Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum[1]

Slaki hefur aukist og verðbólga verður undir markmiði næstu misseri þrátt fyrir fyrirhugaðar stóriðjuframkvæmdir

Umsvif og eftirspurn hafa verið heldur veikari síðustu mánuði en þjóðhagsspá bankans frá því í nóvember síðastliðnum gerði ráð fyrir. Flest bendir til að lítils háttar samdráttur landsframleiðslu hafi átt sér stað á síðasta ári. Þá hefur staðan á vinnumarkaði haldið áfram að veikjast. Meiri slaki en áður var reiknað með og styrking gengis krónunnar hafa fært verðbólgu niður fyrir verðbólgumarkmið bankans. Sennilegt er að styrking krónunnar byggist að hluta á hækkun jafnvægisgengis vegna fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda. Í nýrri þjóðhagsspá bankans er gert ráð fyrir álvers- og virkjunarframkvæmdum á Austurlandi. Þrátt fyrir þessar framkvæmdir og auknar aflaheimildir eru horfur á að hagvöxtur á þessu ári verði undir jafnvægisvexti og atvinnuleysi eykst. Hagvöxtur verður meiri á næsta ári en eins og nú horfir mun marktæk spenna varla myndast fyrr en vel er liðið á það ár. Miðað við óbreytt gengi og peningastefnu verður verðbólga næstu tvö árin rétt rúmlega 2%, sem er undir markmiði bankans. Meðan ofangreint ástand varir og horfur eru á áframhaldandi jafnvægi í þjóðarbúskapnum og minni verðbólgu en markmið Seðlabankans kveður á um verður lægð í þjóðarbúskapnum meginviðfangsefni hagstjórnar. Því eru skilyrði til frekari slökunar í peningamálum.

I Þróun efnahagsmála

Verðbólgan er nú minni en markmið Seðlabankans kveður á um, hvort heldur á mælikvarða vísitölu neysluverðs í heild eða kjarnavísitalna. Á sama tíma gætir aukins slaka á vinnumarkaði. Jöfnuður hefur verið í utanríkisviðskiptum og gengi krónunnar hefur haldið áfram að styrkjast. Innlend eftirspurn er áfram í lægð þótt ýmsar vísbendingar frá sl. ársfjórðungi gefi til kynna nokkurn vöxt miðað við lægðina fyrir ári.

Verðlagsþróun

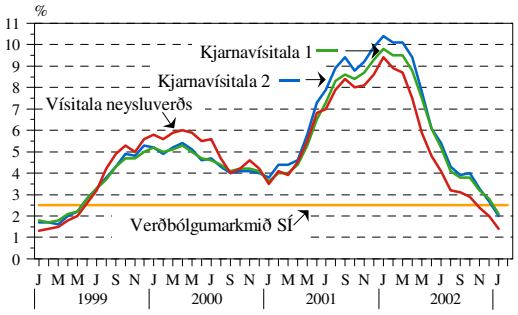
Verðbólga hefur ekki verið minni í fjögur ár og undirliggjandi verðbólga er einnig orðin minni en verðbólgumarkmiðið

Í janúar hafði vísitala neysluverðs hækkað um 1,4% á tólf mánuðum, sem er minnsta verðbólga frá febrúar árið 1999. Þau tíðindi urðu einnig í janúar að kjarnaverðbólga varð minni en svarar til verðbólgumarkmiðs Seðlabankans. Kjarnavísitala 1, sem undanskilur verðbreytingar grænmetis, ávaxta, búvöru og bensíns, hafði hækkað um 2,1% á tólf mánuðum og kjarnavísitala 2, sem að auki undanskilur opinbera þjónustu, um 2%. Á þremur mánuðum höfðu kjarnavísitölurnar hækkað um 1,9% og 0,9% á árskvarða. Áhrif árstíðarsveiflu vegna vetrarútsalna námu u.þ.b. 0,2% milli desember og janúar, en í

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 31. janúar 2003.

Mynd 1

Verðbólga á mælikvarða vísitölu neysluverðs og kjarnavísitalna 1999-2003



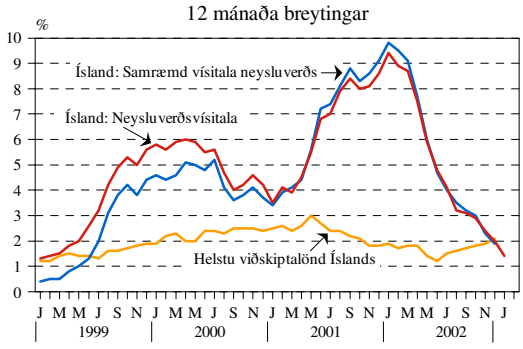
Heimild: Hagstofa Íslands.

kjarnavísitölu 1 vó verðhækkun opinberrar þjónustu, sem jafnan á sér stað um áramót, á móti og ríflega það. Hækkun vísitölu neysluverðs á sl. ári stafaði af hækkun á verði húsnæðis og þjónustu, sem nánar er fjallað um hér á eftir. Vöruverð lækkaði verulega á árinu 2002, einkum verð innfluttrar vöru, sem lækkaði um tæplega 3%.

Mynd 2

Verðbólguþróun 1999-2003

12 mánaða breytingar



Heimild: Hagstofa Íslands.

Í desember sl. mældist verðbólga á Íslandi minni en að meðaltali á EES-svæðinu, miðað við hina samræmdu vísitölu (HICP) fyrir EES-svæðið. Á Íslandi var verðbólgan 1,9%, en 2,2% að meðaltali á EES-svæðinu og 2,1% í helstu viðskiptalöndum Íslands.

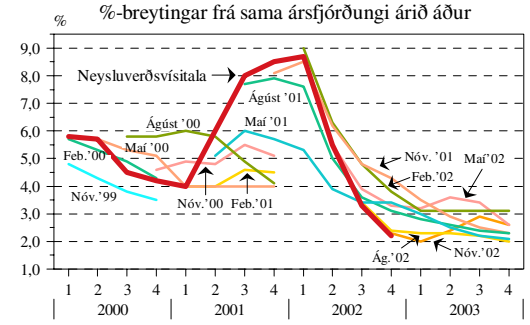
Verðbólguspá bankans gekk eftir á síðasta ársfjórðungi en ársspá bankans fyrir ári var vel yfir mældri verðbólgu

Hækkun neysluverðs milli þriðja og fjórða ársfjórðungs 2002 var u.þ.b. hin sama og Seðlabankinn spáði í nóvember. Þá spáði bankinn 2,3% hækkun frá fjórða ársfjórðungi 2001 til jafnlengdar 2002, en í reynd hækkaði vísitalan um 2,2%. Hins vegar var þróunin á árinu 2002 töluvert hagstæðari en bankinn gerði ráð fyrir í ársbyrjun. Í febrúar 2002 spáði bankinn 3% verðbólgu yfir árið. Frávikið stafar af áhrifum gengishækkunar krónunnar á árinu. Yfir síðastliðið ár lækkaði innflutningsvegið gengi erlendra gjaldmiðla um 12% gagnvart krónunni. Gengishækkun krónunnar sem átti sér stað eftir að febrúarspáin 2002 var gerð ætti að öðru óbreyttu hafa í för með sér rúmlega 4% minni verðbólgu en ella.[2] Verðlækkun innfluttrar vöru leiddi til tæplega 1% minni hækkunar vísitölu neysluverðs en ella og skýrir því ein og sér u.þ.b. tvo þriðju af fráviki spárinnar. Til viðbótar hafa innlendar vörur í samkeppni við þær innfluttu lækkað og önnur óbein kostnaðaráhrif kunna að koma fram á lengri tíma.[3] Nánar er fjallað um verðbólguspáskekkjur í rammagrein 1 á bls. 6.

Mynd 3

Neysluverðsvísitala og verðbólguspár Seðlabankans 2000-2003

%-breytingar frá sama ársfjórðungi árið áður



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Hafa verður í huga að í byrjun tímabilsins voru áhrif gengislækkunar krónunnar árið áður ekki komin fram nema að hluta. Fyrstu áhrif gengishækkunar gerðu því ekki meira en vega upp verðhækkunartilefni sem þegar voru til staðar. Gengishækkun um 12% ætti til lengdar að leiða til tæplega 5% verðlækkunar ef breytingin er varanleg.

3. Á fyrri hluta síðasta árs gætti nokkuð áhrifa sérstakra aðgerða til að hefta verðhækkanir. Aðgerðirnar leiddu í sumum tilfellum til frestunar á verðhækkunum á þjónustu sem gætir ekki lengur í verðlagi. Frestun verðhækkana á innfluttum vörum varð hins vegar líklega að mestu leyti varanlegri vegna gengisstyrkingar krónunnar.

Rammagrein 1 Spáskekkjur í verðbólguspám Seðlabanka Íslands

Í *Peningamálum* 2002/1 var samantekt á skekkjum í verðbólguspám Seðlabanka Íslands og annarra sem spá verðbólgu hér á landi. Skekkjurnar hafa nú verið metnar á ný. Mikilvægt er fyrir Seðlabankann að fylgjast með skekkjum í verðbólguspám sínum enda er verðbólguspá bankans, ásamt greiningu á efnahagshorfum, orðin einn mikilvægasti þáttur í starfsemi bankans eftir að peningastefnunni var breytt fyrir tæpum tveimur árum. Hér á eftir fer mat á árs- og ársfjórðungsspám Seðlabankans. Ekki verður að þessu sinni fjallað um verðbólguspár annarra.

Við mat á verðbólguspám er horft á meðalskekkju (bjögun) og staðalfrávik spáskekkju. Meðalskekkja sýnir hvert meðalfrávik spánna frá eiginlegri verðbólgu er og þar með hvort verðbólgu hefur kerfisbundið verið of- eða vanspáð. Staðalfrávik er mælikvarði á hversu langt spágildið er frá réttu gildi að meðaltali.

Í meðfylgjandi töflu er yfirlit yfir mat á spáskekkjum Seðlabankans. Matið byggist á spám frá fjórða ársfjórðungi 1994 til fjórða ársfjórðungs 2002. Vert er að hafa í huga að fyrstu árin vantar nokkuð upp á að spárnar nái allar til fjögurra ársfjórðunga en frá og með spá sem gerð var á fjórða ársfjórðungi 1999 eru til spár sem ná a.m.k. til fjögurra ársfjórðunga. Frá öðrum ársfjórðungi 2001 liggja fyrir spár bankans til a.m.k. átta ársfjórðunga fram í tímann, eins og sameiginleg yfirlýsing bankans og ríkisstjórnarinnar frá mars 2001 gerir ráð fyrir. Fyrstu spána sem náði átta ársfjórðunga fram í tímann verður unnt að bera saman við mælda verðbólgu í apríl n.k. þegar fyrsti fjórðungur þessa árs liggur fyrir.

Efst í meðfylgjandi töflu má sjá samantekt á meðalskekkju og staðalfráviki í spám sem ná einn til fjóra ársfjórðunga fram í tímann. Spár sem ná einn ársfjórðung fram í tímann hafa nær enga meðalskekkju en hún vex eftir því sem spárnar ná lengra fram í tímann og að meðaltali hefur bankinn vanspáð verðbólgu um 0,33% þegar hann spáir til fjögurra ársfjórðunga. Þetta gefur þó ekki alveg rétta mynd því að fram að árinu 2000 var spáskekkjan þegar spáð var fjóra ársfjórðunga fram í tímann aðeins -0,01% en á árunum 2000 til 2002 -0,81%. Mest urðu frávikin í spám bankans sem birtar voru á fyrri helmingi ársins 2001 þegar áhrif gengislækkunar krónunnar á seinni hluta ársins 2000 og fyrri hluta ársins 2001 voru að koma fram. Bankinn gerir alltaf ráð fyrir óbreyttu gengi í spám sínum enda benda rannsóknir til þess að erfitt sé að gera betur en að spá óbreyttu gengi. Staðalfrávikið eykst eins og gera má ráð fyrir eftir því sem spáð er til lengri tíma, í samræmi við vaxandi óvissu.

Af augljósum ástæðum er meðalskekkja í verðbólguspám yfir almanaksárið mest og staðalfrávikið hæst þegar spáð er frá upphafi árs, þ.e.a.s. þegar spátíminn er lengstur, en minnkar svo eftir því sem lengra líður á spátímann.

Hlutfallslega stærri hluti breytingarinnar er fólginn í liðinni verðbólgu þegar spáð er meðalverðbólgu milli ára, þ.e.a.s. frá liðnu ári til yfirstandandi árs, en þegar spáð er yfir ár sem er að líða. Meðalskekkja er því minni og staðalfrávik lægra í spám milli ára en þegar spáð er yfir árið.

Einnig er áhugavert að skoða mismun mældrar verðbólgu og öryggismarka í spám bankans. Stutt er síðan bankinn byrjaði að birta spár með þeim hætti. Því er ekki unnt að bera saman nógu margar spár til fjögurra ársfjórðunga ásamt öryggismörkum þeirra við mælda verðbólgu, en fljótlega verður hægt að bæta úr því.

Mat á skekkjum í verðbólguspám Seðlabankans

Spár fram í tímann um:	*einn ársfj.*	*tvo ársfj.*	*þrjá ársfj.*	*fjóra ársfj.*
Meðalskekkja	0,01	-0,07	-0,12	-0,33
Staðalfrávik	0,41	0,90	1,43	1,78

Spár um verðbólgu yfir árið:	*Spá unnin á*			
	1. ársfj.	*2. ársfj.*	*3. ársfj.*	*4. ársfj.*
Meðalskekkja	-0,86	-0,56	-0,21	-0,14
Staðalfrávik	2,38	1,82	1,11	0,76

Spár um verðbólgu milli ára	*Spá unnin á*			
	1. ársfj.	*2. ársfj.*	*3. ársfj.*	*4. ársfj.*
Meðalskekkja	-0,27	-0,18	0,01	0,00
Staðalfrávik	1,15	0,68	0,35	0,10

Húsnæðisverðbólga enn á uppleið

Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hefur hækkað meira en aðrir þættir vísitölunnar undanfarna tólf mánuði. Húsnæðisverðbólgan hefur jafnvel ágerst síðari hluta tímabilsins. Svokölluð reiknuð húsaleiga í húsnæðislið vísitölunnar, sem endurspeglar breytingar á markaðsverði húsnæðis, hækkaði um 1,6% milli desember og janúar, 3,2% undanfarna þrjá mánuði og 7,7% undanfarna tólf mánuði. Að meginhluta virðist mega rekja verðhækkun húsnæðis undanfarna mánuði til verðhækkunar eigna í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu, þ.e.a.s. lítilla íbúða. Því hefur verið haldið fram að framboð á þeim hafi verið of lítið og virðist verðþróunin styðja þá skoðun. Vísitala fermetraverðs í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu hafði í desember hækkað um 4,7% á þremur mánuðum og 8,3% á tólf mánuðum. Velta á húsnæðismarkaði var mikil á síðasta ári, sérstaklega um miðbik ársins, sem líklega má rekja til aukins framboðs á lánsfé sem og aukinnar eftirspurnar.[4] Á síðasta fjórðungi ársins 2002 voru hins vegar afgreidd færri lán hjá Íbúðalánasjóði en á sama tíma árið áður, sem bendir e.t.v. til að eitthvað sé farið að draga úr umsvifum á húsnæðismarkaði. Ef svo er gæti dregið úr húsnæðisverðbólgu á næstunni.

Lítið hefur dregið úr hækkunum á verði þjónustu undanfarna mánuði

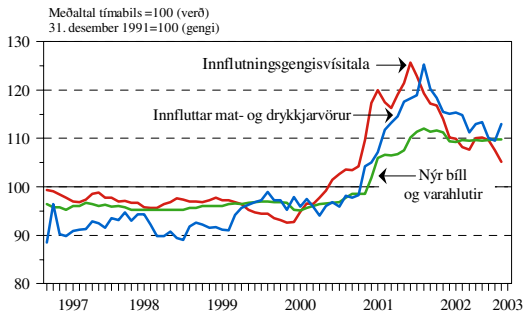
Lítið hefur dregið úr tólf mánaða verðhækkun þjónustu að undanförnu. Opinber þjónusta í vísitölu neysluverðs hækkaði um 4,8% á sl. ári og þjónusta einkaaðila um 4,9%. Þessar hækkanir þjónustuliða vísitölunnar hafa leitt til 1,5% hækkunar vísitölu neysluverðs undanfarið ár. Verð opinberrar þjónustu, sem hækkar jafnan mest um áramót, hækkaði um 3% milli desember og janúar. Launakostnaður vegur þungt í kostnaði við ýmsa þjónustu, og má líta á verðhækkun þjónustu umfram vöruverð sem vísbendingu um að hækkun launa umfram framleiðni undanfarin ár sé enn að koma fram í verðlagi. Í ljósi þess að umsamin laun hækkuðu um 3%-3,4% í byrjun ársins má telja líklegt að enn verði bið á því að verðbreytingar á þjónustu verði í samræmi við aðrar verðlagsbreytingar. Að því marki sem framleiðni breytist hægar í þjónustugeiranum getur þó verð þjónustu hækkað umfram vöruverð til lengri tíma.

Gengishækkun krónunnar leiddi til töluverðrar verðlækkunar innfluttrar vöru á sl. ári

Gengi erlendra gjaldmiðla lækkaði, sem fyrr segir, um 12% gagnvart krónu á síðasta ári, og kom töluverður hluti breytingarinnar fram í verðlagi innfluttrar vöru. Helstu undantekningarnar eru bensín-, áfengis- og tóbaksverð. Verð áfengis og tóbaks hélst nær óbreytt allt sl. ár, þótt gengisbreytingar gæfu tilefni til lækkunar, en hækkaði um tæplega 7% í kjölfar hækkunar skatta á tóbak og sterk vín. Heimsmarkaðsverð bensíns hefur hækkað undanfarið hálft ár vegna óvissu í Miðausturlöndum og verkfallsátaka í Venesúela. Undanfarna tólf mánuði hefur innlent bensínverð hækkað um 2,2%. Að bensíni, áfengi og tóbaki undanskildu, lækkaði verð innfluttrar vöru um rúmlega 5% á sl. ári. Verð innfluttrar matvöru lækkaði mest, eða um tæplega 10%.

Mynd 4

Verð innfluttrar vöru í vísitölu neysluverðs og gengi krónunnar 1997-2003



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Áhrif gengisbreytinga koma hraðast fram í verði vöru þar sem lagervelta er hröð. Verð stærri varanlegra neyslumuna aðlagast gengisbreytingum ekki jafn hratt, enda má gera ráð fyrir að lagervelta sé hægari og næmni gagnvart hagsveiflunni meiri. Nýir bílar og varahlutir hafa lítillega hækkað í verði undanfarna þrjá mánuði en lækkað um rúm 2%

4. Eins og fram kom í *Peningamálum* 2002/4 stafar uppsveiflan á húsnæðismarkaði sennilega að töluverðu leyti af auknu framboði á lánsfé til húsnæðiskaupa. Í maí hafði þak á lánveitingum verið hækkað og heimildir til að hækka veðmörk vegna viðbótarlána hafa verið túlkaðar rúmt. Einnig var kaupskyldu sveitarfélaga höfuðborgarsvæðisins á félagslegu húsnæði aflétt um mitt sl. ár og eigendum slíks húsnæðis heimilað að selja eignir sínar á markaðsverði. Gera má ráð fyrir að meiri efnahagslegur stöðugleiki, minni verðbólga, lægri vextir og hækkun raunlauna síðari hluta sl. árs hafi ýtt undir eftirspurn.

undanfarið ár, en þeir hækkuðu einnig minna í verði þegar gengi krónunnar féll. Þegar litið er yfir lengra tímabil hefur verð bíla nokkurn veginn fylgt gengisþróuninni eins og verð annarrar innfluttrar vöru, þótt meiri töf geri það að verkum að verðið aðlagast ekki hröðum sveiflum, eins og sést á meðfylgjandi mynd.[5]

Innlendar matvörur hafa lækkað í verði undanfarna þrjá mánuði en aðrar innlendar vörur hækkað lítillega

Verð innlendrar vöru verður einnig fyrir áhrifum af gengisbreytingum krónunnar sökum samkeppnis- og kostnaðaráhrifa. Á sl. ári lækkaði verð innlendrar matvöru verulega. Verð búvöru og innlends grænmetis lækkaði um 4,4%. Mest lækkun varð á verði grænmetis, sem var hátt á sama tíma í fyrra vegna ytri aðstæðna. Aðrar búvörur lækkuðu einnig í verði, enda einkennist markaðurinn fyrir innlendar landbúnaðarafurðir af offramboði og aukinni samkeppni frá ódýrari tegundum, sem hafa unnið markaðshlutdeild af hefðbundinni innlendri framleiðslu. Verð annarra innlendra matvæla en búvöru var 2,5% lægra í janúar en fyrir ári, enda í mörgum tilfellum um verulega verðsamkeppni við innflutning að ræða. Aðrar innlendar vörur hækkuðu hins vegar nokkuð í verði.

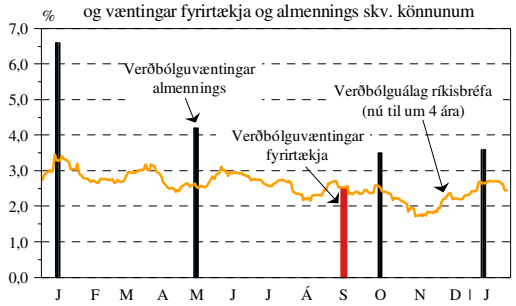
Verðbólguvæntingar skv. verðbólguálagi óverðtryggðra ríkisskuldabréfa hafa aukist síðastliðna mánuði

Verðbólguálag ríkisskuldabréfa með u.þ.b. fjögurra ára líftíma hækkaði jafnt og þétt frá því að *Peningamál* voru síðast gefin út og fram yfir miðjan janúar. Í nóvember var það 1,9% að meðaltali, en 2,6% í janúar. Sennilegt er að hækkunin endurspegli væntingar um áhrif fyrirhugaðra virkjana- og stóriðjuframkvæmda á verðbólgu og vexti Seðlabankans. Verðbólguálagið hefur þó gengið aðeins til baka undir lok mánaðarins og var 2,5% 31. janúar. Verðbólguvæntingar sérfræðinga á fjármálamarkaði, skv. könnun Seðlabankans í janúar, voru í samræmi við verðbólguálagið. Þeir gerðu að meðaltali ráð fyrir 2,3% verðbólgu á yfirstandandi ári og að meðaltali 2,6% verðbólgu næstu 24 mánuði. Um niðurstöður könnunarinnar er fjallað í rammagrein 2 á bls. 19.

Mynd 5

Verðbólguvæntingar og verðbólguálag ríkisskuldabréfa 2002-2003

Daglegt verðbólguálag óverðtryggðra ríkisbréfa og væntingar fyrirtækja og almennings skv. könnunum



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Verðbólguvæntingar almennings og mat á verðbólgu hafa ekki fylgt hjöðnun verðbólgunnar

Almenningur virðist gera ráð fyrir töluvert meiri verðbólgu en sérfræðingar á fjármálamarkaði, eða markaðsaðilar sbr. verðbólguálag á óverðtryggðum ríkisskuldabréfum. Í byrjun janúar var gerð könnun á verðbólguvæntingum almennings. Hún sýndi að almenningur gerði að meðaltali ráð fyrir 3,6% verðbólgu næstu tólf mánuði, en lítill hópur gerir ráð fyrir mun meiri verðbólgu en þorri svarenda. Verðbólguvæntingar almennings hafa ekkert lækkað frá október sl., sem er eftirtektarvert í ljósi hjöðnunar verðbólgu á sama tímabili. Í janúar töldu svarendur að verðbólga sl. tólf mánaða hefði verið 3,2%, (eða rúmlega helmingi meiri en hækkun vísitölu neysluverðs á sama tímabili.[6]) Almenningur virðist því fremur illa upplýstur um hjöðnun verðbólgunnar undanfarna mánuði. Kann það að skýra væntingar um mun meiri verðbólgu en spáð er, því að reynslan sýnir að væntingar almennings um verðbólgu til næstu tólf mánaða

5. Rétt er að hafa í huga að samsetning gengisvísitölunnar kann að henta misvel sem mælistika á verðbreytingar einstakra vörutegunda. Þetta getur skipt verulegu máli þegar gengi mikilvægra innflutningsgjaldmiðla gagnvart krónu breytist með ólíkum hætti. Á sl. ári lækkaði gengi Bandaríkjadals gagnvart krónu um 22%, en gengi evru aðeins um 7%. Í ljósi þess að bifreiðainnflutningur frá Evrópu var u.þ.b. tífalt meiri en frá Bandaríkjunum á sl. ári er hugsanlegt að gengisþróunin hafi átt einhvern þátt í því að sveiflur í verði bíla hafa verið litlar miðað við sveiflur gengis allra helstu gjaldmiðla.

6. Könnunin var gerð áður en vísitala neysluverðs fyrir janúarmánuð var birt. Því væri að vissu leyti eðlilegt að miða við hækkun vísitölunnar í desember, sem var 2%. Engu að síður er munurinn verulegur.

fylgja mati þeirra á liðinni verðbólgu með nokkurri tímatöf (sjá umfjöllun í *Peningamálum* 2002/3).[7]

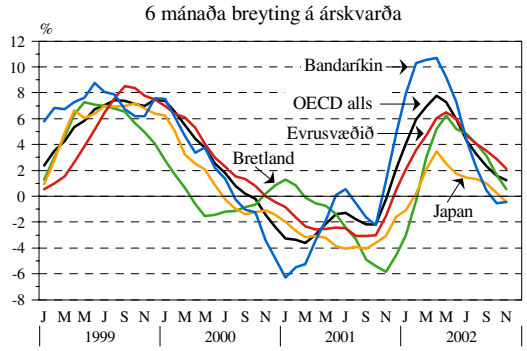
Ytri skilyrði og framleiðsla

Marktækur efnahagsbati í heimsbúskapnum lætur enn á sér standa. Ýmsar viðhorfsvísitölur og leiðandi hagvísar gefa tilefni til nokkurrar svartsýni um hagvöxt, þótt samdráttarskeiðið í Bandaríkjunum og sumum Evrópuríkjum á sl. ári hafi verið tiltölulega vægt í sögulegum samanburði. Iðnaðarframleiðsla hefur ekki heldur náð sér á strik og atvinna hefur minnkað. Yfirvofandi stríð við Írak kann að tefja efnahagsbata enn frekar, því að óvissan leiðir til þess að einstaklingar og einkum fyrirtæki halda að sér höndum. Olíuverð hefur einnig hækkað vegna yfirvofandi ófriðar og verkfalla í Venesúela. Allt kemur þetta sérstaklega illa við hlutabréfamarkaðinn. Þar hafa enn ekki orðið afgerandi umskipti eftir mestu lækkun á verði hlutabréfa í sex áratugi. Miðað við nýlegan hagnað og V/H-hlutföll sem af honum leiðir virðist verð hlutabréfa raunar enn nokkuð hátt í sögulegum samanburði, a.m.k. í Bandaríkjunum.

Mynd 6

Leiðandi hagvísar OECD

6 mánaða breyting á árskvarða



Heimildir: EcoWin, OECD.

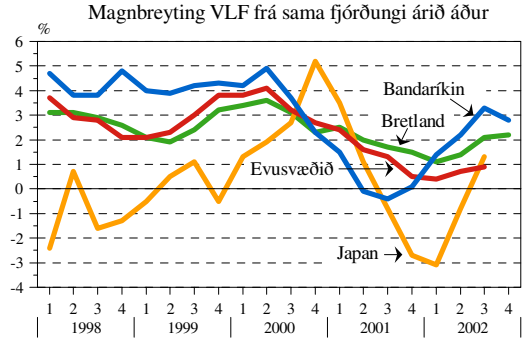
Tölur um hagvöxt virðast e.t.v. ekki gefa tilefni til eins mikillar svartsýni og birtist í viðhorfsvísitölum, framvindu á hlutabréfamörkuðum eða þróun iðnaðarframleiðslu. Hagvöxtur í Bandaríkjunum var t.d. lengst af töluverður á sl. ári (sjá mynd). Síðustu landsframleiðslutölur frá Bandaríkjunum benda hins vegar til minni vaxtar á fjórða ársfjórðungi 2002 en búist var við. Vöxtur einkaneyslu var t.d. minni en vonir stóðu til, sem er áhyggjuefni, því að hann hefur haldið uppi hagvextinum að undanförnu. Efnahagsástandið í Þýskalandi er slæmt og lítill bati í sjónmáli. Stjórnvöld í Þýskalandi lækkuðu nýlega hagvaxtarspá fyrir árið í ár verulega og að meðaltali gera spár *Consensus Forecasts* ráð fyrir aðeins 0,9% hagvexti í ár. Á síðasta ári var einnig hverfandi hagvöxtur í Þýskalandi.

Slakur hagvöxtur í viðskiptalöndunum kemur sér ekki að öllu leyti illa fyrir hið skuldaða íslenska þjóðarbú, því að slakinn veldur því að erlendir vextir hafa verið mjög lágir, einkum skammtímavextir. Lækkun Bandaríkjadals undanfarið ár hefur einnig lækkað greiðslubyrði þjóðarbúsins.

Mynd 7

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum 1998-2002

Magnbreyting VLF frá sama fjórðungi árið áður



Heimild: EcoWin.

Ytri skilyrði þjóðarbúsins versnuðu nokkuð síðari hluta sl. árs

Verðlag sjávarafurða mælt í erlendum gjaldmiðlum náði hámarki sl. sumar, lækkaði því næst nokkuð ört fram á haustið, en hækkaði lítillega á ný er leið á veturinn. Verðhækkunin í vetur er líklega árstíðarbundin og boðar því engin sérstök þáttaskil í verðþróun sjávarafurða. Í nóvember var verðið 4% lægra en fyrir ári. Þrátt fyrir verðlækkunina sl. sumar er verðið enn nokkuð hátt í erlendum gjaldmiðlum, en hefur lækkað verulega í krónum vegna gengishækkunar krónunnar.

7. Þótt reynslan sýni að væntingar almennings virðast ekki mjög framsýnar er ekki óhugsandi að umræða um verðbólguáhrif fyrirhugaðra stórframkvæmda hafi haft einhver áhrif á svör manna vegna þess hve hún hefur verið mikil, framkvæmdirnar stórar í sniðum og e.t.v. nær í tíma í hugum manna en áætlanir gefa tilefni til.

Engar afgerandi vísbendingar eru um framvinduna næstu misseri. Slaki í einkaneyslu í viðskiptalöndunum gæti grafið undan verðinu, en minnkandi framboð vegið á móti. Almennt er þó ekki talið að niðurskurður aflaheimilda hjá Evrópusambandinu muni hafa umtalsverð áhrif á fiskverð, nema þá helst á ferskum fiski.[8] Jafnvel er talið óvíst hvort áhrifin, ef einhver, verði til hækkunar eða lækkunar. Ekki er heldur talið að aukið fiskeldi muni hafa umtalsverð áhrif á fiskverð á næstunni.[9] Hins vegar er hugsanlegt að veruleg hækkun hrávöruverðs á heimsmarkaði, t.d. landbúnaðarvöru, sé jákvæð fyrir verðlag íslenskra sjávarafurða, einkum mjöls og lýsis. Álverð er enn lágt, en hefur hækkað nokkuð frá því í haust. Að undanförnu hefur tonnið kostað meira en 1.400 Bandaríkjadali, sem aðeins gerðist tvívegis á sl. ári.

Botnfiskaflinn í nóvember og desember sl. var heldur slakari en á sama tíma árið áður og var svipaður eða slakari en árið 2001 flesta mánuði frá sl. vori. Um vorið var aflinn hins vegar mun meiri en árið áður vegna truflana af völdum verkfallsátaka vorið 2001. Fyrir utan desember 2002, sem var töluvert betri en desember 2001, var uppsjávaraflinn einnig slakari síðari hluta ársins, en mjög mikill afli fyrri hluta ársins olli því að aflinn á árinu öllu varð 9% meiri.

Að því er önnur ytri skilyrði þjóðarbúsins snertir er útlitið að sumu leyti neikvætt. Ófriðarblikur og átök hafa leitt til hækkunar olíuverðs, sem fyrr segir. Frá janúar 2002 til jafnlengdar í ár hækkaði olíu- og bensínverð um ríflega 70%. Verðið á olíu- og bensíni var í lok janúar 2003 tæpum þriðjungi hærra en að meðaltali sl. ár. Framvirkir samningar benda til þess að búist sé við að olíuverð haldist hátt fyrsta fjórðung þessa árs en lækki því næst um rúmlega fjórðung, en bensínverð lækki ekki að marki fyrr en á þriðja fjórðungi ársins. Verð annarrar hrávöru hefur einnig hækkað töluvert að undanförnu úr lægð undanfarinna ára og gæti leitt til hækkunar á verði aðfanga til iðnaðar, en óvíst er um áhrif þess á samkeppnisstöðu. Á heildina litið voru ytri skilyrði þjóðarbúsins nokkru slakari seinni hluta sl. árs. Aflabrögð voru heldur lakari, útflutningsverðlag dalaði á heildina litið og olíuverð hækkaði töluvert undir lok ársins.

Eftir að hafa dalað nokkuð sl. sumar, var útflutningur nokkuð mikill í september og október. Þessi þróun á rót sína að rekja til fyrrgreindra sveiflna í aflabrögðum. Fyrstu ellefu mánuði sl. árs jókst vöruútflutningur um 8% að magni, þar af jókst útflutningur sjávarafurða um tæplega 6%. Þjónustuútflutningur á þriðja ársfjórðungi 2002 var hins vegar um 4% minni á föstu gengi en á sama tíma árið 2001.

Veikari útflutningur á þriðja fjórðungi sl. árs leiddi til samdráttar í landsframleiðslu

Vegna þess hve ytri skilyrði þjóðarbúsins voru góð á árinu 2001 og fyrri hluta sl. árs hélt landsframleiðsla áfram að vaxa, þrátt fyrir verulegan samdrátt þjóðarútgjalda. Á þriðja fjórðungi sl. árs var útflutningur í heild hins vegar litlu meiri en ári áður, sem leiddi til þess að landsframleiðslan á ársfjórðungnum dróst saman um 1½% frá fyrra ári. Á sama tíma dró úr samdrætti einkaneyslu, en samdráttur fjármunamyndunar jókst.

Lægð í útflutningi á þriðja fjórðungi ársins má rekja til sveiflna í aflabrögðum annars vegar og samdráttar í útflutningi þjónustu hins vegar. Raungengi fór einnig hækkandi en hefur tæpast átt verulegan hlut að máli, enda er raungengið tiltölulega nálægt meðalstöðu síðustu tíu ára. Hækkun raungengis miðað við hlutfallslegt verðlag frá þriðja fjórðungi 2001 til jafnlengdar 2002 var 9,3% og síðan hefur raungengið hækkað enn frekar, eða um 3½%.[10]

Hækkun raungengis er farin að skila sér í minni framlegð útflutnings- og samkeppnisfyrirtækja. Framlegð sjávarútvegsfyrirtækja sem skráð eru í Kauphöll Íslands lækkaði úr 28% í 21% milli ára. Þetta er þó enn mjög góð framlegð og áætlanir fjármálafyrirtækja gera ráð fyrir svipaðri framlegð á þessu ári, sem nægir fyllilega til að halda uppi öflugum útflutningi ef afli verður nægur.

Nokkuð liggur fyrir af gögnum sem nota má til að ráða í framvinduna í þjóðarbúskapnum á síðasta

8. Ýmsir telja að niðurskurður aflaheimilda muni hafa neikvæð áhrif á markaðinn, þar sem neytendur kynnu að álíta að allur fiskur væri í útrýmingarhættu.

9. Ekki er talið að samkeppni frá eldisfiski, sem fyrst og fremst er lax, leiði til verðlækkunar á villtum fiski til skemmri tíma litið, því að staðkvæmd milli eldistegunda og t.d. þorsks eða ýsu er ekki talin mikil. Aukist framboð eldisþorsks og annarra botnfisktegunda úr eldi, eins og horfur eru á, má hins vegar fastlega búast við aukinni verðsamkeppni. Talið er að þorskeldi muni gefa allt að 700 þús. tonn árlega eftir u.þ.b. 10-15 ár.

10. Raungengi miðað við hlutfallsleg laun hækkaði um rúm 11% frá þriðja ársfjórðungi 2001 til fyrsta fjórðungs þessa árs.

Tafla 1 Ýmsar vísbendingar um framleiðslu og eftirspurn síðasta ársfjórðung 2002

Vísbending	*Prósentubreyting frá sama tíma f. ári*
Vöruútflutningur október og nóvember 2002 á föstu gengi	0,3
Vöruinnflutningur október og nóvember 2002 á föstu gengi	0,6
Velta samkvæmt virðisaukaskattsskýrslum september-október 2002 á föstu verðlagi	1,8
Innanlandsvelta samkvæmt virðisaukaskattsskýrslum september-október 2002 á föstu verðlagi	-2,1
Smásöluvelta samkvæmt virðisaukaskattsskýrslum september-október 2002 á föstu verðlagi	-3,9
Velta í byggingariðnaði samkvæmt virðisaukaskattsskýrslum september-október 2002 á föstu verðlagi	-15,2
Dagvöruvelta nóvember-desember 2002 á föstu verðlagi (raunvirt með verðvísitölu dagvöruverðs í vísitölu neysluverðs)	1,9
Greiðslukortavelta október-desember 2002 á föstu verðlagi	1,4
Bifreiðaskráningar október-desember 2002, fjöldi	20,0
Sementsala október-desember, tonn	-1,7
Samningaverð í útboðum sem hlutfall af áætl. kostnaði, janúar-desember 2002[1]	-7,0

1. Breyting hlutfalls á milli ára

fjórðungi liðins árs. Velta í haust og undir lok ársins virðist hafa verið töluvert meiri en fyrir ári. Vöxturinn skýrist að miklu leyti af snörpum samdrætti í veltu á síðasta fjórðungi ársins 2001. Ágætur útflutningur í september og október sl. hafði einnig áhrif á veltu, ef marka má skil á virðisaukaskatti, en innanlandsvelta þessa mánuði var 2% minni að raungildi en árið áður.

Innlend eftirspurn

Einkaneysla hefur líklega styrkst á síðasta fjórðungi 2002, en fjárfesting er áfram í lægð

Þótt innlend eftirspurn hafi styrkst miðað við kröppustu lægðina í lok ársins 2001 og í byrjun sl. árs var hún enn tiltölulega slök á þriðja fjórðungi sl. árs. Einkum á það við um fjárfestingu. Ýmsar vísbendingar um einkaneyslu, t.d. velta í dagvöruverslunum og greiðslukortavelta, sýna töluvert meiri veltu en fyrir ári, en sem fyrr verður að hafa í huga að þessi velta dróst mikið saman undir lok árs 2001. Sama á við um bílasölu.

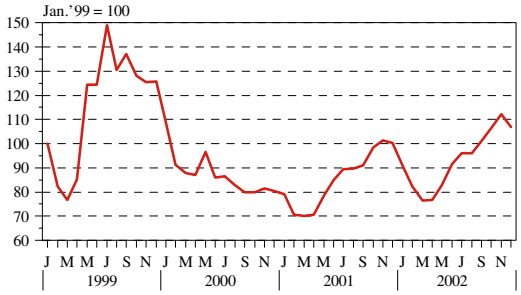
Fjárfestingartengd velta er hins vegar enn í töluverðri lægð ef marka má vísbendingar eins og virðisaukaskattskil byggingarfyrirtækja, sementssölu, magn nýrra sökkla og samningsverð í útboðum. Undantekning á því kann að vera íbúðafjárfesting, því að markaðsvirði afgreiddra húsnæðislána var nokkru meira en fyrir ári. Afgreiddum húsnæðislánum vegna nýbygginga og endurbóta fækkaði nokkuð, en markaðsvirði veittra lána jókst um 6,7% umfram verðhækkun íbúða á höfuðborgarsvæði milli fjórða ársfjórðungs 2001 og fjórða ársfjórðungs 2002 og um 8,5% milli ára. Verðþróun á húsnæðismarkaði sl. mánuði bendir ekki heldur til neinnar lægðar. Raunverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu er að nálgast fyrra hámark sem var snemma árs 2001. Hátt raunverð húsnæðis ætti að stuðla að auknum nýbyggingum.

Viðhorfsvísitölur eiga sér vart nægilega langa sögu á Íslandi til þess að hægt sé að draga af þeim

Mynd 8

Raunvirði húsbréfaútgáfu 1999-2002

Markaðsverðmæti, raunvirt með vísitölu fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, 3 mán. hreyfanleg meðaltöl

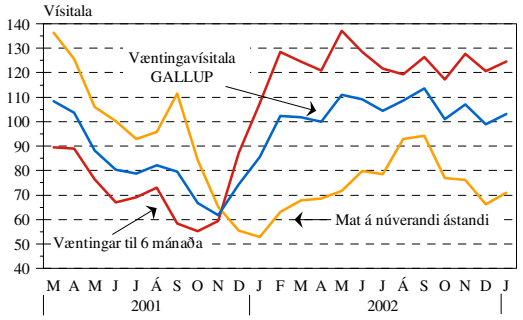


Heimildir: Íbúðalánasjóður, Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

miklar ályktanir um þróun eftirspurnar næstu misseri. Greinilegt er að væntingavísitala Gallup, endurspeglar að verulegu leyti gengisþróun krónunnar. Væntingar til sex mánaða náðu lágmarki um það leyti sem krónan var í mestri lægð, en bjartsýni jókst með auknum styrk krónunnar. Mat á núverandi ástandi batnaði nokkru síðar, sem kann að endurspegla hjöðnun verðbólgunnar. Sl. haust tók mat á núverandi efnahagsástandi að versna á ný. E.t.v. endurspeglar það versnandi atvinnuástand, þótt sá þáttur vísitölunnar sem á að mæla mat fólks á atvinnuástandinu virðist ekki staðfesta það.

Mynd 9

Væntingavísitölur GALLUP 2001-2003



Eftir einhver mestu umskipti viðskiptajafnaðar í OECD-ríki á tveimur árum eru horfur á áframhaldandi jafnvægi í utanríkisviðskiptum

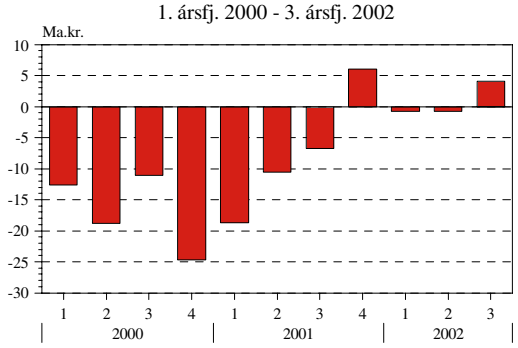
Á tímabilinu janúar til september var 2,6 ma.kr. afgangur á viðskiptum landsmanna við útlönd. Á þriðja fjórðungi ársins einum og sér nam afgangurinn 4,1 ma.kr. Í október og nóvember var 3,8 ma.kr. afgangur á vöruviðskiptum og a.m.k. 5 ma.kr. afgangur verður líklega á ársfjórðungnum öllum. Venjulega er halli á þjónustujöfnuði síðasta fjórðung ársins, en svo var ekki árið 2001. Flest bendir því til að á sl. ári hafi verið nokkur viðskiptaafgangur.

Eins og fram kemur í grein Arnórs Sighvatssonar um viðskiptahallann í þessu hefti *Peningamála*, voru umskiptin í viðskiptajöfnuði þjóðarinnar sl. tvö ár hin þriðju mestu á meðal OECD-ríkja í a.m.k. þrjá áratugi. Gögn um utanríkisviðskipti benda til þess að vöruskipta- og þjónustujöfnuðir séu í jafnvægi. Vöruinnflutningur á föstu gengi og verðlagi hefur verið nokkuð stöðugur frá því vorið 2002 og þjónustuinnflutningur á öðrum og þriðja fjórðungi ársins 2002 var svipaður eða nokkru minni á föstu gengi en á sama tíma fyrir ári, eftir mikinn samdrátt frá síðasta fjórðungi ársins 2001 til fyrsta fjórðungs 2002. Vöruútflutningur, án skipa- og flugvélaviðskipta og að árstíðar- og gengissveiflum frátöldum, hélst einnig u.þ.b. óbreyttur frá því síðla árs 2001, en nokkur samdráttur var í útfluttri þjónustu.

Mynd 10

Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður

1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2002

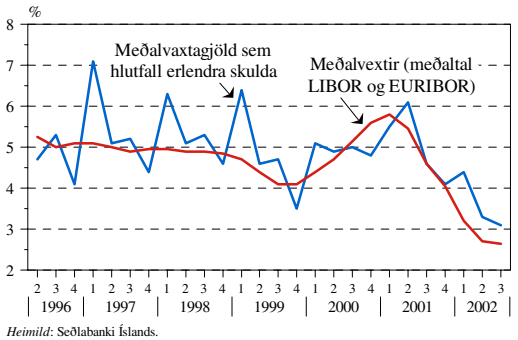


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Samverkandi ástæður gerðu það að verkum að verulega dró úr þáttateknahallanum á síðari hluta sl. árs. Í fyrsta lagi lækkaði gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu um 8½% frá þriðja fjórðungi árið 2001 til jafnlengdar árið 2002. Í öðru lagi dró gengislækkun Bandaríkjadals gagnvart evru og jeni enn meira úr greiðslubyrðinni, því að Bandaríkjadalur vegur þyngra í skuldum þjóðarbúsins en í gengisvísitölunni. Í þriðja lagi lækkuðu erlendir vextir,

Mynd 11

Þróun erlendra vaxta og meðalvaxtagjöld sem hlutfall erlendra skulda 1996-2002



Heimild: Seðlabanki Íslands.

einkum skammtímavextir. Í fjórða lagi hefur líftími erlendra lána styst, en það dregur úr vaxtabyrðinni. Horfur eru á að vextir í helstu viðskiptalöndum verði áfram lágir fram eftir ári. Því mun þáttateknahallinn áfram verða tiltölulega lítill miðað við skuldastofninn. Þetta er þó tímabundið ástand sem ganga mun til baka á næstu árum, þótt þess sjáist ekki merki nú.

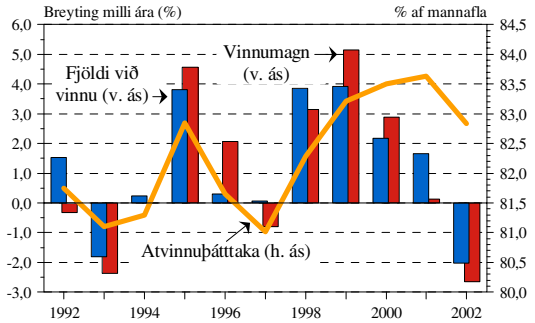
Vinnumarkaður og tekjuþróun

Slaki á vinnumarkaði hefur haldið áfram að aukast...

Flest bendir til þess slaki á vinnumarkaði aukist áfram. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi stóð reyndar í stað á milli september og desember sl., en miðað við aðrar vísbendingar af vinnumarkaði er ósennilegt að tímabil vaxandi slaka sé á enda. Í fyrsta lagi eru síðustu gildi árstíðarleiðréttingar ávallt ónákvæm og gætu breyst þegar frekari gögn berast. Í öðru lagi er tilhneiging til þess að vinnutími styttist eða fólk hverfi af vinnumarkaði þegar eftirspurn minnkar. Atvinnuleysi eykst því ekki eins hratt og nemur fækkun starfa eða vinnustunda. Vinnumarkaðskannanir Hagstofunnar staðfesta þetta. Þær sýna að atvinnuþátttaka dróst saman um 0,8 prósentur milli áranna 2001 og 2002. Mest minnkaði atvinnuþátttaka aldurshópsins 16-24 ára en atvinnuþátttaka þeirra sem eftir eru jókst.[11] Þetta ætti ekki að koma á óvart, því að á uppgangsárunum jókst atvinnuþátttaka skólafólks mjög. Kann það að skýra að meðalvinnutími á viku árið 2002 var tæplega hálfri klukkustund lengri en árið 2001, þrátt fyrir að ætla mætti að vinnutími fullvinnandi fólks hafi almennt styst. Á milli áranna 2001 og 2002 varð um þriðjungi meiri samdráttur í vinnumagni en sem nam fækkun fólks í vinnu, þegar starfandi fólki fækkaði um 2% á sama tíma og vinnustundum í heild fækkaði um 2,6%. Vinnumarkaðskannanir sýna nokkru hærra hlutfall atvinnulausra en sem nemur skráðu atvinnuleysi. Algengt er að svo sé þegar atvinnuleysi vex. Skráð atvinnuleysi árið 2002 var að meðaltali 2,5%, en niðurstöður vinnumarkaðskannana sýndu að meðaltali 3,2% atvinnuleysi.[12]

Mynd 12

Atvinnuþátttaka og vinnumagn 1992-2002



Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla 2 Nýlegar vísbendingar af vinnumarkaði

	Nýjast	*Fyrir ári*
Skráð atvinnuleysi í desember	3,0 %	1,9 %
- árstíðarleiðrétt	3,0 %	1,7 %
Atvinnuleysi skv. vinnumarkaðskönnun, nóv.	3,2 %	2,4 %
Meðalfjöldi vinnustunda á viku skv. atvinnukönnun í nóv.	43,0	42,8
Fjöldi við vinnu skv. atvinnukönnun í nóv.	147.500	151.300
Fjöldi vinnustunda (vinnumagn) á viku í nóv. (þús.)	6.340	6.452
Fjöldi starfa í boði hjá vinnumiðlunum, des.	133	214
Veitt atvinnuleyfi í október-desember	921	1.072
- ný tímabundin atvinnuleyfi	73	206
Áætluð fjölgun/fækkun starfsfólks skv. könnun SA	-1,6%	-0,4%

...og horfur á vinnumarkaði eru ekki bjartar

Í könnun Samtaka atvinnulífsins frá desember sl. kom fram að atvinnurekendur vildu fækka starfsfólki um 1,6% á fyrstu mánuðum þessa árs. Á sama tíma fyrir ári vildu atvinnurekendur fækka starfsfólki um 0,4%. Tölur um fjölda atvinnulausra í janúar virðast staðfesta þetta og benda til þess að árstíðarleiðrétt

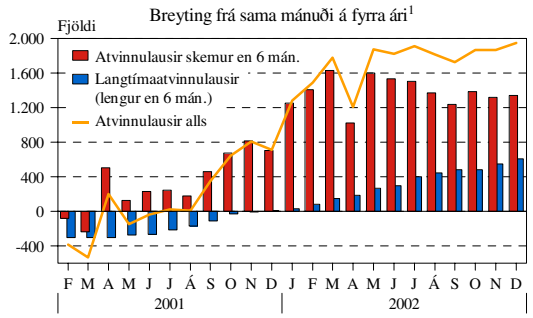
11. Hlutfall yngsta aldurshópsins, 16-24 ára, af atvinnulausum, jókst einnig úr 21% árið 2001 í 26% árið 2002.

12. Hafa verður í huga að í vinnumarkaðskönnunum er notuð mun rýmri skilgreining á atvinnuleysi þar sem fylgt er skilgreiningu Alþjóðavinnumálastofnunarinnar (ILO). Í tölum Vinnumálastofnunar er eingöngu reiknað með skráðum atvinnuleysisdögum hjá vinnumiðlunum.

atvinnuleysi eigi eftir að aukast yfir vetrarmánuðina. Könnunin bendir einnig til að breyting verði á dreifingu atvinnuleysis, því að ólíkt könnun frá sama tíma fyrir ári vildu atvinnurekendur á landsbyggðinni einnig fækka starfsfólki, mun meira en á höfuðborgarsvæðinu sem hefur búið við meira atvinnuleysi að undanförnu. Haldi atvinnuleysi áfram að aukast má búast við að langtímaatvinnuleysi vaxi sem þegar hefur gerst að nokkru marki. Í desember 2002 var hlutfall þeirra sem höfðu verið atvinnulausir í sex mánuði eða lengur 20% atvinnulausra, samanborið við 13% fyrir ári.

Mynd 13

Breyting á fjölda atvinnulausra eftir lengd atvinnuleysis 2001-2002



1. Ath. fjölgun á atvinnuleysisskrá í apríl 2001 má að verulegu leyti rekja til verkfalls sjómanna.
Heimild: Vinnumálastofnun.

Áframhaldandi samdráttur í framboði á lausum störfum hjá vinnumiðlunum bendir í sömu átt. Laus störf hjá vinnumiðlunum í desember voru 133 samanborið við 214 fyrir ári og hafa ekki verið svo fá frá desember 1998. Ný tímabundin atvinnuleyfi voru einnig þriðjungi færri í desember en fyrir ári. Fækkun nýrra atvinnuleyfa var meiri en fækkun atvinnuleyfa í heild á síðasta ári.

Mjög dró úr launaskriði í einkageiranum á sl. ári. Kaupmáttur launa hefur þó aukist vegna minnkandi verðbólgu. Laun í einkageiranum án fjármálastofnana hækkuðu um 4,6% frá síðasta ársfjórðungi 2001 til jafnlengdar í fyrra, samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar, og kaupmáttur þeirra um 2,4%. Þetta eru veruleg umskipti frá því fyrir ári, þegar laun í einkageiranum hækkuðu um 7,3%, en kaupmáttur rýrnaði um 1,1%. Laun opinberra starfsmanna og bankamanna hækkuðu meira, eða um 7,2% og kaupmáttur þeirra um 4,9%.

Fjármálamarkaðir

Útlánavöxtur nær enginn að nafnvirði á sl. ári

Undanfarið ár hefur vöxtur útlána verið lítill sem enginn að nafnvirði. Að nokkru leyti stafar þessi hægi vöxtur af gengishækkun krónunnar, en að þeim áhrifum frátöldum má telja vöxtinn fyllilega í samræmi við stöðugt verðlag. Að raungildi eða að frátöldum áhrifum gengisbreytinga og vísitöluuppfærslu hafa útlánin þó aukist nokkuð frá því í vor, en raunvirði útistandandi skulda hefur lítið breyst frá vormánuðum árið 2001. Í uppsveiflunni sem hófst árið 1997 og allt til loka ársins 2001 jukust útlán til fyrirtækja mun hraðar en útlán til heimila, en á sl. ári snerist þetta við. Kemur þessi þróun heim og saman við framvindu efnahagsmála, sem lýst var hér að framan, þ.e.a.s. töluverð umsvif eru enn á íbúðamarkaði, en samdráttur í fjárfestingu fyrirtækja.

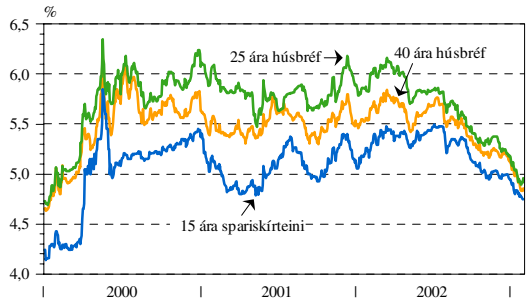
Raunvextir hafa lækkað síðan í byrjun nóvember

Frá nóvemberbyrjun hafa stýrivextir Seðlabankans verið lækkaðir tvisvar, samtals um eina prósentu. Áhrif lægri stýrivaxta hafa spannað nokkurn veginn allt vaxtarófið, þótt ávöxtunarkrafa til skemmri tíma hafi lækkað mest. Frá því í október hefur þó dregið í sundur með ávöxtunarkröfu ríkisbréfa til fjögurra ára eða lengri tíma og skemmri bréfa. Algengt er að munur á ávöxtunarkröfu til lengri og skemmri tíma aukist þegar umtalsverð slökun verður í peningamálum og stýrivextir lækka meira en markaðsaðilar telja að geti staðist til frambúðar. Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa með u.þ.b. 4 og 10½ árs líftíma hefur

Mynd 14

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaskuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2000 - 31. janúar 2003



Heimild: Seðlabanki Íslands.

hækkað frá miðjum nóvember, þrátt fyrir lækkun stýrivaxta. Næsta víst er að þar gætir áhrifa fyrirhugaðra álversframkvæmda, þ.e.a.s. hækkun ávöxtunarkröfu endurspeglar væntingar um að framkvæmdirnar leiði til meiri verðbólgu og þar með hærri nafnvaxta. Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa hækkaði enn frekar eftir að fjármálaráðuneytið birti skýrslu um þjóðhagsleg áhrif stóriðjuframkvæmda. Hækkunin hefur gengið nokkuð til baka og hinn 3. febrúar var ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa með 4 og 10½ ára líftíma orðin nánast hin sama og hún var fyrir stýrivaxtalækkunina í byrjun nóvember. Ávöxtunarferill peningamarkaðsbréfa er nú nánast flatur en hallaði nokkuð niður á við í styttri endann í byrjun nóvember. Þróun ávöxtunarferilsins bendir því til að markaðsaðilar vænti lítilla eða engra vaxtabreytinga á næstu mánuðum. Er það í samræmi við yfirlýsingu Seðlabankans, þegar vextir voru lækkaðir í desember, að ekki væri hægt að fullyrða til hvorrar áttar næsta vaxtabreyting yrði.

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa með ábyrgð ríkisins hefur lækkað verulega undanfarna mánuði. Þar gætir lækkunar stýrivaxta Seðlabankans að einhverju leyti, en einnig aukinnar eftirspurnar eftir innlendum verðtryggðum skuldabréfum, meðal annars frá lífeyrissjóðum.

II Þjóðhags- og verðbólguspá

Í nýrri þjóðhags- og verðbólguspá Seðlabankans er gert ráð fyrir því að ráðist verði í framkvæmdir í tengslum við álverksmiðju Alcoa á Austurlandi. Aðrar forsendur breytast í samræmi við nýjar upplýsingar og munar þar mest um að framleiðsla og eftirspurn hefur að undanförnu verið nokkru veikari en áður var talið, að gengi krónunnar hefur styrkst og að aflaheimildir hafa verið auknar á þessu ári. Eins og venjulega er gert ráð fyrir óbreyttri peningastefnu og stöðugu gengi krónunnar. Talið er að smávægilegur samdráttur hafi verið í landsframleiðslu á síðasta ári en að hagvöxtur muni taka við sér þegar á þessu ári. Hann verður þó undir vexti framleiðslugetu og því mun slaki ágerast en það snýst við á næsta ári. Atvinnuleysi mun aukast nokkuð á þessu ári en minnka aftur á næsta ári. Á heildina litið er talið að þjóðarbúskapurinn verði í þokkalegu jafnvægi mestallt spátímabilið; lítilsháttar slaki í byrjun sem hverfur á næsta ári. Sterkara gengi og meiri slaki að undanförnu stuðlar því að minni verðbólgu en ella og verður hún um 2% næstu tvö árin. Það er lítillega undir 2½% verðbólgumarkmiði bankans en þó vel ofan neðri þolmarka þess. Spáóvissan eitt ár fram í tímann er talin samhverf, en tvö ár fram í tímann eru taldar meiri líkur á að verðbólga verði meiri en spá bankans en að hún verði minni.

Eftirspurn og framleiðsla

Smávægilegur samdráttur landsframleiðslu á síðasta ári

Áætlun um hagvöxt ársins 2002 er byggð á þjóðhagsreikningum Hagstofunnar fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins, en þar sem þjóðhagsreikningum sleppir er tekið mið af ýmsum hagvísum öðrum. Samdráttur þjóðarútgjalda 2002 er áætlaður ívið meiri en árið áður, eða um 3¼%. Þar af dróst fjármunamyndun saman um 14½% og einkaneysla um 1½%. Samneysla jókst að magni um 3% sem er nærri meðalársvexti hennar undanfarinn áratug.

Áætlunin fyrir 2002 felur ekki í sér mikla breytingu frá spá bankans í nóvember sl. Meginbreytingin varðar utanríkisviðskiptin. Nú er talið að útflutningur vöru og þjónustu hafi vaxið um rúm 4% á árinu en ekki 5½% eins og áður var talið. Útflutningur vöru og þjónustu fyrstu níu mánuði ársins bendir til þess að vöxturinn hafi orðið minni en áður var talið, sérstaklega á þjónustu. Á móti kemur að það stefnir einnig í meiri samdrátt innflutnings en spáð var í nóvember, eða u.þ.b. 4%. Þessar breytingar leiða til þess að samdráttur landsframleiðslu er áætlaður ¼% árið 2002, eins og áður hefur komið fram, en reiknað var með óbreyttri landsframleiðslu í síðustu spá. Áætlað er að nokkur afgangur hafi orðið á viðskiptajöfnuði á síðasta ári en í síðustu spá var nánast jafnvægi á viðskiptajöfnuði.

Í nýrri spá er gert ráð fyrir byggingu álvers á Austurlandi

Mikilvægasta breytingin á forsendum frá síðustu spá er að árin 2003 og 2004 er reiknað með framkvæmdum vegna byggingar álvers í Reyðarfirði og Kárahnjúkavirkjunar. Þessar framkvæmdir auka hagvöxt á þessu ári um rúmlega ½% og svipað á því næsta.[13]

13. Munur á mati hér og í viðauka byggist á mismunandi gengisforsendum. Í viðaukanum er gert ráð fyrir lægra gengi í grunndæminu án

Tafla 3 Þjóðhagsspá Seðlabankans

	Milljarðar króna á verðlagi hvers árs			*Magnbreytingar frá fyrra ári (%)*[1]			*Breyting frá síðustu spá (%)*[1]		
	2002	*2003*	*2004*	*2002*	*2003*	*2004*	*2002*	*2003*	*2004*
Einkaneysla	421,1	432,2	440,9	-1½	¼	1½	0	-¼	¼
Samneysla	189,8	197,8	206,8	3	2¼	2½	¼	¼	¼
Fjármunamyndun	149,3	164,0	181,1	-14½	10½	9	-½	9½	2¾
Atvinnuvegafjárfesting	81,9	96,2	112,5	-21	18¼	14½	-¼	16¾	4
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	33,9	33,6	33,4	2	-1½	-1¾	-1	-2½	-¾
Fjárfesting hins opinbera	33,6	34,3	35,2	-6½	1½	1½	½	2	0
Þjóðarútgjöld, alls	760,0	794,0	828,8	-3¼	2¾	3¼	0	1¾	¾
Útflutningur vöru og þjónustu	311,0	304,8	319,8	4¼	3	2¾	-1¼	1	-1½
Innflutningur vöru og þjónustu	289,1	299,2	316,7	-4	6	4	-¾	3½	¾
Verg landsframleiðsla	782,0	799,6	831,9	-¼	1¾	3	-¼	¼	0
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF	.	.	.	½	-1½	-2½	½	-½	-1½
Atvinnuleysi sem % af mannafla	.	.	.	2½	3½	3	0	¼	0
Framleiðsluspenna sem % af VLF	.	.	.	¾	0	½	¼	¼	½

1. Magnbreytingar eru reiknaðar á föstu verðlagi ársins 1990.

Það kann að koma á óvart að áhrifin séu ekki meiri, en framkvæmdirnar ná ekki fullum þunga fyrr en á árunum 2005 og 2006, þegar meginhluti framkvæmda við álverið sjálft stendur yfir, eins og lýst er nánar í viðauka um áhrif stóriðjuframkvæmda hér á eftir. Í ár verða framkvæmdir að langmestu leyti bundnar við virkjunina. Þær munu síðan aukast á næsta ári en þá hefjast framkvæmdir við gerð hafnar og lítillega við álverið. Fjármunamyndun verður u.þ.b. 10 ma.kr. meiri á þessu ári en ella vegna þessara framkvæmda, sem felur í sér 6½% aukningu, en um 19 ma.kr. meiri á næsta ári.

Gengi krónunnar hefur hækkað umtalsvert að undanförnu. Í spánni er reiknað með því að gengisvísitalan standi í um 124 stigum á spátímabilinu,[14] sem samsvarar rúmlega 5% hærra gengi krónunnar en við síðustu spá. Gengið hækkaði um 2½% milli áranna 2001 og 2002 og mun hækka um 4½% milli áranna 2002 og 2003 ef það helst óbreytt það sem eftir lifir ársins.

Aðrar helstu breytingar á forsendum spárinnar eru þær að gert er ráð fyrir að slakinn á undanförnum mánuðum hafi verið meiri en áður var reiknað með og að aflaheimildir séu auknar eins og nýlega hefur verið ákveðið. Reiknað er með að útflutningsframleiðsla sjávarafurða aukist um 3% á þessu ári í stað 1% áður. Á móti kemur að vöxtur annars vöruútflutnings en sjávar- og stóriðjuafurða verður minni en áður var reiknað með. Dregið hefur úr vextinum að undanförnu og hægur bati í heimsbúskapnum og sterkara gengi krónunnar gæti hægt enn frekar á vextinum. Hins vegar stefnir í minni halla á jöfnuði þáttatekna en reiknað var með í síðustu spá. Reiknað er með að útflutningur áls aukist um 1½% og álverð lækki um tæp 11% á þessu ári. Þessar forsendur eru óbreyttar frá síðustu spá. Ekki er reiknað með auknum útflutningi áls árið 2004, en útflutningur sjávarafurða er talinn vaxa um 2%. Útflutningsverð í erlendri mynt er talið lækka á árinu 2003 en hækka um 2% á árinu 2004.

Horfur um hagvöxt á þessu og næsta ári hafa á heildina litið ekki breyst mikið...

Áætlun um þróun helstu þjóðhagsstærða á nýliðnu ári og spá um framvindu á þessu ári og því næsta er tekin saman í töflu 3. Á heildina litið hafa horfur um

gengisáhrifa. Gengishækkun krónunnar að undanförnu stafar sennilega að hluta til af væntanlegum framkvæmdum.

14. Miðað er við vísitölu gengisskráningar þann 22. janúar sl.

hagvöxt á þessu og næsta ári ekki breyst mikið frá síðustu spá bankans. Hagvöxtur verður þó aðeins meiri í ár en hinn sami á næsta ári. Ástæða þess að spá um hagvöxt í ár eykst ekki meira en raun ber vitni þrátt fyrir virkjunarframkvæmdir og auknar aflaheimildir er meiri slaki í hagkerfinu á undanförnum mánuðum en áður var reiknað með og hærra gengi krónunnar.

Samkvæmt spánni mun einkaneysla standa í stað eða aukast lítillega á þessu ári. Reiknað er með að fjárfesting í íbúðarhúsnæði dragist saman um 1½%. Á næsta ári er hins vegar gert ráð fyrir aðeins meiri vexti einkaneyslu en að samdráttur íbúðafjárfestingar haldi áfram. Þetta er nokkuð í samræmi við síðustu spá bankans þótt í henni hafi verið gert ráð fyrir smávægilegri aukningu íbúðafjárfestingar á þessu ári.

Vegna virkjunarframkvæmda er gert ráð fyrir að fjárfesting atvinnuveganna aukist næstu tvö ár. Einnig er gert ráð fyrir meiri útflutningi sjávarafurða. Á móti kemur að spá um vöxt annars útflutnings hefur lækkað nokkuð og á það sérstaklega við um þjónustuútflutning. Innflutningur mun hins vegar aukast töluvert meira en áður var talið, einkum í tengslum við virkjunarframkvæmdir. Aukin fjárfesting og samdráttur í vöru- og þjónustujöfnuði eru nálægt því að vega hvort annað upp. Heildaráhrif á hagvöxt eru því sáralítil. Þannig er spáð 1¾% vexti landsframleiðslunnar á þessu ári og 3% á því næsta, en samsvarandi tölur í síðustu spá voru 1½% og 3%.

Útlit er fyrir að afgangur á viðskiptum við önnur lönd á síðasta ári hafi verið u.þ.b. ½% af landsframleiðslu og að viðskiptahalli verði hóflegur á þessu ári og því næsta, eða um 1½% 2003 og 2½% árið 2004. Í nóvember spáði Seðlabankinn um 1% viðskiptahalla hvort ár. Meiri halli í nýrri spá skýrist fyrst og fremst af auknum innflutningi vegna stóriðjuframkvæmda en endurmat á halla á jöfnuði þáttatekna vegna hærra gengis krónunnar leiðir til þess að hallinn í heild verður þó ekki meiri en ella.

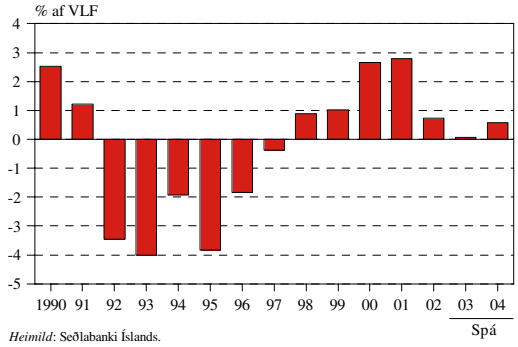
... né mat bankans á eftirspurnarþenslu á vöru- og vinnumarkaði

Vísbendingar sem lágu fyrir í haust um slaka á vinnumarkaði hafa orðið skýrari frá því að bankinn birti síðast verðbólguspá. Ekki er talin ástæða til að gera miklar breytingar á spá um atvinnuleysi næstu tveggja ára, þrátt fyrir að væntanlegar stóriðjuframkvæmdir muni auka vinnuaflseftirspurn þegar líða tekur á spátímabilið. Miðað við síðustu spá er gert ráð fyrir aðeins meira atvinnuleysi á þessu ári en óbreyttu á því næsta.

Þar sem þensluáhrifa stóriðjuframkvæmda fer líklega ekki að gæta fyrr en á árinu 2005 og spá um hagvöxt næstu tveggja ára hefur ekki breyst mikið, er mat bankans á framleiðsluspennu næstu tveggja ára svipað og síðast. Í ljósi nýrra hagtalna hefur framleiðsluspenna síðustu ára verið endurskoðuð og er nú lítillega minni en áður. Sömuleiðis virðist á þennan mælikvarða ekki myndast slaki í þjóðarbúskapnum á þessu ári eins og síðast var gert ráð fyrir en hafa verður í huga að mat á framleiðsluspennu á hverjum tíma er háð töluverðri óvissu og því er þessi munur vart marktækur. Framleiðsluspenna næstu tveggja ára sýnir að innlend eftirspurn á næstu misserum verður í þokkalegu samræmi við fulla nýtingu framleiðsluþátta.

Mynd 15

Framleiðsluspenna/framleiðsluslaki 1990-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Verðbólguhorfur

Litlar breytingar á helstu verðforsendum verðbólguspárinnar

Eins og áður hefur komið fram byggist verðbólguspá Seðlabankans á því að hafnar verði virkjana- og álversframkvæmdir á Austurlandi. Þar sem meginþungi þessara framkvæmda verður ekki fyrr en á árunum 2005-6 hafa þær lítil áhrif á grunnforsendur verðbólguspárinnar, enda aðeins spáð til fyrsta ársfjórðungs 2005.

Í verðbólguspánni er, eins og jafnan, gert ráð fyrir óbreyttri peningastefnu út spátímabilið, þ.e.a.s. að stýrivextir bankans verði óbreyttir. Að sama skapi er

Tafla 4 Helstu verðforsendur verðbólguspár (%)

	Síðasta spá			*Nýjasta spá*		
	2002	*2003*	*2004*	*2002*	*2003*	*2004*
Launakostnaður vegna launasamninga[1]	4¼	3¼	3	4¼	4¼	3
Launaskrið[1]	½	0	½	¾	0	1
Innlend framleiðni[2]	½	1	1½	½	1	1½
Innflutningsgengisvísitala krónunnar[1]	-8	0	0	-12	-¾	0
Innflutningsverð í erlendri mynt[2]	-1	1	1½	-1	1	1½

1. táknar prósentubreytingu yfir árið.
2. táknar prósentubreytingu milli ársmeðaltala.

gert ráð fyrir því í spánni að nafngengi krónunnar verði óbreytt frá spádegi. Miðað er við vísitölu gengisskráningar þann 22. janúar sl., þegar hún var 124 stig. Þetta þýðir að gengi krónunnar styrkist um ¾% yfir þetta ár til viðbótar 12% hækkun á gengi krónunnar yfir árið 2002. Gert er ráð fyrir rúmlega 5% hærra gengi út spátímabilið en í síðustu spá bankans.

Auk þess að taka mið af horfum um eftirspurn og framleiðsluspennu, sem raktar hafa verið hér að framan, byggist verðbólguspá bankans á forsendum um verðþróun nokkurra lykilstærða, svo sem launakostnaðar og innflutningsverðlags. Þessar forsendur hafa breyst tiltölulega lítið frá síðustu spá bankans. Mat á launakostnaði vegna launasamninga fyrir árið 2003 hefur þó verið endurskoðað vegna hækkunar tryggingargjalds og í ljósi endurmats á áhrifum ákvæðis um sérstakan lífeyrissparnað á almennan launakostnað og meiri launahækkana í upphafi árs 2003, samkvæmt samkomulagi Samtaka atvinnulífsins og stéttarfélaga innan Flóabandalagsins frá sl. hausti. Einnig er gert ráð fyrir meira launaskriði árin 2002 og 2004 en í síðustu spá. Fyrra árið er tekið tillit til nýjustu mælinga á launabreytingum á almennum vinnumarkaði og hið síðara er gert ráð fyrir auknu launaskriði af völdum stóriðjuframkvæmda á Austurlandi. Hækkun launakostnaðar á unna einingu er því metin nokkru meiri en í nóvemberspánni. Framan af eykst launakostnaður nokkru meira en samrýmist 2½% verðbólgumarkmiði bankans, en árið 2004 er gert ráð fyrir að launaþróun verði í samræmi við markmiðið. Aðrar verðforsendur breytast ekki frá síðustu spá bankans.

Verðbólga til næstu tveggja ára undir verðbólgumarkmiði Seðlabankans

Horfur eru á nokkru minni verðbólgu á þessu ári en Seðlabankinn spáði í nóvember sl. Helgast það að mestu af hækkun á gengi krónunnar sem ekki var gert ráð fyrir, en meiri slaki í þjóðarbúskapnum en áður var reiknað með á einnig hlut að máli. Ástæður þess að í síðustu spá Seðlabankans var gert ráð fyrir að verðbólga ykist tímabundið um mitt þetta ár eru því ekki lengur til staðar. Eitt ár fram í tímann er spáð 2,2% verðbólgu, en í síðustu spá bankans var spáð

Tafla 5 Verðbólguspá Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungsbreytingar

	Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)	*Ársfjórðungsbreyting á ársgrundvelli (%)*	*Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)*
2001:1	0,9	3,4	4,0
2001:2	3,5	14,5	6,0
2001:3	2,3	9,7	8,0
2001:4	1,6	6,6	8,5
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	0,5	2,0	1,7
2003:2	0,8	3,3	2,1
2003:3	0,5	1,9	2,4
2003:4	0,4	1,6	2,2
2004:1	0,5	1,8	2,2
2004:2	0,6	2,6	2,0
2004:3	0,6	2,4	2,1
2004:4	0,3	1,3	2,0
2005:1	0,6	2,4	2,2

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

Ársbreytingar (%)

Ár	*Milli ára*	*Yfir árið*
2000	5,0	3,5
2001	6,7	9,4
2002	4,8	1,4
2003	2,1	2,1
2004	2,1	2,1

Skyggt svæði sýnir spá.

tæplega 3% verðbólgu (eða 2,6% sé miðað við sama ársfjórðung, þ.e. 2003:4). Samkvæmt spánni mun verðbólga haldast nokkuð stöðug út spátímabilið, á bilinu 2-2¼%. Spáð er 2% verðbólgu tvö ár fram í tímann, sem er óbreytt frá síðustu spá. Verðbólga á þessu og næsta ári verður því rúmlega 2%, sem er aðeins undir verðbólgumarkmiði bankans en þó vel ofan neðri þolmarka verðbólgumarkmiðsins. Spá

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

Í síðustu könnun meðal sérfræðinga á fjármálamarkaði var sú forsenda gefin að ekki skyldi gert ráð fyrir virkjunar- eða álversframkvæmdum. Niðurstöður birtust í *Peningamálum* 2002/4. Í þetta skipti var svarendum hins vegar gefið sjálfdæmi um forsendur spárinnar. Allir gerðu ráð fyrir framkvæmdum tengdum álveri Alcoa og sumir reikna einnig með stækkun Norðuráls á tímabilinu enda könnunin gerð áður en nýlegur úrskurður setts umhverfisráðherra lá fyrir.

Fyrst sýnir taflan mat sérfræðinganna á verðbólguhorfum fyrir þetta og næsta ár. Eins og sjá má eru verðbólguspár fyrir árið í ár svipaðar spá Seðlabankans og undir verðbólgumarkmiði hans. Hins vegar búast sérfræðingarnir við nokkru meiri verðbólgu árið 2004 en bankinn, bæði yfir árið og á milli ársmeðaltala.

Í könnuninni voru sérfræðingarnir einnig spurðir um horfur varðandi aðrar lykilstærðir efnahagsframvindunnar. Athyglisvert er að sérfræðingarnir eru bjartsýnni á hagvöxt en Seðlabankinn. Að meðaltali spáðu þeir 2½% hagvexti í ár – sem er nokkur hækkun frá spá sömu aðila í október sl. – og 3½% næsta ár. Spá bankans nú er 1¾% fyrir 2003 og 3% 2004 og hefur lítið breyst frá síðustu spá.

Fimm af sex sérfræðingum telja að gengi krónunnar styrkist lítillega næstu tólf mánuði en þegar litið er tvö ár fram í tímann eru skoðanir skiptar. Almennt gera þeir ráð fyrir sterkara gengi krónunnar til lengri tíma en í síðustu spá. Af töflunni sést að markaðsaðilar telja að nú sjái fyrir lok vaxtalækkana Seðlabankans og hafa þar vafalaust í huga væntanlegar stórframkvæmdir. Telja þeir stýrivextina komna í 6% eftir ár og tæp 7% eftir tvö ár.

Að lokum benda niðurstöður könnunarinnar til þess að sérfræðingarnir telji framtíðarhorfur á hlutabréfamarkaði betri en í síðustu spá. Búast þeir við hækkun úrvalsvísitölu hvort sem litið er eitt eða tvö ár fram á við. Mikill munur er þó á væntingum eins og ráða má af hæstu og lægstu gildum. Skiptar skoðanir eru einnig um fasteignaverð. Næstu tólf mánuði eru spár frá 2% lækkun og upp í 5% hækkun en allir reikna með hærra verði eftir tvö ár.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði[1]

	2003			*2004*		
	Meðaltal	*Hæsta gildi*	*Lægsta gildi*	*Meðaltal*	*Hæsta gildi*	*Lægsta gildi*
Verðbólga (yfir árið)	2,3	3,2	1,5	2,9	3,8	2,0
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	2,1	2,8	1,5	2,6	3,7	2,0
Hagvöxtur	2,5	3,0	2,0	3,6	4,0	3,1
	Eitt ár fram í tímann			*Tvö ár fram í tímann*		
Gengisvísitala erlends gjaldmiðils	121,3	125,0	120,0	125,0	130,0	115,0
Stýrivextir Seðlabankans	6,0	6,3	5,8	6,9	7,5	6,3
Langtímanafnvextir[2]	7,2	8,0	6,7	8,1	9,5	7,3
Langtímaraunvextir[3]	4,6	5,1	4,0	5,0	5,4	4,8
Úrvalsvísitala Aðallista	8,4	12,0	3,7	13,6	26,0	5,0
Breyting fasteignaverðs	3,1	5,0	-2,0	5,2	10,0	1,0

1. Taflan sýnir breytingar milli tímabila í % nema hvað varðar gengi og vexti. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Búnaðarbanka Íslands, Íslandsbanka, Kaupþings, Landsbanka Íslands, SPRON og Ráðgjöf og efnahagsspár. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 07 0209). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsbréf (IBH 41 0315). *Heimild:* Seðlabanki Íslands.

Seðlabankans fyrir þetta ár er svipuð spám sérfræðinga á fjármálamarkaði, eins og kemur fram í rammagrein 2 á bls. 19, en spá bankans fyrir næsta ár er nokkru lægri.

Ástæður þess að verðbólga helst tiltölulega lítil út spátímabilið eru nokkrar. Gengi krónunnar helst hátt og atvinnuleysi framan af tímabilinu er nokkru meira en líklegt er að lág og stöðug verðbólga krefjist. Framleiðsluspenna er hverfandi og ágætt jafnvægi virðist ríkja í þjóðarbúskapnum, sérstaklega á árinu 2004, en þróun á vinnumarkaði og fleira bendir til nokkurs slaka á þessu ári. Sé litið lengra fram á veginn eru hins vegar nokkrar blikur á lofti. Verðbólga gæti aukist tiltölulega hratt bregðist peningastefnan ekki við þegar áhrifa umsvifa í tengslum við stóriðjuframkvæmdir fer að gæta af auknum þunga. Nánar er fjallað um áhrif framkvæmdanna og möguleg viðbrögð við þeim í viðauka.

Töluverð óvissa ríkir um gengisþróunina...

Einn mesti óvissuþátturinn í verðbólguspánni er þróun gengis krónunnar. Gengið hefur hækkað töluvert undanfarið og þær raddir heyrast að það sé orðið of hátt miðað við ytri skilyrði þjóðarbúsins. Líklegt er að gengishækkunin sé að hluta til sprottin af væntingum fjárfesta um áhrif stóriðjuframkvæmda á gengi krónunnar á næstu árum. Markaðsaðilar kunna þó að ofmeta áhrifin, t.d. hafi þeir ekki gert sér fulla grein fyrir því að meginþungi framkvæmda og gjaldeyrisinnstreymis verður ekki fyrr en á árunum 2005 og 2006. Þá er einnig hugsanlegt að þeir vanmeti undirliggjandi slaka sem þróast hefur í hagkerfinu á síðustu mánuðum. Breytist væntingar fjárfesta gæti gengi krónunnar veikst aftur. Þegar nær dregur stóriðjuframkvæmdunum má hins vegar ætla að líkur á gengishækkun krónunnar aukist. Á móti kemur að líklegt er að styrkingin verði talin tímabundin og það ætti á framsýnum markaði að draga úr hversu mikil hún verður.

... og um horfur í heimsbúskapnum

Óvissan í heimsbúskapnum er einnig mikil. Efnahagsbatinn er hægari en vænst var og hugsanleg stríðsátök í Írak auka á óvissuna. Olíuverð hefur hækkað nokkuð undanfarið vegna vaxandi hættu á stríðsátökum, en yfirlýsing OPEC-ríkja um aukna olíuframleiðslu gæti haldið hækkunum í skefjum.

Innlend eftirspurn næstu mánaða kynni að vera ofmetin en vanmetin til lengri tíma litið

Frá því að Seðlabankinn birti síðustu verðbólguspá sína hafa vísbendingar um slaka á innlendum vinnumarkaði orðið ljósari og horfurnar á þessu ári versnað. Þetta á sinn þátt í því að nú er spáð minni verðbólgu á þessu ári en í nóvember. Hugsanlegt er hins vegar að þjóðarbúskapurinn sé enn veikari en gert er ráð fyrir í meginspánni. Verði meiri slaki á vinnumarkaði en gert er ráð fyrir í spánni mun það hafa áhrif á innlenda eftirspurn, t.d. eftirspurn eftir húsnæði. Dragi úr eftirspurn eftir húsnæði gæti það leitt til lægra húsnæðisverðs og haft viðbótaráhrif á eignastöðu heimila. Þótt ákveðin rök séu fyrir því að innlend eftirspurn geti orðið veikari en reiknað er með í spánni virðist hættan á því vart nægilega mikil til þess að ástæða sé til að taka sérstaklega tillit til þess í áhættumatinu. Verð íbúðarhúsnæðis hefur til dæmis hækkað hratt að undanförnu, eins og áður hefur komið fram, sem bendir ekki til þess að umskipti séu í nánd á húsnæðismarkaði.

Hins vegar má færa rök fyrir því að meiri líkur séu á að verðbólgan verði meiri en spáð á síðari hluta spátímabilsins en að hún verði minni, þ.e.a.s. að innlend eftirspurn verði öflugri en gert er ráð fyrir í meginspánni, t.d. ef opinberar framkvæmdir yrðu meiri en gert er ráð fyrir. Alþingiskosningar eru á þessu ári og áhrif stóriðjuframkvæmda á væntingar heimila og fyrirtækja gætu orðið meiri en reiknað er með. Nokkur óvissa er einnig um umsamdar launahækkanir á næsta ári, því að kjarasamningar stærstu launþegahópa á almennum vinnumarkaði eru lausir um og upp úr næstu áramótum.

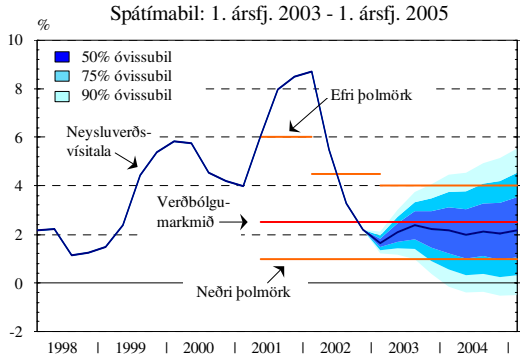
Spáóvissan samhverf til skamms tíma en meiri líkur eru á frávikum upp á við til lengri tíma litið

Á heildina litið virðast svipaðar líkur á því að verðbólga eitt ár fram í tímann verði minni en í meginspá bankans og að hún verði meiri. Óvissa um gengisþróun og framvindu alþjóðlegra efnahagsmála er mikil, en ekki verður fullyrt hvort líklegra sé að frávikin hafi jákvæð eða neikvæð áhrif á verðbólguna. Þótt líklegra sé að lægðin í innlendri eftirspurn sé vanmetin til skamms tíma, virðist ekki ástæða til að hliðra óvissumatinu niður á við að þessu sinni. Hins vegar eru taldar meiri líkur á að eftir tvö ár verði verðbólga meiri en í meginspánni en að hún verði minni. Er þá litið til hugsanlegs vanmats á áhrifum

Mynd 16

Verðbólguspá Seðlabankans

Spátímabil: 1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

stóriðjuframkvæmda á væntingar almennings og eftirspurn í hagkerfinu.

Eins og í síðustu spám bankans er talið líklegt að notkun sögulegra spáskekkna til að meta óvissu leiði til ofmats á óvissu sem er framundan. Spáskekkjurnar eru litaðar af þróun undanfarinna missera, þ.e.a.s. tímabils sem einkenndist af óvenjulega mikilli verðbólgu og óvissu um verðbólguþróun.

Tafla 6 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

	Verðbólga				
Ársfjórð.	*undir 1%*	*á bilinu 1% - 2½%*	*á bilinu 2½% - 4%*	*undir 2½%*	*yfir 4%*
2003:1	1	99	< 1	> 99	< 1
2003:4	14	46	34	61	5
2004:3	23	33	28	56	16

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

Mynd 16 sýnir meginspá bankans tvö ár fram í tímann og spáóvissuna. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur eru á að verðbólgan verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann, en það endurspeglast í víkkun óvissubilsins.[15]

Samkvæmt þessu mati hafa líkur á því að verðbólga eftir eitt ár verði undir verðbólgumarkmiðinu aukist nokkuð frá síðustu spá. Hins vegar hafa líkur á frávikum frá verðbólgumarkmiðinu eftir tvö ár ekkert breyst. Líkur á því að verðbólga verði innan þolmarka verðbólgumarkmiðsins á spátímabilinu hafa aukist lítillega frá síðustu spá og líkur á verðhjöðnun minnkað. Innan við 10% líkur eru á verðhjöðnun á spátímabilinu, ef miðað er við ársfjórðungsgildi sem verðbólguspáin byggist á.

III Fjármálaleg skilyrði og stefnan í peningamálum

Raunstýrivextir Seðlabankans hafa lækkað í framhaldi af tveim vaxtalækkunum bankans í nóvember og desember. Önnur fjármálaleg skilyrði hafa yfirleitt einnig þróast til slökunar að gengi krónunnar undanskildu. Hækkun gengisins undanfarnar vikur má að einhverju leyti skýra með auknum aflaheimildum og væntingum vegna stóriðjuframkvæmda. Hins vegar er hugsanlegt, eins og áður hefur komið fram, að markaðsaðilar ofmeti áhrif þeirra á gjaldeyrisinnstreymi á næstu misserum og vanmeti undirliggjandi slaka sem myndast hefur í þjóðarbúskapnum á síðustu mánuðum. Þjóðhags- og verðbólguspá bankans, sem tekur stóriðjuframkvæmdir á Austurlandi með í reikninginn, gefur tilefni til frekari lækkunar Seðlabankavaxta. Frekari lækkun raunstýrivaxta Seðlabankans felur í sér að vextirnir verða mjög sennilega orðnir lægri en jafnvægisvextir, og það mun örva hagvöxt enn frekar.

Aðhaldsstig peningastefnunnar og fjármálaleg skilyrði

Aðhald peningastefnunnar hefur haldið áfram að minnka ...

Seðlabankavextir hafa verið lækkaðir tvisvar síðan *Peningamál* voru gefin út í nóvember síðastliðnum um samtals eina prósentu, eða úr 6,8% í 5,8%. Telst þá með lækkun vaxta um ½ prósentu sama dag og ritið var gefið út í nóvember. Fara verður aftur til ársins 1994 til að finna jafn lága stýrivexti Seðlabankans. Það ár og hið næsta var mikill slaki í þjóðarbúskapnum og verðbólga ekki nema 1½%.

15. 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 metinni spáóvissu. Því er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að meta líkindadreifingu verðbólguspárinnar nákvæmlega.

Tafla 7 Seðlabankavextir og verðbólga í ýmsum ríkjum

Lönd	Verð-bólga	Tímabil	Verðbólgu-markmið	Stýrivextir seðla banka	Síðasta breyting stýrivaxta	Dagsetning síðustu breytingar	Raunstýrivextir m.v. liðna verð-bólgu	Raunstýrivextir m.v. verðbólgu markmið
Ástralía	3,0	4. ársfj. ´02	2 - 3	4,75	0,25	5. júní ´02	1,7	2,2
Brasilía	9,9	4. ársfj. ´02	3½ (±2½)	25,50	0,50	23. jan. ´03	14,2	21,3
Bretland	2,7	des. ´02	2½	4,00	-0,50	8. nóv. ´01	1,3	1,5
Chíle	2,8	des. ´02	2 - 4	2,75	-0,25	9. jan. ´03	0,0	-0,2
Ísland	1,4	jan. ´03	2½ (±1½%)	5,80	-0,50	17. des. ´02	4,3	3,2
Ísrael	6,5	des. ´02	2 - 3	8,90	-0,20	23. des. ´02	2,3	6,2
Kanada	3,9	des. ´02	1 - 3	2,75	0,25	16. júlí ´02	-1,1	0,7
Noregur	2,8	des. ´02	2½ (±1)	6,00	-0,50	23. jan. ´03	3,1	3,4
Nýja Sjáland	2,7	des. ´02	0 - 3	5,75	0,25	3. júlí ´02	3,0	4,2
Pólland	0,1	des. ´02	5 (±1)	8,50	-0,50	26. júní ´02	8,4	3,3
Suður-Afríka	14,5	nóv. ´02	3 - 6	13,50	1,00	13. sept. ´02	-0,9	8,6
Sviss	0,9	des. ´02	0 - 2	0,25-1,25	-0,50	26. júlí. ´02	-0,1	-0,2
Svíþjóð	0,6	des. ´02	3 - 5	2,50	-0,25	30. jan. ´03	1,9	-1,4
Tæland	0,3	des. ´02	0 - 3	1,75	-0,25	19. nóv. ´02	1,4	0,2
Meðaltal	3,6			6,46	-0,10		2,7	3,6
-án Brasilíu og S-Afríku	2,3			4,46	-0,23		2,1	1,9
Önnur iðnríki								
Bandaríkin	2,4	des. ´02	-	1,25	-0,50	6. nóv. ´02	-1,1	-
Japan	-0,4	nóv. ´02	-	0,10	-0,15	18. sept. ´01	0,5	-
Evrusvæði	2,3	des. ´02	0 - 2	2,75	-0,50	6. des. ´02	0,4	1,7
Danmörk	2,5	des. ´02	-	2,75	-0,50	6. des. ´02	0,2	-
Meðaltal alls	3,2			6,64	-0,21		1,7	
-án Brasilíu og S-Afríku	2,2			3,81	-0,3		1,6	1,9

Verðbólga er reiknuð út frá 12 mán. breytingu þeirrar verðvísitölu sem peningastefna viðkomandi lands er miðuð við eða vísitölu neysluverðs, eftir því sem við á. Notast er við síðustu tiltæku mælingu. Raunstýrivextir eru reiknaðir út frá liðinni verðbólgu. Fram til 9. ágúst sl. hafði seðlabanki Chíle raunvaxtamarkmið. Til að reikna út breytingu stýrivaxta á þeim tíma er notast við verðbólgustig þess tíma. Notast er við miðgildi vaxtabils stýrivaxta fyrir Sviss. Taflan sýnir verðbólgumarkmið landa fyrir árið 2002 eða langtímamarkmiðið þar sem það hefur þegar tekið gildi. Langtímamarkmiðið fyrir Ísland er 2½% (±1½%) sem á að nást 2003. Langtímamarkmiðið fyrir Pólland er verðbólga undir 4% sem á að nást 2003. Verðbólgumarkmiðið fyrir Tékkland lækkar línulega og á að enda í 2%-4% árið 2005. Mexíkó er ekki með í töflunni, þrátt fyrir að vera með verðbólgumarkmið, þar sem seðlabanki Mexíkó er ekki með eiginlegt stýrivaxtamarkmið heldur miðar peningastefnuna við markmið um laust fé í umferð.

Í byrjun nóvember 2002 var verðbólguálag ríkisskuldabréfa til fjögurra ára undir 2% og enn lægra á styttri bréfum. Samsvarandi verðbólguálag í lok janúar var hins vegar rúmlega 2½%, en um 2% til tveggja ára. Á þennan mælikvarða hafa raunstýrivextir Seðlabankans lækkað úr 4½-5% í rúmlega 3%. Miðað við verðbólguálag ríkisskuldabréfa hafa raunvextir Seðlabankans ekki verið lægri síðan í janúar 1997. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa var líklega óeðlilega lágt í byrjun nóvember og ýkir það matið á lækkun raunstýrivaxta síðan þá. Aðrir mælikvarðar, eins og t.d. verðbólguspá Seðlabankans, sýna hins vegar einnig mjög ótvíræða lækkun raunstýrivaxta bankans. Þannig voru þeir tæplega 4% miðað við verðbólguspá bankans eitt ár fram í tímann í byrjun nóvember en um 3½% nú miðað við fyrirliggjandi verðbólguspá.

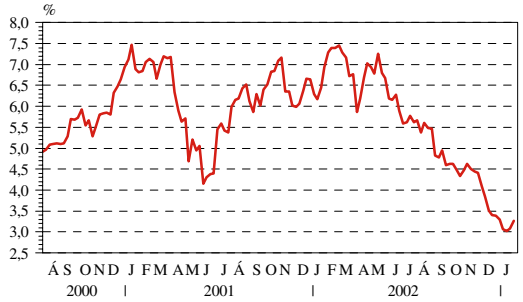
Eftir vaxtalækkanir Seðlabankans síðustu mánuði er athyglisvert að bera vexti hans saman við vexti ýmissa annarra seðlabanka. Tafla 7 sýnir vexti og verðbólgu í ýmsum ríkjum. Efri hluti töflunnar sýnir seðlabankavexti og verðbólgu í löndum á verðbólgumarkmiði en neðri hlutinn sýnir önnur mikilvæg iðnríki. Í lok janúar voru stýrivextir Seðlabankans lítið fyrir ofan meðaltal verðbólgumarkmiðslanda ef Brasilíu og Suður-Afríku, sem búa við efnahagslegan óstöðugleika og mjög háa seðlabankavexti, er sleppt. Það er hins vegar athyglisvert að vextirnir hér eru svipaðir og á Nýja-Sjálandi og lægri en í Noregi. Raunvextir miðað við verðbólgu liðinna tólf mánaða eru óeðlilega háir hér þar sem verðbólgan náði botni í janúar á þennan mælikvarða en verðbólguvæntingar eru hærri. Miðað við verðbólgumarkmiðið eru raunvextir hér svipaðir og í Noregi og í Póllandi en lægri

en á Nýja-Sjálandi. Seðlabankavextir hér á landi eru því alls ekki fjarri því sem gerist í sambærilegum löndum. Það segir þó í sjálfu sér ekki mikið því að seðlabankavextir hljóta að ráðast af aðstæðum í hverju landi fyrir sig þegar fylgt er verðbólgumarkmiði og flotgengi.

Mynd 17

Raunstýrivextir Seðlabankans 2000-2003

M.v. verðbólguálag ríkisbréfa (nú til um 4 ára)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

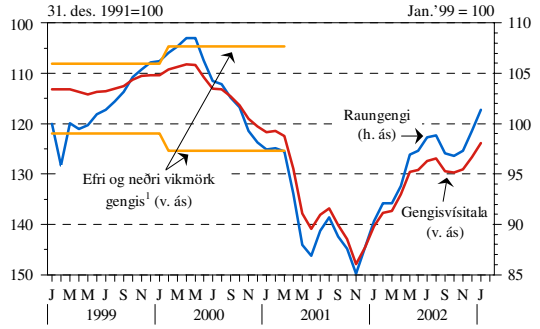
Einnig hafa helstu verð á fjármálamörkuðum lækkað lítillega, en gengi krónunnar er þó veigamikil undantekning. Óverðtryggðir skuldabréfavextir til lengri tíma eru nú þeir sömu og þeir voru snemma í nóvember, eftir að hafa hækkað nokkuð til loka janúar. Stafar það mjög líklega af hærri verðbólguvæntingum og væntingum um hærri Seðlabankavexti á næstu árum vegna stóriðjuframkvæmda. Verðtryggðir vextir á skuldabréfamarkaði hafa hins vegar lækkað verulega og stafar það annars vegar af lækkun raunstýrivaxta Seðlabankans og aukinni eftirspurn eftir verðtryggðum skuldabréfum en einnig af því að þessir vextir höfðu haldist óeðlilega háir m.a. vegna sérstakra aðstæðna á húsnæðismarkaði. Undir lok janúar voru húsbréfavextir almennt komnir niður fyrir 5% en voru töluvert hærri í byrjun nóvember. Þannig hafði ávöxtun húsbréfa til 25 ára lækkað um 0,4 prósentur og ávöxtun húsbréfa til 40 ára um 0,3 prósentur. Þótt verðtryggðir bankavextir hafi lækkað nokkuð frá byrjun nóvember hafa þeir ekki fylgt eftir lækkun á verðtryggðri ávöxtun spariskírteina og húsbréfa, en nánar er fjallað um það í greininni um fjármálamarkaði og aðgerðir Seðlabankans hér á eftir. Hækkun almenns hlutabréfaverðs um rúmlega 4½% frá byrjun nóvember til loka janúar felur einnig í sér slökun á fjármálalegum skilyrðum.

...en hærra gengi þrengir að útflutnings- og samkeppnisgreinum

Þrátt fyrir lækkun vaxta Seðlabankans og áframhaldandi kaup bankans á gjaldeyri hefur gengi krónunnar styrkst umtalsvert síðustu þrjá mánuði. Í lok janúar var gengið rúmlega 7% hærra en í lok október sl. Þessi þróun hefur enn bætt við þá hækkun raungengis sem staðið hefur nær linnulaust síðan gengið náði botni í nóvember 2001. Í janúar var raungengið aðeins yfir meðaltali síðastliðinna 10 ára, hvort sem miðað er við mælikvarða launa eða verðlags og 5½% yfir 10 ára meðaltali miðað við gengi í lok mánaðarins.

Mynd 18

Gengisvísitala og raungengi krónu 1999-2003



1. Vikmörk voru afnumin 27. mars 2001. *Heimild:* Seðlabanki Íslands.

Margt bendir til þess að mat markaðarins á framkvæmdum við álver í Reyðarfirði og tilheyrandi virkjunum eigi verulegan þátt í gengishækkun síðustu vikna. Aðrir þættir sem gætu stuðlað að hærra gengi lágu að mestu leyti fyrir á síðustu mánuðum fyrra árs, svo sem gott jafnvægi í utanríkisviðskiptum. Breytingar á skammtímavaxtamun gagnvart útlöndum hafa tæpast haft veruleg áhrif á gengi krónunnar. Miðað við ríkisvíxla var munurinn reyndar minni í lok janúar en í byrjun nóvember en miðað við millibankamarkað örlitlu hærri. Þótt mæld verðbólga hafi lækkað hafa verðbólguvæntingar hækkað og því ekki hægt að fullyrða að raunvaxtamunur hafi aukist. Nýlegar ákvarðanir um auknar aflaheimildir kunna einnig að hafa stuðlað að hærra gengi, enda auka þær vænt gjaldeyrisinnstreymi.

Seðlabankinn hefur áður sett fram það mat sitt að stóriðjuframkvæmdum gæti fylgt hærra gengi á framkvæmdatímanum og aðdraganda hans. Ástæðurnar eru, eins og nánar er skýrt í viðauka, hreint

gjaldeyrisinnstreymi sem framkvæmdunum fylgir og væntingar um hærri Seðlabankavexti. Væntingar um hærri vexti ættu að leiða til tafarlausrar hækkunar á ávöxtun skuldabréfa til lengri tíma og auka mun á vöxtum skuldabréfa til lengri og skemmri tíma, eins og reyndar hefur gerst síðustu vikur. Það getur síðan stuðlað að gjaldeyrisinnstreymi og hærra gengi. Á framsýnum markaði hefur gengi tilhneigingu til að hækka um leið og vitneskja um hækkunartilefni liggur fyrir. Þess vegna getur gengið hækkað jafnvel þótt gjaldeyrisinnstreymi sem tengist framkvæmdunum beint sé ekki farið af stað. Gengishækkunin herðir að útflutnings- og samkeppnisgreinum og dregur úr spennu eða eykur slaka í hagkerfinu þegar hann er til staðar eins og nú er raunin. Það hjálpar síðan til að skapa rými í þjóðarbúskapnum fyrir þær miklu framkvæmdir sem framundan eru. Hafa ber hins vegar í huga að framlegð útflutnings- og samkeppnisgreina var mjög góð síðastliðin tvö ár. Jafnvel þótt hún dragist saman á þessu ári, m.a. vegna hærra gengis, gæti árið eigi að síður orðið þokkalegt. Þannig benda spár fjármálafyrirtækja til þess að framlegð í sjávarútvegi á þessu ári verði betri en verið hefur undanfarna áratugi að undanskildum tveimur síðustu árum.

Þótt eðlilegar og góðkynja ástæður kunni að vera fyrir hækkun gengisins að undanförnu verður ekki framhjá því litið að hækkunin ýtir undir slaka sem þegar er fyrir hendi og kann að vera orðin meiri en æskilegt er á þessu stigi, jafnvel að teknu tilliti til væntanlegra stóriðjuframkvæmda. Hugsanlegt er að markaðurinn ofmeti áhrif framkvæmdanna og vanmeti hversu langt er í að meginþungi þeirra verði. Þá er einnig hugsanlegt að slaki sem hefði myndast á þessu ári ef ekki hefði komið til aukinna aflaheimilda og ákvarðana um stóriðju sé verulega vanmetinn. Að vísu er það svo að slaki og veikur hagvöxtur þarf ekki endilega að hafa í för með sér lægra gengi svo lengi sem jafnvægi í utanríkisviðskiptum og á gjaldeyrismarkaði er gott. Jafnvel eru dæmi um að veik innlend eftirspurn stuðli að viðskiptaafgangi og hærra gengi. Væntingar um fjármagnsinnstreymi, aukna spennu, meiri verðbólgu og hærri vexti virðast hins vegar helst skýra hátt gengi að undanförnu. Hærra gengi er hins vegar ekki heppilegt þegar þjóðarbúskapurinn er í lægð og verðbólgu lítil. Eins og þjóðhags- og verðbólguspáin sem hér er kynnt sýnir verður lítilsháttar slaki í byrjun spátímabilsins sem hverfur á næsta ári miðað við óbreytt gengi og peningastefnu. Á þeirri forsendu einkennist umhverfi peningastefnunnar fyrst um sinn af lægð í þjóðarbúskapnum á sama tíma og verðbólga er undir markmiði bankans.

Fyrir nokkrum árum var algengt víða um heim að líta á svokallaða vísitölu peningaskilyrða sem mælikvarða á aðhaldsstig peningastefnunnar, en í henni eru vegin saman skammtímavextir og gengi í þeim hlutföllum sem þau eru talin hafa áhrif á eftirspurn. Reynslan hefur sýnt að þetta er slæmur mælikvarði á peningalegt aðhald í löndum þar sem jafnvægisgengi er mjög breytilegt sökum sveiflna í ytri skilyrðum, eins og raunin er hér á landi.[16] Þegar gengi breytist í samræmi við jafnvægisgengið felur það ekki endilega í sér breytingu á peningalegu aðhaldi. Það er því villandi að einblína á slíka vísitölu við þær aðstæður. Vísitala peningaskilyrða sem er vegið meðaltal skammtímaraunvaxta reiknaðra á grundvelli raunverulegra verðbólguvæntinga og fráviks gengis frá jafnvægisgengi myndi gefa betri mynd af aðhaldsstiginu. Vandinn er hins vegar sá að ekki liggja fyrir einhlítar mælingar eða mat á verðbólguvæntingum eða jafnvægisgengi. Hækkun gengis undanfarnar vikur má líklega að verulegu leyti skýra með breytingum á jafnvægisgengi vegna væntanlegra stóriðjuframkvæmda og aukinna aflaheimilda. Ekki er því hægt að draga þá ályktun að gengisbreytingin beri vitni um aukið aðhald peningastefnunnar, enda ganga aðrar vísbendingar í gagnstæða átt.

Stefnan í peningamálum

Forsendur eru fyrir frekari lækkun Seðlabankavaxta

Í þjóðhags- og verðbólguspá Seðlabankans er að þessu sinni reiknað með fjárfestingu í stóriðju og orkuverum á Austfjörðum. Miðað við óbreytta peningastefnu og gengi krónunnar undir lok janúar (gengisvísitala 124) eru horfur á að hagvöxtur á þessu ári verði minni en vöxtur framleiðslugetu. Framleiðsluspenna mun því enn slakna og atvinnuleysi aukast frá síðasta ári. Atvinnuleysi á árinu verður samkvæmt þjóðhagsspánni 3½%, sem er lík-

16. Notkun vísitölu peningaskilyrða leiddi t.d. stjórn peningamála á Nýja-Sjálandi á villigötur um tíma á tíunda áratug síðustu aldar. Sjá úttekt Lars Svenssonar á peningastefnunni í Nýja-Sjálandi (Independent review of the operation of monetary policy in New Zealand: Report to the Minster of Finance“, febrúar 2001, www.princeton.edu/~svensson).

lega meira atvinnuleysi en til lengdar samrýmist efnahagslegum stöðugleika og lítilli og stöðugri verðbólgu. Á árinu í heild er hvorki reiknað með framleiðsluspennu né slaka, en að teknu tilliti til atvinnuleysis og óvissu um framleiðsluspennuna eru miklar líkur á að framleiðsluslaki verði til staðar á fyrri hluta ársins. Á næsta ári er reiknað með að hagvöxtur verði mjög nálægt vexti framleiðslugetu en að atvinnuleysi verði enn um 3%. Líklegt verður þó að teljast að atvinnuleysi muni minnka þegar líður á árið. Á þessum forsendum er reiknað með að verðbólga verði rétt um 2% á spátímabilinu til fyrsta ársfjórðungs 2005, eða rétt fyrir neðan verðbólgumarkmið bankans.

Spáin skapar forsendur til frekari lækkunar Seðlabankavaxta. Umfang og tímasetningar hennar ráðast hins vegar eins og ávallt af mati á framvindu og horfum hverju sinni. Raunstýrivextir Seðlabankans undir lok janúar voru rúmlega 3%, eins og kom fram í kaflanum um aðhaldsstig peningastefnunnar hér að framan. Frekari lækkun Seðlabankavaxta felur í sér að raunvextir bankans verða lægri en líklegir jafnvægisvextir og veita því þjóðarbúskapnum töluverða örvun. Hversu mikil hún verður í bráð ræðst hins vegar af því hvernig aðrir vextir bregðast við, einkum útlánsvextir bankanna, sem skipta meiru fyrir vaxtabyrði heimila og fyrirtækja en Seðlabankavextir.

Hversu langt verður gengið í frekari slökun í peningamálum mun sem fyrr segir ráðast af framvindu og horfum. Þar togast á mismunandi tilhneigingar sem óvíst er hversu sterkar eru og munu breytast í rás tímans. Í fyrsta lagi er óvissa um hversu mikill slaki er til staðar í þjóðarbúskapnum um þessar mundir. Í öðru lagi er óvíst hvaða áhrif frekari tilslökun í peningamálum hefur á þjóðarbúskapinn, sérstaklega þegar Seðlabankavextir verða augljóslega orðnir lægri en jafnvægisvextir. Í þriðja lagi er óvíst hvenær og í hve miklum mæli stóriðjuframkvæmdir, uppsveifla í alþjóðlegum efnahagsmálum og bjartsýni sem líkleg er til að fylgja hvoru tveggja færir innlenda eftirspurn yfir á ofþenslustig.

Í umræðum að undanförnu hefur verið nefnt að þörf sé á mikilli og tafarlausri slökun í peningamálum, annars vegar til að vinda ofan af styrkingu gengisins og hins vegar til að hindra verðhjöðnun. Ef veruleg hætta væri á verðhjöðnun hér á landi væri fullt tilefni til kröftugrar slökunar í peningamálum. Eins og kemur fram í kaflanum um verðbólguspá bankans og fjallað er nánar um í rammagrein 3 á bls. 26 eru líkurnar á henni hverfandi. Verðbólguspár og væntingar eru yfirleitt um eða yfir 2%, sem er töluvert frá hættusvæði verðhjöðnunar. Launahækkanir eru enn töluverðar og sama má segja um vöxt breiðs peningamagns (M3). Framundan eru síðan einhverjar mestu framkvæmdir Íslandssögunnar.

Að því er gengið varðar er rétt að undirstrika að stöðugt gengi er ekki lengur markmið peningastefnunnar. Í samræmi við ákvæði laga ber bankanum að stuðla að stöðugu verðlagi sem er nánar skilgreint í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans frá mars 2001. Vextir Seðlabankans eru ákveðnir á grundvelli verðbólguhorfa til allt að tveggja ára en meginreglan er að gengið ákvarðist á markaði.[17] Seðlabankinn getur gripið inn í gjaldeyrismarkaðinn ef hann telur það nauðsynlegt til að stuðla að verðbólgumarkmiðinu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað fjármálalegum stöðugleika. Ekkert slíkt er uppi á teningnum nú. Seðlabankinn hefur hins vegar keypt gjaldeyri reglulega í lágum fjárhæðum síðan í byrjun september sl. sumars í því skyni að bæta gjaldeyrisstöðu sína sem hafði veikst mikið vegna gjaldeyrisinngripa til varnar krónunni á árunum 2000 og 2001. Þótt markmiðið með þessum reglulegu gjaldeyriskaupum sé ekki að hafa áhrif á gengið er vel mögulegt að það verði til skamms tíma einhverju lægra en ella sakir þeirra. Ef vextir yrðu lækkaðir með það eitt að markmiði að stuðla að lækkun á gengi krónunnar, sem að hluta má líklega rekja til hækkunar jafnvægisgengis, er næsta víst að það krefðist töluvert lægri vaxta en samrýmist verðbólgumarkmiði bankans. Þá er hætt við að safnað yrði í bálköst næsta ofþenslu- og óstöðugleikatímabils í íslenskum efnahagsmálum. Bankinn mun því áfram ákvarða vexti með hliðsjón af verðbólgumarkmiðinu eins og hann er skuldbundinn til.

---

17. Á sama hátt og gengið verður sem meginregla að fá að ákvarðast á markaði á grundvelli þeirra vaxta sem Seðlabankinn ákvarðar út frá verðbólguhorfum, ræðst vaxtamunur gagnvart útlöndum af markaðsaðstæðum á hverjum tíma. Það er því t.d. misskilningur að einhver neðri mörk séu á jákvæðum vaxtamun gagnvart útlöndum. Hvorki hagfræði né reynsla annarra þjóða styðja slíka fullyrðingu. Ef t.d. búist er við gengishækkun framundan, vextir eru lágir þar sem hagkerfið hefur verið í lægð en háir erlendis þar sem hagsveiflan er önnur, getur vaxtamunur hæglega verið neikvæður án þess að það sé í mótsögn við verðbólgumarkmið. Vaxtamunur Svíþjóðar gagnvart Þýskalandi hefur t.d. verið neikvæður eftir að sænska krónan fór á flot.

Rammagrein 3 Verðhjöðnun

Nokkur umræða hefur átt sér stað hér á landi um hættuna á verðhjöðnun. Þessi umræða er að hluta til bergmál alþjóðlegrar umræðu um efnið, en lítil verðbólga að undanförnu á þar einnig hlut að máli. Vísitala neysluverðs hækkaði aðeins um 1½% á síðasta ári og án húsnæðis og þjónustu nam hækkunin aðeins 0,3%. En hvað er verðhjöðnun? Hverjar eru líkur á henni í hinum ýmsu iðnríkjum? Hvernig er hægt að koma í veg fyrir verðhjöðnun og hvernig er heppilegast að bregðast við ef hún verður? Leitast verður við að svara þessum spurningum hér í stuttu máli.

Eðlilegast er að skilgreina verðhjöðnun með sama hætti og verðbólgu, en með öfugum formerkjum. *Verðbólga* er skilgreind sem *viðvarandi hækkun almenns verðlags*. Hækkun verðs einstakrar vöru eða hækkun verðlags í mjög stuttan tíma telst því ekki verðbólga. Með sama hætti er *verðhjöðnun* skilgreind sem viðvarandi lækkun almenns verðlags. Lækkun verðlags í örfáa mánuði telst því ekki verðhjöðnun. Almenn lækkun vöruverðs telst ekki heldur vera verðhjöðnun ef verðhækkun þjónustu vegur þyngra, þannig að verðlag lækkar ekki að meðaltali.

Að verðhækkun þjónustu vegi upp verðlækkun á vörum er reyndar ekki óalgengt. Í september 2002 hafði neysluverð í Bandaríkjunum hækkað um 1,5% frá árinu áður. Á sama tíma hækkaði verð þjónustu um 3,2% en vörur í vísitölu neysluverðs lækkuðu í verði um 0,9%. Framleiðni í þjónustustarfsemi hefur jafnan vaxið hægar en í vöruframleiðslu. Ef laun hækka hins vegar svipað í mismunandi atvinnugreinum sakir þess að vinnuafl er hreyfanlegt á milli þeirra, mun verð á þjónustu óhjákvæmilega hækka meira en á vörum.[1]

Á sama hátt og verðbólga á sér stað vegna umframeftirspurnar í þjóðarbúskapnum er verðhjöðnun afleiðing umframframboðs. Umframframboð getur myndast vegna aukins framboðs, en alvarleg verðhjöðnun er líklegust þegar snarpur samdráttur í eftirspurn myndar slaka sem leiðir til þess að verð og laun lækka. Slík þróun fer því gjarnan saman við stöðnun eða samdrátt og vaxandi atvinnuleysi. Verðhjöðnun getur því verið *góðkynja* eða *illkynja*.

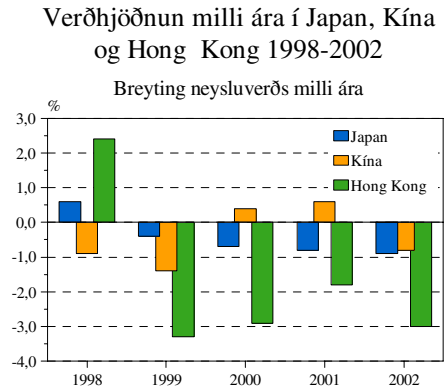
Góðkynja má kalla verðhjöðnun sem stafar af vaxandi framleiðslu og framleiðni eða bættum viðskiptakjörum. Dæmi um þetta er Bretland og fleiri lönd á ýmsum tímabilum á nítjándu öld og jafnvel Kína á síðustu árum.[2] Góðkynja verðhjöðnun er hins vegar ekki með öllu hættulaus, því að ef við slíkar aðstæður verða ytri áföll sem kalla annaðhvort á tímabundna lækkun raunlauna eða neikvæða raunvexti getur tregða við lækkun nafnlauna og það að nafnvextir verða vart lægri en núll leitt til aukins atvinnuleysis.

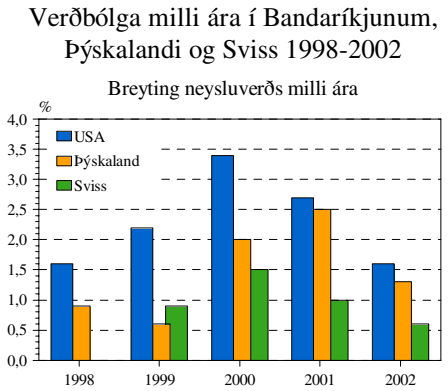
Illkynja verðhjöðnun fer eins og áður segir saman við stöðnun eða samdrátt og vannýtta framleiðslugetu. Verðhjöðnun af þessu tagi getur orðið vítahringur verðhjöðnunar og ónógrar eftirspurnar. Það gerist sérstaklega ef væntingar um verðhjöðnun festast í sessi og skuldir heimila og fyrirtækja eru miklar. Þá geta raunvextir orðið háir, jafnvel þótt nafnvextir lækki niður í núll og raungreiðslubyrði aukist vegna þess að skuldbindingar eru með föstum nafnvöxtum. Verðhjöðnun veldur því að raunvaxtabyrði lána hækkar, án þess að á móti komi samsvarandi raunaukning eigna. Það hefur alvarleg áhrif á eignastöðu skuldara, eins og mörg dæmi eru um, einkum ef eignaverð fellur. Dæmi um þetta er heimskreppan mikla á fjórða áratug liðinnar aldar, þegar sérlega illkynja verðhjöðnun átti sér stað víða um heim, sem magnaðist af völdum fjármálakreppna, hagstjórnarmistaka og verndarstefnu. Önnur nýlegri dæmi um illkynja verðhjöðnun af þessu tagi er Japan á síðustu árum og Argentína á árunum 1999-2001.

Vegna neikvæðra afleiðinga verðhjöðnunar er mikilvægt að koma í veg fyrir hana. Stefna í peninga-

1. Að þessi staða geti komið upp er alls ekki fjarstæðukennt. Segjum t.d. að til sé hagkerfi sem samanstendur af tveimur jafn stórum geirum, vöruframleiðslu og þjónustu. Gefum okkur einnig að framleiðni í vöruframleiðslu aukist um 3% á ári en standi í stað í þjónustustarfsemi. Að meðaltali eykst framleiðni því um 1½% á ári. Segjum enn fremur að raunlaun fylgi þróun meðalframleiðni að viðbættu 1% sem kemur fram í hækkun neysluverðlags um 1%. Nafnlaun hækka því um 2½%. Vegna þess að framleiðni í þjónusta stendur í stað hækkar verð hennar jafn mikið og laun. Vöruverð lækkar hins vegar um ½% á ári. Þetta ástand telst ekki vera verðhjöðnun. Hér er til einföldunar litið framhjá innfluttum aðföngum og notkun fjármuna. Niðurstöður breytast ekki í meginatriðum við að taka tillit til þessara atriða en tölurnar verða aðrar og útreikningar flóknari.

2. Pain og Weale (2002) taka í þessu sambandi dæmi af Bretlandi milli 1880 og 1890, en þá jókst landsframleiðsla að jafnaði um 2,2% á ári á sama tíma og verðlag féll um 0,6% á ári.





Heimildir: EcoWin, Seðlabanki Íslands.

málum sem miðar að stöðugu verðlagi eða lítilli verðbólgu getur gegnt því hlutverki, með því að bregðast við neikvæðum eftirspurnarskellum með slökun. A.m.k. þrjár ástæður eru fyrir því að heppilegt er að stefna að lítilli verðbólgu fremur en engri. Í fyrsta lagi er bjögun í mælingu vísitölu neysluverðs vegna gæða- og samsetningarbreytinga, þ.e.a.s. slíkar breytingar koma fram sem verðhækkun í vísitölu. Almennt er talið að bjögunin sé á bilinu ¼-1%.[3] Mæld verðbólga á því bili samsvarar því í raun stöðugu verðlagi. Önnur ástæða er að verðhlutföll og raunlaun verða tregbreytanlegri við mjög lága verðbólgu og það getur valdið óþarfa framleiðslutapi og atvinnuleysi. Þriðja ástæðan er að lítils háttar verðbólga dregur úr líkum þess að hagkerfi lendi í verðhjöðnun fyrir mistök. Ekki má hins vegar ganga of langt í þessum efnum því að raunveruleg verðbólga er einnig kostnaðarsöm fyrir hagkerfið. Af þessum sökum telja margir að seðlabankar með verðbólgumarkmið skuli ekki stefna á lægri verðbólgu en 1% og yfirleitt ekki hærri en 3%.

Hvað er til ráða ef verðhjöðnun grefur um sig? Almennt séð er ráðið að örva eftirspurn nægilega mikið til að slakinn í hagkerfinu hverfi. Í flestum tilfellum á það að vera hægt með slökun í peningamálum. Það kann þó að vera flókið ef seðlabankavextir eru þegar komnir í núll, eins og raunin er í Japan. En flóknara verður það ef miðlun peningastefnunnar er að hluta heft vegna vandræða í bankakerfinu, þannig að aukning á grunnfé seðlabankans skilar sér ekki í breiðar peningastærðir þar sem bankar hvorki vilja né geta aukið útlán. Þetta kann að eiga við um Japan.[4] Fræðilega séð ætti seðlabanki að geta framkallað verðbólgu, en hann kann að þurfa að nota til þess óhefðbundnar aðferðir, með því t.d. að kaupa langtímaskuldabréf, hlutabréf eða fjármagna beint eyðslu ríkissjóðs, svo að dæmi séu tekin.[5]

Um þessar mundir er verðhjöðnun aðallega bundin við Japan, Hong Kong og Kína.[6] Verðhjöðnun hefur ekki grafið um sig í neinu þróuðu ríki utan Japans og spár gera ekki ráð fyrir að svo verði á næstunni. Þannig hækkaði neysluverð um 1,6% milli ára í Bandaríkjunum í fyrra og skv. *Consensus Forecasts* spá mun neysluverðlag hækka um 2,2% á þessu ári.[7] Í Þýskalandi, sem nokkuð hefur verið rætt um að eigi verðhjöðnun á hættu, hækkaði vísitala neysluverðs um 1,3% í fyrra og meðalspá fyrir árið í ár er 1,2%, en lægsta spá er 0,5%.[8]

3. Athuganir og umræður innan OECD hafa bent til að bjögunin sé meiri í Bandaríkjunum en í flestum Evrópuríkjum. Ekki hefur verið lagt mat á bjögunina hér á landi en talið er að hún sé í neðri mörkum, m.a. sakir þess að tiltölulega oft er skipt um grunn vísitölunnar.

4. Á árinu 2002 jókst grunnfé í Japan um heil 19,5%. Útlán drógust hins vegar saman um 4,7% og breitt peningamagn (M3) jókst aðeins um 2,2%.

5. Bernanke (2002) fjallar um þá möguleika sem seðlabankar hafa til að forðast verðhjöðnun og komast út úr henni.

6. Neysluverð lækkaði einnig í Singapore á síðasta ári. Of snemmt er hins vegar að kveða upp úr að þar sé eiginleg verðhjöðnun orðin staðreynd.

7. *Consensus Forecasts,* janúar 2003.

8. Sama heimild.

Hvernig er staðan hér? Í fyrsta lagi hefur verðhjöðnun ekki átt sér stað til þessa og hún er ákaflega ólíkleg, t.d. vegna þess hve opið hagkerfið er. Ef ekki er almenn verðhjöðnun í umheiminum eru fremur litlar líkur á að viðvarandi verðhjöðnun nái að festa rætur hér á landi.

Hækkun vísitölu neysluverðs var 1,4% á síðasta ári og verður það ef að líkum lætur lægsta gildi verðbólgunnar um sinn. Verðbólguvæntingar til næstu ára eru um eða yfir 2%, eða svipaðar og verðbólguspá Seðlabankans. Launahækkanir umfram framleiðniaukningu á undanförnum misserum draga mjög úr líkum á því að verðhjöðnun verði. Vöxtur peningamagns og sparifjár mælist enn fremur í tveggja stafa tölum. Ef hætta á verðhjöðnun eykst er enn verulegt svigrúm til að bregðast við því með slökun í peningamálum, enda stýrivextir Seðlabankans í lok janúar 5,8%. Síðar munu stóriðjuframkvæmdir lyfta eftirspurn verulega. Verðhjöðnun er því ekki líklegt viðfangsefni hagstjórnar á Íslandi, eins og nú horfir. Einnig má færa rök fyrir því að skaðvænleg áhrif verðhjöðnunar á eignastöðu skuldara sé ekki fyrir hendi að sama mæli hér á landi eins og í löndum þar sem skuldbindingar með föstum nafnvöxtum eru algengastar. Verðtrygging og mikil notkun á breytilegum nafnvöxtum leiðir til þess að verðhjöðnun eykur ekki raungreiðslubyrði innlendra lána jafn mikið. Raungreiðslubyrði verðtryggðs láns helst óbreytt þar sem lánið tilgreinir fasta raunvexti og raungreiðslubyrði láns með breytilegum nafnvöxtum helst einnig óbreytt að svo miklu leyti sem nafnvextir lækka í takt við verðhjöðnunina.

Heimildir

Bernanke, Ben, (2002), „Deflation: Making Sure „It“ Doesn't Happen Here“, www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm

Consensus Forecasts, janúar 2003, Consensus Economics Inc.

Pain, Nigel og Martin Weale, (2002), „Commentary“, *National Institute Economic Review* No. 182, október 2002.

Viðauki Mat á þjóðhagslegum áhrifum fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda og möguleg hagstjórnarviðbrögð við þeim

Í þessum viðauka er fjallað um efnahagsleg áhrif fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda, þ.e. byggingar álvers Alcoa Inc. á Reyðarfirði og raforkuvers sem Landsvirkjun reisir á Austurlandi til að sjá álverinu fyrir orku. Hugsanleg stækkun Norðuráls er ekki tekin með í þessari greinargerð, enda óljóst um tímasetningu hennar og umfang fjárfestingarinnar. Mat á stóriðjufjárfestingum á Austurlandi nægir til að lýsa þeim áhrifum sem stórframkvæmdir af þessu tagi hafa og þeim hagstjórnarviðbrögðum sem þær kalla á.

1. Helstu niðurstöður

Helstu niðurstöður eftirfarandi greinargerðar eru:

1. Fyrirhugaðar stóriðjuframkvæmdir eru mjög umfangsmiklar í samanburði við stærð íslenska hagkerfisins. Fjárfestingin er að magni til líklega sú stærsta í sögu þjóðarinnar en að tiltölu við landsframleiðslu svipuð og bygging Búrfellsvirkjunar og álversins í Straumsvík á sjöunda áratug aldarinnar sem leið.
2. Framkvæmdirnar verða mestar á árunum 2005 og 2006, en þá munu um 2/3 hlutar fjárfestingarinnar eiga sér stað. Þegar fjárfestingin verður mest á árinu 2006 mun hún nema 9% af landsframleiðslu. Þá nær vinnuaflsnotkunin einnig hámarki í tæplega 2.500 ársverkum, eða sem nemur um 1¼% af áætluðu vinnuafli í landinu.
3. Gera verður greinarmun á *tímabundnum* áhrifum byggingar orkuvera og álbræðslu annars vegar og *langtímaáhrifum* af starfrækslu þeirra hins vegar. Fyrri áhrifin fela í sér tímabundna aukningu eftirspurnar en seinni áhrifin styrkja *framboðshlið* hagkerfisins og skjóta frekari stoðum undir útflutning.
4. Áhrifin á byggingartíma felast í aukinni eftirspurn sem fjármögnuð er með erlendu eiginfé og lánsfé. Því fylgir tímabundinn viðskiptahalli, sem ekki er vandamál, og eftirspurnarspenna og verðbólguþrýstingur. Þar sem framkvæmdirnar eru að mestu fyrirséðar er við því að búast að gengi krónunnar, vextir og eignaverð verði fyrir áhrifum um leið og ljóst er að af framkvæmdum verður. Hækkun gengis krónunnar að undanförnu á a.m.k. að hluta rætur að rekja til þessa. Hún byggist ekki aðeins á væntu gjaldeyrisinnstreymi heldur einnig á væntingum um hærri Seðlabankavexti á næstu misserum en ella. Hækkun gengis krónunnar verður því ekki slitin úr samhengi við það aukna aðhald í peningamálum sem óhjákvæmilega tengist svo stórum eftirspurnarhnykk sem hér er um að ræða.
5. Útreikningar sem gerðir eru með líkönum Seðlabankans af hagkerfinu og einstökum hlutum þess benda til þess að án gengisaðlögunar og hagstjórnaraðgerða verði framleiðsluspenna umtalsvert meiri en varð á ofþensluárunum 2000 og 2001. Ástæðan er sú að hagvöxtur verður töluvert umfram jafnvægisvöxt, eða sem nemur 4-4½ prósentu þegar mest lætur, sem gæti þýtt um 7% hagvöxt. Afleiðing þessa er að verðbólga yrði um eða yfir 4 prósentum meiri en án stóriðjuframkvæmda á árunum 2005 og 2006 og víki því verulega frá verðbólgumarkmiði Seðlabankans.
6. Til að koma í veg fyrir þetta þurfa að koma til hagstjórnarviðbrögð. Ef gengið helst óbreytt frá því sem orðið hefði án stóriðjuframkvæmda og engar aðgerðir verða í ríkisfjármálum þurfa Seðlabankavextir að hækka þegar líður á þetta ár og verða á árunum 2004 og 2005 veruleg hærri en án stóriðju. Útreikningarnir sýna niðurstöður sem byggjast á hefðbundinni framsýnni reglu fyrir ákvörðun seðlabankavaxta sem tekur tillit til framleiðsluspennu á hverjum tíma en verðbólgu næsta árs á eftir. Þá verða Seðlabankavextir rúmlega 4½ prósentu hærri en án stóriðju, sem gæti þýtt allt að 10% stýrivexti. Þetta nægir reyndar ekki til að halda verðbólgu innan þolmarka á árunum 2005 og 2006 og því þarf peningastefnan að verða enn aðhaldssamari ef hún nýtur ekki aðstoðar ríkisfjármálastefnu eða gengisþróunar.
7. Gengisþróun sem tæki mið af stóriðjuframkvæmdum og/eða aðgerðir í ríkisfjármálum

leiddi til þess að mun minni vaxtahækkunar væri þörf til að halda verðbólgu nálægt verðbólgumarkmiðinu. Í því dæmi sem hér er tekið varðandi breytilegt gengi þurfa Seðlabankavextir ekki að hækka um nema rúmlega 2 prósentur umfram grunndæmi þegar þeir ná hámarki á árunum 2004 og 2005. Þetta gæti falið í sér rúmlega 7% stýrivexti. Breytilegt gengi hefur það einnig í för með sér að vextirnir hækka seinna en ella.

8. Aðgerðir í ríkisfjármálum sem fælu í sér 20% samdrátt fjárfestingar hins opinbera á árunum 2005 og 2006 og samsvarandi aukningu á árunum 2007 og 2008 myndu hafa það í för með sér að vextir þyrftu ekki að fara nema um 2½ prósentu umfram grunndæmi miðað við framsýna peningastefnu og óbreytt gengi. Samspil gengisaðlögunar og aðgerða í ríkisfjármálum gæti dregið enn frekar úr þörf fyrir vaxtahækkun.
9. Það er því meginniðurstaða þessarar greinargerðar að þrátt fyrir að hér sé um einhverjar mestu framkvæmdir Íslandssögunnar að ræða, verður hægt að verja efnahagslegan stöðugleika og halda verðbólgu nálægt verðbólgumarkmiði Seðlabankans með samspili innri aðlögunar í þjóðarbúskapnum og aðgerða í peninga- og ríkisfjármálum.

Nauðsynlegt er að gera veigamikla fyrirvara við þær niðurstöður sem hér eru kynntar, eins og nánar er rakið í einstökum köflum síðar. Útreikningarnir byggjast á margvíslegum forsendum sem gætu brugðist, svo sem varðandi væntingar heimila og fyrirtækja og tiltölulega mjúk viðbrögð fjármálamarkaða. Þá ríkir mikil óvissa varðandi gengisþróun. Einnig er rétt að hafa í huga að útreikningarnir byggjast á líkönum sem metin eru á grundvelli sögulegra sambanda hagstærða sem ekki er víst að gildi að fullu þegar framkvæmdir verða svo miklar sem hér um ræðir. Þá eru líkönin óhjákvæmilega ófullkomin. Þannig bendir margt til að áhrif vaxta á eftirspurn og eftirspurnar á verðbólgu séu vanmetin í því þjóðhagslíkani sem þróað var sameiginlega af Seðlabanka, Þjóðhagsstofnun og fjármálaráðuneyti á sínum tíma og er að hluta notað við matið. Áhrif peningastefnunnar gætu því verið vanmetin.

Eins og áður er fram komið er ekki reiknað með framkvæmdum vegna Norðuráls í þessari úttekt. Ljóst er að það myndi auka verulega á hagstjórnarvandann ef þær framkvæmdir fara að einhverju leyti saman við hátopp framkvæmda vegna álvers á Austurlandi. Það væri því heppilegt að reyna að finna þeim framkvæmdum einhvern annan tíma.

Það hjálpar mikið til að stóriðjuframkvæmdirnar hófust ekki fyrr en ofþensla áranna 2000 og 2001 var að fullu hjöðnuð og verðbólgukúfurinn sem henni fylgdi einnig. Annars væru minni líkur á að hægt verði að varðveita stöðugleika og halda verðbólgu í skefjum. Nokkur slaki er í þjóðarbúskapnum um þessar mundir og framkvæmdatoppurinn verður ekki fyrr en á árunum 2005 og 2006. Spár bentu til þess að þjóðarbúskapurinn yrði í góðu jafnvægi á árinu 2004, án stóriðju. Meðal annars af þeim orsökum miðast grunndæmið án stóriðju við hagkerfi í jafnvægi frá 2005.

Að lokum ber að undirstrika að stefnan í peningamálum er á hverjum tíma mótuð á grundvelli heildarmats á ástandi og horfum í efnahagsmálum. Ýmsir aðrir þættir en stóriðjuframkvæmdir gætu þegar þar að kemur haft töluverð áhrif á stefnuna í peningamálum.

2. Stóriðjuframkvæmdir á Austurlandi

Í þessum kafla verður framkvæmdunum lýst og þær settar í þjóðhagslegt samhengi. Alcoa hyggst reisa álver í Reyðarfirði með allt að 322 þús. tonna ársframleiðslugetu. Þá verður byggð hafnaraðstaða við iðjusvæði Alcoa.

Í janúar sl. var rammasamningur milli Landsvirkjunar og Fjarðaráls ehf. (Alcoa) samþykktur af stjórn Landsvirkjunar og af yfirstjórn Alcoa. Samningurinn hljóðar upp á afhendingu á 4.700 GWst af raforku á ári, alls að afli 537 MW. Gert er ráð fyrir að virkjunarframkvæmdir hefjist með fullum þunga vorið 2003 en áður hefur verið hafist handa við ýmis konar undirbúningsframkvæmdir. Við það er miðað að raforkan komi fyrst og fremst frá Kárahnjúkavirkjun að meðtalinni Fljótsdalsveitu.

Fjárfesting Alcoa og Landsvirkjunar er með þeim mestu sem ráðist hefur verið í frá upphafi Íslandsbyggðar en í hlutfalli við landsframleiðslu er hún svipuð og bygging Búrfellsvirkjunar og álversins í Straumsvík á sjöunda áratug seinustu aldar. Heildarumfang fjárfestinga í iðjukostum og virkjunum er um 186½ ma.kr. sem skiptist þannig að fjárfesting í álveri og höfn á Reyðarfirði er talin nema um 91½ ma.kr. og virkjun, veita og flutningsvirki er áætlað að

Tafla 1 Skipting heildarkostnaðar við virkjun og álver á framkvæmdaár (á verðlagi 2002) og sem hlutfall af fjármunamyndun og VLF

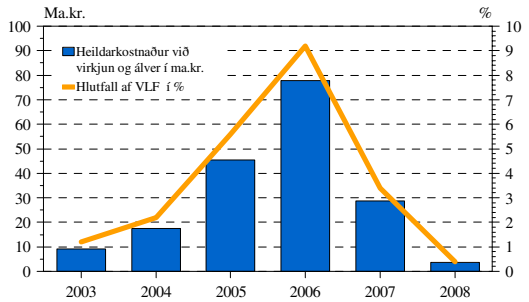
	2003	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*	*Alls*
Álver og höfn (m.kr.)	85	1.440	22.700	49.400	17.800	0	91.425
Virkjun (m.kr.)	9.122	16.004	22.690	28.324	10.909	3.725	95.167
Alls (m.kr.)	9.207	17.444	45.390	77.724	28.709	3.725	186.592
Hlutfall af fjármunamyndun (%)[1]	5	9	19	27	12	2	.
Hlutfall af VLF (%)[1]	1	2	6	9	3	0	.

1. Þróun fjármunamyndunar og VLF byggist á framreikningi Seðlabankans.

kosti um 95 ma.kr. Framkvæmdirnar verða verulega samþjappaðar. Mestar verða þær bæði við virkjun og stóriðju á árinu 2006, rúmlega 40% af heildarframkvæmdarkostnaði. Á árunum 2005 og 2006 munu um 2/3 hlutar framkvæmdanna eiga sér stað. Nokkuð er mismunandi hvernig framkvæmdaþungi virkjunar og álvers skiptist á árin. Mun meiri samþjöppun er í álversframkvæmdunum þar sem um 80% þeirra falla til á tveimur árum, 2005 og 2006. Framkvæmdir við virkjunina ná reyndar einnig hámarki þessi tvö ár þegar um 54% af heildarkostnaði falla til.

Mynd 1

Heildarkostnaður við virkjun og álver (verðlag 2002) og sem hlutfall af VLF 2003-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þessar álvers- og virkjunarframkvæmdir verða mjög hátt hlutfall af heildarfjármunamyndun þau ár sem þær standa yfir. Fyrstu tvö ár framkvæmdatímans, árin 2003 og 2004, munu framkvæmdir við virkjun og álver ekki marka veruleg spor í heildarfjármunamyndunina, 6% fyrra árið og 9% það síðara. Næstu þrjú ár þar á eftir þegar meginþungi virkjunar- og álversframkvæmda brestur á, hækkar hlutfall stóriðjuframkvæmda af heildarfjármunamyndun mjög, í 19% árið 2005 og fer hæst í 27% árið 2006.[1]

Til að meta stærð þessara framkvæmda má setja þær í samhengi við áætlaða VLF á framkvæmdaárunum. Til samanburðar skal þess getið að framkvæmdir við Búrfellsvirkjun og álverið í Straumsvík í lok sjöunda áratugar liðinnar aldar náðu hámarki 1968 og mældust þá um 8% af VLF það ár. Umfang fyrirhugaðra framkvæmda er mjög svipað, eða um 9% af VLF árið 2006 þegar hæst stendur, og að jafnaði 4¼% af VLF ár hvert á framkvæmdatímanum 2003-2007.

Áætlað er að framkvæmdakostnaður skiptist milli innlends kostnaðar og erlends í hlutföllunum 40/60. Erlendu og innlendu kostnaðarþættirnir munu þó ekki skiptast hlutfallslega jafnt niður á framkvæmdaárin. Innlendur kostnaður verður þyngri í byrjun framkvæmda, þar sem þá verður fyrst og fremst jarðvegsvinna, ganga- og stíflugerð og uppsteypun. Erlendi þátturinn mun koma með sívaxandi þunga eftir því sem á verkferlið líður þegar ýmis erlend aðföng; efni, tæki og vélbúnaður munu vega þungt. Undir lokin má svo aftur búast við töluverðum innlendum kostnaði, þegar ýmis frágangs- og lagnavinna fer fram, bæði við álversbygginguna og virkjunina.

1. Hér er fjárfestingarkostnaður við virkjun og álver metinn í hlutfalli af árlegri fjármunamyndun.

Tafla 2 Vinnuaflsnotkun – mannár

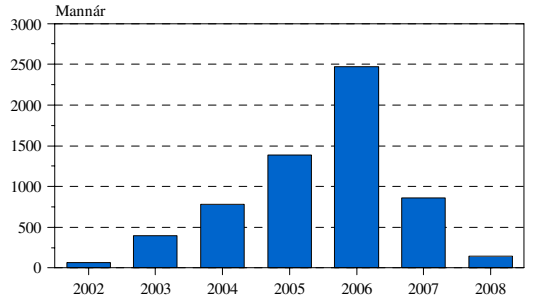
	2002	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*	*Samtals*
Álver og höfn	0	22	123	460	1.307	362	0	2.274
Virkjun	67	377	662	928	1.162	501	147	3.844
Alls á ári	67	399	785	1.388	2.469	863	147	6.118
Hlutfall af heildarvinnuafli (%)[1]	0,0	0,2	0,4	0,7	1,2	0,4	0,1	.

1. Þróun vinnuaflsnotkunar byggist á framreikningi Seðlabankans.

Áætlað er að nærri 2.300 mannár þurfi til að reisa álver Alcoa á Reyðarfirði og hafnarmannvirkin. Þá þarf rúmlega 3.800 mannár í virkjunarframkvæmdir, veitu og tengivirki. Samtals eru þetta rúmlega 6.100 mannár.

Mynd 2

Vinnuaflsnotkun á ári 2002-2008



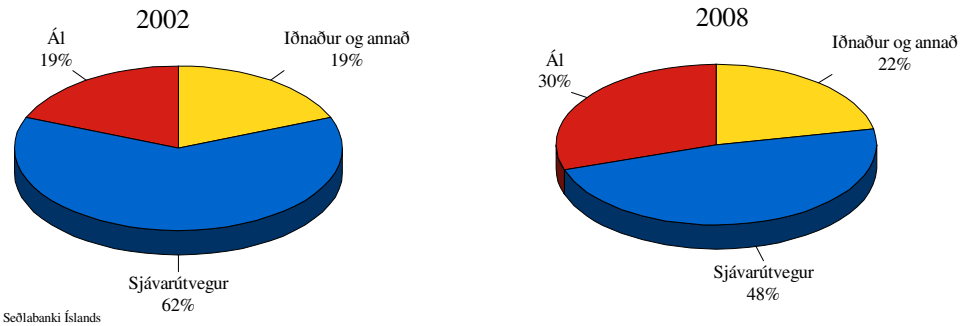
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mest verður vinnuaflsnotkunin 2006, um 40% af heildarmannaflsnotkuninni á framkvæmdatímanum. Vinnuaflsþörfin er hvað mest árin 2005 og 2006 en þá mun hún nema tæplega 2/3 hlutum af heildarþörf. Síðla árs 2007 mun draga hratt úr vinnuaflsþörfinni og að lokum fjarar hún út síðla vors 2008. Reiknað er með að um 70% af starfsmönnum við byggingu álsversins verði Íslendingar en um 30% komi að utan. Þá er áætlað að um 80% starfsmanna við orkuversframkvæmdir verði Íslendingar en um 20% komi erlendis frá. Að samanlögðu mun innlent vinnuafl nema rúmlega ¾ hlutum en erlent tæplega ¼. Þegar innlend vinnuaflsþörf er mest árið 2006 mun hún nema um 1¼% af heildarvinnuafli. Sennilega verður þörfin í hámarki á fyrrihluta þess árs.

Stefnt er að því að álver Alcoa í Reyðarfirði taki til starfa síðla vors eða snemma sumars 2007. Búist er við að ráðnir verði um 420 starfsmenn í fullt starf í álverinu. Hafist verður handa við ráðningar snemma á byggingartímanum og síðan með vaxandi þunga út framkvæmdatímann og í ársbyrjun 2007

Mynd 3

Hlutfallsleg skipting útflutningsverðmætis eftir vöruflokkum (%) 2002 og 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands

verður fullráðið í allar stöður. Áætlað er að það muni taka um hálft ár að ná fullum afköstum í starfsemi verksmiðjunnar. Síðla árs 2007 mun starfsemin hafa náð fullri framleiðslugetu.

Áætluð framleiðslugeta hins nýja álvers er 322 þús. tonn en nærri lætur að álframleiðsla á Íslandi aukist um rúmlega 120% frá árinu 2002.

Mikilvægi áls sem útflutningsvöru eykst til mikilla muna. Á árinu 2002 nam útflutningur áls um 19% af vöruútflutningi og útflutningur sjávarafurða um 62%. Álverð var tiltölulega lágt á síðasta ári og spáð er að það muni hækka nokkuð þegar líða tekur á þennan áratug. Þegar framleiðsla í álveri Alcoa verður hafin að fullu í lok árs 2007 og að gefnu óbreyttu verði 2002, mun hlutfall áls í vöruútflutningi nema um 30% og sjávarafurða minna en 50%. Ef gengið er út frá því að álverð hækki eins og spár gera ráð fyrir verður hlutfall áls í útflutningi nokkru hærra undir lok þessa áratugar en að ofan greinir. Undanfarin ár hefur útflutningur áls numið rúmlega 5% af VLF. Þetta hlutfall mun hækka mjög þegar álverið í Reyðarfirði tekur að fullu til starfa. Þá má ætla að hlutfall útflutnings áls af landsframleiðslu verði komið í rúmlega 10%.

3. Efnahagsleg áhrif stóriðjuframkvæmda

Í þessum kafla verður fjallað almennt um efnahagsleg áhrif álvers- og tengdra raforkuframkvæmda og er þá byggt á almennri hagrænni greiningu og alþjóðlegri reynslu. Í síðari köflum verður síðan reynt að leggja talnalegt mat á þessi áhrif með því að nota líkön af íslenska þjóðarbúinu eða einstökum hlutum þess sem Seðlabankinn ræður yfir.

Þegar áhrif stóriðjuframkvæmda af þessu tagi eru metin er mikilvægt að gera greinarmun á *skammtímaáhrifum* byggingar orkuvera og álbræðslna annars vegar og *langtímaáhrifum* af starfrækslu þeirra hins vegar. Áhrifin á byggingartíma felast í mikilli fjárfestingu sem fjármögnuð er með erlendu fé. Umtalsverður hluti fjárfestingarinnar felst í innflutningi á vélum og tækjum af ýmsu tagi, en einnig verður hreint gjaldeyrisinnstreymi sem notað er til að fjármagna notkun innlendra framleiðsluþátta. Því verður mikil aukning eftirspurnar á innlendum vöru- og vinnumarkaði. Þessi áhrif eru hins vegar tímabundin. Á máli hagfræðinnar er því hér um *tímabundinn eftirspurnarhnykk* að ræða. Stjórn peningamála þarf stöðugt að glíma við eftirspurnarhnykki. Það sem gerir þennan óvenjulegan er að hann er hlutfallslega mjög *stór* og er *fyrirséður*.

Til að skilja betur eðli áhrifanna á byggingartímanum má benda á að áhrif stórrar erlendrar lántöku sem notuð væri til nánast hvaða framkvæmda sem er, jafnvel þótt þær bættu engu við framleiðslugetu þjóðarbúsins, eru í eðli sínu þau sömu. Það sem skilur hins vegar á milli eru langtímaáhrifin. Þegar álverið hefur framleiðslu er ný framleiðslugeta tekin í notkun og útflutningsframleiðsla eykst. Á máli hagfræðinnar styrkist *framboðshlið* hagkerfisins og á gömlu íslensku máli fáum við *búhnykk*. Þetta er að vísu með þeim fyrirvara að nægilega stór hluti útflutningsteknanna falli til innlendra aðila vegna raforkusölu til álversins, vinnulauna, skatta og kaupa þess á innlendri þjónustu, til að vega á móti kostnaði við öflun þeirra. Útflutningur eykst varanlega, eða a.m.k. í marga áratugi. Sterkt langtímasamband hefur verið hér á landi á milli útflutnings- og þjóðartekna og þær ættu því að aukast samfara auknum útflutningi. Þá má skilja þessi langtímaáhrif þannig að útflutningur á áli og sú orkuöflun sem til hans þarf verði framleiðnari starfsemi en sá atvinnurekstur sem kann að verða rutt úr vegi til að finna þessari starfsemi rými í hagkerfinu. Hér kann reyndar að skipta máli hvernig til tekst með hagstjórn og varðveislu stöðugleika á byggingartímanum. Því betur sem þar tekst til, því jákvæðari verða langtímaáhrifin þar sem framleiðnar útflutnings- og samkeppnisgreinar verða fyrir minna hnjaski.

Í þessum viðauka verður ekkert talnalegt mat lagt á langtímaávinning þessara framkvæmda. Til að gera það að gagni þyrfti m.a. að skoða arðsemi virkjunarframkvæmda sérstaklega. Ástæðan er sú að erlent eignarhald á álverinu en innlent á virkjuninni gerir það að verkum að langtímaávinningurinn fyrir þjóðina veltur m.a. á því hvernig arðsemin skiptist á milli þessara þátta. Auk þess þyrfti að meta í hvaða mæli framleiðni og raunlaun hækka sakir þess að nýju greinarnar eru framleiðnari en þær sem rutt er úr vegi. Þá hefur hér einnig áhrif hvernig staðið er að skattlagningu þessarar starfsemi og fleiri atriðum. Seðlabankinn hefur ekki á þessu stigi upplýsingar til að leggja sjálfstætt mat á þessa þætti. Það er auk þess meira í samræmi við hlutverk bankans að hann veiti því forgang að meta áhrifin á byggingartíma, enda bregst peningastefnan við þeim áhrifum en ekki hinum. Fyrirliggjandi athuganir, svo sem á arðsemi

virkjunar, benda til að langtímaáhrifin á þjóðartekjur verði jákvæð. Fjármálaráðuneytið hefur t.d. metið langtímaáhrifin á þjóðartekjur með því að nota almennt jafnvægislíkan. Þótt það sé ekki jafn nákvæmt mat og rætt var hér að ofan, gefur það vissa vísbendingu. Að mati ráðuneytisins munu þessar framkvæmdir auka þjóðarframleiðslu til lengdar um ¾ úr prósentu.

Eftirspurnarhnykkurinn sem stafar af fjárfestingunni er að mestu leyti fyrirséður og er honum lýst í kaflanum hér að framan. Heildarfjárfesting og vinnuaflsnotkun er í stórum dráttum þekkt og nokkuð mótaðar hugmyndir eru um það hvernig hún skiptist eftir árum. Gengið er út frá ákveðnum forsendum í útreikningum hér á eftir varðandi skiptingu fjárfestingar og vinnuaflsnotkunar í innlenda og erlenda þætti. Um þetta ríkir hins vegar nokkru meiri óvissa, sérstaklega varðandi vinnuaflið.

Í mjög stórum dráttum má segja fyrir um áhrif af eftirspurnarhnykk af þessu tagi á grundvelli almennra hagfræðikenninga. Umfang áhrifanna og tímasetningar eru hins vegar háðar mikilli óvissu. „Rétta“ talnalega metna hagfræðilíkanið sem notast má við til að áætla þessi áhrif liggur ekki fyrir og mun aldrei gera, þótt ávallt sé reynt að gera fyrirliggjandi líkön betri. Það gerir vandann enn meiri hversu stór hnykkurinn er. Því liggur ekki fyrir nægileg söguleg reynsla og talnagögn til að ákvarða með sæmilegri nákvæmni hvernig hagkerfið mun bregðast við eftirspurnarhnykknum. Mögulegt er að söguleg sambönd hagstærða raskist af þessum sökum. Ennfremur er hugsanlegt að væntingar í hagkerfinu þróist til skamms tíma með ýkjukenndum hætti. Þannig gæti einkaneysla aukist um hríð meira en réttlætanlegt er á grundvelli þeirrar aukningar á varanlegum tekjum sem leiða af framkvæmdunum. Það sama gæti átt við um gengi krónunnar og önnur eignaverð. Sams konar óvissa er til staðar varðandi virkni hagstjórnartækja, bæði um umfang og tímasetningar. Hafa verður þessa fyrirvara í huga þegar niðurstöður útreikninga sem birtar eru hér á eftir eru metnar.

Eins og allir eftirspurnarhnykkir lyftir þessi framkvæmd eftirspurn upp fyrir það stig sem ella hefði orðið. Viðskiptahalli myndast vegna mikils innflutnings á fjárfestingarvarningi sem notaður er við framkvæmdirnar eða er beinlínis hluti af hinum nýju iðju- og orkuverum (vélum og tækjum). Þessi viðskiptahalli hefur engin áhrif á gengi krónunnar né skapar spennu í innlendu hagkerfi þar sem hann er í þessu tilfelli að fullu fjármagnaður með erlendu eigin fé eða lánsfjármagni. Hins vegar á sér stað hreint gjaldeyrisinnstreymi þar sem erlent fé verður notað til að fjármagna notkun á innlendu vinnuafli og öðrum framleiðsluþáttum sem þarf við framkvæmdirnar. Þetta innstreymi eykur spennu á innlendum vöru- og vinnumarkaði, stuðlar að hærra gengi krónunnar og eykur viðskiptahalla. Þá eykst viðskiptahalli einnig vegna aukinnar einkaneyslu og fjárfestinga í öðru atvinnulífi sem kann að fylgja aukinni bjartsýni vegna framkvæmdanna.

Aukin spenna á vöru- og vinnumarkaði skilar sér að lokum í meiri launahækkunum og verðbólguþrýstingi. Hættan er sú að verðbólguþróunin fari úr böndum og aukin verðbólga fari út í verðbólguvæntingar og festist þannig í sessi. Það er þessi þróun og sá efnahagslegi óstöðugleiki sem henni getur fylgt sem hagstjórn þarf að reyna að koma í veg fyrir. En það er ekki aðeins hagstjórnin sem leggst á þá sveif heldur einnig viss markaðsöfl og innbyggðir jafnvægisstillar hagkerfisins. Gengi krónunnar og langtímavextir eru hluti af því ferli en búast má við að hvort tveggja muni hækka á byggingartíma og aðdraganda hans. Annar en tengdur jafnvægisstillir felst í því að aukin eftirspurn hefur tilhneigingu til að leka út úr hagkerfinu í formi aukins viðskiptahalla og veldur þannig minni spennu á innlendum mörkuðum. Þá er rétt að nefna að umframeftirspurnin sem skapast á innlendum vöru- og vinnumörkuðum fer nokkuð eftir því hver hlutdeild erlends vinnuafls og innfluttra fjármuna er í byggingu veranna. Því hærri sem þessi hlutdeild er því minni verður þrýstingurinn á innlenda markaði. Á móti kemur hins vegar að tekjuaukning innlendra aðila verður minni.

Með aðgerðum í ríkisfjármálum og peningamálum má leitast við að draga úr umframeftirspurninni í hátoppi framkvæmda en jafnframt milda samdráttinn sem kann að koma í kjölfar þess að þeim lýkur. Peningastefnan mun leitast við að halda verðbólgu nálægt verðbólgumarkmiði bankans og mun þurfa að halda vöxtum hærri en ella í því skyni. Eftirspurnarhnykkurinn er það mikill að ekki er víst að það takist fullkomlega en eins og kemur fram hér á eftir eru töluverðar líkur á að hægt verði að halda verðbólgu innan þolmarka. Það myndi draga úr álagi á peningastefnuna ef einnig kæmu til mótvægis-

aðgerðir í ríkisfjármálum, svo sem með samdrætti opinberra framkvæmda í hátoppi framkvæmdanna á Austurlandi en aukningu á eftir og jafnvel á undan. Það er heppilegt þar sem aðgerðir í peningamálum gætu haft hlutfallslega meiri áhrif á útflutnings- og samkeppnisgreinar en aðra hluta hagkerfisins vegna hækkunar á gengi krónunnar. Hins vegar er útilokað að ríkisfjármálaaðgerðir geti borið meginþunga hagstjórnarviðbragðanna. Til þess eru framkvæmdirnar eystra einfaldlega of umfangsmiklar í hlutfalli við t.d. opinberar fjárfestingar.

Eitt mikilvægt einkenni þessa eftirspurnarhnykks er að hann er fyrirséður, eins og áður hefur komið fram. Það hefur mikilvægar afleiðingar fyrir það hvernig hagkerfið bregst við. Gott dæmi um þetta er þróun gengis krónunnar. Vegna framkvæmdanna liggur fyrir að mikið hreint gjaldeyrisinnstreymi eigi sér stað á komandi misserum. Framsýnir og virkir fjármálamarkaðir taka þær upplýsingar strax með í reikninginn og skiptir þá í raun ekki máli að eitt til tvö ár séu í að innstreymið verði verulegt. Að öðru óbreyttu veldur þetta því að gengi krónunnar hækkar strax. Gengið hækkar einnig sakir þess að framkvæmdirnar skapa væntingar um hækkun Seðlabankavaxta þegar nær líður. Það hækkar langtímavexti strax þar sem þeir eru í meginatriðum samsettir úr væntum skammtímavöxtum í framtíðinni. Það eykur vaxtamun gagnvart útlöndum á langa enda markaðarins, sogar inn erlent fjármagn og hækkar þannig gengið.

Hækkun gengis í aðdraganda framkvæmdanna er því eðlileg og var Seðlabankinn og fleiri reyndar búnir að spá því að svo myndi verða. Gengishækkunin er reyndar hluti af markaðsviðbrögðum hagkerfisins vegna framkvæmdanna. Um leið hjálpa þau hagkerfinu til að rýma fyrir þeim án kollsteypu í efnahagsmálum. Gengishækkunin dregur úr verðbólgu og eykur slaka í hagkerfinu áður en framkvæmdirnar hefjast að fullum krafti og því myndast minni spenna í hagkerfinu en ella. Svipaða sögu er reyndar hægt að segja varðandi langtímavexti.

Ofangreind hækkun gengis kemur hins vegar ekki í stað vaxtahækkana af hálfu Seðlabankans, enda byggist hún að hluta á væntingum um þær. Þótt þægilegt sé að greina gengis- og vaxtaþróun og áhrif þeirra að einhverju leyti hvort í sínu lagi verður að lokum að taka tillit til þess að við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga er hér um nátengd ferli að ræða. Ekki er við öðru að búast en að einar mestu framkvæmdir Íslandssögunnar og einn stærsti eftirspurnarhnykkur sem komið hefur kalli á hærri Seðlabankavexti en ella og það hugsanlega umtalsvert hærri. Hér á eftir verður reynt að leggja talnalegt mat á hver þessi viðbrögð gætu orðið. Rétt er hins vegar að ítreka að eftirfarandi mat er eingöngu hugsað til að gefa lauslega mynd af því hvernig peningastefnan gæti brugðist við áhrifum þessara framkvæmda og að óvissa um nákvæma útfærslu þeirra og endanlega niðurstöðu er töluverð. Endanleg útkoma þessa ferils kemur ekki í ljós fyrr en líða tekur á tímabilið. Seðlabankinn mun því ákveða viðbrögð sín þegar þar að kemur.

4. Mat á þjóðhagslegum áhrifum án hagstjórnarviðbragða

Þjóðhagslíkan bankans var notað til að meta hugsanleg áhrif fyrirhugðara stóriðjuframkvæmda á hagvöxt, atvinnuleysi og verðbólgu. Fyrst var búið til grunndæmi, þar sem ekki var reiknað með stóriðjuframkvæmdum. Grunndæmið er í samræmi við þjóðhagsspá bankans fyrir árin 2003 og 2004 að öðru leyti en því að í spánni er gert ráð fyrir vinnu við virkjun og álver á Austurlandi. Eftir 2004 leitar grunndæmið í jafnvægi. Áhrif álversframkvæmda á hagvöxt, atvinnuleysi og verðbólgu voru metin sem frávik frá þeim gildum sem þessar stærðir tóku árin 2003 til 2008 í grunndæminu.

4.1. Forsendur útreikninga

Í dæmunum með og án stóriðju voru allar forsendur eins og í þjóðhagsspá bankans. Reiknað er með að 65% af fjárfestingu í álverinu og um helmingur af fjárfestingu í virkjuninni séu innflutt, sem og fjórðungur þess vinnuafls sem starfar við framkvæmdirnar. Forsendur um vinnuaflsnotkun og fjárfestingu eru í samræmi við upplýsingar frá framkvæmdaaðilum og hliðstæðar athuganir sem áður hafa verið gerðar á Þjóðhagsstofnun og í fjármálaráðuneyti. Ennfremur var gert ráð fyrir því að peningastefnan væri óbreytt, þ.e.a.s. stýrivöxtum er haldið óbreyttum út tímabilið.

Tvær útgáfur af frávikum hagstærðanna voru reiknaðar. Í annarri útgáfunni var gert ráð fyrir að gengi krónunnar væri óbreytt frá grunndæminu. Í hinni var reiknað með að framkvæmdirnar hefðu áhrif á gengið. Í því dæmi var gengið látið styrkjast á fyrri hluta tímabilsins sem var skoðað, þ.e.a.s. árin

2003-2005, vegna fjármagnsinnstreymis og væntinga um hærri stýrivexti, en síðan var það látið veikjast á ný, og leita í nýtt jafnvægi. Í þessu felst að hluti þeirrar hækkunar sem átt hefur sér stað undanfarnar vikur stafar af fyrirhuguðum álvers- og virkjanaframkvæmdum. Þess vegna var jafnframt gert ráð fyrir því í grunndæminu án stóriðju að gengi ársins 2003 hefði orðið nokkru lægra en nú er. Þá var reiknað með því að það héldi áfram að lækka á næsta ári en hækkaði svo í átt að jafnvægi. Með framkvæmdum er hins vegar um að ræða gengisferil þar sem gengið hækkar framan af en lækkar síðan á ný í átt að jafnvægisgengi. Að auki er reiknað með því að jafnvægisgengi verði nokkru hærra eftir að álverið er tekið til starfa en verið hefði án þess.

Þrátt fyrir að ofangreind gengisaðlögun sé ekki svo ósennileg er ljóst að nákvæma tímasetningu hennar er nánast ógerlegt að meta, sérstaklega vegna áhrifa á væntingar fjárfesta um framtíðarþróun gengisins. Eins og áður hefur komið fram má færa rök fyrir því að a.m.k. hluti væntanlegrar styrkingar gengisins sé þegar kominn fram. Einnig gætu væntingar um veikingu krónunnar þegar kemur að lokum gjaldeyrisinnstreymisins farið að hafa áhrif á væntingar fjárfesta þegar líða tekur á tímabilið og jafnvel fyrr. Nákvæm útlistun á gengisþróun þessa tímabils er því útilokuð. Mat á gengisþróuninni hefði ekki komið til álversframkvæmda er ekki síður erfitt.

4.2. Helstu niðurstöður

Eins og mynd 4 sýnir verður hagvöxtur 2003 og 2004 um 1 prósentu meiri en ef ekki væri farið út í framkvæmdirnar. Þegar framkvæmdirnar ná hámarki á árunum 2005 og 2006 verður hagvöxtur um 3-4 prósentum hærri en ella. Þá er reiknað með sama gengi og hefði orðið án stóriðjuframkvæmda.[2] Hér er því um umtalsverða þenslu að ræða í hagkerfinu, og gæti framleiðsluspenna samkvæmt því mælst mest um 6% árið 2006. Til samanburðar var spennan í toppi nýliðinnar uppsveiflu tæp 3%, og um 3½% árið 1987. Áhrif á atvinnuleysi yrðu einnig töluverð. Má gera ráð fyrir að atvinnuleysi 2005 yrði 1½-2 prósentum minna en ef ekki yrði af framkvæmdunum, og um 1 prósentu minna árið 2006, en þá væri jafnframt farið að gæta aukins framboðs vinnuafls, sem kemur hér fram á tvennan hátt, annars vegar er um að ræða aukna atvinnuþátttöku, og hins vegar aukinn innflutning vinnuafls, einkum í beinum tengslum við stóriðjuframkvæmdirnar. Þenslan sem skapast í hagkerfinu veldur þrýstingi á verðlag og árið 2004 má reikna með að verðbólga verði orðin um 1 prósentu meiri en ella en verði mest 4½ prósentum meiri en ella 2006 sem gæti þýtt 6-7% verðbólgu, þ.e. töluvert fyrir ofan þolmörk verðbólgumarkmiðs Seðlabankans.

Í lok framkvæmdanna verður mikill samdráttur í fjárfestingu. Þegar álverið hefur framleiðslu, árin 2007 og 2008, verður hagvöxtur töluvert minni en ella. Atvinnuleysi mun jafnframt verða meira. Þannig verður það um ½ prósentu meira árið 2007. Að hluta stafar þessi aukning af aukinni atvinnuþátttöku vegna framkvæmdanna, en vinnumarkaðurinn lagar sig jafnan að hagsveiflunni með nokkurri töf. Það mun því einnig draga úr verðbólgu þessi ár og 2007 verður hún aðeins 2 prósentum meiri en í dæminu án framkvæmda, og u.þ.b. 1 prósentu minni árið 2008.

Ljóst er að þessar miklu sveiflur sem hér hefur verið lýst stafa ekki eingöngu af þeirri fjárfestingu sem stendur fyrir dyrum. Að hluta er stærð þeirra afleiðing af þeim forsendum sem gefnar voru. Tvennt vegur þar trúlega þyngst, annars vegar sú forsenda að ekki verði um nein hagstjórnarviðbrögð að ræða, og hins vegar forsendan um stöðugt gengi krónunnar. Hér á eftir verður fjallað um hugsanleg hagstjórnarviðbrögð og áhrif þeirra á þróun hagstærða, en fyrst er farið yfir áhrif stóriðjuframkvæmdanna á hagvöxt, atvinnuleysi og verðbólgu þar sem gert er ráð fyrir að gengið þróist eins og lýst er hér að ofan.

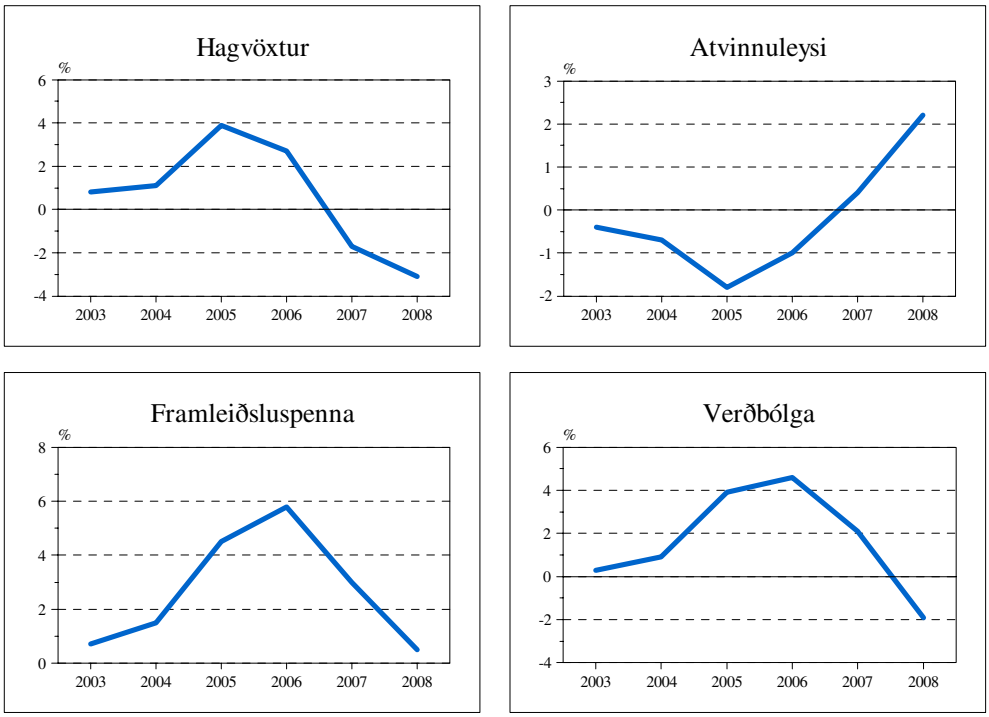
Taki gengi krónunnar þátt í aðlögun efnahagslífsins verða áhrif á hagvöxt vart mælanleg 2003 og 2004 miðað við þá gengisaðlögun sem lýst er hér að ofan. Hagvöxtur 2005 verður um 1 prósentu meiri með framkvæmdum og allt að 2 prósentum meiri 2006. Árið 2007 og 2008 verður hagvöxtur ívið meiri en án framkvæmda, en munurinn verður þó innan við 1 prósentu hvort ár. Hér er um verulega minni áhrif að ræða en þegar genginu var haldið óbreyttu frá grunndæmi. Sama er að segja um þróun atvinnuleysis. Þetta verður jafnframt til þess að 2003 og 2004 verður verðbólga um 2 prósentum minni hvort ár með stóriðjuframkvæmdum, og rúmlega ½ prósentu minni 2005. Þegar framkvæmdirnar hafa náð

2. Í megintexta greinarinnar um þróun og horfur hér að framan eru framkvæmdirnar taldar auka hagvöxt um ½ prósentu 2003 og 2004. Munurinn stafar af mismunandi gengisforsendum.

Mynd 4

Efnahagsleg áhrif álversframkvæmda án hagstjórnarviðbragða og gengisaðlögunar

Frávik frá grunndæmi án álversframkvæmda (prósentur)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

hámarki og gengið aftur tekið að veikjast (en hefði verið farið að styrkjast á sama tíma án framkvæmdanna) kemur verðbólga hins vegar til með að verða meiri en ella.

Gengisaðlögunin spilar því mikilvægt hlutverk í aðlögun hagkerfisins að þessum eftirspurnarhnykk og því er ljóst að hún hefur veruleg áhrif á útkomuna. Með þeim verða áhrif á hagkerfið minni en ef gert er ráð fyrir óbreyttu gengi frá dæminu án álversframkvæmda. Áhrif á verðbólgu koma einnig seinna fram. Hins vegar verður að hafa í huga að a.m.k. hluti slíkrar gengisaðlögunar stafar af væntingum fjárfesta um viðbrögð peningastefnunnar við áhrifum álversframkvæmdanna. Því er erfitt að túlka slíka þróun án þess að taka einnig með í reikninginn möguleg viðbrögð peningastefnunnar.

5. Mat á mögulegum hagstjórnarviðbrögðum og áhrifum þeirra

Útreikningarnir hér að ofan eru ekki raunsönn lýsing á þróun efnahagsmála næstu ára og áhrifum stóriðjuframkvæmda á efnahagslífið, heldur eingöngu hugsaðir til að gefa grófa mynd af umfangi þeirra í samhengi við stærð hagkerfisins og varpa ljósi á nauðsyn þess að gripið verði til viðeigandi aðgerða í hagstjórn til að skapa rými fyrir þessa framkvæmd innan hagkerfisins án þess að kollvarpa efnahagslegu jafnvægi þess.

Við mat á mögulegum viðbrögðum peningastefnunnar við efnahagslegum áhrifum stóriðjuframkvæmda er byggt á svokallaðri Taylor-reglu sem er einföld lýsing á viðbrögðum stýrivaxta seðlabanka við þróun verðbólgu og framleiðsluspennu (sjá umfjöllun í rammagrein og viðauka í *Peningamálum*, 2002/2). Samkvæmt þessari ein-

földu reglu hækkar Seðlabankinn stýrivexti sína umfram ákveðið jafnvægisvaxtastig ef verðbólga er meiri en verðbólgumarkmið bankans og ef framleiðsluspenna er til staðar í hagkerfinu sem síðar skapar hættu á aukinni verðbólgu. Þessi regla þykir lýsa vel vaxtaákvörðunarferli helstu seðlabanka heims á tímum sem vel hefur þótt takast í stjórn peningamála og er algengt að nota hana við að áætla viðbrögð peningastefnunnar við eftirspurnarhnykkjum. Notast er við mismunandi form af Taylor-reglunni, eftir því hvort gert er ráð fyrir að bankinn jafni sveiflur í stýrivöxtum og að hve miklu leyti framsýni er innbyggð í regluna, þ.e. byggt á verðbólguspá fremur en verðbólgu líðandi stundar.[3]

5.1. Hagstjórnarviðbrögð án gengisaðlögunar

Út frá Taylor-reglunni verða stýrivextir Seðlabankans nokkru hærri en þeir hefðu verið án álversframkvæmdanna. Sé peningastefnan að einhverju leyti framsýn má búast við að vaxtastigið verði fljótlega nokkru hærra en ella. Útreikningarnir gefa til kynna að vextir bankans gætu orðið um 1½ prósentu hærri á þessu ári en þeir hefðu verið án framkvæmdanna og allt að 5 prósentum hærri árin 2004-2005 miðað við óbreytt gengi frá dæminu án álversframkvæmda. Árið 2006 verða þeir hins vegar aðeins 1½ prósentu hærri en í grunndæminu og komnir vel undir vaxtastig grunndæmisins árið 2007 vegna slakans sem þá myndast í hagkerfinu.

Sé peningastefnan síður framsýn verða vextir seinna hærri en án framkvæmda. Á þessu ári yrðu þeir aðeins um ½ prósentu hærri en ella og 1½ prósentu á næsta ári. Árin 2005-2006 þyrftu þeir hins vegar að vera frá 4½-5½ prósentum hærri en ella þar sem vaxtahækkanir bankans koma í raun of seint, þ.e. bankinn bíður of lengi með að hækka vexti til að kveða niður ofþensluna sem skapast af álversframkvæmdunum. Uppsafnað yfir tímabilið 2003-2007 verða vextir töluvert hærri en í dæminu sem byggist á framsýnni peningastefnu. Bankanum tekst jafnframt betur að hemja verðbólgu og ofþenslu í hagkerfinu eftir því sem hann er framsýnni í ákvörðun stýrivaxta og í umfjölluninni hér á eftir er því miðað við framsýna peningastefnu.[4]

Eins og vænta má tekst að dempa nokkuð þá ofþenslu sem grefur um sig í aðdraganda og í hátoppi álversframkvæmdanna. Hagvöxtur verður mest um 1 prósentu meiri en í dæminu án álversframkvæmda árið 2005, samanborið við tæp 4 prósentur í dæminu án viðbragða peningastefnunnar. Peningastefnunni tekst einnig að draga úr sveiflum í atvinnuleysi þannig að það verður um 1 prósentu undir atvinnuleysisstigi grunndæmisins árið 2005 í stað tæplega 2 prósenta án peningastefnuviðbragða. Árið 2006 er nánast sama atvinnuleysisstig í báðum dæmum en árið 2007 er atvinnuleysisstigið orðið nokkru hærra í dæminu með peningastefnuviðbrögðum, enda aðhaldsstig peningastefnunnar meira í því dæmi. Þar sem peningastefnunni tekst að draga úr hagsveifluáhrifum álversframkvæmdanna verða sveiflur í framleiðsluspennu minni. Hún eykst því mun minna vegna viðbragða peningastefnunnar og er rétt um ½-1 prósentu umfram dæmið án stóriðjuframkvæmda 2003-2004 og um 2 prósentum árin 2005-2006.

Eins og sjá má á mynd 5 endurspeglast þetta einnig í þróun verðbólgu á tímabilinu. Verðbólga er tæplega ½ prósentu umfram dæmið án stóriðjuframkvæmda á árunum 2003-2004 og um 2 prósentum meiri árin 2005-2006, borið saman við 4-4½ prósentur án peningastefnuviðbragða. Árið 2007 er verðbólga síðan aðeins um ½ prósentu meiri en í grunndæminu án álversframkvæmda.

Þótt peningastefnunni takist að draga verulega úr verðbólguáhrifum stóriðjuframkvæmdanna virðist ekki takast að halda henni innan þolmarka verðbólgumarkmiðs Seðlabankans, miðað við að verðbólga sé við verðbólgumarkmiðið í dæminu án álversframkvæmda. Frávikið verður hins vegar minna sé miðað við Taylor-reglu sem leggur meira vægi á að halda verðbólgu nálægt verðbólgumarkmiðinu

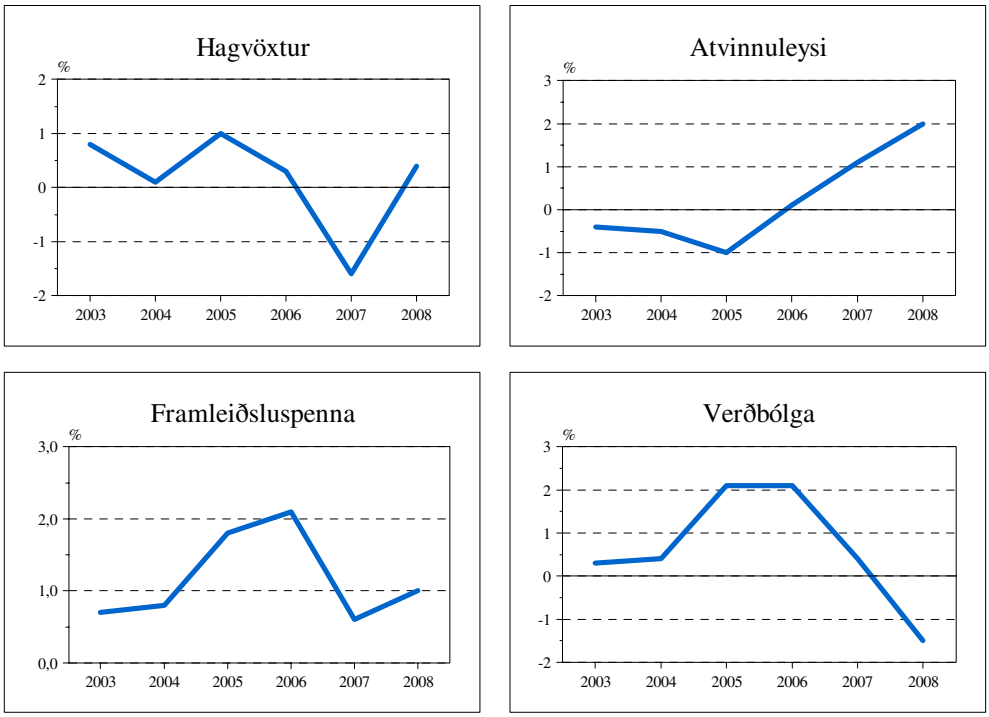
3. Notast er við þjóðhagslíkan og margvítt tímaraðalíkan (sjá grein eftir Þórarin G. Pétursson, „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál* 2001/4, 59-74) til að meta viðbrögð peningastefnunnar og áhrif hennar á hagkerfið.

4. Rétt er að ítreka að í framsýnni Taylor-reglu er í raun gert ráð fyrir að bankinn þekki framtíðarþróun verðbólgu með fullri vissu. Niðurstöðurnar gefa til kynna að með þessum hætti takist bankanum betur að draga úr sveiflum í verðbólgu og framleiðsluspennu en þegar hann bregst eingöngu við samtímaþróun verðbólgu. Í raunveruleikanum hefur bankinn ekki slíkar upplýsingar og því er ekki ljóst hvort reynist betur og eru niðurstöður alþjóðlegra rannsókna nokkuð misvísandi að þessu leyti. Í alþjóðlegum rannsóknum á viðbrögðum peningastefnunnar er yfirleitt notast við Taylor-reglu með samtímaverðbólgu, enda þykir hún yfirleitt spá vel um framtíðarþróun verðbólgu.

Mynd 5

Efnahagsleg áhrif álversframkvæmda með peningastefnu-viðbrögðum en án gengisaðlögunar

Frávik frá grunndæmi án álversframkvæmda (prósentur)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

eða leggur síður upp úr því að jafna sveiflur í stýrivöxtum. Gangi þessi þróun eftir er því ljóst að Seðlabankinn þarf að beita aðhaldssamari peningastefnu til að halda verðbólgumarkmiði sínu en hér er lýst.

Verði ríkisfjármálunum einnig beitt til að hemja þensluna í þjóðarbúskapnum sem myndast við álversframkvæmdirnar má gera ráð fyrir því að auðveldara verði að halda verðbólgu nálægt þolmörkum verðbólgumarkmiðsins. Til að gefa hugmynd um hver áhrif aðhalds í ríkisrekstri gætu verið var reiknað út dæmi þar sem gert var ráð fyrir að opinberum fjárfestingum yrði frestað þannig að þær drægjust saman um 20% að raunvirði árin 2005 og 2006 en ykjust með samsvarandi hætti árin 2007 og 2008. Með þessum aðgerðum tekst að draga úr þenslu í aðdraganda framkvæmdanna og milda samdráttinn í kjölfar þess að þeim lýkur. Verðbólga helst innan þolmarka í hátoppi framkvæmda 2006 og stýrivextir Seðlabankans gætu því orðið allt að 2-2½ prósentum lægri en þeir yrðu hæstir ef peningastefnan bæri ein þungann af hagstjórninni. Þeir myndu hins vegar lækka hægar en án viðbragða í ríkisfjármálum þar sem aukin opinber fjárfesting við lok framkvæmda mýkir samdráttinn í hagkerfinu sem peningastefnan þyrfti ella að glíma við.

5.2. Hagstjórnarviðbrögð með gengisaðlögun

Ofangreindir útreikningar byggjast á því að gengi krónunnar eigi ekki þátt í aðlögun þjóðarbúskaparins að stóriðjuframkvæmdunum. Eins og áður hefur komið fram er þetta vissulega fremur óraunhæf forsenda þar sem gera má ráð fyrir því að gengi krónunnar verði fyrir áhrifum af þeirri hagsveiflu sem fylgja mun framkvæmdunum, þótt erfitt sé að meta með áreiðanlegum hætti hver þau áhrif verða. Þó má

gera ráð fyrir því að gengi krónunnar komi til með að styrkjast í aðdraganda framkvæmdanna og þegar þær eru í hámarki í tengslum við mikið gjaldeyrisinnstreymi vegna þeirra, og væntinga um vaxtahækkanir Seðlabankans vegna aukinnar verðbólgu.

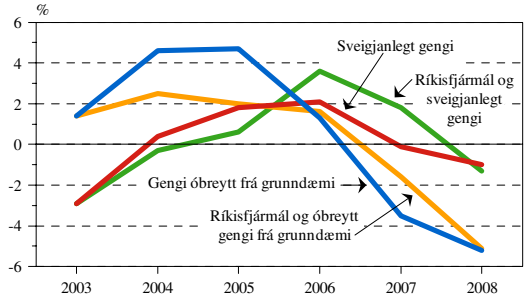
Slík gengisaðlögun hjálpar við aðlögun hagkerfisins að efnahagsáhrifum álversframkvæmdanna. Hagvaxtar- og atvinnuleysisáhrif álversframkvæmda verða því minni þar sem gengisstyrkingin veikir samkeppnisstöðu útflutningsatvinnugreina og hjálpar til við að rýma til fyrir framkvæmdunum með því að þrengja að annarri atvinnustarfsemi.

Þessi ólíka þróun endurspeglast einnig í ólíkum viðbrögðum peningastefnunnar, eins og sést á mynd 6. Hefði ekki komið til álversframkvæmda hefði verðbólga á þessu ári orðið töluvert meiri en hún virðist ætla að verða þar sem gengi krónunnar hefði verið til muna lægra en nú er. Stýrivextir Seðlabankans ættu því að vera allt að 3 prósentum lægri á þessu ári komi til álversframkvæmda en þeir hefðu verið hefði ekki komið til þeirra. Miðað við framsýna peningastefnu yrði vaxtastigið hins vegar orðið hærra en í dæminu án framkvæmda strax á næsta ári og næði hámarki í um 2 prósentum hærri vöxtum árin 2005-2006.

Mynd 6

Stýrivextir Seðlabankans (framsýn Taylor-regla)

Frávik frá grunndæmi án álversframkvæmda (prósentur)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

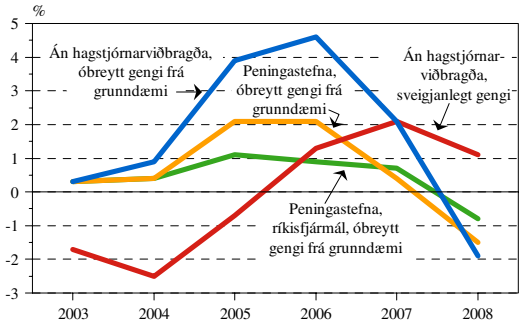
Með viðbrögðum peningastefnunnar og gengisaðlögun fer verðbólga tæplega 1 prósentu umfram dæmið án álversframkvæmda árið 2006 og rúmlega 1 prósentu hærra árið eftir. Verðbólga helst því innan við þolmörk verðbólgumarkmiðsins. Þetta þýðir hins vegar að hagvöxtur verður undir því sem hann er í grunndæminu og atvinnuleysi yfir.

Því er ljóst að gengisaðlögunin hjálpar til við að draga úr þenslumyndun í hagkerfinu vegna álversframkvæmdanna og gerir það að verkum að hægt er að ná verðbólgumarkmiðinu við lægra vaxtastig en ella. Aðgerðir í ríkisfjármálum til viðbótar við aðlögun gengis krónunnar myndu síðan gefa færi á enn lægri vöxtum en ella. Á mynd 7 er sýnd þróun verðbólgu miðað við mismunandi gengisforsendur og hagstjórnarviðbrögð.

Mynd 7

Verðbólga

Frávik frá grunndæmi án álversframkvæmda (prósentur)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

5.3. Óvissuþættir og fyrirvarar

Slá verður ýmsa varnagla við þessa útreikninga enda mikil óvissa um efnahagsframvinduna svo langt fram í tímann, hagstjórnarviðbrögð og aðlögun þjóðarbúskaparins að þeim.

Einna mest óvissa er um gengisþróunina. Í ofangreindum útreikningum er byggt á tvenns konar forsendum varðandi gengisþróun. Efnahagsferlar sem byggjast á þessum gengisforsendum eru hins vegar vart samanburðarhæfir við dæmi sem byggist á núverandi stöðu en án álversframkvæmda, þar sem sterkt gengi krónunnar í dag endurspeglar a.m.k. að hluta væntingar um áhrif álversframkvæmdanna. Því verður að bera dæmið með gengisaðlögun saman við dæmi án álversframkvæmda þar sem gengi krónunnar í dag væri nokkru veikara en það er í raun og kæmi til með að lækka eitthvað áfram. Þrátt fyrir að dæmi þar sem gengisaðlögun er tekin með sé trúverðugra en dæmi með óbreyttu gengi, er ákaflega erfitt að meta með áreiðanlegum hætti hver gengisþróunin gæti orðið með og án álversframkvæmda og áhrif hennar á þjóðarbúskapinn.

Aðrir óvissuþættir snúa að þeim líkönum sem notuð eru við mat á efnahagslegum áhrifum álversframkvæmda og framvindunni án þeirra. Í samanburði við hefðbundin verðbólguspálíkön bankans er t.d. líklegt að þjóðhagslíkan það sem notað var við útreikningana vanmeti áhrif umframeftirspurnar á verðbólgu en ofmeti áhrif gengisbreytinga. Sé þetta rétt er t.d. líklegt að ekki verði eins mikill munur á vöxtum árið 2003 með og án álversframkvæmda með breytilegu gengi eins og ofangreind dæmi gefa til kynna.

Þessu tengt gætu áhrif gengissveiflna á innlenda verðbólgu verið ofmetin. Reynsla annarra ríkja sem hafa horfið frá fastgengisstefnu yfir í sveigjanlega gengisstefnu, og innlend verðlagsþróun eftir að gengi krónunnar lækkaði nokkuð í kjölfar þess að tekin var upp flotgengisstefna, gæti gefið tilefni til að ætla að áhrif tímabundinna gengissveiflna á innlenda verðbólgu séu minni nú en söguleg sambönd gefa til kynna.

Tengt þessu er óvissa um aðlögun þjóðarbúskaparins að stýrivaxtabreytingum. Hún er nokkuð mismunandi eftir því við hvaða líkan er stuðst. Þjóðhagslíkanið byggist á sögulegum samböndum yfir langan tíma og bendir til þess að nokkru meiri vaxtahækkanir þurfi til að halda verðbólgu niðri í kjölfar framkvæmdanna. Vaxtahækkanir þær sem hér er lýst myndu því líklega ekki nægja til að halda verðbólgu nálægt markmiði bankans. Ofangreint mat byggist hins vegar á tölfræðilegu mati á einfaldara líkani sem metið er yfir styttra tímabil og gefur vísbendingar um meiri vaxtanæmni. Þar sem matstímabilið er tiltölulega stutt gæti það hins vegar ofmetið vaxtaviðbrögðin og því ríkir töluverð óvissa um þessi áhrif umfram þá óvissu sem almennt ríkir um áhrif peningastefnunnar á hagkerfið og fjallað er um í grein Þórarins G. Pétursonar (2001).[5]

Áhrif þessara framkvæmda á væntingar almennings eru einnig mjög óviss. Mögulegt er að áhrifin séu meiri en gert er ráð fyrir í dæmunum að framan. Eftirspurn verði því meiri í dæminu með álversframkvæmdum en veikari án þeirra. Mismunur á efnahagsþróuninni með og án álvers væri þá enn meiri en hér er gert ráð fyrir og áhrif á verðbólgu og þar með vexti meiri en í dæmunum sem hér er fjallað um, auk þess sem áhrifin gætu komið fram fyrr en hér er gert ráð fyrir.

5. Þórarinn G. Pétursson, „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál* 2001/4, 59-74.