttu ýtir frekar undir vöxt einkaneyslu.

staklinga. Þetta kann að skipta sköpum, því að vöxtur einkaneyslu að undanfögnu hefur hvílt á áframhaldandi skuldaförnu einstaklinga og vaxandi auði vegna hækkandi eignaverðs. Kaupmáttur launa á fyrstu tíu mánuðum ársins jókst um 1,4% frá fyrra ári og atvinna virðist hafa minnkað á milli ára (sjá síðar). Síðustu tölur af vinnumarkaði benda þó til að vinnuafseftirspurn hafi verið farin að aukast á ný á síðasta fjórðungi ársins. Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann aukist um 3% á milli árunna 2003 og 2004. Vöxtur einkaneyslu á árinu byggist því augljóslega ekki á vexti ráðstöfunartekna, heldur væntingum heimilanna um vaxandi framtíðartekjur og minnkandi greiðslubyrði, sakir lægri vaxta og lengri lánstíma, á sama tíma og verðmæti eigna þeirra hefur aukist og þar með möguleikar á veðlámum.

Heimilin líta nokkuð björtum augum til framtíðarinnar, ef marka má væntingavísitölu Gallup. Þótt vísitalan hafi tvívegis lækkað nokkuð á árinu stendur hún hátt. Við slíkar aðstæður eru heimilin fúsari en ella til að auka skuldir sínar, enda jukust útlán meginhluta lánakerfisins, þ.e.a.s. innlánsstofnana, Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða, til heimilanna um 14% á tólf mánuðum til septemberloka, eins og fyrr segir. Í október bætti enn frekar í vöxtinn, því að í lok mánaðarins nam tólf mánaða vöxtur útlána innlánsstofnana til einstaklinga 30%.



Eins og greint var frá að framan felur aukin framboð lánsfjár til einstaklinga á lægri vöxtum í sér umtalsverða slökun á fjármálalegum skilyrðum ein-



Fyrir utan greiðari aðgang að lánsfé og lægri vexti hafa möguleikar og hvati einstaklinga til lántöku einnig aukist sakir hækkunar íbúðaverðs, einkum á höfuðborgarsvæðinu. Samkvæmt upplýsingum frá

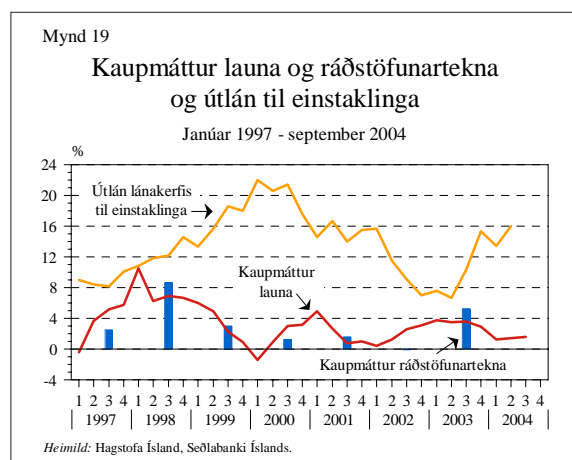
Fasteignamati ríkisins nam tólf mánaða hækkun fermetravæðis íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu í október tæplega 14%. Mest hefur verið einbýlishúsa hækkun undanfarna mánuði, eða um rúmlega fimmtung á tólf mánuðum og um 6% á síðustu þremur mánuðum. Álykta má að þar gæti áhrifa húsnæðisveðlana bankanna, en ólíkt lánum Íbúðalánasjóðs er ekkert hámark á þeim lánnum annað en það sem tengist fullnægjandi veði og greiðslumati. Íbúðalán bankanna auðvelda heimilunum að taka eigið fé út úr íbúðaeign sinni, því að ekki er gerð krafa um húsnæðisviðskipti. Því meira sem íbúðaverð hækkar

því meira eigið fé geta heimilin tekið út. Að auki gæti auðsáhrifa en íbúðaverð og hlutabréfaverð hefur hækkun mikið á árinu, þótt bakslag hafi komið í hlutabréfaverð í október.

Af framangreindu má ljóst vera að skilyrði til vaxtar einkaneyslu eru með besta móti um þessar mundir. Þótt verkfall kennara kunnir að hafa dregið um tíma úr vextinum veða þeir þættir sem örva neysluna líklega þyngra og því ekki ástæða til að ætla að vöxtur einkaneyslu á síðari helmingi ársins 2004 verði til muna minni en á fyrri helmingi ársins. Í þessari spá er áætlað að vöxtur á árinu muni nema 7%.

### Horfur um mikinn áframhaldandi vöxt einkaneyslu á næstu tveimur árum

Horft til næstu tveggja ára virðist einsýnt að einkaneysla muni halda áfram að aukast ört. Spáð er að einkaneysla vaxi um 9½% á næsta ári og um tæplega 7% árið 2006. Kemur þar margt til. Viðbrögð heimilanna við íbúðaveðlana bankanna hafa verið hröð og flest bendir til að þau muni halda áfram að endurfjármagna skuldir sínar á næstu árum og lengja líftíma útstandandi skulda um leið. Greiðslubyrði útstandandi lána mun því lækka umtalsvert. Heimilin munu því hafa meira fé til ráðstöfunar eftir vexti og afborganir en áður og að líkindum verja meginhluta þess til einkaneyslu.



## Rammagrein 2 Áhrif nýrra húsnæðisveðlana bankanna á einkaneyslu

Eins og fram kemur í rammagrein 1 hafa orðið miklar breytingar á framboði húsnæðisveðlana á árinu. Ítarleg greining á efnahagslegum áhrifum fyrirhugaðra breytinga Íbúðalánasjóðs á lánsfjármögnun íbúðarhúsnæðis var unnin í Seðlabankanum sl. vor, og var tilefnið boðuð 90% lán sjóðsins samfara hækkun hámarks-lána.<sup>1</sup> Þar var gert ráð fyrir að breytingarnar hefðu í för með sér hækkun hámarks-lána úr 9,2 m.kr. fyrir notað húsnæði og 9,7 m.kr. fyrir nýtt í 15,4 m.kr., hækkun lánshlutfalls úr 65-70% í 90% af kaupverði (og úr 85% í 100% af brunabótamati), kröfu um að lán yrðu á fyrsta veðrétti og styttingu hámarks-lána úr 40 árum í 30 ár. Ef beita á sömu aðferðafræði við mat á áhrifum lánatilboða bankanna þarf að gera ákveðnar breytingar. Ekki er um hámarks-lán að ræða, þannig að þær skorður eru ekki fyrir hendi. Lán ná hins vegar upp í 80% af

kaupverði (nema ef tekin eru 100% lán, en þá er um að ræða 25 m.kr. hámark). Bankalánin takmarkast þó einnig við 100% af brunabótamati (nema í 100% lánnum, þar sem hægt er að fara ofar ef keypt er viðbótartrygging). Bankarnir gera kröfu um fyrsta veðrétt á þessum nýju lánnum, en þau eru almennt í boði til 40 ára.

Í skýrslu Seðlabankans vegna breytinga á lánsfjármögnun íbúðarhúsnæðis var reiknað með að meðal-lánstími styttest úr 34 árum í 29 ár. Hér er eðlilegt að halda honum óbreyttum, þar sem lán bankanna eru til 25 ára og 40 ára, rétt eins og lán Íbúðalánasjóðs hafa verið, en ekki til 30 ára eins og talið var að ný lán Íbúðalánasjóðs yrðu. Stytting lánstímans er aðhalds-aðgerð, þar sem hún verður að öðru óbreyttu til þess að auka greiðslubyrði og þar með draga úr einkaneyslu.

Áhrifanna gætir því ekki í nýjum lánnum bankanna, og því líklegt að þau séu, þrátt fyrir auknar lántökur, til þess fallin að draga úr greiðslubyrði. Vegna þess að auðvelt er að nota lánin til endurfjármögnunar án húsnæðisviðskipta munu þau að líkindum leiða til enn frekari lengingar lánstíma.

Með fyrirhuguðum breytingum á lánveitingum Íbúðalánasjóðs var talið að aðeins stæði eftir um 2,5% vannýtt greiðslugeta (en var um 7% fyrir) vegna takmarkana á lásupphæðum og veðkröfum. Ætla má að þessi þáttur sé nú hverfandi, enda er líklegt að 100% brunabótamat verði það sem takmarkar upphæðina í

1. Seðlabanki Íslands, *Efnahagsleg áhrif breytinga á fyrirkomulagi lánsfjármögnunar íbúðarhúsnæðis*, skýrsla til félagsmálaráðherra, 28. júní 2004.

Gangi áætlun fyrir yfirstandandi ár eftir mun einkaneysla aukast um 14% að raungildi á árunum 2003 og 2004. Á sama tíma aukast húsnæðisskuldur heimilanna um tæplega 10% að raungildi. Raungildi húsnæðisauðs heimilanna hefur hækkað enn meira, eða um 22%. Eiginfjárstaða heimilanna hefur því batnað verulega sem eykur neyslugetu og -vilja heimilanna á spátímabilinu. Verulegan hluta áætlaðs vaxtar einkaneyslu næstu tvö árin má rekja til meiri auðs einstaklinga. Þar leikur áðurnefnd breyting á fasteignaveðlánnum til einstaklinga stórt hlutverk. Varlega áætlað mun þessi breyting leiða til þess að einkaneysla aukist um 1½-2 prósentur meira en ella á næstu tveimur árum. Auk þess að koma fram í hækkingu húsnæðisverði og auka þannig auð einstaklinga kemur breytingin fram í greiðari aðgangi að lánsfé, lægri langtíma vöxtum, sem og í óbeinum áhrifum á ráðstöfunartekjur (sjá nánar í rammagrein 2).

Horfur eru jafnframt á aukinni vinnuaflseftirspurn á spátímabilinu (sjá umfjöllun um vinnumarkað hér á eftir). Atvinnuþátttaka og atvinna ættu því að aukast á ný og líklegt er að launaskrið, sem hefur verið lítið að undanfögnu, aukist. Atvinnutekjur munu því aukast hraðar á næstu árum en að undanfögnu. Á næsta ári mun einnig gæta áhrifa lækkunar tekjuskatts um 1 prósentu og sérstaks tekjuskatts um 2 prósentur, ásamt um 5½% lækkunar skattleysismarkna. Á árinu 2006 lækkar tekjuskattshlutfallið um 1 prósentu til viðbótar og skattleysismörk hækka um 5%. Að auki hækka barnabætur töluvert á því ári. Að

flestum tilvikum hvort sem um er að ræða 80% eða 90% lán.

Meðalupphæð nýrra lána var talin hækka um u.þ.b. 5% í skýrslunni, og samsvaraði það 2½% aukinni skuldsetningu meðalheimilis í nýju jafnvægi. Varlegt er að áætla að með nýjum lánnum bankanna nemi hækkan nýrra lána í kringum 7½%, einkum í ljósi þess að ekki er gerð krafa um fasteignaviðskipti sem forsendu lántöku.

Út frá þessum forsendum, og að teknu tilliti til áhrifa lánatilboðanna á einkaneyslu í gegnum ráðstöfunartekjur, vexti, aðgengi að lánsfé ásamt auðsáhrifum, fæst að einkaneysla muni aukast á næstu þremur árum samanlagt um u.þ.b. 1½-2 prósentur umfram það sem annars hefði orðið, og að meginhluti þeirrar aukningar komi fram á næsta ári.

samanlögðu munu lægri skattar og aukinn vöxtur atvinnutekna leiða til meiri vaxtar ráðstöfunartekna milli áruna 2004 og 2005 en í ár. Gert er ráð fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann muni aukast um tæplega 4% árið 2005 og um 2½% árið 2006.

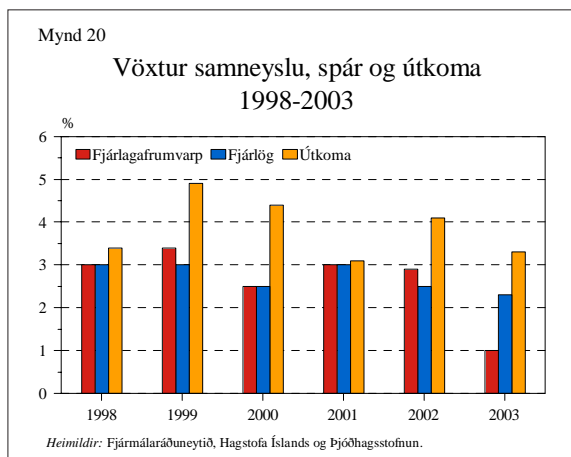
Samkvæmt spánni eykst einkaneyslan töluvert hraðar en spád var í júní, en þá var spád rúmlega 6% aukningu á næsta ári og rúmlega 5% aukningu árið 2006. Að stærstum hluta skýrist mismunurinn af nýjum aðstæðum á lánamarkaði og tengdum auðsáhrifum, eins og rakið var hér að framan, en auk þess hafa áform um enn meiri stóriðjuframkvæmdir en áður var reiknað með áhrif (sjá síðar).

## Samneysla

Útlit er fyrir að vöxtur samneyslu á þessu ári verði u.þ.b. 1½%, eða svipaður og gengið var út frá í þjóðhagsáætlun fjármálaráðuneytisins í byrjun október. Þá hefur hins vegar verið tekið tillit til áhrifa verkfalls kennara, sem minnkar samneysluútgjöld árið 2004 en eykur þau árið 2005. Vegna breytinga á framsetningu upplýsinga er þó venju fremur erfitt að ráða í gjaldatölur í ár.

Samkvæmt áætlunum í fjárlagafrumvarpi fyrir 2005 verður undirliggjandi vöxtur samneyslu 2%. Í spá Seðlabankans er reiknað með heldur meiri undirliggjandi vexti, eða 2,5%. Þar af liggja 3,0% hjá sveitarfélögunum og 2,3% hjá ríkinu. Ástæða þess að vikið er frá forsendum fjárlagafrumvarps um undir-

liggjandi vöxt samneyslu er í fyrsta lagi sú að útgjaldatölur ársins virðast benda til þess að bæði útgjöld og tekjur fari fram úr áætlunum haustsins. Þá virðist það markmið að halda vexti samneyslu innan við 2% árin 2005 og 2006 þegar gert er ráð fyrir töluverðum hagvexti afar torsótt, ekki síst í ljósi þess að samneysla sveitarfélaganna hefur vaxið um meira en 5% á ári að meðaltali frá árinu 1998 og samneysla ríkis og almannatrygginga um tæplega 3½%. Þá verða almenn áform fjárlagafrumvarpsins um 1% aðhald í rekstri fjölmargra stofnana að teljast fremur veik, enda í mörg horn að líta eftir efnudum á slíkum ákvörðunum. Einnig má benda á að vöxtur samneyslu hefur jafnan verið vanmetinn um þetta leyti árið áður, að meðaltali um 1,2% á tímabilinu 1998-2003, eins og sést á meðfylgjandi mynd. Því gerir Seðlabankinn ráð fyrir að samneysla vaxi um rúmlega 3% á næsta ári og um 2½% árið 2006.

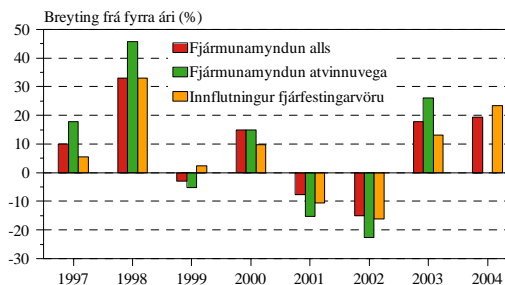


## Fjármunamyndun

Vöxtur fjármunamyndunar markast mjög af vaxandi þunga framkvæmda við virkjanir og stóriðju. Í júní spáði Seðlabankinn að fjármunamyndun myndi vaxa um 17% á árinu 2004 og virðist sú spá geta gengið eftir. Fjármunamyndun á fyrri helmingi ársins jókst um 19% frá fyrra ári. Líklega hefur vöxturinn verið svipaður á þriðja fjórðungi ársins, þótt heldur hafi dregið úr vexti innfluttrar fjárfestingarvöru. Sundurliðun ársfjórðungslegra gagna um fjármunamyndun í þátt atvinnulífsins, hins opinbera og heimilanna er ekki fyrir hendi, en ljóst er af upplýsingum um útgjöld

Mynd 21

## Vöxtur fjármunamyndunar og innflutnings fjárfestingarvöru<sup>1</sup> 1997-2004



1. Fyrir 2004 er sýndur vöxtur fjármunamyndunar alls á fyrri helmingi ársins og vöxtur innflutnings fjárfestingarvöru til loka september, en gögn eru ekki til um hlut atvinnuvega í fjármunamyndun það sem af er ári. Heimild: Hagstofa Íslands.

rikissjóðs að dregið hefur úr fjárfestingu ríkisins eftir því sem liðið hefur á árið og er hér reiknað með að hún dragist saman síðari hluta ársins. Fjárfesting atvinnuvega eykst hins vegar mikið, vegna virkjunarframkvæmda. Flest bendir einnig til að íbúðafjárfesting muni aukast a.m.k. jafnmikið og í fyrra.

Seðlabankinn spár því að fjárfesting aukist um rúmlega 20% á næsta ári og um tæplega 3% árið 2006. Þetta er mun meiri fjárfesting á næsta ári en gert var ráð fyrir í júní en nokkru minni vöxtur árið 2006 en þá var spáð. Meiri fjármunamyndun á næsta ári skýrist að stærstum hluta af nýjum áformum um stóriðjuframkvæmdir og aukinni fjárfestingu í íbúðarhúsnæði sem að hluta má rekja til nýrra aðstæðna á innlendum veðlánamarkaði og áhrifum þeirra á húsnæðisverð sem hvetur enn frekar til íbúðafjárfestingar. Minni vöxtur fjármunamyndunar árið 2006 en í síðustu spá skýrist fyrst og fremst af því að fjárfesting á næsta ári verður meiri en gert var ráð fyrir í júnispánni.

## Fjármunamyndun atvinnuvega

Eins og áður segir skýrast breytingar frá fyrri spá á fjármunamyndun atvinnuvega á þessu ári og því næsta að miklu leyti af fjárfestingu í virkjunum og álverum. Framkvæmdir við stóriðjuuppbygginguna eru nú í fullum gangi. Framkvæmdir við Kárahnjúka-virkjun og við virkjanir á Hellsheiði og á Reykjanesi standa yfir. Þá eru framkvæmdir hafnar við Fjarðaál í Reyðarfirði og við stækkun Norðuráls. Þessar framkvæmdir munu kosta allt að 250 ma.kr. Á þessu ári mun heildarkostnaðurinn nema um 38 ma.kr. sem er um 18% af heildarfjármunamyndun ársins eða tæpur þriðjungur heildarfjárfestingar atvinnuveganna.

Á næstu tveimur árum munu framkvæmdir ná hámarki, 86 ma.kr. á næsta ári og rúmlega 80 ma.kr. á árinu 2006. Enn frekari stækkun Norðuráls er helsta breytingin á fjárfestingaráformum sem tengjast stóriðju. Stækkun Norðuráls miðast nú við 122 þús. tonna viðbótarframleiðslugetu á ári, í stað 90 þús. tonna í fyrri áætlunum (sjá rammagrein 3). Viðbótarfjárfesting sem leiðir af þessari 32 þús. tonna aukningu er talin nema 10½ ma.kr. og falla til á næstu tveimur árum.

Ýmislegt bendir til þess að fjárfesting annarra atvinnuvega hafi einnig vaxið umtalsvert og muni halda áfram að aukast á næsta ári. Fjárfestingarvísitala sem byggist á könnun sem IMG Gallup gerir fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið tvisvar á ári, síðast í september sl., er hærri en hún hefur áður verið frá því að kannanir af þessu tagi hófust í september 2001. Sama á við um vísitölur hagnaðar og starfsmannafjölda. Að einhverju leyti kann þessi bjartsýni að tengjast verkefnum í tengslum við stóriðjuframkvæmdir, t.d. á meðal samgöngu- og ráð-

### Rammagrein 3 Endurmat áætlana um byggingu álbræðslna og orkuvera

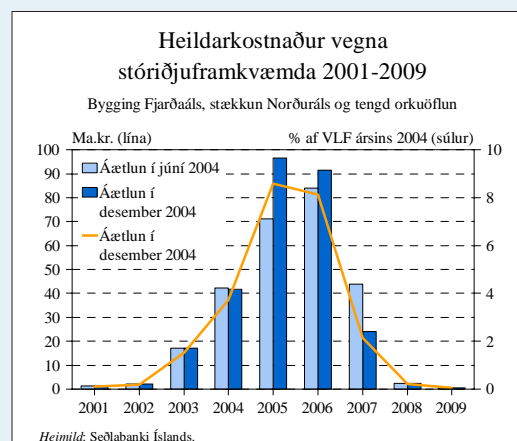
Á undanförunum vikum hefur heildarmynd fjárfestingar í álbræðslum og orkuvinnslu breyst að tvennu leyti. Í fyrsta lagi hefur verið ákveðið að framleiðslugeta verksmiðju Norðuráls verði aukin meira en áður var ákveðið og mun kostnaður verða rúmlega 10 ma.kr. meiri alls og dreifast á árin 2005 og 2006. Þá hefur Alcoa endurskoðað kostnaðar- og framkvæmdaáætlun vegna álversins í Reyðarfirði. Áætlaður heildarkostnaður hefur ekki breyst umtalsvert frá fyrri áætlun, en þungi framkvæmda á næsta ári eykst en minnkar að sama skapi árið 2007. Til samans mun umfang stóriðjuframkvæmda því aukast töluvert frá fyrri áætlunum árið 2005, lítillega árið 2006 en dragast saman árið 2007.

Í byrjun nóvember var gengið frá samkomulagi milli Norðuráls, Hitaveitu Suðurnesja og Orkuveitu Reykjavíkur um að auka afkastagetu álverksmiðju Norðuráls á Grundartanga um 32 þús. tonn umfram fyrirhugaða 90 þús. tonna aukningu sem áður hafði verið samið um. Þegar þessar viðbætur verða teknar í notkun haustið 2006 verður heildarframleiðslugeta verksmiðjunnar orðin 212 þús. tonn. Jafnframt standa yfir viðræður við ofangreind orkufyrirtæki um aukna orkusölu svo að auka megi framleiðslugetu Norðuráls enn frekar árið 2006, eða um 8 þús. tonn.

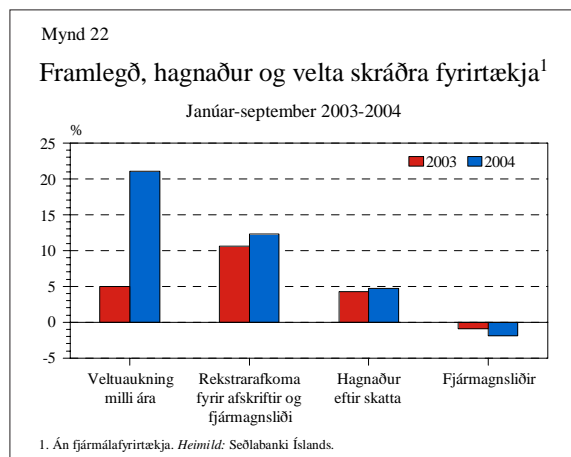
Þá eru uppi áætlanir um frekari stækkun Norðuráls um 40 þús. tonn á árunum 2007-2009. Ef af henni verður næmi heildarframleiðsla verksmiðjunnar allt að 262 þús. tonnum undir lok þessa áratugar. Unnið er að undirbúningi og viðræðum við Orkuveitu Reykjavíkur og önnur stjórnvöld og er stefnt að því að niðurstaða náist innan 4-6 mánaða.

Kostnaður vegna þeirrar viðbótar sem þegar hefur verið samið um er áætlaður 7½ ma.kr. Þar af falla 4½ ma.kr. til á næsta ári. Áætlað er að þörf fyrir mannafla á byggingartíma aukist um þriðjung frá því sem áður var áætlað, eða um 140 ársverk.

Orkan mun koma að langmestu leyti frá Hitaveitu Suðurnesja. Virkjunarframkvæmdir Hitaveitu Suðurnesja sem standa yfir á Reykjanesi munu skila allt að 100 MW. Þetta er nokkru meiri orka en upphaflega var reiknað með, sem gefur færi á nokkru meiri orkusölu til Norðuráls en upphaflega var gert ráð fyrir. Þá mun Svartsengisvirkjun verða stækkuð um 20 MW og er stækkunin talin munu kosta u.þ.b. 3 ma.kr. Heildarkostnaður við 32 þús. tonna viðbótarstækkun Norðuráls og orkuöflun er áætlaður 10½ ma.kr. en heildarkostnaður við stækkun Norðuráls úr 90 þús. tonnum í 212 þús. tonn 32 ma.kr. og rúmlega 20 ma.kr. vegna tengdrar orkuöflunar.

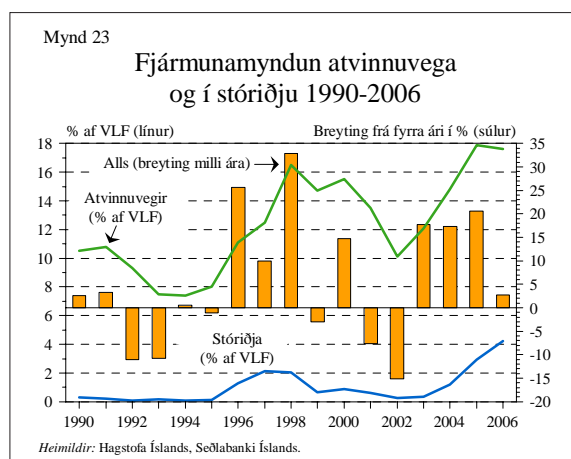






gjafarfyrirtækja. Fjármunamyndun í þjónustustarfsemi af ýmsu tagi og í hótél- og veitingarekstri hefur verið mikil undanfarin misseri, nam u.þ.b. fimmtungi af fjármunamyndun atvinnuveganna á árinu 2003 og fer vaxandi á þessu ári.

Mikill vöxtur hefur einkennt starfsemi skráðra atvinnufyrirtækja á árinu. Níu mánaða uppgjör frá 28 atvinnufyrirtækjum á Kauphöll Íslands sýna rúmlega fimmtungs veltuaukningu milli ára, nokkru betri framlegð (hagnað fyrir afskriftir) en í fyrra, eða tæplega 13% af veltu í stað 11,5%. Hagnaður eftir skatta stendur því næst sem í stað þrátt fyrir að fjármagnsliðir séu mun neikvæðari en í fyrra. Veltufé frá rekstri hefur aukist milli ára um hartnær þriðjung. Afkoman batnar í öllum greinum nema í sjávarútvegi, en þar hefur framlegð minnkað úr tæpum 22% í 18% og hagnaður úr 10% í 7,4% sökum neikvæðra fjármagnsliða.



Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja hafa verið afar hagstæð um langt skeið, einkum hvað áhrærir vexti á erlendum lánnum. Erlendir skammtímavextir eru enn nálægt hálftrar aldar lágmarki og vaxtaálag hefur almennt farið lækkandi eins og áður hefur komið fram.<sup>4</sup> Þótt upplýsingar skorti um meðalvaxtakjör íslenskra fyrirtækja er nokkuð ljóst að um þessar mundir eru þau góð í sögulegu samhengi, enda hafa útlán til fyrirtækja farið ört vaxandi. Útlán meginhluta lánakerfisins, þ.e.a.s. innlánsstofnana, lífeyrisjóða og Íbúðalánasjóðs, til fyrirtækja jukust um 18% á tólf mánuðum til septemberloka. Þessi mikli vöxtur ásamt öðru bendir til töluverðrar fjárfestingar.

Seðlabankinn spáir því að fjárfesting atvinnuveganna aukist um rúmlega 29% á næsta ári en einungis um rúmlega 2% árið 2006, enda fjárfesting þá orðin afar mikil. Samkvæmt spánni mun fjármunamyndun ársins 2006 nema u.þ.b. 27% af vergri landsframleiðslu. Undanfarna tvo áratugi hefur hlutfall fjármunamyndunar numið u.þ.b. 20%, en náði 25% árin 1998 og 2000. Á sjöunda og áttunda áratug síðustu aldar var þetta hlutfall þó um 30%.

Verulegur hluti fjármunamyndunar atvinnuveganna tengist stóriðjuframkvæmdum með beinum hætti, eins og áður er getið. Fjárfesting atvinnuveganna án stóriðju, skipa og flugvéla er hins vegar einungis talin aukast um rúmlega 4% á næsta ári og um 2% árið 2006. Samkvæmt spánni tengjast því u.þ.b. 30% fjármunamyndunar árin 2005-6 byggingu álvera og virkjana.

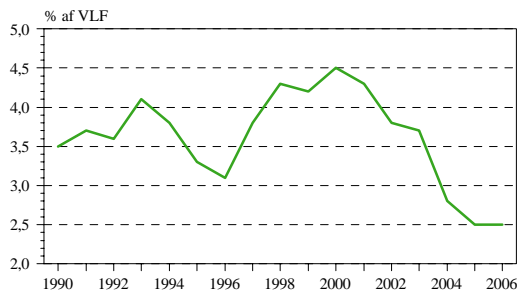
#### Fjármunamyndun hins opinbera

Áform um niðurskurð framkvæmda, sem beinast að tiltölulega stórum og skýrt afmörkuðum verkefnum, eru trúverðugri en almenn áform um niðurskurð samneyslu. Því er í spá bankans fylgt þeim áformum um fjárfestingu sem lýst er í fjárlagafrumvarpi og fylgiskjölum þess og langtímaáætlunum sveitarfélaga, þótt fjárfesting hins opinbera verði með því alllág í seinni tíma samhengi. Reiknað er með rúmlega 18% samdrætti opinberrar fjárfestingar á þessu ári, 4% samdrætti 2005 og óbreyttri fjárfestingu árið 2006.

4. Í Bandaríkjunum hefur álag á vexti fyrirtækja lækkað um 1-1½ prósentu frá því að það náði hámarki árið 2002.

Mynd 24

### Fjárfesting hins opinbera 1990-2006<sup>1</sup>



1. Breytt skilgreining árið 1997 hækkaði hlutfallið um 0.5. Spá Seðlabankans fyrir 2004-2006. Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

### Íbúðafjárfesting

Íbúðafjárfesting var í lægð á síðari hluta tíunda áratugarins. Þrátt fyrir örán vöxt ráðstöfunartekna á árunum 1997-1999 tók fjármunamyndun ekki að aukast að marki fyrr en í kringum aldamótin, eftir að íbúðaverð hafði hækkað töluvert, en síðan hefur íbúðafjárfesting aukist stöðugt í hlutfalli við landsframleiðslu. Eins og ráða má af meðfylgjandi mynd er hækkun íbúðaverðs umfram byggingarkostnað einn helsti gangráður íbúðafjárfestingar. Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hefur hækkað umfram almennt verðlag nær óslitið frá árinu 1997, samtals um u.þ.b. 50%. Eftir því sem bilið á milli byggingarkostnaðar og íbúðaverðs breikkaði jókst íbúðafjárfesting. Árið 2003 jókst íbúðafjárfesting um 13% á föstu verði og nam 5½% af landsframleiðslu.

Á þessu ári hefur þróunin haldið áfram á sama veg. Vöxtur ráðstöfunartekna mun reyndar verða

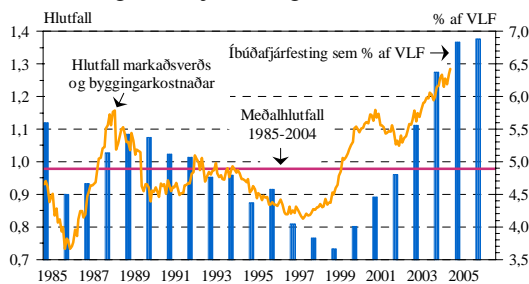
hægari á þessu ári en í fyrra, en íbúðaverð hefur haldið áfram að hækka hröðum skrefum. Staðgreiðsluverð íbúða á höfuðborgarsvæðinu var í október tæplega 14% herra en fyrir ári. Greiðari aðgangur að íbúðalánnum og lækkun vaxta hefur ýtt undir eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði og gætu heildaráhrifin orðið mikil eins og greint er frá í rammagrein 2. Því er líklegt að verð haldi áfram að hækka og muni ýta undir frekari byggingarframkvæmdir á næstu árum.

Í ár er áætlað að íbúðafjárfesting á föstu verði aukist um 13% frá fyrra ári. Áætluðun byggist þó að ýmsu leyti á brotarkenndari upplýsingum en hægt var að styðjast við þegar Íbúðalánasjóður einn stóð á bak við þorra lánveitinga til íbúðakaupa. Vitað er að bankarnir hafa náð til sin allstórum hluta af viðskiptum Íbúðalánasjóðs, en ekki liggur fyrir hvernig lánsfénu er varið, þ.e.a.s. til endurfjármögnunar, kaupa á notuðu húsnæði, nýju húsnæði eða til endurbóta, né heldur hve mikið er lánað til byggingaraðila.

Árið 2005 er áætlað að íbúðafjárfesting vaxi um rúmlega 8% og tæplega 6% árið 2006. Spáin byggist á því að kaupmáttur ráðstöfunartekna muni aukast á næstu tveimur árum og að greiðari aðgangur að lánsfé og lægri vextir muni hafa umtalsverð áhrif á eftirspurn eftir íbúðum. Verðlag íbúðarhúsnæðis mun því hækka áfram um hríð þótt heldur hægi á hækkuninni þegar líða tekur á spátímabilið. Ólíkt ýmsum erlendum stórborgum, þar sem verð hefur einnig hækkað mikið á undanförunum árum, er tiltölulega mikið vannýtt byggingarland til staðar á höfuðborgarsvæðinu. Það ætti að draga úr líkum á því að verð-

Mynd 25

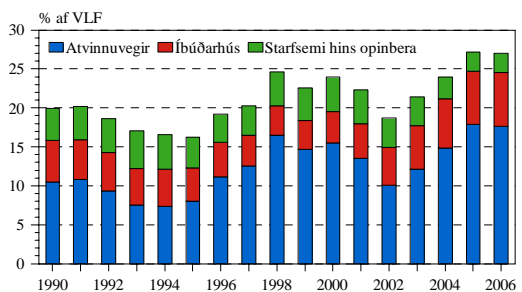
### Markaðsverð íbúða, byggingarkostnaður og íbúðafjárfesting 1985-2006<sup>1</sup>



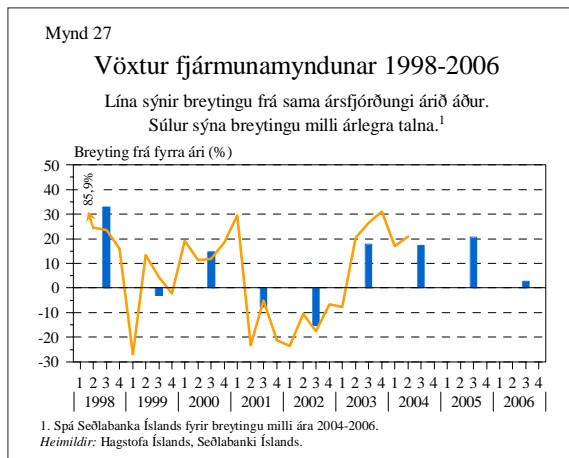
Myndin sýnir hlutfall vísitölu íbúðaverðs í fjölbyli á höfuðborgarsvæðinu og vísitölu byggingarkostnaðar, eftir að báðar vísitölur hafa verið normaliseradar á meðaltal árunum 1985-2004. Spá Seðlabankans um fjárfestingu 2004-2006. Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

### Fjárfesting sem hlutfall landsframleiðslu 1990-2006<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans Íslands fyrir árin 2004-2006. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



hækkunin gangi eins langt og í sumum fjölmennum borgarsvæðum erlendis. Þegar bilið á milli markaðsverðs og byggingarkostnaðar tekur að minnka á ný mun draga úr hvata til fjárfestingar og hún dragast saman á ný. Að óbreyttum stýrivöxtum er þó ólíklegt að það gerist næstu tvö árin, en rétt er að hafa í huga að þróun eftirspurnar kann að vera viðkvæm fyrir vaxtaþróuninni.

## Innflutningur

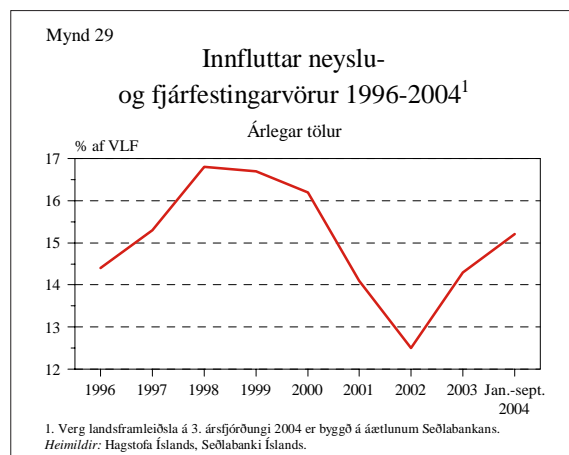
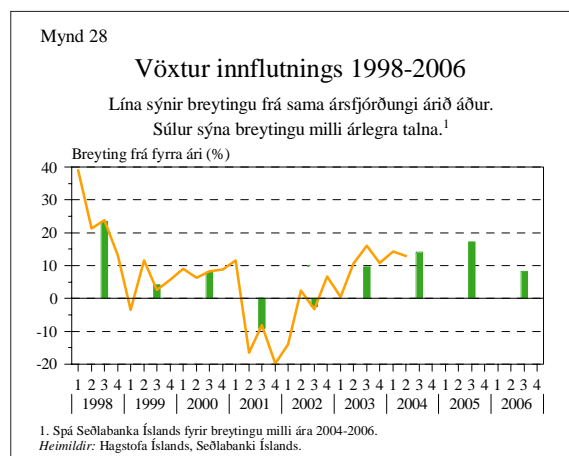
Hraður vöxtur einkaneyslu og fjármunamyndunar í ár birtist í vexti innflutnings sem ekki hefur verið jafn ör frá árinu 1998 (sjá mynd 28). Tiltölulega sterkt gengi og almenn bjartsýni um hagvöxt á næstu árum hefur örvað innflutning, ekki sist á varanlegum neysluvörum. Stór hluti innflutnings fjárfestingarvöru tengist að líkindum virkjunar- og álbræðsluframkvæmdum. Þessi hluti vaxtarins mun aukast enn frekar á næstu tveimur árum.

Í júní spáði Seðlabankinn að innflutningur myndi aukast um tæplega 12% á árinu. Samkvæmt þjóðhagsreikningum var vöxturinn heldur meiri fyrri hluta ársins, eða 13½%. Tölur um vöruinnflutning á þriðja fjórðungi ársins benda til þess að vöxturinn þá hafi verið ívið minni en fyrri hluta ársins, en þó áfram mikill. Vöxtur innflutnings neysluvöru hefur haldist stöðugur á bilinu 14-15% það sem af er ári, en heldur dregið úr innflutningi fjárfestingarvöru í bili. Hann mun þó væntanlega sækja í sig veðrið á ný þegar framkvæmdir færast í aukana.

Þjónustujöfnuður fyrir þriðja ársfjórðung liggur ekki fyrir þegar þetta er ritað, en á fyrri helmingi árs-

ins jukust útgjöld vegna ferðaþjónustu á föstu gengi um 26% frá fyrra ári og útgjöld vegna samgangna um tæplega fjórðung.

Miðað við þróunina fyrri hluta ársins og aðstæður sem líklega eru til þess fallnar að örva einkaneyslu síðustu mánuði ársins virðist líklegt að innflutningur aukist heldur meira á þessu ári en Seðlabankinn spáði í júní. Því er spáð að innflutningur aukist um líðlega 14% á þessu ári. Vöxturinn mun aukast enn frekar á næsta ári, eða í 17%, enda eykst vöxtur einkaneyslu vegna ofangreindra auðs- og lánaáhrifa og innflutningur í tengslum við stóriðjuframkvæmdir. Þar við bætist að gert er ráð fyrir að gengi krónunnar á næsta ári verði heldur sterkara en að meðaltali í ár. Því er einnig spáð að innflutningur aukist talsvert árið 2006, eða um rúmlega 8%, þótt vöxturinn verði mun minni en á næsta ári.



## Hagvöxtur og framleiðsluspenna

Í júní spáði Seðlabankinn að hagvöxtur yrði 4¼% á þessu ári. Hagvöxtur á fyrri helmingi ársins var töluvert meiri, eða 5½%. Miðað við nýjustu upplýsingar má ætla að hagvöxtur ársins í heild verði nokkuð í samræmi við þann vöxt og verði því rúmlega 1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í júní.

Hér að framan hefur verið rakin spá bankans um vöxt þjóðarútgjalda og þróun utaríkisviðskipta. Gangi hún eftir verður hagvöxtur á næsta ári rúmlega 6%, sem er um 1½ prósentu meiri vöxtur en spáð var í júní. Á sama tíma er gert ráð fyrir að þjóðarútgjöld aukist um tæplega 11%, sem er rúmlega 3 prósentum meira en spáð var í júní. Þetta yrði jafnframt mesti hagvöxtur frá árinu 1987. Á árinu 2006 er því spáð að áfram verði kröftugur vöxtur í efnahagslífinu og að hagvöxtur verði tæplega 5% sem er tæplega ½ prósentu meiri hagvöxtur en spáð var í júní. Vöxtur þjóðarútgjalda er hins vegar hinn sami og þá var spáð.

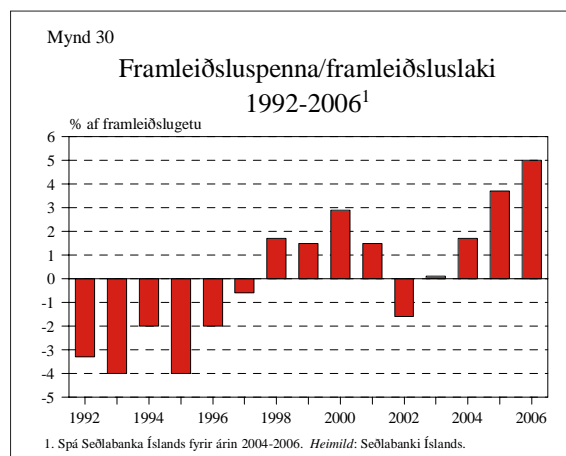
### Útlit fyrir ört vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum á næstu árum

Ljóst er að hagvöxtur næstu tveggja ára verður langt umfram vöxt framleiðslugetu hagkerfisins. Miðað við endurmat á eftirspurn og framleiðslugetu þess undanfarin ár lækkar mat á framleiðsluspennu ársins 2001 niður í 1½% og slaki ársins 2002 er nú talinn um 1½% en sá slaki var horfinn þegar á sl. ári.

Í ár fór hagvöxtur að nýju fram úr framleiðslugetu. Að gefnum forsendum þjóðhagsspárinnar, m.a. um óbreytt gengi og óbreytta stýrivexti, stefnir í að á næstu árum verði veruleg framleiðsluspenna, eða tæplega 2% á þessu ári, tæplega 4% á næsta ári og u.þ.b. 5% árið 2006, sem er 1-3 prósentum meiri framleiðsluspenna en spáð var í júní sl. Ýmsar ástæður eru fyrir þessari miklu breytingu, t.d. lækking langtímavaxta og greiðari aðgangur almennings að lánsfé sem hefur áhrif á bæði einkaneyslu og fjárfestingu, eins og áður er getið. Eftirspurn eftir húsnæði hefur aukist og þrýstir húsnæðisverði upp, sem aftur leiðir til meiri fjárfestingar í íbúðarhúsnæði. Aukinn húsnæðisauður, lægri vextir, rýmri veðhlutföll og auknir möguleikar til endurfjármögnunar og um leið aukin geta til að taka eigið fé út úr íbúðareign leiða til aukinnar einkaneyslu. Þá er tekið tillit til nýrra upplýsinga um stækkun á verksmiðju Norðuráls, og

nú er reiknað með 122 þús. tonna stækkun, í stað 90 þús. tonna viðbótar sem áður var gert ráð fyrir. Að auki er gengi krónunnar hærra í þessari spá en í júní.

Tilgangur þess að spá framleiðsluspennu til tveggja ára er að meta áhrif eftirspurnar á verðbólgu. Í ljósi mikilla framkvæmda á sama tíma og mun greiðari aðgangs almennings að lánsfé er jafn mikil framleiðsluspenna og hér er sýnd ekki ósennileg. Reyndar hefur spennan nokkrum sinnum áður mælst svipuð, t.d. tæplega 5½% árið 1980 og 4½% árið 1987. Verði aðhald við stjórnun efnahagsmála aukið frá því sem gert er ráð fyrir í spánni mun það draga úr framleiðsluspennu og þar með úr verðbólguþrýstingi.



## V Opinber fjármál

### Tekjur og gjöld ríkisins árið 2003 fóru verulega fram úr áætlunum

Meiri almennar verðhækkanir og umsvif en gert var ráð fyrir í fjárlögum leiddu til mun meiri skatttekna á sl. ári en áætlað var í fjárlögum 2003. Samkvæmt þeim áttu skatttekjur að aukast um 3% milli ára, en niðurstaðan varð ríflega 8% aukning. Vaxtatekjur urðu hins vegar minni en áætlað var sem e.t.v. skýrist af nokkuð varfærinni bókun þeirra. Sala á því sem eftir stóð af eign ríkisins í Búnaðarbankanum og Aðalverktökum skilaði ríkissjóði jafnframt 12 ma.kr. umfram bókfært verð.

Gjöld fóru einnig verulega fram úr upphaflegum fjárlögum, enda voru aukafjárveitingar ríflegar, þ.á m. á sérstökum fjárukalögum í mars. Regluleg

gjöld áttu samkvæmt fjárlögum að hækka um 4%, en niðurstaðan varð 11%. Rúmlega ½ prósentu framúrkeyrslunnar má rekja til verðlagsbreytinga, en annað til viðbótarútgjalda.

Samkvæmt uppgjöri Hagstofunnar á grunni þjóðhagsreikninga fyrir árið 2003 hækkuðu tekjur ríkissjóðs úr 33,0% í 33,6% af landsframleiðslu en útgjaldahlutfallið hækkaði úr 33,6% í 35,4% og hefur það hlutfall ekki verið hærra, a.m.k. síðan 1980. Á þennan mælikvarða jókst hallinn á ríkissjóði úr 0,6% í 1,8% af landsframleiðslu.

#### *Tekjur og gjöld ríkissjóðs á árinu 2004 stefna fram úr áætlunum*

Á fjárlögum fyrir árið 2004 var áætlaður afgangur ríkissjóðs 6,7 ma.kr. Reglulegar tekjur áttu að hækka um rúm 5% frá áætlun fjáráukalaga 2003 í takt við verðlagsþróun og hagvöxt. Ekki var gert ráð fyrir eignasölu á árinu. Regluleg útgjöld (þ.e. með tekjuafskrift og lífeyrisfærslur nærri meðallagi) áttu að lækka um ½%, sem hefði svarað til 3% raunlækkunar miðað við líklegt meðalverð útgjalda. Áform um samdrátt útgjalda voru viðtæk, en beindust einna mest að samgöngumálum, velferðarmálum og almennum atvinnumálum, þar sem útgjöld jukust mest árið 2003. Hlutfall reglulegra gjalda af landsframleiðslu átti að lækka um nær 2 prósentur og verða álíka og 2002. Reglulegar tekjur áttu að hækka í takt við landsframleiðslu.

Samkvæmt frumvarpi til fjáráukalaga bætast um 8 ma.kr. við áætlaðar tekjur, mest vegna virðisaukaskatts, tekjuskatts fyrirtækja og fjármagnstekjuskatts. Skatttekjur eiga að hækka um nær 11% frá árinu 2003. Áætlaðar vaxtatekjur lækka um 2 ma.kr. frá fjárlögum vegna varfærnari tekjufærslu en eiga þó að hækka um 2 ma.kr. milli ára. Lækkunin er því trúlega ávísun á minni tekjuafskrift síðar. Tekjur án eignasölu eiga að hækka um rúm 10% milli áruna 2003 og 2004, en á fjárlögum var stefnt að 5% hækkun.

Nýjar gjaldaheimildir í fjáráukalögum nema um 6 ma.kr. auk þess sem talið er að gengið verði á eldri heimildir um tæpan milljarð. Mest munar um 2 ma.kr. hækkun útgjalda til heilbrigðismála og tæpa 3 ma.kr. til velferðarmála, einkum til atvinnuleysistrygginga og vaxtabóta. Hækkun útgjalda milli ára mun því nema 2½% í stað ½% lækkunar samkvæmt fjárlögum. Vegna aukins hagvaxtar og meiri verðhækkana er þó gert ráð fyrir að tekjur og gjöld lækki

sem hlutfall af landsframleiðslu. Hækkun tekna- og gjaldaáætlana frá fjárlögum er álíka mikil og hækkun á nafnvexti landsframleiðslu frá forsendum fjárlaga. Því er enn gert ráð fyrir að tekjur og gjöld lækki álíka mikið miðað við landsframleiðslu og gert var ráð fyrir í fjárlögum.

Til septemberloka voru skatttekjur 15½% hærri en á sama tíma árið 2003 og útgjöld 6-7% hærri eftir mælikvörðum, ef reynt er að leiðrétta fyrir breyttri bókun ríkisútgjalda. Ef þessi hækkun helst út árið, verða því bæði tekjur og gjöld nokkru hærri en að var stefnt, en regluleg afkoma ríkissjóðs nærri áætlunum. Aðrir mælikvarðar benda þó til þess að gjöld gætu farið nokkru meira fram úr áætlunum en tekjur. Ef svo fer, batnar regluleg afkoma ríkissjóðs minna en að var stefnt.

#### *Fjárlagafrumvarpið fyrir 2005 einkennist af lækkun skatta og almennum áformum um aðhald í útgjöldum*

Fjárlagafrumvarpið fyrir 2005 markast annars vegar af skattalækkunum og hins vegar af almennum áformum um aðhald í útgjöldum. Tekjuskattur einstaklinga á að lækka úr 25,75% í 24,75% og persónuafsláttur að hækka um 3%, sem samsvarar 5,6% hækkun skattleysismarka ef útsvör héldust óbreytt. Frekari skattalækkunir eru fyrirhugaðar árin 2006 og 2007. Samneysla á að aukast um minna en 2% að raunvirði og rekstrartilfærslur um minna en 2,5% á ári út kjörtímabilið. Samkvæmt frumvarpinu á tekjuafgangur ríkissjóðs að aukast úr tæpum 8 ma.kr. árið 2004 í rúma 11 ma.kr. 2005 eða úr tæplega 1% í rúmlega 1% af landsframleiðslu. Samkvæmt framsetningu þjóðhagsreikninga batnar þó afkoman meira, eða úr 0,8% af landsframleiðslu 2004 í 1,6% 2005.

Tekjur eiga að hækka um 5½%, eða sem nemur 1½ prósentu umfram verðhækkun landsframleiðslu. Í varúðarskyni er ekki reiknað með tekjum af einkavæðingu. Hlutfall tekna af landsframleiðslu á að lækka úr rúmlega 33% í u.þ.b. 32%, m.a. vegna 5% hagvaxtar sem gert er ráð fyrir í spá fjármálaráðuneytisins. Sökum lækkunar tekjuskatts einstaklinga er áætlað að tekjur ríkissjóðs af honum muni nánast standa í stað, þrátt fyrir að launatekjur séu taldar hækka um rúmlega 8%. Skatttekjur af vörum og þjónustu eiga að hækka um 8½% að nafnvirði, sem er varlega áætlað miðað við forsendur um að nafnvirði

einkaneyslu hækki um 9½% og nafnvirði þjóðar-útgjalda um 11½% milli 2004 og 2005.

Gjöld eiga að hækka um 4½%, eða ½ prósentu umfram verð landsframleiðslu, og lækka hlutfallslega úr rúmlega 32% í tæplega 31% af landsframleiðslu milli 2004 og 2005. Fresta á framkvæmdum fyrir u.þ.b. 2 ma.kr., mest innan gildandi samgönguáætlunar. Útgjöld til annarra málaflokka eiga að standa nokkurn veginn í stað eða aukast eftir því sem lögbundin þjónustuskylda krefst, t.a.m. í fræðslu- og heilbrigðismálum.

#### *Skattalækkunar og langtímaáætlunir*

Með fjárlagafrumvarpinu 2005 fylgir áætlun fyrir árin 2006-2008. Þar er gert ráð fyrir að tekjur ríkissjóðs lækki vegna fyrirhugaðra skattalækkana og hlutfall skatttekna af landsframleiðslu lækki um 0,8 prósentur árin 2004 og 2005, um 1,2 prósentu á hvoru árunum 2006 og 2007 en standi í stað árið 2008. Út frá hlutföllunum má áætla að skattalækkunir nemi rúmlega 30 ma.kr. á ári þegar upp er staðið. Við það aukast ráðstöfunartekjur og neysla heimilanna. Þar sem tekjur ríkisins af óbeinum sköttum hafa undanfarin ár numið um 28% af ráðstöfunartekjum heimilanna, má ætla að um 10 ma.kr. komi til baka í ríkissjóð í fyrstu umferð.

Stefnt er að því að vöxtur ríkisútgjalda verði ekki meira en ½% og 1 prósentu umfram hækkun verðlags landsframleiðslu árin 2005 og 2006. Verður þá framkvæmdum ríkisins haldið í lágmarki. Vegna hagvaxtar lækkar hlutfall útgjalda af landsframleiðslu um 1 prósent. Á árunum 2007-2008 dregur úr stóriðjuframkvæmdum, og þá er reiknað með að útgjöld aukist enda áætlað að áformum um fjárfestingu sem frestað hefur verið verði þá hrundið í framkvæmd. Barnabætur eiga að hækka í áföngum á árunum 2006-2007, samtals um nærfellt 2½ ma.kr.

Reiknað er með að afgangur á ríkissjóði árin 2005 og 2006 muni nema u.þ.b. 1% af landsframleiðslu, en að árin 2007 og 2008 verði halli sem nemi 1% og 1½%. Samkvæmt því eiga hreinar skuldir ríkissjóðs að lækka úr 19½% í tæp 16% af landsframleiðslu á árunum 2004-2006. Skuldahlutfallið á síðan að hækka á ný í 18½% með hallarekstri á árunum 2007 og 2008 miðað við forsendur fjármálaráðuneytisins.

#### *Rekstur sveitarfélaganna hefur batnað*

Samkvæmt áætlunum verða mun minni sviptingar í rekstri sveitarfélaganna en í rekstri ríkissjóðs. Mat Hagstofunnar frá því í september sýnir jöfnuð á rekstri sveitarfélaga árin 2002 og 2003. Samkvæmt áætlunum fjármálaráðuneytisins er gert ráð fyrir að svo verði áfram á árunum 2004 til 2006. Tekjur og útgjöld sveitarfélaga eiga þó að lækka miðað við landsframleiðslu, úr 12,8% í 12% milli árunum 2003 og 2006. Skatttekjur sveitarfélaganna vaxa líkt og landsframleiðsla. Fjármagnstekjur lækka, enda voru þær töluverðar 2002 og 2003. Fjármálaráðuneytið gerir ráð fyrir að samneysla sveitarfélaganna vaxi um 2% á ári. Það er nokkuð á skjön við þróun síðustu ára, sem hefur einkennst af vaxandi umsvifum sveitarfélaga en samneysla þeirra óx að meðaltali um rúm 5% á ári á tímabilinu frá 1998 til 2003.

#### *Afkoma hins opinbera betri samkvæmt spá Seðlabankans en gert er ráð fyrir í fjárlagafrumvarpinu þrátt fyrir meiri samneysluútgjöld...*

Aðhaldsáform í fjárlagafrumvarpinu eru almenn og snúa að fjölmörgum ríkisstofnunum. Það gerir framkvæmd þeirra erfiða, ekki síst í miklum hagvexti. Breytingar á sköttum skapa einnig óvissu, m.a. vegna viðbragða skattgreiðenda.

Í þjóðhagsspá Seðlabankans er reiknað með meiri raunvexti þjóðarútgjalda en í fjárlagafrumvarpinu, allt að 3½% meiri en hjá ráðuneytinu á næsta ári. Samkvæmt því vaxa tekjur ríkisins af útgjöldum einkageirans mun meira en kostnaður ríkissjóðs og afkoman gæti því orðið betri en samkvæmt fjárlagafrumvarpinu. Það skrifast þó einvörðungu á sjálfvirka sveifluhema skattkerfisins en ekki á virka hagstjórn hins opinbera. Áhrif þessara hemla í svo mikilli þenslu eru snöggum meiri en þær viðbætur við samneyslu sem gert er ráð fyrir í spá bankans. Afgangur á rekstri ríkisins gæti því orðið 5-10 ma.kr. meiri á árinu 2005 en reiknað er með í fjárlagafrumvarpinu. Á mælikvarða þjóðhagsreikninga gæti afgangur á ríkissjóði orðið um eða yfir 20 ma.kr. hvort árið 2005 og 2006 miðað við spá Seðlabankans, sem er í hlutfalli af landsframleiðslu sambærilegur afgangur og myndaðist þegar ofþenslan var mest á árunum 1998-2000.

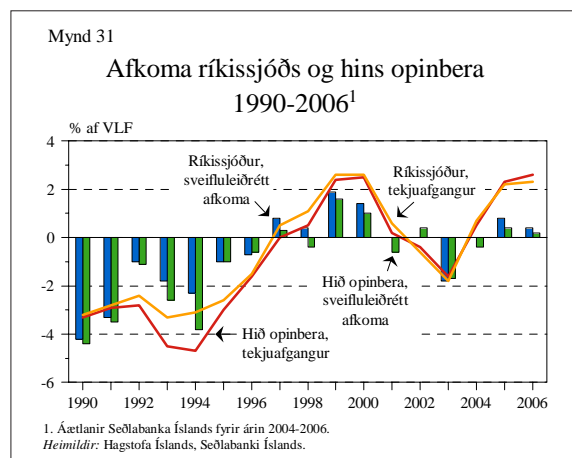
Eins og áður hefur komið fram er reiknað með 3% undirliggjandi samneysluaukningu sveitarfélaganna í þjóðhagsspá Seðlabankans, sem lækkar í u.þ.b.

½% samdrátt á þessu ári vegna verkfalls kennara. Boðaðar hækkanir gjalda og hækkun fasteignamats um áramótin munu bæta afkomu sveitarfélaganna miðað við þessar áætlanir, en á móti kemur aukinn kostnaður vegna samninga við kennara.

Þrátt fyrir forsendur um meiri samneyslu eru horfur á að afkoma sveitarfélaganna næstu tvö árin verði heldur betri en gert er ráð fyrir í fjárlagafrumvarpinu, ef gengið er út frá þjóðhagsspá Seðlabankans. Afgangur verður þó vel innan við ½% af landsframleiðslu bæði árin, enda skatttekjur sveitarfélaga ekki eins næmar fyrir hagsveiflunni og tekjur ríkissjóðs. Með afgangi á rekstri og fjárfestingu má gera ráð fyrir að skuldir sveitarfélaga lækki heldur. Þær voru taldar nema tæplega 7½% af landsframleiðslu í árslok 2003.

*... en hagsveifluleiðrét afkoma hins opinbera er töluvert slakari en á síðasta þensluskeiði*

Réttur mælikvarði á framlag ríkisfjármála til innlendrar hagstjórnar er ekki mæld afkoma heldur afkoma að teknu tilliti til stöðu hagsveiflunnar. Í uppveiflu aukast tekjur hins opinbera sjálfkrafa eins og áður hefur komið fram. Þessi leiðrétta afkoma ríkisins og hins opinbera í heild er verri í spá Seðlabankans en gert er ráð fyrir í fjárlagafrumvarpinu, þrátt fyrir að mæld afkoma sé betri í spá bankans.



Á meðfylgjandi mynd er sýnd afkoma ríkissjóðs ásamt sveifluleiðréttri afkomu fyrir ríkið og hið opinbera alls. Er gert ráð fyrir að tekjur ríkissjóðs hækki um 1,1% fyrir hverja 1% hækkun landsframleiðslu. Ennfremur er tekið tillit til þess að minna er greitt í atvinnuleysisbætur þegar vel árar. Afkoma sveitarfélaga

er hins vegar síður háð hagsveiflunni. Á þennan mælikvarða virðist afkoma ríkissjóðs réttast af á árinu 2005 eftir mikil útgjöld árið 2003. Sveifluleiðrétur afgangur verður um 0,8% af landsframleiðslu, talsvert minni en áætlaður 1,6% afgangur á þjóðhagsreikningagrunni samkvæmt fjárlagafrumvarpinu eða 2,2% afgangur sem samsvarar þjóðhagsspá Seðlabankans. Samsvarandi sveifluleiðrét afkoma fyrir árið 2006 verður 0,4% af landsframleiðslu, samanborið við 2,3% mældan afgang. Afkomuþróun hins opinbera er nokkuð áþekk.

Hagsveifluleiðrét afkoma er því töluvert lakari en á þensluárunum 1999 og 2000, þegar hún var á bilinu 1½-2% af landsframleiðslu hjá ríkissjóði og 1-1½% hjá hinu opinbera. Það er áhyggjuefni í ljósi þess að þá reyndist aðhald í rekstri hins opinbera ekki nógu mikið.

## VI Vinnumarkaður og launaþróun

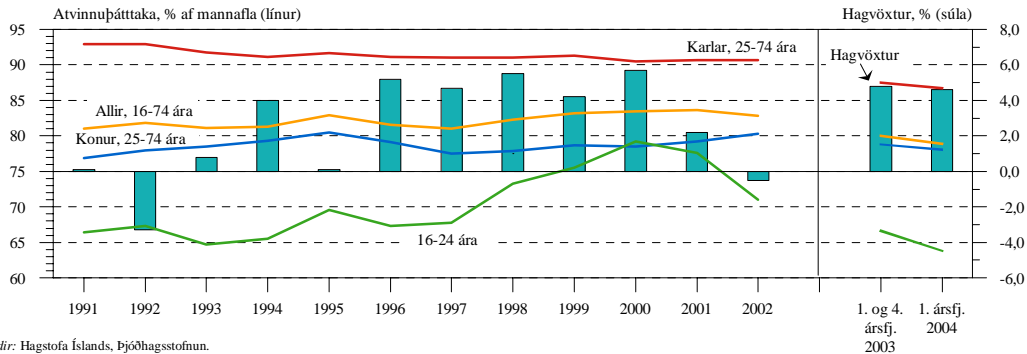
### *Áfram dró úr atvinnu á þriðja fjórðungi ársins*

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands minnkaði atvinnuþátttaka fyrstu þrjá fjórðunga ársins um 1,6 prósentur miðað við sama tíma í fyrra, fyrst og fremst vegna fækkunar starfandi fólks. Mest dró úr atvinnuþátttöku á þriðja ársfjórðungi um 3 prósentur miðað við sama fjórðung 2003. Lengri meðalvinnutími, fyrst og fremst meðal karla, hafði hins vegar í för með sér að heildarvinnutími (margfeldi meðaltals unninna stunda og fjölda við vinnu) dróst einungis saman um 1,1%.

Fækkun starfandi má fyrst og fremst rekja til þess að margt ungt fólk (16-24 ára) hefur yfirgefið vinnumarkaðinn. Tæplega tveir þriðju hlutar fækkunar starfandi fólks skýrist af fækkun í þeim aldurshópi. Einnig hefur starfandi konum á öllum aldri fækkað, aðallega á landsbyggðinni. Áhugavert er að skoða breytingar á samsetningu þess hóps sem stendur utan vinnumarkaðar, sem gefur til kynna hvað þeir hafast að sem horfið hafa af vinnumarkaðnum. Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fjölgaði fólki sem stendur utan vinnumarkaðar um 9.700 á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Námsmenn eru þar fjölmennastir, eða 45%. Hefur þeim fjölgað um 15% sem skýrir minni atvinnuþátttöku í yngsta aldurshópnum. Tæplega 40% þeirra sem standa utan vinnumarkaðar eru öryrkjar eða veikir og hefur þeim fjölgað um tæp 17%. Mest hefur þeim fjölgað sem

Mynd 32

## Atvinnuþátttaka og hagvöxtur 1991-2004



Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun.

eru í fæðingarorlofi, eða um tæplega 60%, en það eru um 10% þeirra sem standa utan vinnumarkaðar.

#### Atvinnusköpun minni en við upphaf síðustu uppsveiflu...

Eins og sést á mynd 32 dróst vinnuafslnotkun einnig saman eftir að hagvöxtur tók við sér að lokinni síðustu niðursveiflu á fyrri hluta tíunda áratugarins.<sup>5</sup> Hagvöxtur var hins vegar minni en tæplega tvö sl. ár. Breyting á atvinnuþátttöku yngra fólks og kvenna í takt við eftirspurn er vel þekkt og hefur slíkur sveigjanleiki verið eitt af einkennum íslensks vinnumarkaðar. Atvinnuþátttaka yngra fólks jókst t.d. verulega í síðustu uppsveiflu. T.d. jókst atvinnuþátttaka 16-24 ára úr 65% á árunum 1994 til 1995 í 79% árið 2000, en var komin niður í 64% á fyrsta ársfjórðungi yfirstandandi árs.

#### ... og innflutningur vinnuafsl er meiri

Innflutningur vinnuafsl vegna virkjunarframkvæmda við Kárahnjúka hefur verið meiri en flestir gerðu ráð fyrir. Notkun erlends vinnuafsl jókst í síðustu uppsveiflu í ákveðnum atvinnugreinum, en mikil þátttaka

erlendra verktaka í stóriðjuframkvæmdum hefur ýtt enn frekar undir þessa þróun. Fleiri atvinnurekendur virðast leggja meira upp úr því að halda föstum kjarna starfsmanna hjá fyrirtækinu og flytja inn starfsfólk til að mæta mestu toppunum í stað þess að yfirbjóða starfsmenn keppinautanna með tilheyrandi launaskriði og auknum launakostnaði. Þetta er einkum áberandi í byggingar- og verktakageirunum. Enn á eftir að koma í ljós í hve miklum mæli það sama verður uppi á teningnum í öðrum atvinnugreinum, þegar og ef skortur á vinnuafli myndast, en erlent vinnuafli gegnir nú þegar töluverðu hlutverki í þjónustugreinum á höfuðborgarsvæðinu. Virkari peningastefna með verðbólguþröngun kann einnig að stuðla að því að fyrirtækin hagræði í rekstri eða flytji inn vinnuafli í stað þess að bjóða hærri laun í samkeppni um vinnuafli í von um að geta velt hærri launakostnaði út í verðlagið. Innflutningur á vinnuafli dregur úr eftirspurn eftir innlendu vinnuafli og heldur aftur af launaskriði sem dregið gæti fleiri fólk inn á vinnumarkaðinn. Hann gæti því skýrt litla atvinnuþátttöku meðal ungs fólks að undanfögnu.

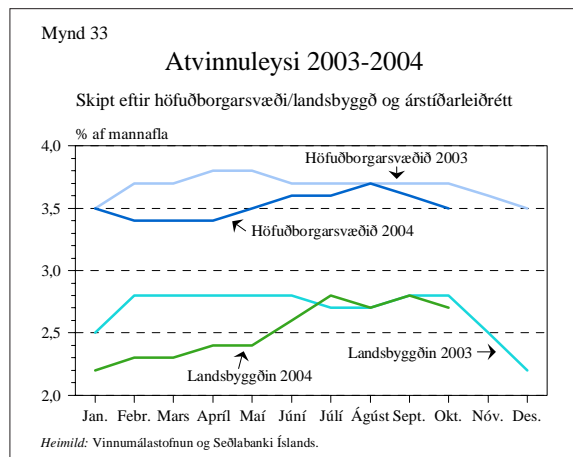
#### Litlar breytingar á atvinnuleysi en fleiri hyggjast fjölga starfsfólki

Atvinnuleysi fyrstu tíu mánuði ársins var að meðaltali 3,2%. Að teknu tilliti til árstíðarsveiflu jókst atvinnuleysi í maí, náði hámarki í ágúst en hefur lækkað lítillega undanfarna mánuði. Aukið atvinnuleysi yfir sumarmánuðina skýrist líklega fyrst og fremst af minna framboði afleysingarstarfa í sumar en venja er. Einnig gætu átaksverkefni síðasta árs hafa haft í för með sér að fleiri námsmenn hafi áunnið sér rétt á atvinnuleysi.

5. Sambærilegar tölur um vinnuafli eru ekki til fyrir þann tíma sem sýndur er. Á árunum 1991-2002 gerði Hagstofan vinnumarkaðskönnun tvisvar á ári, í apríl og í nóvember. Frá og með 1. janúar 2003 hefur verið gerð samfelld könnun en niðurstöður teknar saman ársfjórðungslega. Þar sem kannanirnar voru ekki látnar skarast árið 2003 myndaðist rof í tímaröðina. Þar sem flestar stærðir á vinnumarkaði taka breytingum eftir árstíðum er könnun sem einskorðast við tvær vikur í apríl og tvær vikur í nóvember illa samanburðarhæf við könnun sem gerð er allt árið. Helst er hægt að bera saman niðurstöður eldri könnunar við gögn frá fyrsta og fjórða ársfjórðungi í nýju könnuninni og er það gert í mynd 32.



isbótum í ár. Við þetta bætist að sumarlokanir á leikskólum gera foreldrum leikskólubarna sem eru í námi erfitt fyrir að ráða sig til sumarstarfa.



### Atvinnuleysi mun minnka – spurningin er hversu hratt

Vísbendingar eru um að draga muni úr atvinnuleysi á næstunni. Stórframkvæmdir eru að færast nær byggð á Austurlandi og á höfuðborgarsvæðið. Einnig hefur störfum fjölgað mest á höfuðborgarsvæðinu að undanfögnu, þar sem þorri atvinnulausra er. Í kjölfarið ætti að draga eitthvað úr því ósamræmi sem verið hefur á milli framboðs og eftirspurnar vinnuafis undanfarn ár. Frá ágúst og fram í október sl. fjölgaði lausum störfum um 144% miðað við sama tíma árið 2003 og hafði þá hlutfall lausra starfa á höfuðborgarsvæðinu af öllum lausum störfum aukist úr 20% í nær 40%. Í kjölfar meira framboðs á störfum á höfuðborgarsvæðinu í vor og sumar hefur árstíðarleiðrétt atvinnuleysi minnkað þar.

Annað hugsanlegt teikn um minnkandi atvinnuleysi á næstunni er að meðalvinnutími hefur lengst það sem af er ári, mest á þriðja ársfjórðungi. Lengri vinnutími þeirra sem fyrir eru gæti verið undanfari þess að aukinni vinnuafisþörf sé mætt með nýráðningum.

Samkvæmt könnun sem IMG Gallup gerði meðal forsvarsmanna 400 veltuhæstu fyrirtækja fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið í september hækkar vísitala starfsmannafjölda nokkuð frá febrúarmánuði. Hlutfall þeirra sem töldu að starfsmönnum hjá fyrirtækinu mundi fjölga á næstu sex mánuðum hækkaði í tæplega 31%, samanborið við rúmlega 28% í síð-

ustu könnun. Álíka margir telja að starfsmannafjöldi fyrirtækisins verði óbreyttur eftir sex mánuði.

Í spánni sem hér er birt er reiknað með að atvinnuleysi á þessu og næsta ári verði mjög svipað og spáð var í júní. Á árinu 2006 er spáð að atvinnuleysi verði komið niður í 1,8% þrátt fyrir aukinn innflutning vinnuafis, enda framleiðsluspenna þá orðin veruleg.

### Launabreytingar í takt við kostnaðarmat kjarasamninga

Samkeppni og aukinn innflutningur vinnuafis virðist enn sem komið er hmla gegn launaskriði í geirum þar sem umframeftirspurn er til staðar eða er við það að myndast. Samkvæmt tölum Hagstofunnar og niðurstöðum Kjararannsóknarnefndar virðist lítið launaskrið hafa orðið þegar samningsbundnar launahækkanir á almennum vinnumarkaði tóku gildi í vor og sumar. Laun á almennum vinnumarkaði hafa hækkað um 4,9% það sem af er ári samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar. Kjarasamningsbundnar hækkanir hafa einnig komið seinna fram en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans.

Spáin um breytingar á launakostnaði í ár hefur því verið lækkuð um ½ prósentu í 4½%. Hins vegar er nú spáð meiri hækkan launakostnaðar árin 2005 og 2006 en í síðustu spá eða 6% hvort ár í stað 5½%. Hækkan kostnaðar 2005 stafar fyrst og fremst af því hversu seint launabreytingarnar komu fram í ár, en aukin einkaneysla og minna atvinnuleysi hefur í för með sér meira launaskrið og því hærri launakostnað árið 2006.

Ef marka má niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar jókst framleiðni vinnuafis verulega árið 2003 og framvindan það sem af er ári bendir til að hún aukist einnig umtalsvert í ár. Í spánni sem birtist í þessu hefti er því gert ráð fyrir að framleiðni vinnuafis verði tæplega 1 prósentu meiri í ár en gert var ráð fyrir í síðustu spá eða um 3,4%. Spáð er heldur minnkandi framleiðnivexti á árunum 2005 og 2006. Launakostnaður á framleidda einingu árin 2005 og 2006 eykst samkvæmt spánni um 3,9% og 4,3%.

## VII Ytri jöfnuður í þjóðarbúskapnum og horfur um gengisþróun

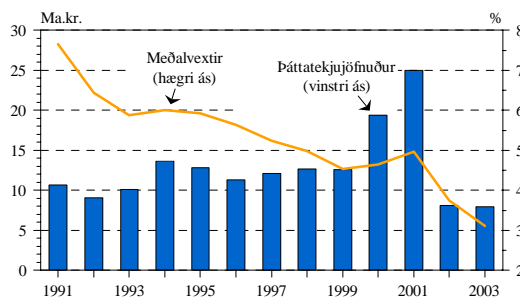
### Horfur á verulegum og vaxandi viðskiptahalla á næstu árum

Í ár stefnir í að viðskiptahallinn verði um 6½% af vergri landsframleiðslu og þá er reiknað með að jöfnuður þáttatekna verði neikvæður um 10½ ma.kr. Beinn innflutningur vegna stóriðjuframkvæmda er talinn munu nema 2,3% af vergri landsframleiðslu í ár, 4,1% á næsta ári og um 4,3% árið 2006. Það stefnir í meiri halla á viðskiptum við útlönd á næstu árum, eða um 10½% 2005 og um 11½% 2006. Hallinn árið 2006 er aðeins minni en í júnispánni, sem stafar einkum af því að nú er gert ráð fyrir meiri álúttflutningi það ár. Að teknu tilliti til aukinna umsvifa í þjóðarbúskapnum vegna stóriðjuframkvæmdanna má ætla að rekja megi u.þ.b. 40-50% viðskiptahalla tímabilsins 2004-2006 beint og óbeint til þeirra.

Erlendar skuldir munu því aukast töluvert á tímabilinu og nema um 112% af vergri landsframleiðslu í lok árs 2006. Reiknað er með nokkurri hækkun á vöxtum erlendra lána þjóðarbúsins á næstu tveimur

Mynd 35

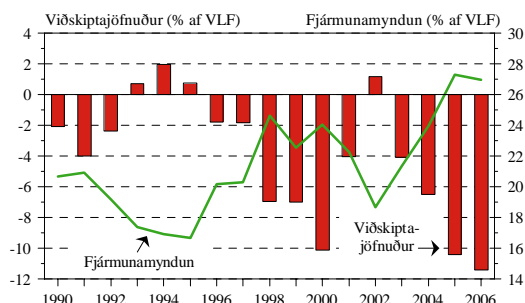
### Þáttatekjujöfnuður og meðalvextir á skuldum þjóðarbúsins 1991-2003



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 34

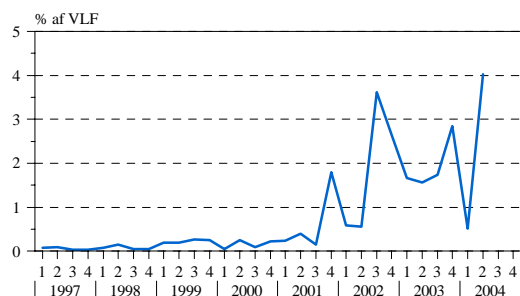
### Viðskiptajöfnuður og fjármunamyndun 1990-2006<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans fyrir árin 2004-2006. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 36

### Endurfjárfestur hagnaður af beinni fjárfestingu 1. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Rammagrein 4 Jöfnuður þáttatekna

Viðskiptajöfnuður mælir verðmæti vöru og þjónustu sem seld er til útlanda að frádregnu því sem keypt er frá útlöndum. Þegar þessi stærð er neikvæð, eins og svo oft hefur verið undanfarin ár, aukast skuldir þjóðarbúsins við útlönd eða gengið er á eignir innlendra aðila erlendis til að fjármagna hallann. Helstu undirliðir viðskiptajafnaðar eru vöruskiptajöfnuður, sem mælir mismun verðmætis útfluttrar og innfluttrar vöru; þjónustujöfnuður, sem mælir mismun verðmætis útfluttrar og innfluttrar þjónustu og jöfnuður þátta-

tekna sem mælir mismun launa, ávöxtunar hlutfjár og vaxtatekna sem innlendir aðilar fá frá útlöndum og þess sem greitt er til erlendra aðila. Auk þess teljast rekstrarframlög til viðskiptajafnaðar en stærsti hluti þeirra eru framlög íslenska ríkisins til alþjóðastofnana og þróunaraðstoðar, en einnig færast meiri háttar tjónabætur á þennan lið.

Eftirfarandi tafla sýnir hvernig jöfnuður þáttatekna hefur þróast frá árinu 1998. Þar kemur fram að launagreiðslur til landsins eru umtalsverðar og mun meiri en

launagreiðslur frá landinu. Þetta skýrist af því að laun greidd íslenskum starfsmönnum Varnarliðsins teljast greidd að utan.

Taflan sýnir að tekjulíðurinn „ávöxtun hlutafjár“ hefur vaxið mikið á undanfönum árum. Hann var hverfandi árið 1998 en nam u.þ.b. 18 ma.kr. árlega 2002 og 2003. Ávöxtun hlutafjár samanstendur af arðgreiðslum vegna hlutafjár í eigu aðila búsettra hér á landi og hlutdeild í hagnaði þeirra fyrirtækja (dótturfélög og útibú meðtalin) sem staðsett eru erlendis ef eignarhlutur innlendra aðila er 10% eða stærri. Þessi síðasti liður hefur vaxið langmest undanfarin ár og stefnir í að verða mjög stór í ár. Hann á verulegan þátt í því að hallinn á jöfnuði þáttatekna var minni árin 2002 og 2003 en árin þar á undan. Líklegt er að svipað muni eiga sér stað í ár. Hafa þarf þó í huga að þessi liður er mjög sveiflukennður, einkum ef horft er til skamms tíma. Ársfjórðungsleg gildi hans sveiflast mjög mikið (sbr. mynd 36). Á fyrsta fjórðungi ársins nam þessi liður rúmum 1 ma.kr., en á öðrum ársfjórðungi nam hann 8,7 ma.kr. eða 4% af vergri landsframleiðslu þess ársfjórðungs. Ef mikið tap er af fyrirtækjum sem innlendir aðilar eiga erlendis getur liðurinn „ávöxtun hlutafjár“ orðið neikvæður.

Ávöxtun hlutafjár í eigu erlendra aðila er mun stöðugri stærð. Að stærstum hluta ræðst hún af hagnaði stóriðjufyrirtækjanna hér á landi sem eru í erlendri eigu.

Vaxtagjöld til útlanda eru stærsti einstaki liðurinn í jöfnuði þáttatekna. Eins og taflan sýnir sveiflast þessi liður mikið. Hann ræðst af fjárhæð erlendra lána og meðalvöxtum þeirra. Eins og sést neðarlega í töflunni hafa erlendar skuldir aukist mikið undanfarin ár. Þær voru í lok ársins 2003 rúmlega þrefaldar á við það sem þær voru í lok ársins 1998. Samt voru vaxtagreiðslur af erlendum lánnum aðeins 70% hærri árið 2003 en árið 1998. Skýrist það af vaxtalækkunum erlendis á tímabilinu. Líklegt er að liðurinn muni hækka á næstunni þar sem talið er líklegt að vextir erlendis muni hækka.

Mikil aukning erlendra skulda þjóðarbúsins endurspeglar ekki einvörðungu aukinn viðskiptahalla, heldur einnig mikla fjárfestingu íslenskra aðila erlendis. Taflan sýnir hraðan vöxt eigna íslenskra aðila undanfarin ár. Í árslok 2003 höfðu þessar eignir vaxið um meira en 344% frá árslokum 1998. Eignir innlendra aðila erlendis námu 842 ma.kr. í lok júní 2004. Þar af voru 147 ma.kr. vegna beinnar fjárfestingar en 695 ma.kr. voru fjárfesting í erlendum markaðsverðbréfum, afleiðum og öðrum fjáreignum.

#### Jöfnuður þáttatekna, skuldir og eignir 1998-2004<sup>1</sup>

Ma.kr.	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1.-2. ársfj. 2003	1.-2. ársfj. 2004
Jöfnuður þáttatekna.....	-12,6	-12,6	-19,4	-24,9	-8,1	-8,0	-6,8	-4,4
Tekjur.....	8,5	9,3	11,6	16,9	27,9	28,8	12,5	17,5
Laun.....	4,7	4,9	5,5	5,8	5,4	6,2	3,0	2,8
Ávöxtun hlutafjár.....	0,6	2,1	2,6	7,8	17,6	18,2	7,5	11,2
þar af endurfjárfestur hagnaður.....	0,5	1,4	1,0	5,1	14,7	15,9	6,3	9,7
þar af arður.....	0,2	0,7	1,6	2,7	2,9	2,3	1,1	1,5
Vaxtatekjur.....	3,1	2,3	3,5	3,4	4,9	4,4	2,1	3,5
Gjöld.....	-21,2	-21,9	-31,0	-41,9	-36,0	-36,7	-19,3	-21,9
Laun.....	-0,3	-0,3	-0,8	-0,5	-0,7	-0,5	-0,3	-0,4
Ávöxtun hlutafjár.....	-2,3	-0,8	-1,6	-0,3	-1,1	-4,6	-2,5	-4,2
Vaxtagjöld.....	-18,6	-20,8	-28,5	-41,1	-34,2	-31,7	-16,5	-17,2
Erlendar skuldir án beinnar fjárfestingar	409	512	723	938	902	1.152	994	1.357
Bein erlend fjárfesting.....	32	35	42	71	63	75	62	82
Erlendar eignir alls.....	152	244	316	422	395	677	480	842
Gengi Bandaríkjadals.....	69,32	72,35	84,47	102,95	80,58	70,99	76,38	72,49

1. Tölur um eignir og skuldir sýna stöðu í lok tímabils. Heimild: Seðlabanki Íslands.

árum en miðað við núverandi erlent vaxtastig og sögulega þróun er ekki óhugsandi að vextirnir hækki meira en hér er gengið út frá, sem myndi þýða frekari hækkun vaxtagreiðslna til útlanda. Mikil óvissa er jafnframt um þróun annarra liða sem mynda jöfnuð þáttatekna, einkum um liðinn endurfjárfestan hagnað (sjá rammagrein 4).

Þegar framleiðsla hefst í álbræðslum sem nú eru í byggingu mun álútflutningur aukast mikið. Árið 2008 þegar öllum framkvæmdum sem tekið er tillit til í spá Seðlabankans verður lokið mun útflutningur áls í tonnnum talið verða u.þ.b. 165% meiri en hann er í ár. Má því áætla að viðskiptajöfnuður muni batna þegar yfirstandandi stóriðjuframkvæmdum lýkur. Eftir mun þó standa nokkur halli sem gæti numið allt að helmingi eða meira af halla ársins 2006 sem hlutfall af landsframleiðslu. Ljóst er að til að brúa þennan halla og skapa jafnvægi í viðskiptum við útlönd þarf útflutningur að aukast, innflutningur að minnka eða hvort tveggja. Aðlögun getur gerst fyrir tilstilli samdráttar eða a.m.k. minni vaxtar innlendar eftirspurnar um nokkurt skeið en sem nemur vexti útflutnings. Lækkun á gengi krónunnar gæti þá orðið óhjákvæmilegur hluti aðlögunarferlisins.

## VIII Verðlagsþróun og verðbólguþáttur

### Verðlagsþróun

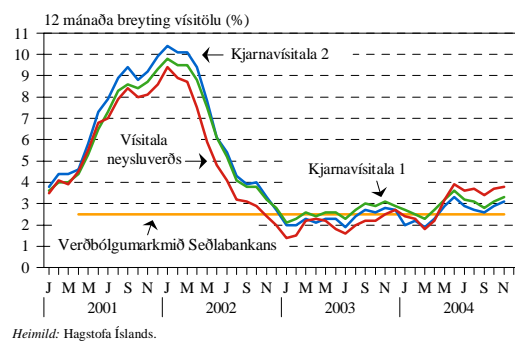
*Verðbólga á þriðja fjórðungi ársins jókst en þó minna en spáð var í júní sl.*

Undanfarna mánuði hefur verðbólga verið á uppleið og mældist tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 3,8% í nóvember. Þetta er sjöundi mánuðurinn í röð sem verðbólga mælist meiri en 3,5%. Á þriðja fjórðungi ársins var verðbólga að meðaltali 3,6%, eða 0,4 prósentum minni en Seðlabankinn spáði í júní. Um helming spáskekkjunnar má rekja til eins-skiptis lækkunar á metnum fórnarkostnaði þess að búa í eigin íbúðarhúsnæði, sem ekki var gert ráð fyrir í síðustu verðbólguþáttur.

Hagstofa Íslands birtir tvær vísitölur sem gefa vísbendingu um undirliggjandi verðbólgu. Árs-hækkun kjarnavísitölu 1, sem er vísitala neysluverðs án sveiflukenndra undirliða búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns, nam 3,3% í nóvember og hefur verið um eða yfir 3% undanfarna sjö mánuði. Kjarna-

Mynd 37

### Verðbólga janúar 2001 - nóvember 2004



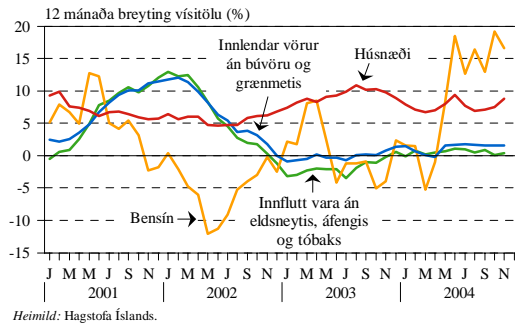
vísitala 2 sem að auki undanskilur verð opinberrar þjónustu hækkaði um 3,1% á tólf mánuðum til nóvember og hefur árs-hækkunin sveiflast í kringum 3% undanfarna sjö mánuði.

### Verðbólga skýrist enn þá af hækkun fátta undirliða

Verðbólgan er enn bundin við tiltölulega fáa undirliði. Hækkun þeirra má að miklu leyti rekja til vaxandi eftirspurnar, en að hluta til beins kostnaðarþrýstings. Skýrasta vísbendingin um eftirspurnarþrýsting er hröð hækkun íbúðaverðs undanfarna mánuði og ár. Af 3,8% hækkun vísitölu sl. tólf mánuði skýrast 1,3 prósent af hækkun húsnæðisliðar. Vísbendingar um eftirspurnarþrýsting má einnig, ef grant er skoðað, sjá í ýmsum vörulíðum vísitölu neysluverðs, bæði innfluttum og innlendum. Hækkun orkuverðs er aftur á móti dæmi um beinan kostn-

Mynd 38

### Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs janúar 2001 - nóvember 2004

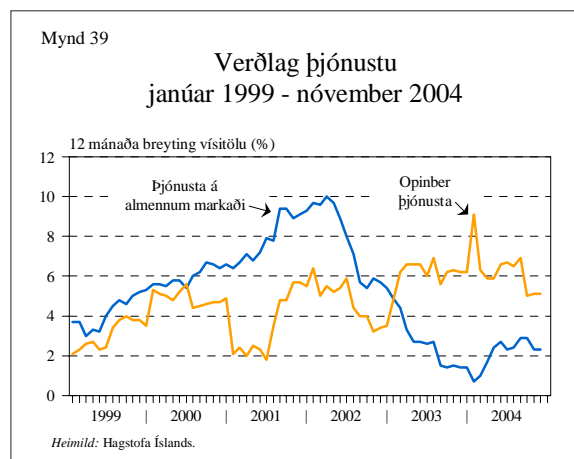


aðarþrýsting. Af hækkuðum vísitölu neysluverðs skýrast 0,6 prósent af verðhækkuðum bensíns, en breytingar á bensínverði á heimsmarkaði koma skjótt fram í bensínverði hér á landi. Þá hefur verð opinberrar þjónustu einnig hækkað meira en vísitalan í heild. Rúmlega tveir þriðju hlutar verðbólgunnar undanfarna tólf mánuði skýrast af verðhækkuðum húsnæðis, bensíns og opinberrar þjónustu.

Að ofangreindum liðum frátöldum hafa verðlags-hækkanir verið hóflegar. Verðlag þjónustu á almennum markaði hafði í byrjun nóvember hækkað um 2,3% á tólf mánuðum, verðlag innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks um 2,5% og innlendrar vöru án búvöru og grænmetis um 1,6%.

*Verðlag opinberrar þjónustu hefur hækkað tvöfalt meira en verðlag annarrar þjónustu*

Verðlag opinberrar þjónustu hefur hækkað um rúmlega 5% undanfarna tólf mánuði, eða tvöfalt meira en verðlag annarrar þjónustu. Hlutur almennings í greiðslum fyrir opinbera þjónustu virðist fara vaxandi, en hafa verður í huga að verðlag þjónustu hins opinbera hækkaði hæggar en verðlag þjónustu einkaaðila á árunun 1999-2002. Ef lægri tekjum ríkissjóðs vegna skattalækkana verður að einhverju leyti mætt með aukinni þátttöku almennings í greiðslum fyrir opinbera þjónustu má búast við að verðlag opinberrar þjónustu haldi áfram að hækka hraðar en almennt verðlag.

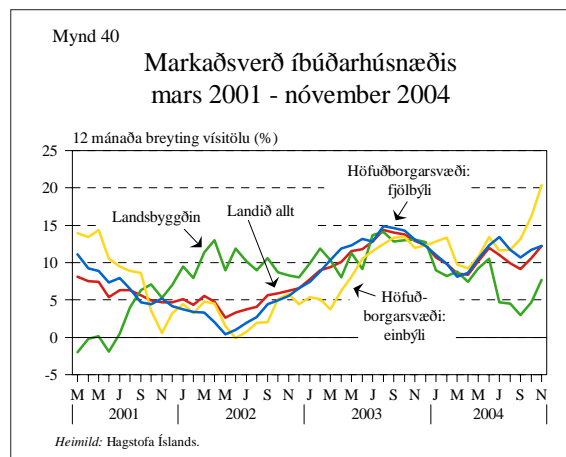


*Húsnæðisverðbólga tekur við sér á ný*

Lítið lát hefur orðið á hækkuðum markaðsverðum íbúðarhúsnæðis frá aprílmánuði. Yfir sumarmánuðina

hægði reyndar örlítið á hækkuðum íbúðaverðum, en þegar áhrifa aukinnar samkeppni á íbúðalánamarkaði og lækkunar vaxta á fasteignaveðlánunum tók að gæta í haustbyrjun hækkaði verð íbúðarhúsnæðis hröðum skrefum (sjá nánar í rammagrein 1). Í nóvember hafði húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hækkað um 8,8% á tólf mánuðum, sem leiddi til 1,6% hækkuðar vísitölu neysluverðs.

Hækkuðum íbúðaverðum undanfarna tólf mánuði hefur verið hröðust á höfuðborgarsvæðinu, en hefur verið umtalsverð á landsbyggðinni einnig. Á landinu öllu hækkaði markaðsverð íbúða að meðaltali um 12%, en tæplega 8% á landsbyggðinni. Hraðast hefur verðlag einbýlishúsa og stærri eigna á höfuðborgarsvæðinu hækkað, eða um rúmlega 20% undanfarna tólf mánuði, samanborið við 12% verðhækkuðum íbúða í fjölbýli á sama tíma. Undanfarna fjóra mánuði hefur hækkuðum á verði stærri eigna verið sérlega hröð, eða að jafnaði 2-3,5% á mánuði.



*Hækkuðum eldsneytisverðum skýrir hækkuðum innflutningsverðum að töluverðu leyti en styrking krónunnar hefur enn ekki komið fram í verðlagi sumra flokka innfluttrar vöru*

Verðlag innfluttrar vöru hækkaði sem fyrr segir um 2,5% á tólf mánuðum til nóvembermánaðar. Að frátöldum áhrifum herra bensínverðs, sem hækkaði um 16,6%, hækkaði verðlag innfluttrar vöru um 0,4%. Þótt verðbólguþrýstingur af völdum ört vaxandi innlendrar eftirspurnar hafi til þessa einkum birst í hækkuðum íbúðaverðum virðist vöruverð til neytenda vera ívið herra en breytingar á gengi og erlendu

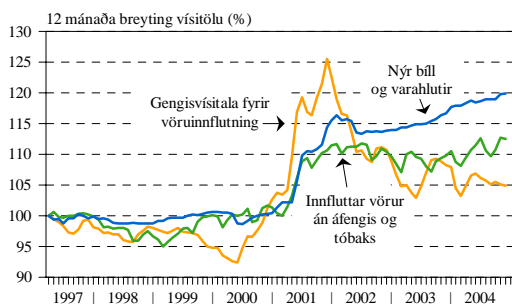
verðlagi gefa tilefni til. Innflutningsvegið meðal-gengi krónunnar hafði í október hækkað um 3½% á tólf mánuðum, en nokkuð mismunandi gagnvart einstökum gjaldmiðlum. T.d. styrktist krónan um rúmlega 10% gagnvart Bandaríkjadal, 2% gagnvart sterlingspundi og 1½% gagnvart evru á sama tíma. Í nóvember styrktist krónan enn frekar gagnvart helstu gjaldmiðlum.

Verð innfluttrar mat- og drykkjarvöru hafði í nóvemberbyrjun lækkað um 0,3% á tólf mánuðum. Megnið af innfluttri matvöru kemur frá evrusvæði, Bretlandi og Bandaríkjunum. Innfluttar vörur frá Bandaríkjunum ættu tvímælalaust að hafa lækkað vegna gengislækkunar Bandaríkjadals. Samkvæmt samræmdri neysluverðsvísistölu evrópska efnahags-svæðisins (HICP) hefur verðlag mat- og drykkjarvöru á evrusvæði og í Bretlandi lækkað um 0,2% og 0,7% á tólf mánuðum. Líklegt er að verðlag á innfluttum matvörum á þessum svæðum þróist með svipuðum hætti og smásöluverðlag matvöru innan þeirra. Að teknu tilliti til gengisþróunar má því ætla að þrýstingur á verð innfluttrar mat- og drykkjarvöru ætti fremur að vera niður á við á næstunni.

Verð innfluttra bíla hefur hækkað um 3,4% á tólf mánuðum til september. Á sama tímabili hækkaði það um 1% á evrusvæði og lækkaði um 0,3% í Bretlandi. Með hliðsjón af styrkingu krónunnar má ætla að verð á bílum hefði átt að hækka mun minna en það hefur gert og jafnvel að tilefni hafi verið til verðlækkunar bíla á þessu ári. Verðhækkun nýrra bíla stafar því sennilega af vaxandi eftirspurn.

Mynd 41

### Gengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - nóvember 2004



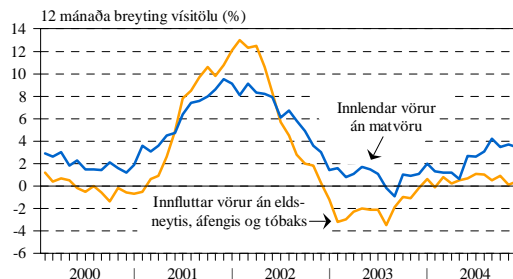
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Innlent vöruverðlag að matvörum frá tóldum hefur hækkað töluvert

Innlend vara keppir við innflutta og fylgir yfirleitt svipaðri verðþróun þótt sveiflur í gengi krónunnar hafi ekki eins sterk áhrif á verð innlestrar vöru. Undanfarna tólf mánuði hefur verðlag innlestrar vöru í heild hækkað minna en innfluttrar vöru. Það má þó fyrst og fremst rekja til lítillar hækkunar eða jafnvel lækkunar á verðlagi innlestrar matvöru að búvöru frá tálanni. Innlent vöruverðlag að matvöru undanskilinni hefur hækkað meira og kann það að benda til sterkari áhrifa eftirspurnar þar sem minna aðhalds gætir frá innflutningi. Það sem af er þessu ári hefur árshækkunin verið á bilinu 3-4% og 3,5% í nóvember. Á sama tíma hefur verð innfluttrar vöru annarrar en áfengis, tóbaks og eldsneytis hækkað á bilinu 0,5-1%.

Mynd 42

### Innlendar vörur án matvöru og innfluttar vörur án eldsneytis, áfengis og tóbaks janúar 2000 - nóvember 2004

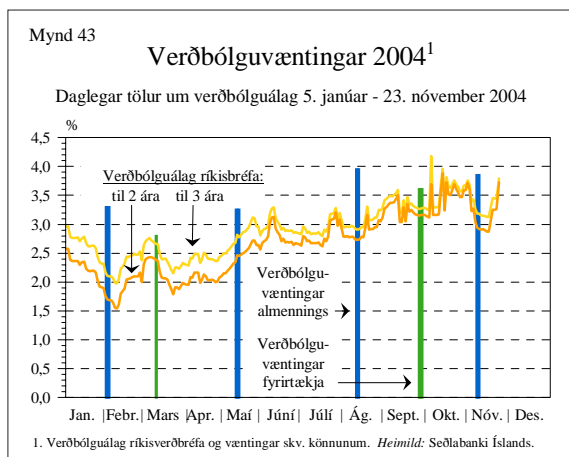


Heimildir: Hagstofa Íslands.

### Verðbólguvæntingar hækka enn

Verðbólguvæntingar hafa hækkað nokkuð á haustmánuðum. Í ágúst voru verðbólguvæntingar mældar með verðbólguálagi ríkisskuldabréfa til þriggja og fimm ára að meðaltali 3% og 3,4%, en á fyrri helmingi nóvembermánaðar voru þær að meðaltali 3,3% og 3,7% en höfðu verið enn hærri í október. Sérfræðingar á fjármálamarkaði gera ráð fyrir að verðbólga yfir árið 2005 verði meiri en þeir reiknuðu með í byrjun september. Samkvæmt nýjustu könnun (sjá rammagrein 5) gera þeir að meðaltali ráð fyrir 3,5% verðbólgu yfir árið 2005. Lægsta gildi er 2,7% og hæsta gildi 4,9%. Í könnun sem gerð var fyrir útgáfu *Peningamála* 2004/3 gerðu þeir að meðaltali ráð fyrir 3,2% verðbólgu. Hæsta gildið var 3,5% og hið lægsta 3,0%.

Samkvæmt könnun sem IMG Gallup gerði á viðhorfum veltumestu fyrirtækjum landsins í september, höfðu væntingar þeirra um verðbólgu næstu tólf mánaða hækkað umtalsvert undangengið hálf t. Forsvarsmenn þeirra gerðu ráð fyrir 3,6% verðbólgu, samanborið við 2,8% verðbólgu í könnun sem gerð var í febrúar. Samkvæmt könnun á verðbólguvæntingum almennings sem IMG Gallup vinnur fyrir Seðlabankann fjórum sinnum á ári, síðast í byrjun nóvember, gerir almennitur að meðaltali ráð fyrir 3,9% verðbólgu næstu tólf mánuði, sem er ívið lægra en í könnun sem gerð var í ágúst. Miðgildi hækkaði hins vegar verulega milli kannana, eða úr 3,1% í ágúst í 4% í nóvember. Staðalfrávik lækkaði á milli kannana úr 2,3% í 1,9% í nóvember. Niðurstöðurnar má túlka sem svo að verðbólguvæntingar þorra almennings séu að hækka, en þeim sem geri ráð fyrir mjög mikilli verðbólgu hafi fækkað.<sup>6</sup>



## Verðbólguþá

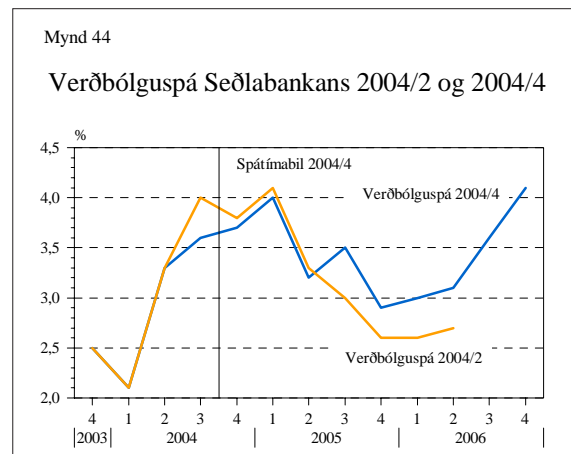
### Verðbólga töluvert yfir verðbólguþámið tvö ár fram í tímann

Í Peningamáli 2004/3 var lagt mat á síðustu þá bankans sem birst hafði í byrjun júní. Niðurstaða þess var að verðbólguþá til lengri tíma hefðu versnað nokkuð frá því í júní. Var það rakið til heldur meiri erlendar verðbólgu og meiri vaxtar innlendar eftirspurnar en gert hafði verið ráð fyrir í júníspánni.

6. Hátt staðalfrávik og lægra miðgildi í fyrri könnun bendir til að litill hluti svarandi hafi vænst mun meiri verðbólgu en þorri svarenda.

Í þeirri þá sem hér birtist kemur þessi þróun enn skýrar fram. Þrátt fyrir að sterkt gengi krónunnar haldi áfram að vinna á móti innlendum verðbólguþrýstingi til skamms tíma leiðir hraður vöxtur innlendar eftirspurnar til þess að verðbólguþá til lengri tíma versna. Verðbólguþá til skemmri tíma hafa hins vegar lítið breyst frá þá bankans í júní sl. Spáð er að verðbólga eitt ár fram í tímann verði u.þ.b. 3,5%, en í júní var spáð 4% verðbólgu ár fram í tímann, eða 3% sé miðað við sama ársfjórðung og í spánni sem hér birtist.

Eftir því sem frá líður dregur úr áhrifum gengisstyrkingar og kröftugs framleiðnivaxtar árunna 2003 og 2004, en vöxtur innlendar eftirspurnar, sem meðal annars ræðst af því að hátoppur stóriðjuframkvæmda færir stöðugt nær, vegur þyngra. Verðbólguþá til lengri tíma lítið. Spáð er að verðbólga tvö ár fram í tímann verði um 3,6%, samanborið við aðeins 2,6% í júníspánni. Hafa verður þó í huga að sú þá var miðuð við fyrsta ársfjórðung 2006, en hér miðast þá bankans tvö ár fram í tímann við þriðja fjórðung þess árs. Mismuninn má því að hluta skýra með því að spáin nálgast hátopp uppsveiflunnar. Á síðasta ársfjórðungi 2006 verður verðbólgan komin yfir 4% samkvæmt spánni. Mynd 44 sýnir verðbólguþá bankans í samanburði við þá frá því í júní.



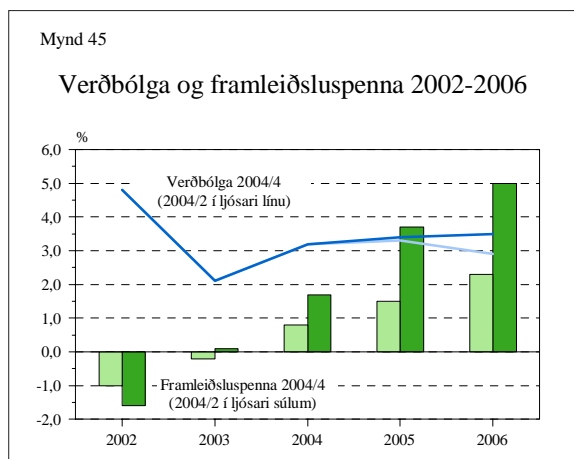
Samkvæmt spánni verður verðbólga yfir verðbólguþámið Seðlabankans allt spátímabilið og yfir efri þólmörkum í lok þess. Þá eru á að meðalverðbólga þessa árs verði 3,2%, sem er í samræmi við þá bankans frá því í júní. Meðalverðbólga

næsta árs verður samkvæmt spánni 3,4%. Árið 2006 er spáð 3,5% meðalverðbólgu, en tæplega 4,5% yfir árið, að því gefnu að stýrivextir haldist óbreyttir.

#### Framleiðsluspenna heldur áfram að aukast...

Megindrífraftur verðbólgu næstu tveggja ára er vaxandi innlend eftirspurn sem leiðir til vaxandi framleiðsluspennu, þ.e.a.s. framleiðslu umfram langtímaframleiðslugetu. Í spánni er gert ráð fyrir að vannýtt framleiðslugeta hafi horfið að fullu á síðasta ári og að á árinu 2006 verði innlend eftirspurn orðin um 5% meiri en framleiðslugeta hagkerfisins. Er það töluvert meiri framleiðsluspenna en gert var ráð fyrir í júnispánni og stafar af meiri vexti innlestrar eftirspurnar á tímabilinu en þá var gert ráð fyrir. Til samanburðar má geta þess að framleiðsluspenna er talin hafa verið tæplega 3% í hátoppi síðustu uppsveiflu árið 2000.

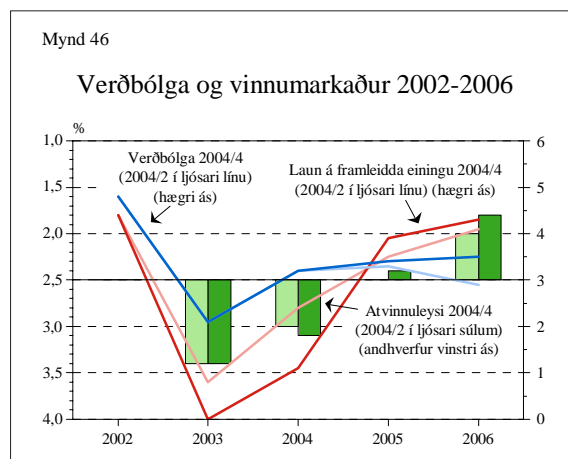
Mynd 45 sýnir mat á framleiðsluspennu og verðbólgu (ársmeðaltöl) út spátímabilið og til samanburðar það mat sem gengið var út frá í júnispánni. Áætlaður framleiðsluslaki árið 2002 er heldur meiri en gert var ráð fyrir í júní, en framleiðsluspennan frá síðasta ári og til 2006 meiri. Aukin framleiðsluspenna kemur fram í meiri verðbólgu, en með nokkurra ársfjórðunga töl. Í júnispánni var gert ráð fyrir að árs hraði verðbólgunnar næði hámarki á næsta ári, enda útlit fyrir að hækkun oliuverðs myndi auka verðbólgu til skamms tíma. Aukinn vöxtur innlestrar eftirspurnar og meiri innflutt verðbólga (sem síðar verður vikið að) hafa nú breytt verðbólguferlinum þannig að árs hraði verðbólgunnar heldur áfram að aukast út spátímabilið. Jafnframt er útlit fyrir að hin mikla framleiðsluspenna sem fyrirsjáanleg er árið 2006



muni að óbreyttum stýrivöxtum kynda enn frekar undir verðbólgu næstu misserin á eftir. Ef gengi krónunnar gæfi eftir þegar liða tekur á spátímabilið myndi það auka enn frekar á verðbólgunna. Þau líkön sem notuð eru við spágerðina gefa til kynna að meðalverðbólga á árinu 2007 geti orðið allt að 5-6% að gefnum ofangreindum efnahagsforsendum og óbreyttum stýrivöxtum.

#### ... og slaki á vinnumarkaði hverfur

Spáð er að atvinnuleysi minnki heldur hraðar en í júnispánni og verði orðið verulega minna en samrýmist verðbólguþröngun bankans á árinu 2006. Þrátt fyrir að atvinnuleysi dragist saman eykst vinnuafslotkun hægar en framleiðsla. Framleiðni mun því halda áfram að aukast nokkuð á spátímabilinu, eftir verulegan vöxt á þessu og síðasta ári.<sup>7</sup> Ör vöxtur framleiðni veldur því að launakostnaður á framleidda einingu vex litlu meira í þessari spá en gert var ráð fyrir í júní, þrátt fyrir að launakostnaður aukist meira á árunum 2005-6 en þá var spáð. Jafnframt er vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu á árunum 2003-4 talinn hafa verið minni en í júnispánni. Þetta má sjá á mynd 46, sem sýnir þróun verðbólgu á spátímabilinu í samhengi við þróun atvinnuleysis (frávik frá 2,5% atvinnuleysi sem samsvarar mati á jafnvægisatvinnuleysi á Íslandi) og launakostnaðar á framleidda einingu. Eins og sjá má er þróun atvinnuleysis lítið breytt frá spánni í júní. Spáð er að slaki á vinnumarkaði verði horfinn með öllu árið 2006, en hækkun



7. Sjá umfjöllun um vinnumarkað hér á undan og í *Peningamálum* 2004/2.



launakostnaðar á framleidda einingu verði orðinn nokkru meiri en samrýmist verðbólguþáttmiðinu þegar á næsta ári.

### Meiri innflutt verðbólga til lengri tíma en gert var ráð fyrir í síðustu spá

Eins og áður hefur komið fram er í spánni gengið út frá því að gengi krónunnar verði rúmlega 3% sterkara út spátímabilið en gert var ráð fyrir í júnispánni. Hærra gengi krónunnar mun vinna gegn innlendum verðbólguþrýstingi framan af spátímabilinu. Hins vegar er nú gert ráð fyrir nokkru meiri innfluttri verðbólgu en í júní, eins og vikið var að í *Peningamállum* 2004/3. Meginástæða þess er hækkun heimsmarkaðsverðs eldsneytis. Í júnispánni var gert ráð fyrir að eldsneytisverð myndi hækka um rúmlega 17% í erlendra mynt að meðaltali á þessu ári og að hækkunin gengi síðan að öllu leyti til baka á næstu tveimur árum, miðað við framvirkt eldsneytisverð. Eins og áður hefur komið fram hefur eldsneytisverð haldið áfram að hækka frá því í sumar og nú lítur út fyrir að hækkunin á þessu ári verði tæplega 28% í erlendra mynt. Framvirkt verð eldsneytis bendir jafnframt til þess að það verði að meðaltali rúmlega 9% hærra á næsta ári en í ár en lækki síðan lítillega árið 2006. Því er ljóst að horfur um þróun eldsneytisverðs hafa versnað verulega frá júnispánni. Horfur um verðþróun iðnaðarvöru og annarrar hrávöru en eldsneytis hafa einnig versnað frá því í júní þar sem vannýtt framleiðslugeta í heiminum virðist hverfa hraðar en þá var gert ráð fyrir. Einnig má ætla að álagning á innfluttar vörur aukist þegar innlend eftirspurn eykst eins hratt

og spád er. Aukin samkeppni og hagræðing á innlendum smásölumarkaði gæti þó hamlað gegn því.

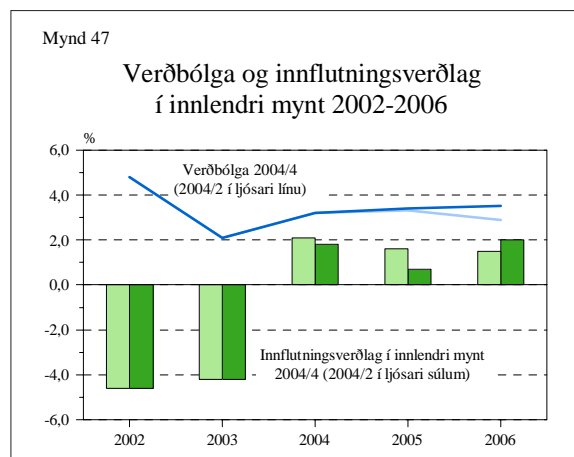
Miðað við óbreytt gengi krónunnar frá spádegi mun hækkun þess það sem af er þessu ári vega upp hækkun erlendra verðbólgu fram á næsta ár. Verð innfluttrar neyslövöru í innlendra mynt mun því hækka heldur minna á þessu og næsta ári en í júnispánni, eins og sjá má á mynd 47. Það er ekki fyrir en á árinu 2006 að innflutt verðbólga í innlendra mynt verður farin að hækka meira en gert var ráð fyrir í júnispánni.

### Spáóvissan er talin upp á við tvö ár fram í tímann

Ævinlega ríkir veruleg óvissa um verðbólguhorfur. Líta ber á meginspána sem þá útkomu sem talin er líklegust miðað við óbreytta stýrivexti og gengi. Veruleg óvissa er t.d. um framvindu alþjóðlegra efnahagsmála, og þá sérstaklega um þróun olíuverðs en ekki er tekin afstaða til þess hvort meiri líkur eru á herra eða lægra verði en gengið er út frá í spánni.

Töluverðar líkur eru á enn frekari stækkun álverksmiðju Norðurláls en nú hefur verið tilkynnt. Jafnframt eru í athugun nokkrir aðrir stóriðju- og verksmiðju-kostir þótt þær hugmyndir séu skemmra á veg komnar. Verði af þessum framkvæmdum mun það hafa áhrif á þjóðarþúskaðinn, þótt áhrifin á verðbólgu séu óviss. Gengi krónunnar gæti styrkst og dregið úr verðbólgu um hríð, en á móti kemur að efnahagssumsvif yrðu enn meiri en gert er ráð fyrir í spánni, sem myndi kynda enn frekar undir verðbólgu til lengri tíma lítið.

Vert er að gefa þeim óvissuþáttum sem taldir eru ósamhverfir sérstakan gaum. Tafla 6 sýnir yfirlit yfir helstu ósamhverfu áhættuþætti spárinnar. Mögulegt er að væntingar- og auðsáhrif mikillar hækkunar eignaverðs undanfarið og aukinnar samkeppni á innlendum lánamarkaði verði meiri en gert er ráð fyrir í spánni. Þá er nokkur hætta talin á að gengi krónunnar veikist þegar líða tekur á spátímabilið og ytra ójafnvægis gæti í vaxandi mæli. Takist ekki að hemja verðbólgunar tímanlega gæti einnig komið til endurskoðunar á launalið kjarasamninga í nóvember 2005. Að lokum er nokkur hætta á að aðhald í útgjöldum hins opinbera verði minna á spátímabilinu en að er stefnt eða gengið er út frá í spánni, enda aðhalds-aðgerðir fremur almennt skilgreindar. Auk þess eru áhrif áformaðra skattalækkana á væntar framtíðar-tekjur fremur varfærnislega metnar og eftirspurnar-áhrif þeirra gætu orðið meiri.



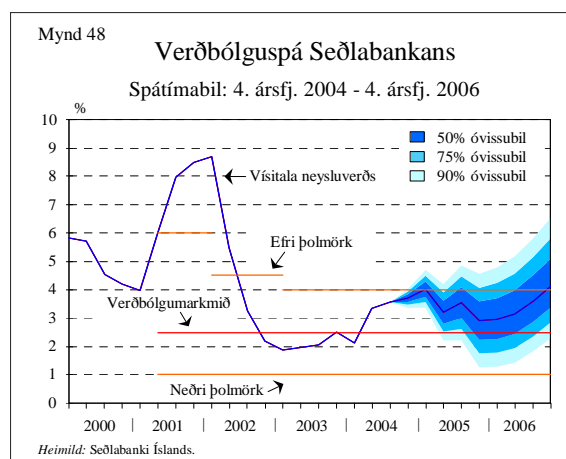
Tafla 6 Helstu ósamhverfir óvissuþættir verðbólguþáttar

Óvissuþáttur	Skýring	Áhrif á verðbólgu
Einkaneysla .....	Áhrif breytinga á lánamarkaði í formi lægri langtímavaxta og aukins aðgengis að lánsfé og möguleg auðsáhrif á einkaneyslu geta verið vanmetin	Hætta á að eftirspurnarþrýstingur sé vanmetinn og verðbólgu því vanspáð
Gengisþróun .....	Mikill viðskiptahalli og væntingar um aukna verðbólgu næstu árin geta þrýst niður gengi krónunnar	Hætta á að gengi krónunnar lækki og verðbólgu því vanspáð
Launaþróun.....	Möguleiki á að slæmar verðbólguhorfur og útkoma annarra kjarasamninga setji launalið almennra kjarasamninga í uppnám	Hætta á að launahækkningar verði meiri en spáð er og verðbólgu því vanspáð
Ríkisfjármál .....	Möguleiki á að aðhald í ríkisfjármálum verði minna en gert er ráð fyrir í áætlunum  Möguleiki á að áhrif skattalækkunaráætlana á væntingar um framtíðartekjur séu vanmetnar og að eftirspurnaráhrif áforma verði því meiri	Hætta á að eftirspurnarþensla verði meiri í hagkerfinu en spáð er og verðbólgu því vanspáð
Eignaverð.....	Möguleiki á lækkun eignaverðs sem dragi úr einkaneyslu þegar liða tekur á spátímabilið	Hætta á að eftirspurnarþensla verði minni í hagkerfinu en spáð er og verðbólgu því ofspáð
<i>Áhættumat</i>		
<i>Seðlabankans</i>	<i>Eitt ár fram í tímann</i>	<i>Tvö ár fram í tímann</i>
<i>Peningamál 2003/4</i>	Samhverft	Upp á við
<i>Peningamál 2004/2</i>	Samhverft	Upp á við
<i>Peningamál 2004/4</i>	Samhverft	Upp á við

Á móti áhættuþáttum sem gætu leitt til meiri verðbólgu má nefna a.m.k. einn sem til lengdar gæti haft gagnstæð áhrif. Innlent eignaverð er mjög hátt um þessar mundir og líklega hærra en undirliggjandi efnahagsþættir geta réttlætt. Hátt verð á hlutabréfum og húsnæði mun áfram stuðla að kröftugum vexti eftirspurnar á næstu misserum, en fari eignaverð að gefa eftir er líklegt að innlend eftirspurn vaxi hægar en gert er ráð fyrir í meginspánni og hagvöxtur, framleiðsluspenna og verðbólga verði minni. Lækkun húsnæðisverðs myndi einnig hafa bein áhrif til lækkunar verðbólgu en liðurinn „reiknuð húsaleiga“ vegur rúmlega 10% í vísitölu neysluverðs. Hvort eða hvenær slík leiðrétting á sér stað er hins vegar afar óvíst en líkur á því gætu aukist er líða tekur á spátímabilið, einkum þó ef vikið er frá þeirri forsendu meginspárinnar að vextir haldist óbreyttir.

Allir ofangreindir óvissuþættir nema eignaverð eru taldir geta stuðlað að meiri verðbólgu en í meginspánni. Áhrifa þeirra gætir þó líklega meira þegar liða tekur á spátímabilið. Því er ekki ástæða til að endurskoða mat á spáóvissu til næsta árs. Hún er talin samhverf eins og í síðustu spám Seðlabankans. Spáóvissan er því áfram upp á við til tveggja ára litið. Við

fyrstu sýn mætti ætla að óvissan upp á við væri meiri en áður, en hafa verður í huga að hluti þeirrar óvissu sem fjallað hefur verið um í fyrri spám bankans hefur verið tekinn inn í meginspána. Því er ekki ástæða til að ætla að spáóvissan sé til muna ósamhverfari til tveggja ára litið en hún var í júní. Áhættumatið er því svipað og það hefur verið frá því í nóvember á síðasta ári.



Sem fyrr er talið líklegt að mat á óvissu sem byggt er á sögulegum gögnum feli í sér ofmat á óvissu sem framundan er. Mat á spáóvissunni er nokkuð litað af þróun síðustu ára, þegar saman för tiltölulega mikil verðbólga og óvissa um verðbólguþróun, en því fylgir jafnan sveiflukennnd verðbólga.

Mynd 48 sýnir mat á spáóvissu næstu tveggja ára. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að verðbólgan verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spád er lengra fram í tímann, sem endurspeglast í vikkun óvissubilsins.<sup>8</sup>

#### Likur á að verðbólga verði nálægt markmiði næstu tvö árin hafa minnkað að gefnu óbreyttu aðhaldi peningastefnunnar

Frá því í júní hafa líkur á að verðbólga verði í námunda við verðbólgu-markmiðið á spátímabilinu minnkað verulega, sérstaklega á síðari hluta þess, að gefnum óbreyttum stýrivöxtum Seðlabankans. Jafnframt hafa líkur á því að verðbólga haldist innan þolmarka minnkað og hættan á að hún fari yfir efrí þolmörkin í lok spátímabilsins aukist verulega.

Tafla 7 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjórð.	Verðbólga				yfir 4%
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	
2004:4	< 1	< 1	< 1	94	6
2005:3	< 1	10	10	62	28
2006:3	1	13	14	44	42

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

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

## Frávíksdæmi

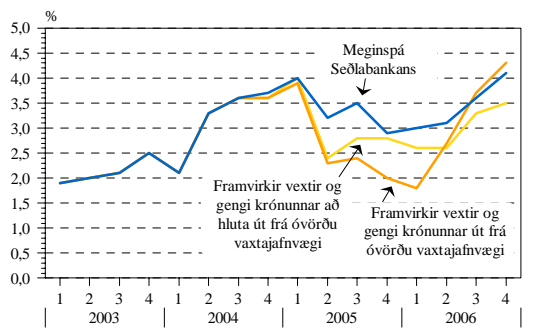
### Vaxtahækkunar sem lesa má út úr framvirkum vöxtum duga ekki til að halda verðbólgu nálægt verðbólgu-markmiðinu

Eins og áður hefur komið fram byggist meginspá bankans á óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar frá spádegi. Slík spá getur gefið misvísandi skilaboð um framþróun efnahagslífsins því að ólíklegt er að þessar forsendar haldi, sérstaklega þegar verðbólguþróunin vikir verulega frá verðbólgu-markmiði bankans. Spánni er hins vegar einkum ætlað að vera stjórnendum bankans leiðarvísir við vaxtaákvæðanir þannig að hægt sé að ákveða stýrivexti bankans þannig að verðbólgu-markmiðið gangi eftir.

Af þeim sökum getur verið gagnlegt að skoða verðbólguþróun sem er byggð á breytilegum vöxtum og gengi krónunnar. Mynd 49 sýnir tvær slíkar spár. Í báðum tilvikum eru stýrivextir bankans látnir þróast í takt við framvirka vexti eins og sýnt er á mynd 6 hér að framan. Jafnframt er gengi krónunnar látið þróast í samræmi við óvarið vaxtafjafnvægi, þ.e. út frá væntingum markaðarins um þróun vaxtamunar í framtíðinni. Miðað við forsendu Seðlabankans um þróun erlendra skammtímavaxta á næstu tveimur árum og framvirkan feril stýrivaxta bankans hækka stýrivextirnir skarpt á næsta ári og umfram erlenda skammtímavexti en vaxtahækkunar 2006 verða tiltölulega litlar vaxtamunurinn minnkar lítilliga. Það hefur í för með sér að gengi krónunnar styrkist framan af en veikist á seinni hluta spátímabilsins til að tryggja að vænt ávöxtun innlendra og erlendra fjáreigna sé

Mynd 49

### Verðbólguþróun miðað við mismunandi vaxta- og gengisforsendur



ávallt hin sama á tímabilinu. Út frá þessum ferli fæst að gengi krónunnar styrkist um u.þ.b. 1½ prósentu árið 2005 umfram það sem gert er ráð fyrir í megin- spá bankans en veikist aftur árið 2006 en nokkru

minna en sem nemur styrkingunni árið áður. Mynd 49 sýnir einnig annan verðbólguferil þar sem vikið er að hluta til frá forsendunni um óvarið vaxtafjæðni og er sá gengisferill jafnari, þannig að gengi krón-

## Rammagrein 5 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru í byrjun nóvember sl. Sem fyrr voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

Mat sérfræðinganna á verðbólguhorfum í ár og næsta ár hefur farið hækkandi frá því í ársbyrjun í samræmi við þróun neysliverðsvísitölunnar á þessu tímabili. Þeir telja að verðbólgan yfir árið 2004 verði að meðaltali 3,7% en 3,2% milli árána 2003 og 2004. Spá Seðlabankans er næstum sú sama: 3,8% yfir ár og 3,2% milli ársmeðaltala. Meiri munur er á verðbólgu- spám þessara sérfræðinga og Seðlabankans fyrir árið 2005. Seðlabankinn spáir lægri verðbólgu yfir árið 2005 eða 3,0% á móti 3,5% meðaltali markaðsaðila en spáin um verðbólgu milli ára 2004 og 2005 er svipuð. Allar spár eru yfir verðbólgu markmiði bankans.

Hagvaxtarhorfur eru betri núna að mati sérfræðinganna en í ágúst sl. Að meðaltali álíta þeir að hagvöxtur á þessu og næsta ári verði um 5% en tölu-

verður munur er á hæsta og lægsta gildi. Seðlabankinn spáir meiri hagvexti eða um 5½% vexti í ár og um 6% árið 2005.

Svarendur spá að meðaltali gengisvísitölu 123 eftir tólf mánuði sem er nokkru lægra gengi en verið hefur undanfarnar vikur. Þá gera þeir ráð fyrir að gengisvísitalan standi í 128 stigum eftir tvö ár sem þýðir enn frekari gengislækkun.

Stýrivextir Seðlabanka Íslands voru hækkaðir 1. nóvember sl. í 7,25% en sérfræðingarnir reikna með meiri hækkunum næstu misseri því að þeir spá 8,6% stýrivöxtum að ári og þeim sömu að tveimur árum liðnum. Af töflunni má hins vegar ráða að sérfræðingana greinir á um þróunina.

Það sama á við um framtíðarverð hlutabréfa, – ekki síst þegar horft er tvö ár fram í tímann. Einn aðili býst við töluverðri lækkun en aðrir við hækkun – mismikilli þó. Sérfræðingar fjármálafyrirtækjanna telja að fasteignaverð muni halda áfram að stíga næstu misseri.

### Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði<sup>1</sup>

	2004			2005		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (yfir árið).....	3,7	3,5	3,9	3,5	2,7	4,9
Verðbólga (milli ársmeðaltala).....	3,2	3,1	3,3	3,5	3,1	4,4
Hagvöxtur.....	5,0	3,9	6,2	5,1	4,3	6,5
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla.....	123,0	120,0	128,0	128,0	123,0	133,0
Stýrivextir Seðlabankans.....	8,6	8,5	9,0	8,6	8,0	9,5
Langtímanafnvextir <sup>2</sup> .....	8,2	8,0	8,2	7,5	7,0	7,7
Langtímaraunvextir <sup>3</sup> .....	3,8	3,5	4,2	3,6	3,2	3,9
Breyting úrvalsvísitölu aðallista.....	2,5	-20,0	20,0	11,8	-10,0	35,0
Breyting fasteignaverðs.....	8,8	5,0	10,0	12,3	10,0	15,0

1. Taflan sýnir breytingu milla tímabila í % nema að því er varðar gengi og vexti. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í íbúðabréf (HFF 150644). Heimild: Seðlabanki Íslands.

unnar styrkist minna framan af en veikist jafnframt minna þegar líður á spátímabilið.

Eins og sjá má er verðbólga framan af minni en í meginspánni, enda draga hærri vextir úr eftirspurn og gengi krónunnar styrkist. Hagvöxtur er u.þ.b. 0,3-0,5 prósentum minni á næstu tveimur árum, eftir því hvor gengisferillinn er notaður, og framleiðsluspenna minnkar með samsvarandi hætti. Þegar líður á spátímabilið fer gengi krónunnar hins vegar að veikjast á ný, eins og áður segir, og verðbólga að aukast. Hún eykst hins vegar mishratt eftir því hvor gengisferillinn er notaður og er reyndar komin upp fyrir meginspána í lok tímabilsins ef tekið er að fullu tillit til óvarins vaxtjafnvægis, enda er þá gert ráð fyrir tiltölulega skarpri lækkun gengis krónunnar. Ef aðeins er tekið tillit til vaxtjafnvægisins að hluta verður verðbólguferillinn jafnari. Verðbólgan þróast áþekkt og í meginspánni út spátímabilið en liggur þó ávallt nokkuð undir henni.

Í báðum tilvikum kemur hins vegar í ljós að þær væntu vaxtahækkunar sem lesa má út úr framvirkum vöxtum virðast ekki duga til að halda verðbólgu við verðbólguþröngun á spátímabilinu. Ljóst er að miðað við núverandi upplýsingar um stöðu þjóðarbúskaparins, breytingar á lánamarkaði og endurskoðaðar áætlanir um stórfamkvæmdir sem nú liggja fyrir, hefði Seðlabankinn hækkað vexti fyrr en raunin varð. Það þýðir að grípa þarf til meiri hækkana en ella til að tryggja að verðbólga verði sem næst markmiði.

#### *Gangi áætlanir ríkisstjórnarinnar um aðhald í ríkisfjármálum eftir verður verðbólga minni*

Í meginspánni er vikið nokkuð frá forsendum fjármálaráðuneytisins um þróun samneyslu á næstu tveimur árum. Gert er ráð fyrir að samneysla vaxi um rúmlega 3% á næsta ári og um 2½% á árinu 2006 en ráðuneytið gerir ráð fyrir að samneysla vaxi um 2% bæði árin eins og áður hefur komið fram. Að hluta til skýrist það af áhrifum verkfalls kennara á útgjöld sveitarfélaga, en einnig er tekið tillit til þess að áætlaðar aðhaldsaðgerðir eru almennt orðaðar og að rík tilhneiging hefur verið til þess að útgjöld fari fram úr upphaflegum áætlunum hins opinbera.

Gangi áætlanir ráðuneytisins eftir er hins vegar ljóst að það léttir aðeins á undirliggjandi eftirspurnarþrýstingi miðað við meginspána. Ætla má að vöxtur þjóðarútgjalda á næsta ári yrði tæplega 1 prósentu minni en í meginspánni. Hagvöxtur yrði því líklega

tæplega ½ prósentu minni árið 2005 en áhrifin á vöxt efnahagslífsins á árinu 2006 yrðu ekki jafn mikil. Um ½ prósentu minni framleiðsluspenna en ella á spátímabilinu myndi léttja á verðbólguþrýstingnum. Ætla mátti að ársverðbólga á næstu tveimur árum yrði á bilinu 0,2-0,3 prósentum minni en í meginspánni.

## IX Stefnan í peningamálum

Þegar þetta er ritað hefur Seðlabankinn hækkað vexti fimm sinnum frá því snemma í maímánuði, samtals um 1,95 prósentur. Síðasta vaxtahækkun bankans var tilkynnt í lok október sl., en þá hækkaði bankinn stýrivexti um 0,5 prósentur, í 7,25%. Í frétt bankans sem þá var gefin út var vísað til greiningar á þróun og horfum í efnahags- og peningamálum sem birtist í *Peningamálum* 2004/3 um miðjan september. Þar var greint frá því að framvindan á fjármálamörkuðum hefði unnið gegn aðgerðum bankans á undanförunum mánuðum og að óhjákvæmilegt væri að Seðlabankinn brygðist við í ljósi þess að framkvæmdir við virkjanir og álbræðslur myndu færast ört í aukana á næstu mánuðum. Greint var frá mikilli ásókn í ný lán í kjölfar gríðarlegra breytinga á framboði lánsfjár, sem hefði það í för með sér að greiðslubyrði einstaklinga léttist verulega, en við það ykist það fé sem þeir gætu ráðstafað til einkaneyslu eða kaupa á íbúðarhúsnæði. Þá var í fréttinni lögð áhersla á að verðbólga hefði um skeið verið töluvert yfir 2½% verðbólguþröngun, sem yki hættu á að hærri verðbólguþröngun, sem hefðu ágerst undanfarið ár, festust í sessi. Raunstýrivextir Seðlabankans hefðu fyrir vikið ekki hækkað að ráði og væri vaxtahækkun bankans ætlað að vinna á móti slakara aðhaldi peningastefnunnar sakir hærri verðbólguþröngun, slökunar á fjármálalegum skilyrðum sem stafaði af sókn bankanna inn á íbúðalánamarkaðinn og breytingum á útlánareglum Íbúðalánasjóðs. Þá var frá því greint í fréttinni að líklega þyrfti að grípa til frekari aðgerða til að ná verðbólgunni niður að verðbólguþröngun bankans, meðal annars í ljósi þess að umtalsvert frávik gæti leitt til endurskoðunar á launalið kjarasamninga í nóvember árið 2005, en einnig yrði að taka tillit til vaxandi framkvæmda við virkjanir og stóriðju og ófullnægjandi aðhalds í frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2005. Varað var við því að mikill viðskiptahalli á næstu tveimur árum gæti grafið

undan gengi krónunnar er fram í sækti með tilheyrandi afleiðingum fyrir stöðugleika verðlags og álagi á fjármálakerfið. Í ljósi þess að nýlegar breytingar á íbúðalánamarkaði tefðu fyrir því að stýrivaxtahækkunarir hefðu tilætluð áhrif hefðu rökin fyrir því að hækka vexti fyrr en síðar styrkst til muna, en tímanlegt aðhald gæti leitt til þess að hækka þyrfti vexti minna síðar.

#### *Raunstýrivextir enn nálægt náttúrulegum raunvöxtum*

Á þeim mánuði sem liðinn er frá því að vextir bankans voru hækkaðir síðast hafa raunstýrivextir hans hækkað lítillega, en eru þó innan þess bils sem þeir hafa sveiflast undanfarið ár. Jafnframt er ljóst að lausafjárstaða fjármálafyrirtækja hefur verið rúm og peningamarkaðsvextir hafa verið heldur lægri en stýrivextir bankans. Hvort tveggja bendir til þess að aðhald peningastefnunnar hafi enn ekki aukist eins mikið og að var stefnt. Undanfarnar vikur hafa raunstýrivextir Seðlabankans metnir með verðbólguálagi óverðtryggðra ríkisskuldabréfa til tveggja eða þriggja ára verið u.þ.b. 4%.

Þessa raunvexti má setja í samhengi við mat á náttúrulegum raunvöxtum á Íslandi, en það eru þeir raunvextir sem samrýmast stöðugu verðlagi þegar hagvöxtur er í samræmi við vöxt framleiðslugetu og ættu því við eðlilegar aðstæður að vera þeir vextir sem ríkja að meðaltali yfir hagsveifluna. Slíkt mat er háð mikilli óvissu, en að líkindum liggja þessir vextir á bilinu 3-4% hér á landi. Þar sem peningamarkaðsvextir hafa ekki alveg fylgt stýrivöxtunum eftir hafa raunvextir þeirra verið heldur lægri en raunstýrivextir Seðlabankans. Af því má draga þá ályktun að raunvextir þurfi að hækka umtalsvert frá því sem nú er til þess að aðhald peningastefnunnar verði nægilega mikið til að vinna gegn áhrifum stórfamkvæmda og aukins framboðs lánsfjár á eftirspurn, þannig að tryggja megi verðlagsþróun í samræmi við markmið Seðlabankans. Raunvextir geta hækkað með því að nafnvextir hækki umfram verðbólguvæntingar og með því að verðbólguvæntingar lækki. Við núverandi aðstæður virðist ólíklegt að verðbólguvæntingar lækki nægilega nema fyrir atbeina peningastefnunnar. Til þess að verðbólguvæntingar minnki þarf fyrst að rjúfa raunvaxtamúrinn sem myndast hefur við vaxtastig sem líklega er aðeins lítillega ef nokkuð yfir náttúrulegum raunvöxtum. Til

þess þarf nægilega umfangsmiklar aðgerðir af hálfu bankans til að skapa trú á að verðbólga verði hamin.

#### *Peningastefna hefur áhrif á virka vexti erlends lánsfjár*

Nokkuð hefur verið um það rætt að hinn greiði aðgangur innlendra aðila að ódýru erlendu lánsfjármagni dragi mjög úr slagkrafti peningastefnunnar. Jafnvel hefur verið gengið svo langt að halda því fram að hún sé með öllu óvirk. Þetta er misskilningur. Innstreymi erlends lánsfjár kann vissulega að slæva mátt peningalegs aðhalds um tíma og leiða til þess að hreyfa þarf stýrivexti meira en ella til að ná tilætluðum áhrifum. Samt sem áður má ætíð finna vaxtastig sem hæfir markmiði Seðlabankans. Greiður aðgangur að erlendu lánsfé kann hins vegar að hafa umtalsverð áhrif á miðlunarferlið. Hann kann vissulega að tefja miðlun peningastefnunnar í gegnum vaxtarófið og auka á óvissu um hversu hratt hún á sér stað. Eftir stendur að peningastefnan getur haft veruleg áhrif á virka vexti erlends lánsfjár með því að hafa áhrif á gengi krónunnar. Með því að hækka vexti stuðlar Seðlabankinn tímabundið að herra gengi krónunnar en ella. Hækki gengið til skamms tíma upp fyrir það sem markaðsaðilar telja jafnvægisgengi krónunnar ýtir það undir væntingar um lækkun gengisins síðar. Þetta felur í sér að væntir virkir vextir, þ.e.a.s. þeir vextir sem innlendir aðilar greiða í raun í íslenskum krónum af erlendum lánnum verða hærri en nafnvextir lánanna. Hækkun gengisins yfir vænt langtímajafnvægi dregur úr áhuga erlendra fjárfesta á innlendum skuldabréfum, sem fyrir erlenda fjárfesta fela í sér gjaldmiðlaáhættu. Ef fjármögnun t.d. húsnæðisveðlana hvílir að einhverju leyti á eftirspurn frá slíkum fjárfestum kemur að því fyrr en síðar að veitendur slíkra lána þurfa að aðlaga vexti sína að þeim kjörum sem þeim sjálfum bjóðast til að fjármagna útlánin. Þannig hefur innlend peningastefna áhrif á virka vexti erlendra lána þótt nafnvextir þeirra séu óháðir innlendri peningastefnu. Jafnframt myndi herra gengi þrengja að útflutnings- og samkeppnisfyrirtækjum og eftirspurn þeirra eftir innlendum aðföngum, sem stuðlar að því að halda aftur af launa- og verðhækkunum innanlands. Æskilegt væri að miðlun peningastefnunnar ætti sér í ríkari mæli stað eftir öðrum leiðum. Ástæðan er sú að hátt gengi bitnar fyrr og meira á sumum atvinnuvegum en öðrum og að áhrif á eftirspurn eftir innfluttum

neysluvörum gætu fyrst í stað orðið til örvunar og aukið enn frekar á viðskiptahalla áður en áhrifa á almenna eftirspurn fer að gæta.

### *Gjaldeyriskaupum til styrkingar gjaldeyrisforða hætt*

Neikvæðar hliðarverkanir eru hins vegar óhjákvæmilegur fylgifiskur aðhaldssamrar peningastefnu í litlu opnu hagkerfi. Mikilvægt er að hindranir verði ekki settar fyrir þá miðlunarleið peningastefnunnar sem gerir henni kleift að hafa áhrif á virka vexti erlendra lána. Í því sambandi er ástæða til að fjalla nokkuð um reglubundin kaup Seðlabankans á gjaldeyri undanfarin ár í því skyni að styrkja gjaldeyrisforðann. Eins og oft hefur komið fram af hálfu bankans hefur það ekki verið markmið hans með kaupunum að hafa áhrif á gengi krónunnar heldur að treysta erlenda lausafjárstöðu og skapa tryggara umhverfi um gjaldmiðilinn til lengri tíma litið. Að öðru óbreyttu fela gjaldeyriskaup bankans í sér að laust fé eykst á innlendum markaði. Í reynd er þó tilhneiging til sjálfvirkrar stýfingar (e. sterilisation) þessara gjaldeyriskaupa þar sem innlánsstofnanir nota andvirði gjaldeyris sem þær selja Seðlabankanum til þess að lækka skuld sína við bankann í formi endurhverfra viðskipta. Eins og nánar er lýst í kaflanum um fjármálamarkaði og aðgerðir Seðlabankans hér á eftir hafa þó nettóáhrif gjaldeyriskaupa og afnáms bindiskyldu verið jákvæð, þ.e.a.s. lækkun á stofni endurhverfra viðskiptasamninga og hækkun á stofni innstæðubréfa hafa til samans ekki náð að veða fyllilega upp áhrif gjaldeyriskaupa og lækkunar bindiskyldu á sl. ári á laust fé. Að auki hafa markaðsaðilar haft tilhneigingu til að túlka reglubundin kaup bankans til þess að styrkja gjaldeyrisforðann sem aðgerð er miðað við þá að halda gengi krónunnar stöðugu. Burtséð frá eiginlegum tilgangi bankans er þessi túlkun markaðsaðila afar óheppileg fyrir peningastefnuna, þar sem hún getur leitt til þess að í reynd fari aðgerðir bankans að hafa svipuð áhrif og fast-

gengisstefna þótt sú sé ekki ætlunin. Með hliðsjón af þessu og vegna þess að gjaldeyrisforði bankans hefur styrkst verulega hættir bankinn frá byrjun næsta árs að kaupa gjaldeyri til eflingar forðanum. Frá þeim tíma munu kaupin eingöngu tengjast þörfum ríkissjóðs fyrir gjaldeyri vegna greiðslna af erlendum lánum hans, eins og nánar er skýrt í kaflanum um fjármálamarkaði og aðgerðir Seðlabankans.

### *Aðhald í opinberum fjármálum þyrfti að vera meira*

Á næstu árum þarf peningastefnan að glíma við aðstæður sem mjög munu reyna á þanþól þjóðarbúskaðarins. Afar mikilvægt er að peningastefnan og stefnan í ríkisfjármálum vinni saman við þessar aðstæður. Því þyngrri byrðar sem lagðar eru á peningastjórnina á þessu tímasteiði, þeim mun meiri verða neikvæð hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu. Seðlabankinn hefur lagt mikla áherslu á að létt verði undir með peningastefnunni með ströngu aðhaldi í ríkisfjármálum og hins opinbera í heild. Frumvarp til fjárlaga fyrir árið 2005 felur í sér nokkuð aukið aðhald miðað við fyrra ár. Eigi að síður er útlit fyrir að hagsveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs á árunum 2005 og 2006 verði töluvert lakari en á ofþensluárunum 1999 og 2000. Aðhaldið þá reyndist ófullnægjandi í ljósi þess að umtalsverð eftirköst ofþenslunnar komu fram á árunum 2001 og 2002. Til þess að veða á móti örvunaráhrifum skattalækkana á næstu árum þarf mjög röttækkan niðurskurð á útgjöldum ríkisins sem eflaust mun mæta mótspyrnu. Því er það verulegt áhyggjuefni hve áætlanir um niðurskurð eru óljósar. Flest ár hafa útgjöld hins opinbera haft tilhneigingu til að fara fram úr áætlunum. Við ákvarðanir í peningamálum er því varasamt að treysta á að metnaðarfull áform um niðurskurð útgjalda gangi fyllilega eftir, því að gerist það ekki kann að verða of seint að bregðast við afleiðingum þess við þær aðstæður sem framundan eru. Seðlabankinn verður að miða aðgerðir í peningamálum við þá framvindu sem hann telur sennilegasta.