

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Verðbólga eykst næsta árið en horfur svipaðar til tveggja ára

Frá útgáfu síðustu þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans í mars sl. hafa komið fram skýrar vísendingar um að vöxtur innlendrar eftirspurnar aukist enn. Þjóðhagsreikningar fyrir árið 2003, sem birtir voru skömmu eftir útgáfu Peningamála í mars, sýna meiri hagvöxt en áður var reiknað með og vísendingar um þróun einkaneyslu og fjárfestingar á fyrstu mánuðum þessa árs benda síður en svo til þess að slaknað hafi á vextinum. Síðastliðna tvo mánuði hefur þessi þróun einnig birst í aukinni verðbólgu, þótt þar komi einnig til mikil hækkun á verði eldsneytis og annarrar hrávöru á alþjóðamörkuðum. Á sama tíma hafa fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja heldur batnað vegna lægri langtímavaxta. Stækkun Norðurlátsverksmiðjunnar, sem tekið var mið af í síðustu spá bankans, hefur nú endanlega verið ákveðin. Þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans sem hér er kynnt til sögunnar ber merki þessara breytinga. Framleiðsluspenna mun myndast fyrr en áður var talið og verður líklega orðin nokkur þegar liður á þetta ár. Við þetta bætist að gengi krónunnar hefur heldur veikt frá því að síðasta spá var gerð. Til samans leiða sterkari eftirspurn, veikara gengi og hækkun eldsneytisverðs til þess að verðbólguhorfur til eins árs hafa versnað. Horft til næstu tveggja ára eru horfurnar hins vegar svipaðar og í fyrri spám, þ.e.a.s. að verðbólga verði nokkuð yfir verðbólguþá Seðlabankans í lok spátímans. Þessar horfur gefa tilefni til frekara aðhalds í peningamálum.

I Þróun efnahagsmála

Undanfarna tvo til þrjú mánuði hafa komið fram skýr merki um að vöxtur innlendrar eftirspurnar sé að sækja í sig veðrið, jafnvel að því marki að farið sé að gæta ójafnvægis í þjóðarþróunum. Síðustu tvo mánuði hefur þetta einnig komið fram í aukinni verðbólgu, sem í maíbyrjun fór yfir verðbólguþá Seðlabankans í fyrsta sinn frá desembermánuði sl. og hefur ekki mælst meiri frá ágústmánuði árið 2002. Aukin eftirspurn er þó ekki eina ástæða þess að verðbólga hefur aukist. Að nokkru leyti hefur hækkun neysluverðs-vísitölunnar undanfarna mánuði verið af erlendum toga, einkum vegna hærri bensínverðs, en stafar

einnig af veikara gengi krónunnar. Hækkun vöruverðs er þó innan hóflegra marka.

Vaxandi eftirspurn birtist ekki síst í því að húsnæðisverð hefur hækkað undanfarna mánuði eftir hálfis árs hlé, og er það ein helsta uppspretta aukinnar verðbólgu undanfarið. Vöxtur ráðstöfunartekna, gott atvinnuástand og betri fjármálaleg skilyrði hafa stuðlað að aukinni eftirspurn eftir íbúðum, verðhækkun þeirra og þar með að aukinni byggingarstarfsemi, sem virðist í miklum blóma.

Flest bendir til þess að vöxtur einkaneyslu það sem af er ári hafi verið svipaður og í fyrri. Nýlegir kjarasamningar við stóra hópa launþega, sem ásamt batnandi atvinnuástandi víðast hvar munu tryggja vaxandi kaupmátt á næstunni, ættu að styðja við einkaneyslu. Sama á við um hækkun eignaverðs, bæði fasteigna og hlutabréfa. Vinnumarkaðskönnun

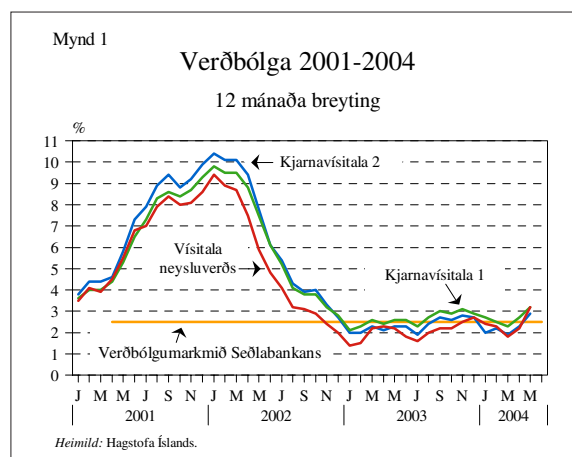
1. Í þessari grein er notast við upplýsingar sem voru tiltækar þann 19. maí 2004.

Hagstofu Íslands sýnir þó að atvinnuástand hefur ekki batnað sem nemur minna atvinnuleysi, en vísendingar eru um að mörg fyrirtæki stefni að fjölgun starfsfólks á næstunni. Fjármunamyndun atvinnuvega, annarra en stóriðju, er að líkindum einnig nokkuð vaxandi þótt heimildir um það séu ekki eins traustar. Mestu máli skiptir þó að framkvæmdir við virkjanir færast nú í aukana og gætir þess í ýmsum hagtölum.

Eftirspurn hefur vaxið ört til þessa þrátt fyrir fremur veik ytri skilyrði, sem einnig áttu þátt í auknum viðskiptahalla á sl. ári. Lækkun á verði sjávarafurða og hækkun olíuverðs hefur bitnað á sjávarútvegi. Afli hefur glæðst nýlega og vonir standa til aukins afla og batnandi verðlags á þessu ári. Hægur efnahagsbati í Evrópu gæti þó tafið slíka þróun. Hinn hægi efnahagsbati og þ.a.l. óvenjulágir vextir hafa á hinn bóginn stuðlað að hagstæðum fjármálalegum skilyrðum fyrir þjóðarbúið. Þessar aðstæður eiga þátt í miklum útlánavexti sem einkennt hefur undanfarið ár, en í þeim er jafnframt fölginn áhætta fyrir þjóðarbúið taki alþjóðlegir vextir að hækka hraðar en nú er gert ráð fyrir.

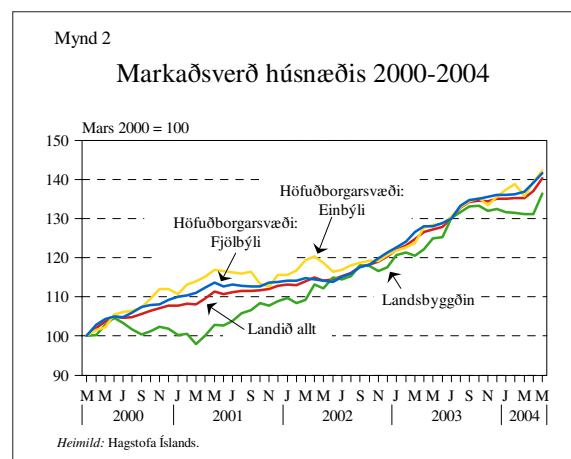
Verðlagsþróun

Eftir að hafa minnkað fyrstu þrjá mánuði ársins, niður í 1,8% í mars, jókst verðbólga verulega á ný í apríl og fór í 3,2% í byrjun maí. Miðað við kjarnavísitölu 1, sem undanskilur ýmsa sveiflукennda liði og er annar af tveimur mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu, var verðbólgan einnig 3,2%. Ef einnig er horft framhjá breytingum á verði opinberrar þjón-



ustu, samanber kjarnavísitölu 2, var verðbólga heldur minni, en þó nokkru yfir verðbólgu markmiði, eða 2,9%. Horft til lengri tíma er eðlilegt að horfa framhjá áhrifum verðhækkunar opinberrar þjónustu. Eftir að hafa hækkað minna en þjónusta einkaaðila á árunum 1999 til vormánaða 2002 hefur verðlag opinberrar þjónustu smám saman aðlagast verðlagi hjá einkaaðilum. Þegar þeirri aðlögun lýkur má ætla að dragi úr hækkuninni að öðru óbreyttu.

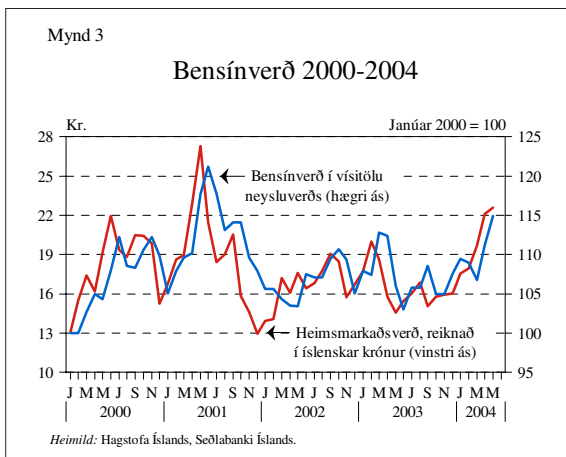
Af hækkun vísitölu neysluverðs undanfarna tólf mánuði má rekja u.þ.b. 1% til hækkunar húsnæðisliðar vísitölnnar. Frá því um mitt sl. ár dró þó úr tólf mánaða hækkun húsnæðisliðarins, úr tæplega 11% í ágúst í 6,7% í mars. Í apríl tók húsnæðisverðbólgan hins vegar að aukast á ný, eftir umtalsverða hækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu í febrúar og mars og í maí hækkaði markaðsverð húsnæðis um 2,3% og ársþækkun markaðsverðs fór yfir 10%. Íbúðaverð á landsbyggðinni lækkaði töluvert frá miðbiki sl. árs til aprílmánaðar, en í byrjun maí hækkaði það mun meira frá fyrri mánuði en á höfuðborgarsvæðinu, eða um 4%. Að hækkun húsnæðisliðarins frátalinni hafði neysluverðlag hækkað um 2,2%. Verðbólga að húsnæðislið frátöldum hefur því einnig hækkað verulega, en hún hafði verið um eða innan við 1% frá því í desember 2002 og var aðeins 0,7% í mars sl.



Hækkun vöruverðs enn hófleg

Þótt verðlag innfluttrar vöru hafi hækkað töluvert undanfarna þrjá mánuði, var það í maíbyrjun aðeins 1½% hærra en fyrir ári, en töluvert verðlækkun var um miðbik síðastliðins árs. Verðlag innlendrar vöru hefur hækkað álíka mikið. Undanfarið ár hefur því

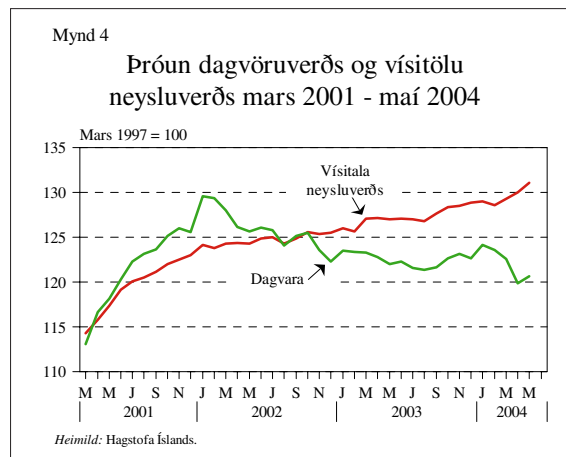
einkennst af stöðugleika vöruverðs, á heildina litið. Gengi krónunnar hefur enda verið nokkuð stöðugt. Gengisbreytingar koma tiltölulega fljótt fram í sumum liðum vísitölunnar en með töluverðri töf í öðrum. Hóflugar og skammvinnar gengishreyfingar, eins og undanfarið ár, hafa tiltölulega lítil áhrif. Frá því í febrúar hefur gengi krónunnar veikt nokkuð og átti, ef að líkum lætur, nokkurn þátt í hækkun vöruverðs í maí. Bensínverð er afar næmt fyrir gengisbreytingum og verðbreytingum á alþjóðlegum markaði. Undanfarna mánuði hefur þó gætt aukinnar samkeppni sem kann að hafa haft nokkur áhrif á verðþróunina. Í apríl og maí hækkaði bensínverð um 7½%, sem rekja má til hvors tveggja, herra innkaupaverðs og lægra gengis krónunnar.



Verðlag dagvöru tæplega 7% lægra en í ársbyrjun 2002

Hækkun neysluverðlags hefur mismunandi áhrif á kaupmátt ýmissa neytendahópa eftir því hvað hækkar mest. Aðeins lítill hópur neytenda stendur í húsnæðis kaupum í hverjum mánuði. Þorri neytenda skynjar því ekki hækkun húsnæðisliðarins með beinum hætti, nema að hluta í gegnum verðbætur á verðtryggðar skuldir, þótt fórnarkostnaður þess að búa í eigin húsnæði aukist. Neytendur geta einnig tímasett kaup á varanlegum neysluvörum með tilliti til verðþróunar. Það á síður við um ýmsar daglegar nauðsynjavörur. Verðlag á þessum vörum kann því að hafa mikil áhrif á það hvernig heimilin skynja verðlagsbreytingar frá degi til dags. Í rúmlega tvö ár hefur þróun verðlags þessarar vöru verið afar hagstæð fyrir neytendur. Dagvöruverð hækkaði

nokkuð í maí, en var eigi að síður 1% lægra en fyrir ári og tæplega 7% lægra en í ársbyrjun 2002.

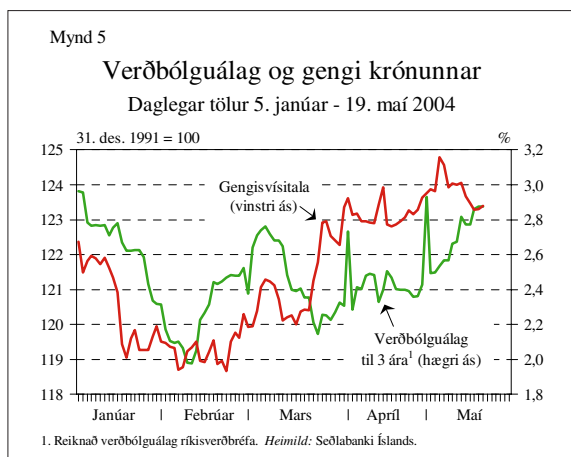


Verðbólguvæntingar um og yfir verðbólgu markmiði

Verðbólguálag reiknað sem mismunur óverðtryggðra ríkisskuldabréfa og verðtryggðra ríkisbréfa til þriggja ára hefur að meðaltali verið nánast jafnt verðbólgu markmiðinu frá upphafi þessa árs, lítillega yfir því í janúar, undir í febrúar, en alveg við markmiðið í mars og apríl. Það hefur sveiflast á milli 2-3%, var hæst í ársbyrjun, en lægst u.þ.b. mánuði síðar. Stærstu sveifluna í byrjun ársins er eðlilegt að setja í samhengi við samsvarandi sveiflu í gengi krónunnar. Veikara gengi krónunnar hafði í maíbyrjun heldur ýtt verðbólguvæntingum upp á við miðað við seinni hluta marsmánaðar, en þó ekki svo að fullyrt verði að um marktæka hækkun sé að ræða. Má túlka það sem svo að markaðsaðilar telji veikingu krónunnar tímabundna og að aðhaldssöm peningastefna muni tryggja verðlagsþróun á svipuðum nótum og áður hefur verið gert ráð fyrir. Ekki er að sjá að ákvarðanir um stækkun Norðurláls hafi haft marktæk áhrif á verðbólguvæntingar, enda hafa þær sennilega tekið mið af þeim framkvæmdum um nokkurt skeið.

Samkvæmt könnun sem gerð var meðal veltu- mestu fyrirtækja landsins á tímabilinu 16. febrúar til 9. mars töldu talsmenn þessara fyrirtækja að verðbólga yrði ívið meiri en felst í verðbólguálagi skuldabréfa, eða 2,8%, en almenningur gerði ráð fyrir 3,3% verðbólgu að meðaltali samkvæmt könnun sem Gallup gerði á tímabilinu 28. apríl til 12. maí. Mismunurinn á verðbólguvæntingum þessara þriggja hópa helst því svipaður og verið hefur. Síðasta dag

könnunarinnar birtist vísitala neysliverðs fyrir maí-mánuð og mældist verðbólga í maí nær hin sama og verðbólguvitund almennings samkvæmt könnuninni, eða 3,2%. Líklegt má hins vegar telja að umræðan um verðbólguna í kjölfar birtingar vísitölunnar hefði hækkað matið.



Ytri skilyrði

Efnahagsbatinn í heiminum hefur færst í aukana á undanförmum mánuðum. Á síðari helmingi sl. árs var vöxturinn í heimsbúskapnum hinn mesti frá árinu 1999, en að nokkru leyti skýrist það af tímabundnum áhrifum skattalækkunar í Bandaríkjunum og upp-sveiflu eftir lægð vegna bráðalungnabólgu í Asíu. Almennt er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði meiri á þessu og næsta ári en áður var talið. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir t.d. 4½% vexti heimsframleiðslunnar árin 2004 og 2005, eða ½ prósentu meiri vexti en hann spáði í september sl. Frá sjónarhóli Íslands er þó sá galli á gjöf Njarðar að batinn er enn tiltölulega hægur á mikilvægasta markaðssvæðinu, Evrópu, og spár gera yfirleitt ráð

fyrir hægum vexti þar á þessu og næsta ári. Ýmiss konar ójafnvægi er að auki enn til staðar í heimsbúskapnum. Ekki er farið að draga marktækt úr viðskiptahallanum í Bandaríkjunum og samsvarandi afgangur er í öðrum heimshlutum, þrátt fyrir umtalsverða lækkun á gengi Bandaríkjadals. Hagvöxtinn í Bandaríkjunum verður að skoða í samhengi við hina miklu eftirgjöf í ríkisfjármálum og skammtímavexti sem ekki hafa verið lægri í hálfu öld. Hvorugt getur staðist til lengdar og er það ögrandi viðfangsefni hagstjórnar þar í landi á næstu misserum að vinda ofan af hagstjórnarslakanum án þess að kæfa efnahagsbatann.

Verðbólga er víðast um heim með minnsta móti, en raddir um hættu á verðhjöðnun í Bandaríkjunum og Evrópu hafa hljóðnað. Undirliggjandi verðbólga hefur reyndar verið á uppleið í Bandaríkjunum undanfarna mánuði, þótt enn sé hún lítil í sögulegu samhengi, og því má gera ráð fyrir að skammtímavextir taki að þokast upp á við þegar líða tekur á árið. Á mörkuðum er þess vænst að vextir hækki hægt, eins og bandaríski seðlabankinn hefur gefið í skyn. Nokkrir seðlabankar hafa þegar tekið að þoka vöxtum upp á við, t.d. Englandsbanki, en á evrusvæðinu má ætla að þess sé lengra að bíða. Reyndar hafa málsmetandi aðilar, t.d. OECD, talið tilefni til vaxtalækkunar á evrusvæðinu.

Hækkun erlendra vaxta mun hafa umtalsverð áhrif á hinn skuldsetta íslenska þjóðarbúskap og draga úr jákvæðum áhrifum efnahagsbata í viðskiptalöndunum á þjóðarbúskapinn. Flest virðist þó benda til þess að áhrifanna muni lítið gæta á þessu ári, því að enn virðist langt í að skammtímavextir fari að hækka á evrum, sem vege þyngst í skuldum þjóðarinnar. Þegar frá líður má hins vegar gera ráð fyrir að hækkun vaxta hafi umtalsverð áhrif, eins og fjallað er um í rammagrein 1.

Rammagrein 1 Áhrif breytinga á erlendum vöxtum á íslenskan þjóðarbúskap

U.þ.b. ¾ af vergum skuldum þjóðarinnar teljast langtímaskuldir, þótt meðallíftíminn sé reyndar ekki mjög langur. Vextir á stórum hluta langtímaskulda eru að auki breytilegir og fylgja því skammtímavöxtum þétt eftir. Þetta gerir þjóðarbúskapinn um þessar mundir

næmari fyrir breytingum á skammtímavöxtum en ætla mætti. Fyrir hverja prósentu sem erlendir vextir hækka eykst vaxtabyrði útistandandi langtímaskulda þjóðarinnar um u.þ.b. 0,7% af landsframleiðslu, ef miðað er við landsframleiðslu og skuldir þjóðarbúsins í lok sl.

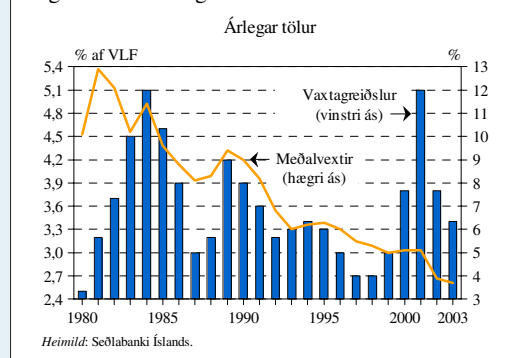
árs. Vegna þess að 86% langtímalána voru á breytilegum vöxtum um sl. áramót, auk þess sem líftími skulda hefur styst verulega, sem leiðir til þess að endurfjármagna þarf u.þ.b. 2/3 langtímalána á næstu þremur árum, mun hækkunar skammtímaxta gæta tiltölulega fljótt í vaxtabyrðinni.¹ Meðalvextir erlendra lána þjóðarbúsins hafa aldrei verið lægri en á síðasta ári, eða 3,1%. Af fastvaxtalánnum voru greiddir að meðaltali 6% vextir, en 2,6% vextir af lánnum með breytileg kjör. Að þorri skulda þjóðarinnar sé með breytilega vexti um þessar mundir er því ekki undarlegt. Í því felst hins vegar sú áhætta að vextirnir hækki hratt, þegar aðhald í peningamálum mikilvægustu gjaldmiðlasvæða eykst á ný. Vaxtabyrðin gæti meira en tvöfaldast ef stefnan í peningamálum í Bandaríkjunum og Evrópu hyrfi frá þeim slaka sem nú er til staðar í nokkurt aðhald.

Á hinn bóginn bendir þróun efnahagsmála í helstu viðskiptalöndum til þess að hækkun skammtímaxta verði hægfara á þessu ári. Breyting sem orðið hefur á gjaldmiðlasamsetningu langtímaskulda dregur einnig úr líkum á hraðri hækkun næsta árið. Verulega hefur dregið úr vægi Bandaríkjadals sl. tvö ár en vægi evru aukist. U.þ.b. 2/3 hlutar langra erlendra skulda í árslok 2003 voru í evrum, en innan við fimmtungur í Bandaríkjadöllum. Aukið vægi evru á sl. ári skýrist reyndar að hluta af hærri gengi evru gagnvart Bandaríkjadöllum, en þess má geta að í byrjun tíunda áratugar síðustu aldar var u.þ.b. helmingur skulda þjóðarinnar í Bandaríkjadöllum. Vægi evru í skammtímaskuldum þjóðarinnar jókst einnig stórlega. Miðað við ástand efnahagsmála á evrusvæðinu virðist afar ólíklegt að skammtímaxvextir á evrusvæðinu hækki umtalsvert á þessu ári og jafnvel ekki loku fyrir það skotið að þeir eigi eftir að lækka. Þegar kemur fram á næsta ár aukast hins vegar líkur á að skammtímaxvextir verði farnir að hækka í átt til hlutlausrar stöðu. Komi ekki bakslag í efnahagsbatann verður að telja mögulegt að skammtímaxvextir geti nálgast hlutlausu stöðu þegar árið 2006. Í alþjóðlegum spám er þó yfirleitt gert ráð fyrir hægari hækkun vaxta.

Þótt flest bendi til hægfara breytinga fyrst í stað, er líklegt að á næstu tveimur til fimm árum muni umtalsverð aðlögun þurfa að eiga sér stað í íslenskum þjóðarbúskap til að mæta hækkun erlendra vaxta.

Meðalvextir á erlendum skuldum þjóðarinnar í heild hafa verið nálægt 6% undanfarinn áratug. Hækki meðalvextir skulda þjóðarinnar í meðalstöðu mun það hafa margvísleg áhrif á þjóðarbúskapinn. Nettóskuldir þjóðarinnar voru í lok sl. árs u.þ.b. jafnar landsframleiðslu. Hækkun í meðalstöðu, þ.e.a.s. um 3 prósentur, myndi því auka nettóvaxtagreiðslu þjóðarinnar, jöfnuð þáttatekna og þar með viðskiptahallann um sem næst 3% af landsframleiðslu. Að öðru óbreyttu myndi þurfa að fjármagna þennan aukna halla með frekari lán-tökum. Meðan ekki yrðu önnur viðbrögð myndu uppsöfnuð áhrif því verða enn meiri. Hins vegar er ekki líklegt að slík þróun vari árum saman. Alþjóðlegar rannsóknir sýna að mikill viðskiptahalli er að jafnaði tiltölulega skammvinnnt fyrirbæri og knýr fljótlega fram aðlögun í þjóðarbúskapnum sem dregur úr hallanum.² Hækkun erlendra vaxta myndi til skamms tíma veikja gengi krónunnar, að öðru óbreyttu. Veikari króna stuðlar í sjálfu sér að minni viðskiptahalla eftir margvíslegum leiðum. Til að ná markmiði um verðstöðugleika yrðu innlendir vextir einnig að hækka. Hækkun innlendra sem erlendra vaxta myndi að lokum hægja á innlendri eftirspurn, draga úr innflutningi og knýja ytri jöfnuð þjóðarbúsins í átt til jafnvægis. Nauðsynleg aðlögun gæti orðið nokkuð mikil ef hún færi saman við aðlögun í kjölfar þeirrar miklu framkvæmdahrinu sem ganga mun yfir á næstu þremur árum.

Meðalvextir á skuldum þjóðarbúsins og hreinar vaxtagreiðslur til útlanda 1980-2003



1. Að einhverju marki hafa skuldarar breytt breytilegum vöxtum í fasta undanfarinn vikur og e.t.v. mánuði.

2. Sjá t.d. Sebastian Edwards, Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops, *NBER Working Paper Series*, nr. 10276, febrúar 2004.

Efnahagsbati í Evrópu hefur ekki gagnast stærsta útflutningsatvinnuvegi þjóðarinnar enn sem komið er. Á sl. ári lögðust á eitt lítilll uppsjávarafli, lækkun verðlags sjávarafurða á erlendum mörkuðum og hækkun á gengi krónunnar. Verðmæti sjávaraflans dróst saman um 13% í krónum talið á sl. ári, en á föstu verði jókst það lítillega. Eftir fengsæla mars- og aprílmánuði hefur verðmæti aflans á föstu verðlagi aukist um 6,4%. Það sem af er þessu ári hefur útflutningsverð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli verið riflega 6% lægra en á sama tímabili fyrir ári. Verðlækkunina má, a.m.k. að nokkru leyti, rekja til hins hæga vaxtar einkaneyslu á evrópska efnahagssvæðinu. Markaðsaðilar telja þó flestir að tímabili verðlækkana sem staðið hefur frá því á miðju seinasta ári muni brátt ljúka. Á fyrstu þremur mánuðum þessa árs jókst útflutningsverðmæti sjávarafurða um 4% í krónum talið og 4,5% á föstu gengi.

Umhugsunarvert er að á sama tíma og verðlag sjávarafurða hefur lækkað hefur hráefnaverð í heiminum, bæði málma og landbúnaðarhráefna, verið á hraðri uppleið. Þetta misræmi má e.t.v. skýra með því að ólíkt sjávarafurðum, sem eru bundnar við tiltölulega afmörkuð markaðssvæði í Evrópu, Ameríku og A-Asíu, þar sem ríkar gæðakröfur eru gerðar, eru þær hrávörur sem hækkað hafa í verði einsleitar vörur, t.d. korn og málmar, sem stóraukin spurn er eftir frá Asíu, einkum Kína.² Ef þróttur í efnahagslífi Evrópu eykst

og kaupmáttur fer aftur vaxandi gæti verðlag sjávarafurða einnig tekið að hækka í helstu markaðslöndum. Eins og sést á meðfylgjandi mynd eru lítil tengsl á milli útflutningsverðs sjávarafurða og hrávöruverðs matvæla á heimsmarkaði.

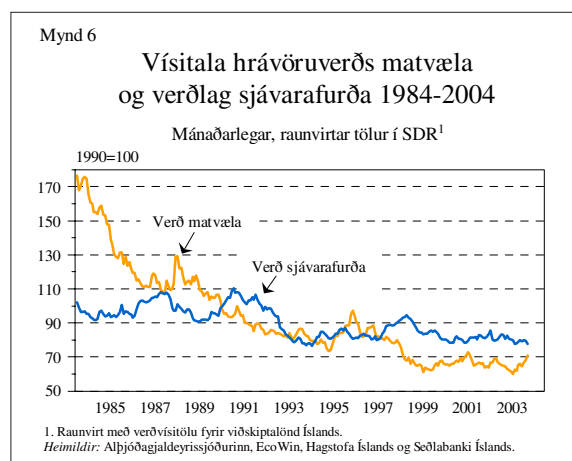
Oliuverð í fjórtán ára hámarki

Þótt innlendir orkugjafar gegni veigamiklu hlutverki í íslenskum þjóðarbúskap, er hann nokkuð næmur fyrir breytingum á verði olíu. T.d. er oliukostnaður stór þáttur í kostnaði útgerðar og eins og í öðrum löndum vegur bensín allþungt í útgjöldum heimila. Oliuverð hefur undanfarnar vikur verið í fjórtán ára hámarki. Hækkunin hefur komið nokkuð á óvart því að almennt var talið að aukið framboð frá Írak myndi þrýsta verði niður. Átök í landinu hafa gert þær vonir að engu. Framleiðslukvóta OPEC verður ekki kennt um þessa hækkun nema að litlu leyti, því að talið er að framleiðslugeta OPEC-ríkja sé því sem næst að fullu nýtt. Stjórnvöld í Sádi-Arabíu hafa þó lýst því yfir að þau muni leggja til aukinn kvóta á fundi sem haldinn verður 3. júní ef verðið helst áfram hátt. Mikil eftirspurn virðist meginástæða hás verðlags og sér ekki fyrir endann á henni.

Framleiðsla og eftirspurn

Um miðjan marsmánuð birti Hagstofan þjóðhagsreikninga fyrir árið 2003, sem sýndu nokkru meiri hagvöxt en flestir höfðu gert ráð fyrir, þ.á.m. Seðlabankinn. Á síðasta fjórðungi ársins var hagvöxtur hinn mesti frá fyrsta fjórðungi ársins 2001. Vöxtur fjármunamyndunar hélt áfram að aukast og var fjármunamyndun tæplega þriðjungu meiri en fyrir ári. Vöxtur einkaneyslu var svipaður og fyrir á árinu, en áfram dró úr vexti samneyslu. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var verulega neikvætt eins og á öðrum og þriðja ársfjórðungi.

Á árinu öllu jókst landsframleiðsla um 4%, eða 1¼ prósentum meira en Seðlabankinn áætlaði skömmu áður en þjóðhagsreikningar voru birtir. Bæði einkaneysla og fjármunamyndun jukust töluvert meira en gert var ráð fyrir í áætlunum bankans, en samneysla jókst eins og reiknað var með. Minni vöxtur útflutnings og meiri vöxtur innflutnings vó á móti vexti þjóðarútgjalda. Ekki urðu verulegar breytingar á niðurstöðum þjóðhagsreikninga fyrir árið 2002. Athyglisvert er að þótt Hagstofan hafi met-



2. Verð á sojamjöli er reyndar í nokkurri samkeppni við fiskmjöl. Þrátt fyrir vaxandi eftirspurn, t.d. frá Kína, hefur verð sojamjöls þó ekki hækkað eins og verð annarrar kornvöru, enda hefur framleiðslan einnig aukist hratt, t.d. í Brasilíu.

ið hagvöxt ársins 2003 umtalsvert meiri en Seðlabankinn áætlaði, var nafnvirði landsframleiðslunnar samkvæmt þjóðhagsreikningum eigi að síður lægra en gert var ráð fyrir í áætlun bankans (806,4 ma.kr. á móti 811,9 ma.kr.). Um hugsanlegar ástæður er fjallað um í viðauka 2.

Vöxtur einkaneyslu meiri en Seðlabankinn spáði

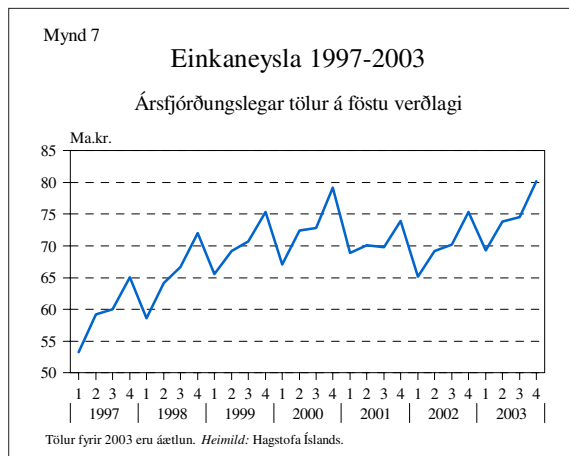
Einkaneysla á síðasta fjórðungi ársins 2003 var 6,4% meiri en ári fyrr, sem er jafn mikill vöxtur og á árinu öllu. Vöxturinn á árinu öllu var ½ prósentu meiri en Seðlabankinn hafði reiknað með. Muninn má einkum rekja til þess að verðlag einkaneyslunnar hækkaði samkvæmt þjóðhagsreikningum minna en reikn-

að var með í áætlunum Seðlabankans (sjá viðauka 2).

Vöxtur samneyslu á síðasta fjórðungi ársins var heldur minni en fyrr á árinu, auk þess sem matið fyrir fyrsta til þriðja ársfjórðung lækkaði við endurskoðun um tæplega 1%, og var það í annað sinn sem samneyslutölur ársins voru endurskoðaðar til lækkunar.

Fjármunamyndun á sl. ári mun meiri en reiknað var með

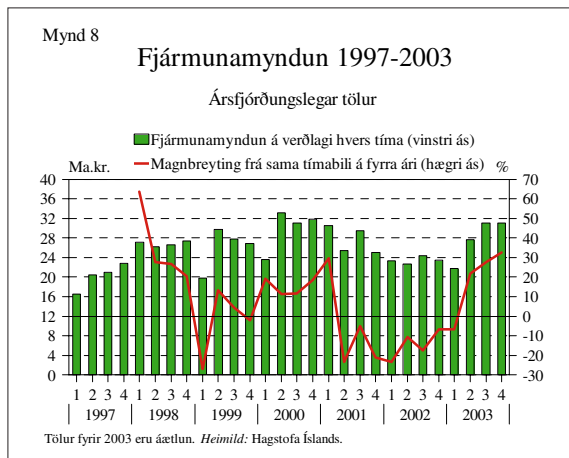
Samkvæmt þjóðhagsreikningum var fjármunamyndun á fjórða ársfjórðungi 2003 33% meiri en ári fyrr. Vöxturinn var því meiri þegar leið á árið, auk þess sem fyrri áætlanir fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins hækkuðu verulega, eða um sem næst 3 prósentur að meðaltali. Á árinu öllu jókst fjármunamyndun um 19%, eða 6½ prósentu meira en Seðlabankinn reiknaði með. Atvinnuvegafjárfesting jókst um 24%, eða 5½ prósentu meira en reiknað var með í spá Seðlabankans. Fjármunamyndun dróst saman í sjávarútvegi, en jókst verulega í málmíðnaði, byggingarstarfsemi, veitukerfum, hótél- og veitingarekstri og fjarskiptajöfnustu. Fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði er talin hafa aukist um 13,3%, en við uppfærslu á spá bankans í mars var spáð 6% vexti, sem þó var umtalsverð aukning frá fyrri spám.



Tafla 1 Þjóðhagsstærðir á árinu 2003

Magnbreyting frá fyrra ári (%)	1. ársfj.	2. ársfj.	3. ársfj.	4. ársfj.	Síðasta spá Seðlabanka	
					Allt árið	fyrir 2003 ¹
Verg landsframleiðsla	4,6	3,3	3,3	4,9	4,0	2¼
Þjóðarútgjöld	3,0	9,7	9,0	10,2	8,1	6¾
Einkaneysla	6,3	6,7	6,1	6,4	6,4	6
Samneysla	3,2	3,9	2,9	2,2	3,0	3
Fjármunamyndun	-6,7	21,8	27,7	32,7	19,0	12½
Útflutningur	5,0	-5,1	1,4	-3,9	-0,7	¼
Innflutningur	0,6	10,6	15,7	10,9	9,7	10½
<i>Hlutfall af landsframleiðslu (%)</i>						
Vöru- og þjónustujöfnuður	1,8	-5,5	-3,8	-5,6	-3,4	.
Viðskiptajöfnuður ²	-1,3	-8,7	-6,0	-6,0	-5,5	-5½

1. Spá í mars 2004. 2. Viðskiptajöfnuður án rekstrarframlaga. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



Viðskiptahallinn 5½% af landsframleiðslu

Viðskiptahalli á árinu 2003 nam 5½% af landsframleiðslu, eins og Seðlabankinn hafði reiknað með. Lögðust þar á eitt hraður vöxtur innflutnings í takt við aukna eftirspurn og lægð í útflutningi sem rekja má til lakari aflabragða en árið 2002 og lækkunar á verði sjávarafurða. Viðskiptakjör ársins 2003 versnuðu og námu áhrifin 0,9% af landsframleiðslu fyrra árs. Þjóðartekjur jukust því töluvert minna en landsframleiðslan, eða sem nam 2,6%.

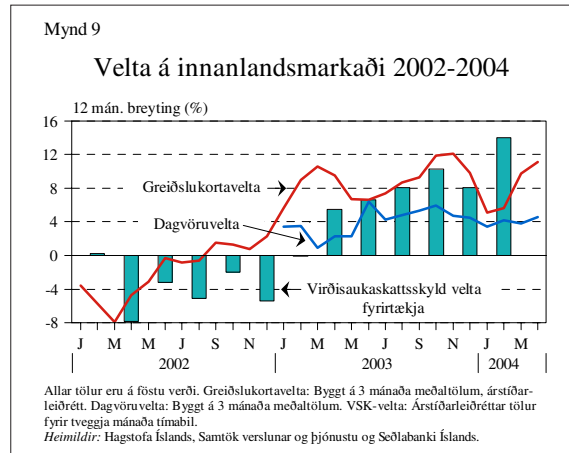
Vöxtur eftirspurnar áfram ör það sem af er árinu

Innlend eftirspurn virðist áfram vera í örum vexti. Veltu- og innflutningstölur benda til svipaðs vaxtar einkaneyslu og á síðastliðnu ári. Á fyrsta þriðjungi ársins var velta í dagvöruverslun 4% meiri en fyrir ári og greiðslukortavelta jókst um 7% á sama tímabili.³ Virðisaukaskattstengd velta á fyrstu tveimur mánuðum þessa árs jókst um 9% að raungildi frá sama tíma í fyrra. Þar af jókst innanlandsvelta um 14%, sem er mesta raunaukning frá árinu 2000. Mestur vöxtur var í heildsölu, þjónustu, hótél- og veitingastarfsemi og byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð.

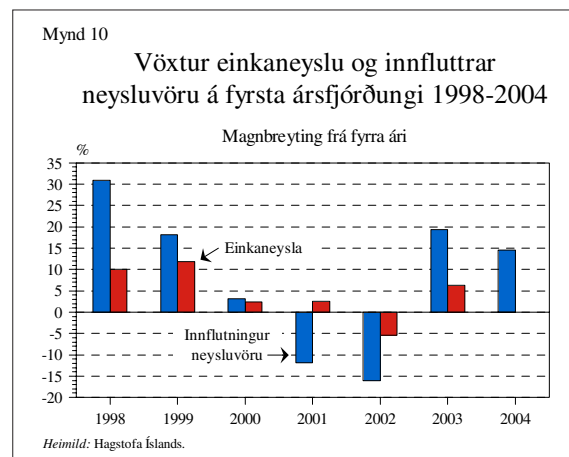
Í mars náði væntingavísitala Gallup næsthæsta gildi sínu frá upphafi og hinu hæsta frá maímánuði í fyrra (kosningamánuðinum), en í apríl og maí lækkaði vísitalan nokkuð á ný. Mat á atvinnuástandinu hefur sveiflast á tiltölulega þröngu bili, en

3. Túlka verður breytingar greiðslukortaveltu með nokkrum fyrirvara, bæði vegna þess að fyrirtækjavelta er ekki aðgreind í tölunum og vegna þess að greiðslukort hafa verið að vinna markaðshlutdeild af öðrum greiðslumiðlum, t.d. ávísunum.

ekki hækkað varanlega eins og mat á efnahagslífinu, frá því snemma árs 2002. Einnig kom fram í marskönnuninni að fleiri hygga á meiri háttar útgjöld, t.d. utanlandsferðir, bifreiða- eða húsnæðis kaup, næstu sex mánuði en áður í þriggja ára sögu könnunarinnar.



Sementssala hefur aukist mjög undanfarna mánuði. Á fyrsta fjórðungi ársins var sementssalan tveimur þriðju hlutum meiri en á sama tíma í fyrra. Sala vegna Kárahnjúkavirkjunar hefur aukist verulega og má gera ráð fyrir að sementsnotkun þar hafi numið u.þ.b. 40% af heildarnotkun á fyrsta fjórðungi ársins.



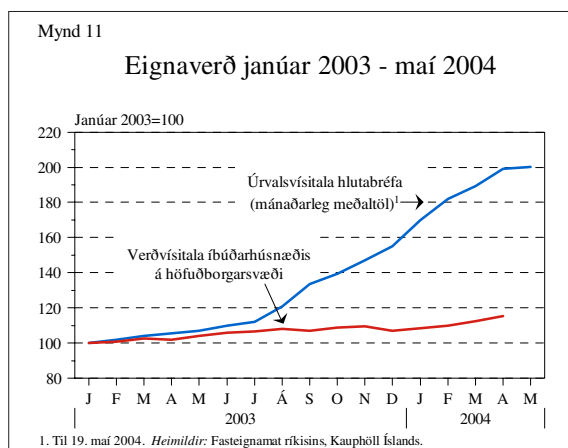
Innflutningur í örum vexti fyrstu mánuði ársins

Ein skýrasta vísbendingin um vöxt innlestrar eftirspurnar birtist í örum vexti innflutnings. Fyrstu þrjú mánuði ársins var ársvöxtur neyslu- og fjárfestingarvöruinnflutnings áþekkur meðalársvextinum í fyrra,

eða 15% og 14%. Vöxtur fjárfestingarvöruinnflutnings án skipa og flugvéla nam 37%, sem einnig er svipaður vöxtur og á sl. ári. Innflutningur á rekstrarvörum á fyrsta fjórðungi ársins var hins vegar fjórðungi meiri en í fyrra, en jókst lítið í fyrra. Að nokkru leyti skýrist þessi mikli vöxtur af miklum innflutningi rekstrarvöru til álframleiðslu, sem er sveiflukenndur, en þyngst vegur mikill vöxtur í innflutningi annarrar óskilgreindrar rekstrarvöru, sem líklegt er að tengist virkjunarframkvæmdum að einhverju leyti.

Hækkun eignaverðs styður við eftirspurn

Hækkun eignaverðs styður áfram við eftirspurn. Úrvalsvísitala hlutabréfa hefur hækkað um sem næst fjórðung frá áramótum, eftir 56% hækkun á sl. ári. Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hefur einnig hækkað verulega undanfarna tvo mánuði eftir hálfis árs stöðnun. Verðhækkunin tengist að hluta lægri ávöxtun húsbrefa undanfarna mánuði (sjá nánar umfjöllun í viðauka 1). Ávöxtunarkrafa húsbrefa lækkaði í mars og apríl og var ávöxtunarkrafa húsbrefa u.þ.b. ½ prósentu lægri í apríl en í janúar. Síðustu vikur hefur lækkunin hins vegar gengið lítillega til baka. Bankavextir hafa einnig lækkað og ný lánsform standa íbúðakaupendum til boða. Einnig má gera ráð fyrir að minni óvissa um tekjur í kjölfar þess að kjarasamningar náðust milli nokkurra stærstu launþegasamtakanna og Samtaka atvinnulífsins hafi fremur hvetjandi áhrif á eignamarkaði.



Útflutningur tók við sér í mars

Eins og greint var frá hér að framan var lægð í útflutningi á sl. ári og raunar dróst útflutningur í heild

lítillega saman. Eftir slaka byrjun jókst vöruútflutningur verulega í mars. Útflutningur sjávarafurða tók verulega við sér eftir að afli glæddist í febrúar og mars. Að magni jókst almennur útflutningur fyrstu þrjá mánuði ársins um 9% frá fyrra ári, þar af útflutningur sjávarafurða um 11%, en 6½% verðlækkun sjávarafurða vó á móti. Útflutningur áls var hins vegar 15% minni en fyrir ári, en líta má á það sem tilviljunarkennda sveiflu, sem endurspeglar að nokkru leyti mikinn útflutning áls á sama tíma í fyrra, enda er framleiðsla áls jöfn yfir árið þótt útflutningurinn sveiflist milli mánaða. Of snemmt er að fullyrða hvað þróunin á fyrstu mánuðum ársins boðar fyrir árið í heild, því fyrsti fjórðungur hvers árs er oft nokkuð frábrugðinn öðrum árshlutum. Þótt jöfnuður hafi verið í stórum dráttum í vöruviðskiptunum fyrstu þrjá mánuði ársins, sem jafnan eru hagtæðir, var útkoman u.þ.b. 6 ma.kr. lakari en á sama tíma í fyrra.

Visbendingar um aukin umsvif og fjárfestingu fyrirtækja

Mikill vöxtur í innflutningi fjárfestingarvöru er að jafnaði góð visbending um fjárfestingu fyrirtækja. Um þessar mundir er þó erfitt að ráða í hvaða upplýsingar þessar tölur fela í sér um fjárfestingu almennt, því að innflutningur vegna stóriðju, beint og óbeint, er ekki aðgreinanlegur. Flestum kom á óvart hve fjárfesting önnur en stóriðjufjárfesting var mikil á síðasta ári. Fjárfestingarvísitala sem byggð er á könnun Gallup fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið meðal veltumestu fyrirtækja landsins lækkaði í byrjun ársins. Á sama tíma í ár hækkaði þessi vísitala hins vegar umtalsvert frá fyrra ári. Í ljósi reynslunnar er þó ástæða til að túlka þá breytingu með varúð. Fyrirtækin virðast almennt bjartsýn um eigin veltu og hagnað á árinu en síður um framvindu efnahagslífsins.

Gögn um virðisaukaskattstengda veltu sýna mikinn vöxt í byggingariðnaði. Velta í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð var á fyrstu tveimur mánuðum ársins 27% meiri en fyrir ári, enda tengjast mikil umsvif gerð virkjana og bygging íbúðarhúsnæðis er í miklum vexti.

Íbúðafjárfesting áfram í örur vexti

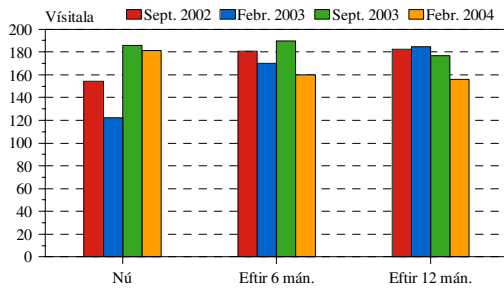
Fjármálalegar og aðrar efnahagslegar aðstæður eru ákjósanlegar fyrir íbúðamarkaðinn. Atvinna er almennt stöðug og atvinnuástand batnandi, kaupmáttur

Mynd 12

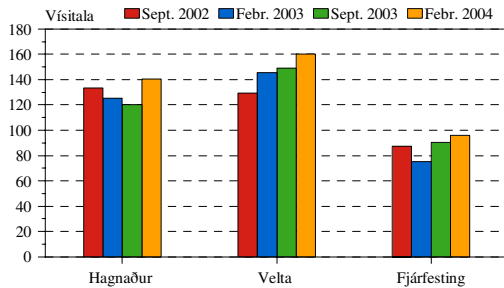
Vísitölur efnahagslífsins 2002-2004

Skv. könnunum meðal fyrirtækja (án opinberra fyrirtækja)

Vísitölur efnahagslífsins nú, eftir 6 og 12 mánuði



Vísitölur hagnaðar, veltu og fjárfestingar



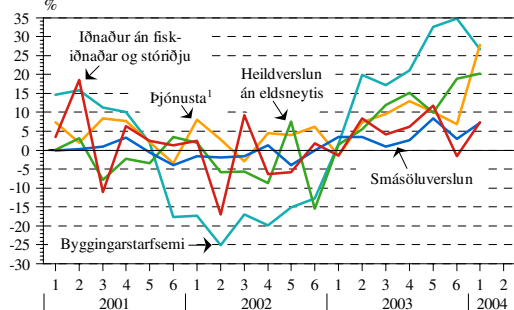
Heimild: IMG Gallup.

launa hefur aukist, verðbólga verið lítil til þessa og vextir lægri en þeir hafa verið árum saman. Við þetta bætast væntingar um góðæri í tengslum við þær

Mynd 13

Virðisaukaskattskyld velta 2001-2004

Raunbreyting frá sama tímabili á fyrra ári



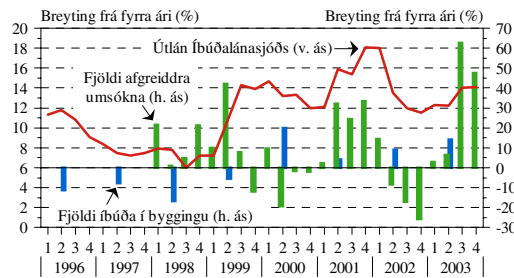
1. Þjónusta, hótél og veitingarestur. Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

miklu framkvæmdir sem eru framundan næstu þrjú árin. Íbúðaverð stóð í stað síðari hluta sl. árs en hefur undanfarna mánuði haldið áfram á þeirri braut hækkunar sem það hefur verið á undanfarin sjö ár og er nú í sögulegu hámarki, miðað við þróun almenns neysluverðlags.

Þrátt fyrir mikla uppsveiflu í þjóðarbúskapnum og hækkun íbúðaverðs á árunum 1998-2000 var íbúðafjárfesting lengi að taka við sér. Undanfarið ár kvað hins vegar við annan tón. Íbúðafjárfesting jókst, eins og áður hefur komið fram, um 13% í fyrra og mun meira en spáð var. Margt bendir til að þessi öri vöxtur haldi áfram enn um sinn. Framkvæmdir voru hafnar við u.þ.b. 13% fleiri íbúðir á sl. ári en árið 2002 og íbúðum í byggingu fjölgaði álíka mikið. Mun þess gæta í tölum fyrir íbúðafjárfestingu ársins 2004. Þessar tölur eru á svipuðum nótum og vöxturinn í útlánum Íbúðalánasjóðs undanfarið ár.

Mynd 14

Útlán Íbúðalánasjóðs¹ (ársfjórðungslegar tölur) og fjöldi íbúða í byggingu (árlegar tölur) 1996-2003



1. Sýnd er breyting á stöðu heildarútlána og á fjölda afgreiddra umsókna um lán til nýbygginga og endurbóta. Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Íbúðalánasjóður, Seðlabanki Íslands.

Afkoma skráðra fyrirtækja yfirleitt góð á fyrsta fjórðungi ársins

Tölur um afkomu allra skráðra fyrirtækja á fyrsta fjórðungi ársins liggja ekki fyrir þegar þetta er ritað. Árshlutauppgjör sem fyrir liggja benda hins vegar til jafngóðrar eða betri afkomu en í fyrra. Sérstaka athygli vekur að afkoma þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem skilað hafa uppgjörum virðist hafa verið töluvert betri en á sama tíma í fyrra. Hagnaður eftir skatta var nokkru lakari vegna gengisáhrifa á skuldir. Veltufé frá rekstri jókst á fyrsta ársfjórðungi og var næstum helmingi meira en fyrir ári. Eiginfjárlutfall hefur einnig styrkst.

Vinumarkaður

Vísendingar af vinnumarkaði benda til þess að vinnuafleifing sé að aukast, en þó ekki eins mikið og álykta mætti með hliðsjón af minnkandi atvinnuleysi. Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar bendir til að atvinna hafi ekki aukist í takt við minnkun atvinnuleysis. Starfandi fólki á fyrsta fjórðungi þessa árs fjölgaði aðeins um 500 manns, eða 0,3%, frá fyrra ári, þótt atvinnulausum fækkaði um 1.300 manns. U.þ.b. 800 manns hafa því horfið af vinnumarkaði, enda minnkaði atvinnuþátttaka (þ.e.a.s. hlutfall fólks á vinnualdri sem er starfandi eða atvinnulaust í leit að vinnu) úr 80,1% í 79,2%. Meðalfjöldi unninna vinnustunda var óbreyttur frá fyrra ári, eða 40,9 en reglulegum vinnustundum starfandi fækkaði um 0,3 klukkustundir. Vinnumagn

dróst saman um 1,8%.⁴ Athygli vekur að samkvæmt könnun Hagstofunnar dróst vinnumagn meira saman á landsbyggðinni en á höfuðborgarsvæðinu þrátt fyrir aukna vinnu tengda virkjunarframkvæmdum á Austurlandi.

Skráð atvinnuleysi hefur minnkað nokkuð samfellt frá ágúst mánuði í fyrra. Þá var árstíðarleiddrétt atvinnuleysi 3,5%, en 2,9% í apríl sl. Þó virðist draga hægar úr atvinnuleysi að undanförunu en í fyrra. Nokkur munur er á skráðu atvinnuleysi hjá Vinnu-
málastofnun, sem var 3,6% á fyrsta ársfjórðungi 2004, og atvinnuleysi samkvæmt vinnumarkaðs-
könnun Hagstofu, sem var 3,1%. Skýrist þessi munur líklega að mestu af mismunandi skilgreiningum Hagstofu og Vinnu-
málastofnunar á atvinnuleysi og vinnuafli, eins og fjallað er nánar um í rammagrein 2.

Rammagrein 2 Vinnumarkaður: Misræmi eða mismunandi skilgreiningar?

Tvenns konar mælingar liggja fyrir á atvinnuleysi og fleiri kennitölum vinnumarkaðar, þ.e. annars vegar vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands og hins vegar skráningar Vinnu-
málastofnunar. Samkvæmt skilgreiningu vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar telst sá atvinnulaus sem er í atvinnuleit og getur hafið störf innan tveggja vikna.¹ Tölur Vinnu-
málastofnunar byggjast hins vegar á atvinnuleysisráningu vinnu-
miðlana. Í meðfylgjandi töflu sést að færri karlar voru á atvinnuleysisráningu en eru atvinnulausir samkvæmt skilgreiningu vinnumarkaðskönnunar, en þessu er öfugt farið með konur. Sú skýring hefur verið sett fram að karlar skrái sig síður atvinnulausa og að algengt sé

1. Núverandi skilgreining Vinnumarkaðskönnunar er: „Atvinnulausir teljast þeir sem ekki voru í starfi í viðmiðunarvikunni, geta hafið störf innan tveggja vikna frá því rannsóknin er gerð og uppfylla auk þess eitthvert eftirfarandi skilyrða:

1. Hafa verið virkir í atvinnuleit sl. fjórar vikur að viðmiðunarviknu meðtalinni.
2. Hafa fundið starf sem byrjar seinna, þó ekki síðar en innan þriggja mánaða.
3. Biða eftir að vera kallaðir til vinnu.“

Mismunandi skilgreiningar atvinnuleysis

Tölur miðast við 1. ársfjórðung 2004

Atvinnulausir (fjöldi)	VMK ¹	VMS ²
Karlar.....	2.800	2.615
Konur.....	2.000	2.443
Samtals.....	4.800	5.059

Fjöldi á vinnumarkaði	VMK ¹ (vinnuafli)	VMS ² (ársverk)
Karlar.....	82.300	80.745
Konur.....	74.800	59.421
Samtals.....	157.100	140.166

Atvinnuleysi (%) ³	VMK ¹	VMS ²
Karlar.....	3,4	3,2
Konur.....	2,7	4,1
Samtals.....	3,1	3,6

1. VMK er samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu. 2. VMS er samkvæmt tölum Vinnu-
málastofnunar. 3. Fjöldi atvinnulausa sem hlutfall af vinnuafli í vinnumarkaðskönnun Hagstofu en sem hlutfall af árs-
verku í tölum Vinnu-
málastofnunar.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Vinnu-
málastofnun.

4. Sjá viðauka 2 um mismunandi skilgreiningar í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar.

að konur með ung börn teljist ekki atvinnulausar samkvæmt skilgreiningu vinnumarkaðskönnunar vegna þess að þær geti ekki hafið störf innan tveggja vikna þótt þær séu á atvinnuleysisrá, því að einungis er krafist að skráðir atvinnulausir séu „reiðubúnir að ráða sig til allra almennra starfa“.²

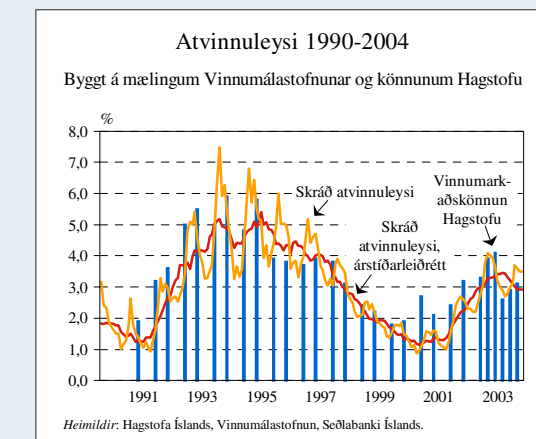
Mismunandi skilgreining á „vinnuafli“ hefur einnig í för með sér að nefnarinn er misstór þegar reiknað er hlutfall atvinnulausra, eftir því hvort horft er til Vinnumálastofnunar eða könnunar Hagstofu. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu eru allir sem hafa unnið eina klukkustund eða meira í viðmiðunarkviknu taldir starfandi (til vinnuafli teljast bæði starfandi einstaklingar og atvinnulausir) en Vinnumálastofnun styðst við áætlun fjármálaráðuneytis um ársverk á vinnumarkaði. Nefnarinn er því töluvert hærri í vinnumarkaðskönnun en í tölum Vinnumálastofnunar, eins og fram kemur í töflunni. Munurinn er meiri meðal kvenna enda algengara að konur séu í hlutastörfum en karlar.

Í þriðja lagi er mat á fjölda atvinnulausra mismunandi. Vinnumarkaðskönnun telur alla einstaklinga sem uppfylla skilgreiningu um að vera atvinnulausir óháð fyrri starfshlutfalli, en Vinnumálastofnun umreiknar fjölda atvinnulausra miðað við starfshlutfall í atvinnuleysisdaga.³ Eins dags atvinnuleysi tveggja einstaklinga í hálfu starfi reiknast sem einn atvinnuleysisdagur, þ.e.a.s. mældur er fjöldi heilla atvinnuleysisdaga í

2. Lög um atvinnuleysisstryggingar nr. 12/1997, 2. gr.

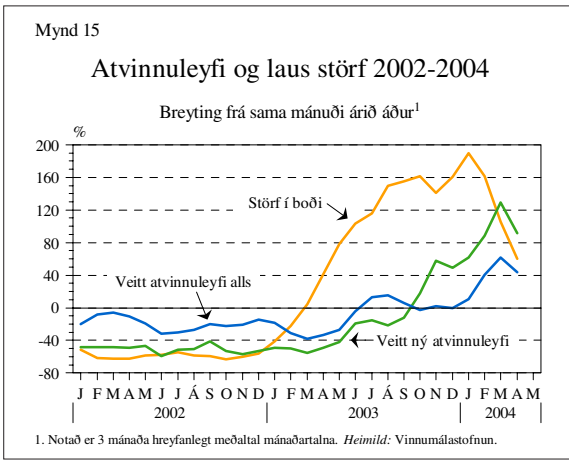
3. Skilgreining Vinnumálastofnunar er: „Fjöldi atvinnuleysisdaga er samanlagður fjöldi dagsverka þeirra einstaklinga sem eru á atvinnuleysisrá í mánuðinum (eitt dagsverk svarar til átta vinnustunda). Taldir eru með allir dagar mánaðarins nema laugardagar og sunnudagar að frádregnum þeim vinnutíma sem einstaklingur hefur unnið í mánuðinum miðað við átta stunda vinnudag eða jafngildi þess. Aðrir frídagar en laugardagar og sunnudagar teljast með sem vinnudagar“.

Einhver fyrstu merki um uppsveiflu á vinnumarkaði birtast oft í fjölgun lausra starfa hjá vinnumiðlunum. Eins og sést á mynd 15 tók lausum störfum í boði hjá vinnumiðlunum að fjölga vorið 2003, nokkrum mánuðum áður en atvinnuleysi fór að síga. Fjölgunin milli ára er því enn hröð og gæti fjöldinn slegið fyrri met þegar árstíðarbundnum toppi verður

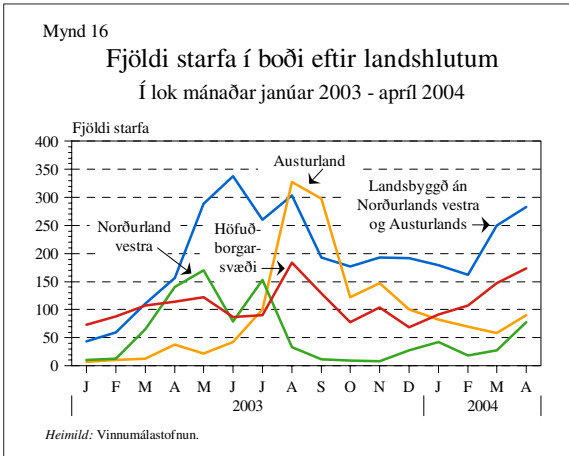


mánuði, en ekki fjöldi atvinnulausra einstaklinga (óháð vinnutíma), eins og gert er í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Munur á atvinnuleysishlutfalli Vinnumálastofnunar og vinnumarkaðskönnunar Hagstofu hefur verið á bilinu 0,1 til 1,6 prósentur og ekki alltaf í sömu átt. Algengara er að atvinnuleysi mælist meira í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar en hjá Vinnumálastofnun þegar atvinnuleysi er að aukast og öfugt þegar dregur úr atvinnuleysi. Ein skýring á þessu misræmi er að vinnumarkaðskönnunin nái til einstaklinga sem missa vinnu á samdráttartímum áður en þeir skrá sig hjá vinnumiðlun. Þegar atvinnuástandið batnar kann hún á sama hátt að telja til starfandi þá einstaklinga sem hafa fengið vinnu en ekki látið afskrá sig hjá Vinnumiðlun, e.t.v. vegna þess að þeir hafa ekki hafið störf. Einnig gæti vinnuaflið í útreikningum Vinnumálastofnunar verið vanmetið í uppsveiflum og ofmetið í niðursveiflum þar sem fólk hefur tilhneigingu til að hverfa af vinnumarkaði þegar herðir að í efnahagsmálum en koma aftur inn á markaðinn þegar betur horfir.

náð. Líklega er uppsveiflan í lausum störfum ekki eingöngu vísbending um aukin umsvif í þjóðarþáskapnum. Að nokkru leyti má rekja aukinn fjölda lausra starfa til þess að atvinnurekendur eru farnir að auglýsa fyrir en áður störf sem þeir telja ólíklegt að hægt verði að manna innanlands í því skyni að flýta fyrir öflun atvinnuleyfa síðar.



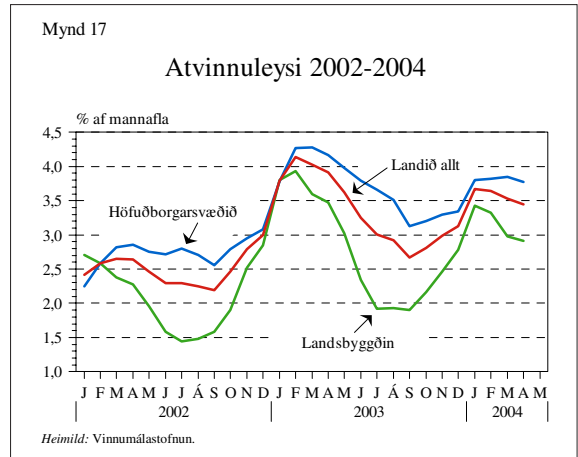
Mikil fjölgun lausra starfa á Norðurlandi vestra á vor- og sumarmánuðum 2003 skýrist að mestu af þörf fyrir starfsfólk í sláturhús á haustmánuðum (mynd 16). Fjölgun lausra starfa í tengslum við virkjanaframkvæmdir á Austurlandi skýrir enn fremur meira en helming þeirrar fjölgunar lausra starfa sem varð á landsbyggðinni í ágúst og september sl. Fjölgun lausra starfa á höfuðborgarsvæðinu í ágúst stafar hins vegar af því að skólafólk hverfur af vinnumarkaði á meðan enn er þörf fyrir sumarafleysingafólk.



Á fyrsta fjórðungi þessa árs voru veitt rúmlega helmingi fleiri atvinnuleysi en á sama tíma í fyrra. Hlutfallsleg fjölgun nýrra atvinnuleyfa var enn meiri. Meðalfjöldi lausra starfa rúmlega tvöfaldaðist á sama tímabili.

Þrátt fyrir miklar virkjanaframkvæmdir á Austurlandi virðast horfur í atvinnumálum hafa vænkast einna mest á höfuðborgarsvæðinu, sbr. könnun

Gallup, en sl. ár hefur atvinnuleysi almennt verið meira á höfuðborgarsvæðinu en á landsbyggðinni. Fjölgun lausra starfa á höfuðborgarsvæðinu fyrstu fjóra mánuði ársins var meiri en á sama tíma í fyrra, en lítil breyting á landsbyggðinni.



Nokkuð virðist hafa þrengrt að sjávarútvegi undanfarið ár eftir því sem fram kemur í könnun sem Gallup gerði í febrúar og mars um stöðu og framtíðarhorfur veltuhæstu fyrirtækja á Íslandi (sjá nánar hér á eftir). Er það nokkuð á skjön við uppgjör skráðra fyrirtækja, sem getið var um að framan, en kann að skýrast af betri aflabróðum og hagstæðri gengisþróun eftir að könnunin var gerð, auk þess sem afköm skráðra fyrirtækja er líklega almennt betri en afköm greinarinnar í heild. Af einstökum atvinnugreinum er mestur vilji til að fækka starfsfólki í sjávarútvegi, eða um 1,9%. Í flutningum og ferðaþjónustu o.fl. er hins vegar búist við fjölgun starfsfólks um 6,3%. Í heild vilja fyrirtækin fjölga starfsfólki um 1,3% yfir árið. Fyrirtæki á landsbyggðinni gera ráð fyrir að fækka áfram starfsfólki á þessu ári um 1,3% en fyrirtæki á höfuðborgarsvæðinu vilja fjölga starfsfólki um 2,1%. Könnun sem gerð var fyrir Samtök iðnaðarins sýnir áþekkar niðurstöður. Fleiri fyrirtæki gera ráð fyrir að fjölga starfsfólki en fækka.

Þessar niðurstöður hafa verið staðfestar í samtölum við starfsfólk vinnumiðlana og aðila vinnumarkaðar. Af þeim má ráða að litill vöxtur sé í atvinnu á landsbyggðinni utan Austurlands, þar sem skortur er á iðnaðar- og byggingaverkamönnum til uppbyggingar utan virkjanasvæðis. Mikil eftirspurn

er eftir iðnaðarmönnum í Reykjavík, enda meira byggt af íbúðarhúsnæði en um árabíl. Líklega er eitthvað um að byggingarfyrtæki safni að sér starfsfólki til að tryggja sig þegar framkvæmdir við virkjanir og álbræðslu Norðuráls komast á skrið. Á Suðurnesjum er ágæt atvinnuástand og ekki horfur á að það breytist í bráð.

Opinber fjármál

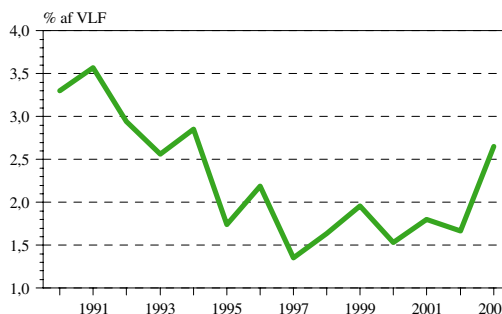
Opinber fjármál einkenndust á liðnu ári af mikilli útgjaldaaukningu og tekjuhækkun hjá ríkissjóði, sem leiddi til þess að hlutfall opinberra útgjalda af landsframleiðslu hækkaði um rúmlega 2½ prósentu og hlutfall tekna um tæplega 2½ prósentu. Áformað er að útgjaldaaukningin gangi til baka á þessu ári og gott betur, en að tekjur lækki heldur minna, þannig að halli sem nam 1½% af VLF á árinu 2003 snúist í örlítinn afgang 2004.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var afkoma hins opinbera árið 2003 neikvæð um 11 ma.kr. eða 1,4% af landsframleiðslu, en var neikvæð um 1,1% af landsframleiðslu árið 2002. Í byrjun árs gerði fjármálaráðuneytið ráð fyrir að hallinn í fyrra hefði verið 2% af landsframleiðslu. Tekjur ríkissjóðs eru nú taldar hafa hækkað um tæp 9% milli ára sem er heldur meira en gert var ráð fyrir við samþykkt fjárukalaga. Gjöld hækkuðu öllu meira, eða um rúm 10%. Afkoma sveitarfélaganna virðist hafa orðið heldur betri en reiknað var með, en afkoma ríkisins nokkurn veginn eftir áætlunum. Tekjur sveitarfélaga áttu að hækka um 6%, en hafa samkvæmt bráðabirgðatölum hækkað um 5,2%. Útgjöld þeirra jukust um 3%. Batinn stafar að langmestu leyti af minni fjárfestingarútgjöldum. Samneysla er nú talin hafa vaxið um 3% að magni árið 2003, en áður var gert ráð fyrir 4% vexti. Fjárfesting hins opinbera er talin hafa aukist um 12%, en um áramót gerði fjármálaráðuneytið ráð fyrir 10½% vexti.

Samkvæmt áætlunum fyrir yfirstandandi ár munu aðrar tekjur ríkissjóðs en tekjur af eignasölu hækka um 4½% frá fyrra ári, en gjöld eiga að lækka um 1%. Verðlag er talið munu hækka um 3% og fela áætlanir því í sér umtalsverða raunlækkun gjalda, sem er að mestu fólgin í samdrætti fjárfestingarútgjalda. Þau námu 2,6% af landsframleiðslu árið 2003 og höfðu ekki verið jafnhmikil á þann mælikvarða síðan á samdráttarskeiðinu 1992-1995.

Mynd 18

Fastafjárútgjöld ríkisins 1990-2003



Heimild: Hagstofa Íslands.

Áætluð hækkun tekna er tiltölulega lítil miðað við þjóðhagshorfur, einkum ef tekið er mið af hækkun skatttekna árið 2003. Áætlaður rekstrarafgangur ríkissjóðs á árinu 2004 er 5½ ma.kr. eða um ½% af landsframleiðslu. Það er í minna lagi miðað við vöxtinn í þjóðarbúskapnum, en dugar til að lækka hreinar skuldir ríkissjóðs úr 18½% í 17½% af landsframleiðslu. Skuldahlutfallið hefur þá lækkað um nær helming á tíu árum.

Heimildir um framgang ríkisfjármála á þessu ári eru venju fremur rýrar vegna breytinga á bókhaldskerfum ríkisins. Upplýsingar eru því seint á ferðinni og illsambærilegar við fyrra ár, einkum að því er varðar útgjöld. Skatttekjur ríkisins voru 12% hærri í janúar og febrúar en á sama tíma árið 2003 og eiga að vera nokkurn veginn sambærilegar. Gjöld ríkissjóðs að frádregnum þekktum áhrifum bókhaldsbreytinga hafa lækkað um rúmlega 4%. Líklega er lækkunin þó vanmetin vegna breytinganna. Ef svo heldur sem horfir, verður afkoma ríkissjóðs betri en segir hér að framan, enda uppsveiflan í þjóðarbúskapnum meiri en reiknað hafði verið með, en of skammt er liðið á árið til að slíkar ályktanir séu marktækar.

Á þessu ári er gert ráð fyrir að tekjur sveitarfélaga hækki um 5-7% en gjöld um 4-5%, sem er aðeins umfram hækkun á verðlagi samneyslu en minna en hækkun launa. Gangi áætlanir eftir yrði halli á rekstri sveitarfélaga aðeins á bilinu 1-3 ma.kr. eða sem svarar 0,1-0,4% af landsframleiðslu. Miðað við hagvöxtinn sem spáð er munu hreinar skuldir sveitarfélaga standa í stað í 6,6% af landsframleiðslu, sem er sögulegt hámark.

Almannatryggingar eru í reynd undirdeild ríkissjóðs en eru færðar sérstaklega í þjóðhagsreikningum. Almannatryggingar hafa yfirleitt verið reknar með afgangi, þ.e.a.s. tekjur eynamerktar almannatryggingum, einkum tryggingagjöld, hafa verið hærri en útgjöld. Samkvæmt áætlunum snýst þetta við á þessu ári. Áætlaður afgangur á rekstri hins opinbera er því minni en samanlagður jöfnuður ríkis og sveita, rúmur milljarður króna. Þetta er óverulegur munur, en þó verri staða en æskileg væri í ljósi hagvaxtarþróunar.

Fjármálaleg skilyrði

Í *Peningamála* 2004/1 var lagt mat á fjármálaleg skilyrði. Niðurstaða greiningarinnar var að frá sjónarhóli fyrirtækja hefðu fjármálaleg skilyrði þjóðarbúsins í byrjun marsmánaðar verið heldur hagstæðari en þau voru í október 2003. Vísað var til þess að vextir hefðu þokast niður og hlutabréfaverð hækkað. Á hinn bóginn var nefnt að herra gengi hefði þrennt nokkuð að útflutnings- og samkeppnisatvinnuvegum. Frá sjónarhóli heimila var einnig talið að fjárhagsleg skilyrði hefðu batnað, sakir lægri vaxta og herra hlutabréfaverðs og gengis krónunnar, en fjárhagsleg skilyrði fjármálastofnana voru talin nokkurn veginn óbreytt.

Í stórum dráttum hafa fjármálaleg skilyrði líklega haldið áfram á þeirri braut sem þau hafa verið á frá

haustmánuðum. Á þeim 2½ mánuði sem liðnir eru frá því að þessar niðurstöður voru birtar hafa þó ekki orðið stórar breytingar. Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir 11. maí síðastliðinn, en verðbólga og verðbólguvæntingar hafa einnig hækkað nokkuð frá marsmánuði. Raunstýrivextir voru því í maí nokkru lægri en í mars og apríl, en eru því sem næst óbreyttir ef horft er til meðaltala yfir lengri tímabil (sjá töflu 2).

Gengi krónunnar hefur veikt nokkuð frá birtingu *Peningamála* 2004/1. Lækkun gengisins felur í sér nokkra slökun á fjármálalegum skilyrðum fyrirtækja, þar sem hækkun afurðaverðs (í krónum) sem í lækkuninni felst er talin vega þyngra en aukin byrði vegna vaxta og afborgana af erlendum skuldum. Gengisþróunin að undanfögnu hefur verið útflutnings- og samkeppnisfyrirtækjum hagstæð, en öðru máli gegnir auðvitað um innflutningsfyrirtæki og gengislækkun felur í sér óhagstæðari fjármálaleg skilyrði heimila.

Hjá heimilunum vegur þó þyngra lægri ávöxtunarkrafa húsbrefta á tímabilinu. Á henni hafa orðið töluverðar sveiflur á tímabilinu. Ávöxtunarkrafan lækkaði verulega í apríl, en hefur að undanfögnu verið svipuð og síðast þegar lagt var mat á fjármálaleg skilyrði. Það sem af er maí var ávöxtunarkrafan að meðaltali 0,1 prósentu lægri en í mars og útlánavextir banka og sparisjóða hafa þokast áfram niður.

Tafla 2 Breytingar á fjármálalegum skilyrðum frá útgáfu *Peningamála* 2004/1

	4 vikur til 10. mars	4 vikur til 19. maí	Áhrif eftir geirum ¹			
			Heimili	Útflutnings- og samk.fyrirtæki	Fjármála- fyrirtæki	Önnur fyrirtæki
Raunstýrivextir ²	2,5	2,6	-	-	-	-
Verðtryggðir innlendir vextir (ávöxtunarkrafa 40 ára húsbrefta)	4,5	4,2	+	.	+/-	.
Meðalvextir óverðtryggðra útlána banka og sparisjóða...	11,5	11,3	+	+	.	+
Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða.....	8,2	8,0	+	+	.	+
Erlendir skammtímavextir ^{3,4}	1,6	1,7	-	-	-	-
Erlendir langtímavextir (ríkisskuldabréf, 10 ár) ³	4,0	4,4	-	-	-	-
Gengisvísitala krónunnar.....	119,9	123,7	+	-	+/-	+/-
Gengi hlutabréfa ⁵	2.505,8	2.695,9	+	+	+	+

1. Hér táknar '+' hagstæðari fjármálaleg skilyrði, '-' táknar óhagstæðari fjármálaleg skilyrði, '+/-' táknar að brugðið geti til beggja átta og '.' táknar að það eigi ekki við. 2. Miðað við þriggja ára verðbólguálag. 3. Vægi evru er 2/3 og Bandaríkjadals 1/3. 4. Ríkisskuldabréf til þriggja mánaða. 5. Miðað er við úrvalsvisítölu.

Verð hlutabréfa hefur hækkað frá því í mars og fjármálaleg skilyrði fyrirtækja sem sækja fjármagn á hlutafjármarkaðinn því batnað. Batinn er þó nokkuð mismunandi eftir geirum. Hækkun hlutabréfaverðs felur einnig í sér jákvæð auðsáhrif á einstaklinga sem eiga hlutabréf.

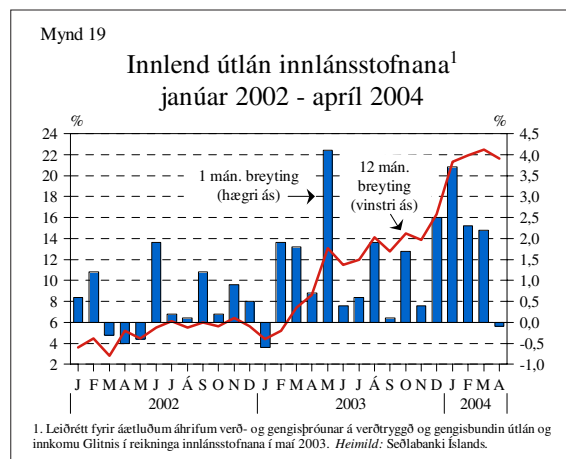
Vöxtur útlána

Hinn öra vöxt útlána undanfarið ár má að nokkru leyti skýra með afar hagstæðum fjármálaskilyrðum, einkum erlendis. Einnig hefur verið nefnt að hann tengist breytingum á eignarhaldi í íslenskum fyrirtækjum og sé því ekki nauðsynlega undanfari meiri fjárfestinga og annarra umsvifa. Í lok apríl höfðu innlend útlán innlánsstofnana aukist um 23,5% á tólf mánuðum, eða 21,6% ef horft er framhjá áhrifum gengis- og verðlagsbreytinga á stofn gengis- og verðtryggðra útlána. Vöxtur erlendra útlána og markaðs verð bréfa er meiri, og var í apríl um 159% á tólf mánuðum.

Hluta útlánavaxtarinn má rekja til fjármögnunar innlends bankakerfis á skuldsettum yfirtökum íslenskra fyrirtækja og ýmsum umbreytingarverkefnum tengdum þeim, bæði innanlands og erlendis. Þá bendir ýmislegt til þess að innlent bankakerfi hafi aukið hlutdeild sína í fjármögnun innlendra fyrirtækja, einkum í erlendu lánsfé. Þessi aukna miðlun á erlendu lánsfé kemur fram í miklum vexti erlendra skulda innlánsstofnana, sem í apríl höfðu aukist um 347 ma.kr., eða 75% á tólf mánuðum. Aukning útlána lánakerfisins ætti, ef framangreint er rétt, að verða minni en útlánaaukning bankanna. Tölur um útlán lánakerfisins fyrir fyrsta ársfjórðung munu ekki liggja fyrir fyrr en síðar í júní. Að svo miklu leyti sem lánveitingar tengjast ekki nýfjárfestingu eru þær ekki endilega vísbending um aukna innlenda eftirspurn og síðar verðbólgu eins og oftast er. Óbeinna áhrifa kynni þó að gæta í gegnum hækkandi eignaverð og auðsáhrif. Takmörkuð bein áhrif þessarar útlánaþenslu eiga þó eingöngu við ef söluandvirði fyrirtækja sem hafa verið yfirtekin leitar út úr landinu en beinist ekki að innlendri vöru og þjónustu. Hvort svo verður er enn ekki ljóst. Eftir stendur þó fjármálaleg áhætta útlánavaxtarinn.

Ýmislegt í fyrirliggjandi talnaefni styður ofangreinda túlkun. Í fyrsta lagi hafa útlán innlánsstofnana til heimila vaxið minna en til fyrirtækja á tólf mánuðum til loka apríl eða um 16%. Á móti

kemur að útlán Íbúðalánasjóðs hafa aukist umtalsvert. Í öðru lagi er útlánaþróunin hjá einstökum bönkum í samræmi við þessa túlkun. Í þriðja lagi benda tölur fyrir apríl til að byrjað sé að draga úr vextinum, enda stóðu innlend útlán í stað í mánuðinum án áhrifa gengis- og verðbreytinga í samanburði við liðlega 2% aukningu í mars. Of snemmt er að fullyrða um hvort þessi breyting sé varanleg, en ef túlkunin er rétt þá ætti að draga úr útlánvextinum þegar mestu umbrotin í atvinnulífinu eru yfirstaðin.



II Þjóðhags- og verðbólguþá

Samkvæmt þjóðhagsþá Seðlabankans sem hér birtist fyrir árin 2004 til 2006 eru horfur á kröftugum hagvexti næstu árin sem drifinn er áfram af mikilli fjárfestingu og vexti einkaneyslu. Því mun myndast spenna í hagkerfinu þegar á þessu ári sem mun að óbreyttu fara vaxandi. Verðbólguþrýstingur mun því aukast. Til skemmri tíma eru horfur á meiri verðbólgu en þegar horft er lengra fram á spátímabilið, m.a. vegna hás olíuverðs. Töluverð óvissa er um þróun olíuverðs, en í spánni er gert ráð fyrir því að hækkun þess í ár gangi því sem næst til baka á næsta ári. Þá ríkir einnig óvissa um þróun hús-næðisverðlags næstu mánuði og misseri, en breytingar á því munu hafa töluverð áhrif á verðbólguna. Mikill viðskiptahalli verður næstu þrjú árin sem að hluta á rætur að rekja til stóriðjuframkvæmda. Sá hluti hallans sem af framkvæmdunum stafar mun hjaðna þegar þær eru afstaðnar en grófir útreikningar benda til þess að um helming viðskiptahalla næstu

tveggja ára megi rekja beint til innflutnings vegna fjárfestingar í stóriðju og margföldunaráhrifa þeirra á þjóðarþúið.

Í spánni er sem endranær reiknað með óbreyttu gengi og óbreyttum stýrivöxtum á spátímabilinu. Hvort tveggja hefur breyst frá síðustu spá. Í spánni er miðað við að gengisvísitalan sé óbreytt frá 12. maí, en þá var hún 124 stig, sem er ríflega 3% lægra gengi en í marsspánni, þegar reiknað var með að vísitalan stæði í 120 stigum, miðað við gengi þann 27. febrúar. Lægra gengi hefur örvandi áhrif á eftirspurn eftir innlendum framleiðsluþáttum og stuðlar einnig tímabundið að aukinni verðbólgu

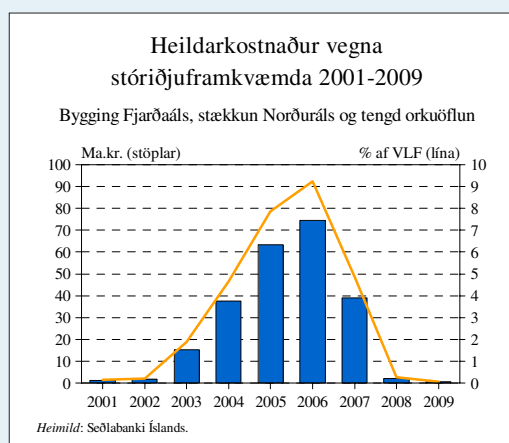
vegna þess að verðlag innfluttrar vöru og þjónustu hækkar í krónum talið.

Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir um 0,2 prósentur hinn 11. maí og eru nú 5,5%. Hærri stýrivextir vinna á móti þenslu- og verðbólguáhrifum lægra gengis og draga úr innlendri eftirspurn og verðbólgu þegar fram í sækir. Í spánni er jafnframt fylgt forsendum fjármálaráðuneytisins um breytingar á ríkisútgjöldum, auk þess sem reiknað er með boðuðum skattalækkunum í jöfnum skrefum á tímabilinu 2005-2007 í samræmi við síðustu langtímaáætlun ríkisstjórnarinnar. Nema þær um 2½% af landsframleiðslu.

Rammagrein 3 Stóriðjuframkvæmdir¹

Virkjunarframkvæmdir við Kárahnjúka og á Reykjanesi og Hellisheiði verða miklar í ár. Áætlað er að framkvæmt verði fyrir um 27 ma.kr. og vel á annað þúsund manns munu vinna við þessar framkvæmdir þegar hæst stendur í ár. Þá munu einnig hefjast verklegar framkvæmdir við stækkun verksmiðju Norðuráls og byggingu álverksmiðju Alcoa á Reyðarfirði, Fjarðaálsverksmiðjuna. Framkvæmdakostnaður við álverin er áætlaður tæplega 11 ma.kr. á þessu ári. Á næstu tveimur árum munu framkvæmdir ná hámarki, en samkvæmt áætlun verður varið um 63 ma.kr. til framkvæmda við virkjanir og stóriðju á næsta ári og um 75 ma.kr. á árinu 2006. Alls er talið að kostnaður við álverin tvö, Fjarðaál og stækkun Norðuráls, ásamt orkuöflun muni nema um 138 ma.kr. í heild á árunum 2005 til 2006. Áætlaður heildarframkvæmdakostnaður er nú metinn nokkru meiri en kom fram í síðasta hefti *Peningamála*. Kostnaðaráætlanir hafa breyst og gengis- og verðlagsforsendur einnig. Heildarkostnaðurinn er nú metinn u.þ.b. 15 ma.kr. hærri en í síðustu úttekt Seðlabankans í *Peningamálum* 2004/1. Munar þar mest um nokkru meiri kostnað við Fjarðaálsverksmiðjuna. Að auki hliðrast kostnaður milli ára. Framkvæmdir munu ná hámarki á árinu 2006. Þá er talið að framkvæmdakostnaður

muni nema rúmlega 9% af landsframleiðslu 2003. Reiknað er með að 43% af heildarkostnaði muni falla til innanlands en 57% verði í formi innfluttrar vöru og þjónustu. Mikinn mannafla þarf til þessara verka allra, eða um 8.000 mannaár. Mest verður mannaflanotkunin á árinu 2005 en þá verður þörfin alls um 2.600 mannaár sem er um 1,7% af vinnuafslframboðinu (m.v. árið 2003) og um 2.100 manna árið 2006 (um 1,3% af heildarframboði vinnuafsls). Talið er að meirihluti vinnuafslsins muni koma erlendis frá, eða um 53%, en mun hærra hlutfall útlendinga mun vinna við Kárahnjúkavirkjun en við gufuaflsvirkjanirnar á Hellisheiði og Reykjanesi og byggingu álveranna.



1. Byggt á upplýsingum frá framkvæmdaaðilum.

Heildarkostnaður og vinnuaflosnotkun við virkjanir og stóriðjuframkvæmdir 2002-2009

	Vægi	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Alls
Heildarkostnaður (m.kr.) .....	.	1.739	15.195	37.577	63.345	74.585	3.901	2.052	540	235.154
Innlendur kostnaður	43%	804	6.776	1.653	27.636	30.863	15.991	903	238	100.233
Erlendur kostnaður	57%	935	8.419	21.048	35.709	43.722	23.019	1.149	303	134.921
Ársverk (fjöldi) .....	.	84	706	1.634	2.593	2.121	600	32	23	7.835
Innlent vinnuafll	47%	78	275	712	1.298	936	255	30	22	3.649
Erlent vinnuafll	53%	6	431	922	1.296	1.184	345	2	1	4.187

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Horfur um eftirspurn og framleiðslu

Eldsneytisverð hækkar verulega á þessu ári

Reiknað er með svipuðum vexti útflutnings sjávarafurða í ár og í síðustu spá bankans í mars, eða 6½% í stað 7% áður, en að hann verði heldur meiri á næsta ári, eða 3½% í stað 2%. Eins og áður er gert ráð fyrir að álverð verði verulega hærra í ár en á síðasta ári. Einnig er reiknað með töluverðri hækkun á næsta

ári, en í síðustu spá var gert ráð fyrir lækkun álverðs árið 2005. Líklegt er að verð útfluttrar vöru og þjónustu hækki fremur en lækki á árinu 2004, en aðeins er reiknað með hækkun um fjórðung úr prósentu í spánni. Forsendan um verðlag eldsneytis í erlendri mynt hefur tekið mestum breytingum frá síðustu spá. Talið er að það verði 17½% hærra í ár en í fyrra. Í marsspánni var hins vegar reiknað með 5% lækkun.⁵ Hækkunin gengur að verulegu leyti til baka

Tafla 3 Helstu forsendur þjóðhags- og verðbólguþáttar Seðlabanka Íslands

	Núverandi spá			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ¹	
	2004	2005	2006	2004	2005
<i>Stýrivextir og gengi²</i>					
Stýrivextir Seðlabankans (%)	5,4	5,5	5,5	0,1	0,2
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ³	123,0	124,0	124,0	2,5	3,3
<i>Ytri skilyrði (breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti)</i>					
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	6½	3½	2	-½	1½
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	-3½	2	2	-	-
Verð áls í erlendri mynt	11¾	5	3	1	8
Verð almenns vöruinnflutnings í erlendri mynt	-½	1¾	2	-	-
Eldsneytisverð í erlendri mynt	17½	-16¾	-8	22½	-5¾
Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt	¼	2¼	1¾	2¼	1
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-1¾	1¼	¼	-2	1
Erlendir skammtímavextir	2½	3½	4	-	-

1. Stutt lárétt strik (-) táknar að breyting er engin. 2. Ársmeðaltöl. Miðað er við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting vísitölu.

5. Verð í erlendri mynt er í öllum tilfellum reiknað samkvæmt gengisvog. Verðbreytingar eldsneytis í dollurum eru enn meiri.

á næsta ári, en þá er búist við að eldsneytisverð lækki um 16%, og áfram um 8% árið 2006. Í heild þýða þessar breytingar að viðskiptakjör versna um tæp 2% í ár, en batna um riflega 1% á því næsta.

Áframhaldandi kröftugur vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar

Flestar vísbendingar gefa til kynna kröftugan vöxt einkaneyslu í ár. Spáð er 5½% vexti hennar í ár sem er hækun um hálfu prósentu frá síðustu spá. Frá síðustu þjóðhagsspá hefur fjárfestingarspáin fyrir 2004 breyst mest. Í mars var gert ráð fyrir að fjárfesting í íbúðarhúsnaði í ár yrði 4½% meiri en á síðasta ári. Nú eru horfur á að íbúðafjárfesting aukist um 12% milli árana 2003 og 2004. Sumar vísbend-

ingar gefa reyndar til kynna að vöxturinn gæti orðið enn meiri. Einnig er spáð meiri vexti fjárfestingar atvinnuveganna en áður. Spáð er 7½% aukningu í fjárfestingu atvinnuvega að frátalinni fjárfestingu í stóriðju, skipum og flugvélum og 17% vexti fjármunamyndunar alls, í stað 13% í marsspánni. Vöxtur þjóðarútgjalda árið 2004 verður því 7%, sem er rúmri prósentu meiri vöxtur en spáð var síðast.

Meiri vexti fjármunamyndunar og einkaneyslu en áður var reiknað með fylgir meiri innflutningur. Spáð er að innflutningur aukist um tæp 12% á þessu ári. Verg landsframleiðsla vex um 4¼% í ár, sem er ¾ úr prósentu meiri vöxtur en áður var reiknað með.

Eftir að Seðlabankinn gaf út spá sína í mars birti Hagstofan áætlun um þjóðhagsreikninga fyrir árið

Tafla 4 Þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar	Milljarðar króna á verðlagi hvers árs			Magnbreyting frá fyrra ári (%) ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ¹	
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005
Einkaneysla.....	487,7	535,2	579,9	5½	6¼	5¼	½	¼
Samneysla.....	222,9	238,1	254,3	½	2	2	-¼	-
Fjármunamyndun.....	211,2	253,8	281,8	17	15¾	6½	4	6¾
Atvinnuvegafjárfesting.....	130,1	169,5	189,5	30¼	24¾	7¼	4¼	11¼
Án stóriðju, skipa og flugvéla.....	79,4	88,3	98,5	7½	6½	7	5	4
Fjárfesting í íbúðarhúsnaði.....	52,3	56,7	61,0	12	4	3	7½	-
Fjárfesting hins opinbera.....	28,9	27,6	31,4	-17	-8½	9	-1	-5
Þjóðarútgjöld, alls.....	921,9	1.027,2	1.116,1	7	7¾	5	1¼	2
Útflutningur vöru og þjónustu.....	297,6	318,8	343,6	5	4	6	1	-½
Innflutningur vöru og þjónustu.....	353,2	401,0	435,4	11¾	11½	7	2¼	3½
Verg landsframleiðsla.....	866,3	945,0	1.024,3	4¼	4¾	4½	¾	¼
				Hlutfall af VLF (%)			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ¹	
Viðskiptajöfnuður.....	.	.	.	-8¾	-11½	-12	-1¼	-3¾
Vergur þjóðhagslegur sparnaður.....	.	.	.	15½	15½	15½	-	-½
Hrein erlend skuld ².....	.	.	.	103¾	108¾	113	.	.
Hrein erlend staða þjóðarbúsins ².....	.	.	.	-71½	-78½	-85½	.	.
Framleiðsluspenna ³.....	.	.	.	¾	1½	2¼	½	-
				%			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ¹	
Helstu lykilstærðir vinnumarkaðar								
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %)....				5	5½	5½	-	-
Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %).....				2½	2	1½	½	½
Atvinnuleysi (% af mannafla).....				3	2½	2	-	¼

1. Stutt lárét strik (-) táknar að breyting er engin. 2. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. 3. Framleiðsluspenna er mæld sem hlutfall af framleiðslugetu hagkerfisins.

2003. Þar kemur fram að hagvöxtur árið 2003 var 4%, en í spá bankans í mars var reiknað með 2¾% vexti. Því er nú talið að framleiðslulakinn sem myndaðist í hagkerfinu árið 2002 hafi því sem næst horfið í fyrra. Við það bætist kröftugur vöxtur í ár. Mat á framleiðsluspennu ársins hefur því verið hækkað úr ¼% í ¾%, eða um ½ prósentu af vergri landsframleiðslu.

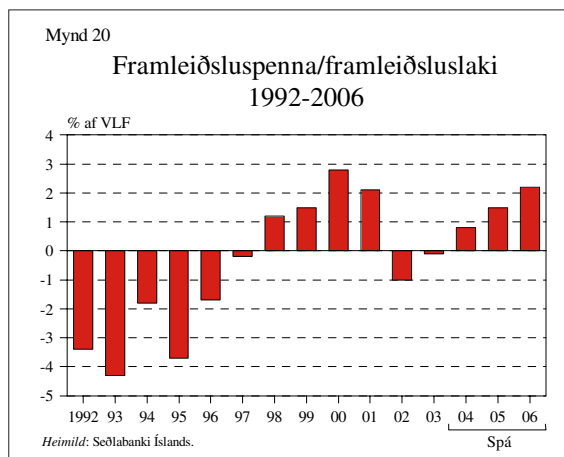
Vaxandi spenna í hagkerfinu á næstu árum

Á næstu árum eru horfur á vaxandi þunga í fjárfestingu vegna stóriðjuframkvæmda. Heildarfjárfestingin mun nema um 38 ma.kr. í ár, um 63 ma.kr. á næsta ári, og um 75 ma.kr. árið 2006. Á sama tíma er spáð örur vexti einkaneyslu, eða rúmlega 6% 2005 og rúmlega 5% 2006. Því er fyrirsjáanleg töliverð eftirspurnarþensla í þjódarbúskapnum á tímabilinu. Lítils háttar framleiðsluspenna myndast á yfirstandandi ári og mun aukast næstu tvö árin. Samkvæmt spánni nemur hún 1½% á næsta ári og rúmlega 2% árið 2006. Vert er að undirstrika að mikil óvissa er um mat á framleiðsluspennu um þessar mundir og verður í næstu framtíð.

Aukin eftirspurn á vöru- og þjónustumörkuðum leiðir til minna atvinnuleysis. Þekkt er að atvinnuleysi fylgi hagsveiflunni með nokkurri töf. Því er ekkert undarlegt að atvinnuleysi hafi náð hámarki í fyrra þótt framleiðslulaki hafi náð hámarki árið 2002. Samkvæmt spánni mun atvinnuleysi verða að meðaltali um 3% í ár en minnka niður í 2% árið 2006, sem að flestra mati er minna en jafnvægis- eða náttúrulegt atvinnuleysi hér á landi. Gangi þetta eftir er hætt við að launaskrið aukist á því ári.

Mikill viðskiptahalli myndast

Stóriðjuframkvæmdum fylgir mikill innflutningur en hann vex einnig mikið vegna einkaneyslu og annarrar fjárfestingar. Innflutningur mun vaxa um tæp 12% í ár og á næsta ári en heldur minna árið 2006, eða um 7%. Útflutningur mun aukast hægar þótt vöxturinn verði þokkalegur miðað við meðalárferði, eða á bilinu 4-6% á ári yfir spátímabilið. Því mun halli á vöru- og þjónustuviðskiptum ágerast. Viðskiptahalli mun aukast enn meira, því að gera má ráð fyrir að erlendir vextir hækki á tímabilinu sem mun auka vaxtabyrði þjóðarinnar af erlendum skuldum og halla á jöfnuði þáttatekna. Samkvæmt spánni stefnir því að öðru óbreyttu í mikinn viðskiptahalla, eða sem nemur



allt að 12% af vergri landsframleiðslu á næstu tveimur árum. Að meðaltali má rekja um þriðjung viðskiptahallans þessi ár beint til innflutnings vegna fjárfestingar í stóriðju, eða 27% í ár, 33% 2005 og 33% 2006. Þetta er nokkru lægra hlutfall en reiknað var með í síðustu spá, en það má rekja til endurmats á öðrum þáttum sem hafa áhrif á viðskiptahallann. Þar má nefna að mat á greiðslubyrði erlendra lána hefur verið hækkað vegna erlendra vaxtahækkana. Einnig er um óbein áhrif stóriðju fjárfestingar á einkaneyslu og hagvöxt að ræða. Útreikningar benda til þess að án stóriðju fjárfestingar hefði viðskiptahallinn á næstu tveimur árum orðið um 6% af landsframleiðslu. Þótt það gefi visbendingu verður að taka slíkum útreikningum með töliverðum fyrirvara t.d. vegna þess að mjög óvist er hve miklu lægra gengi krónunnar væri um þessar mundir ef ekki hefði komið til þessara framkvæmda.

Samfara miklum viðskiptahalla aukast erlendar skuldir þjóðarbúsins og staðan gagnvart útlöndum versnar. Hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins, þ.e. erlend lán að frádregnum samsvarandi kröfum á erlenda aðila, sem nam tæplega 101% af landsframleiðslu á síðasta ári, mun samkvæmt spánni hækka í um 113% árið 2006. Hrein erlend staða þjóðarbúsins sem tekur einnig tillit til beinnar fjárfestingar og verðbréfafjárfestingar, t.d. eigna lífeyrissjóða og annarra innlendra aðila í erlendum hlutabréfum og hlutabréfasjóðum, mun versna úr því að vera neikvæð um rúmlega 67% af landsframleiðslu á síðasta ári og verða neikvæð um rúmlega 85% á árinu 2006. Mikilvægt er að hafa í huga að spá um viðskiptahalla og skuldastöðu byggist á óbreyttu gengi og stýrivöxtum

Seðlabankans. Þeir munu hins vegar hækka umtalsvert ef framangreind þróun gengur eftir. Það mun draga úr innlendra eftirspurn og viðskiptahalla þegar frá líður. Spáin undirstrikar hins vegar að auka verður aðhald í hagstjórn hér á landi á næstu misserum ef viðskiptahalli og verðbólga eiga ekki að fara úr böndunum.

Verðbólguhorfur

Innflutt verðbólga eykst til skamms tíma en verður fremur af innlendum toga til lengri tíma lítið

Frá síðustu spá bankans hafa orðið mikilvægar breytingar á undirliggjandi verðbólguáhrifum. Þar munar mest um verulega hækkun eldsneytisverðs á alþjóðlegum mörkuðum. Hækkunin leiðir til þess að spád er nokkru meiri innfluttri verðbólgu á þessu ári en í mars sl. Innflutt verðbólga á næsta ári verður hins vegar svipuð og gert var ráð fyrir í forsendum síðustu spár, enda sýna framvirk verð, sem notuð eru við spágerðina, áfram væntingar um að eldsneytisverðshækkunin muni ganga til baka að stórum hluta.

Aukin innflutt verðbólga mun þrýsta upp innlendra verðbólgu til skamms tíma lítið. Á sömu sveif leggst veikara gengi og nokkru meiri framleiðsluspenna á þessu og síðasta ári. Á móti kemur hins vegar að launakostnaður á framleidda einingu eykst nokkru minna fram á næsta ár vegna endurmats á framleiðniþróun tímabilsins 2003-2005. Vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu er þó áfram nokkuð yfir verðbólguáhrifum bankans næstu tvö ár. Samkvæmt nýrri spá bankans verður því meginuppspretta verðbólgunnar af erlendum toga framan af, en til lengri tíma lítið er verðbólguþrýstingurinn innlendur eins og í síðustu spám bankans.

Verðbólguhorfur eitt ár fram í tímann hafa versnað verulega en til lengri tíma er spád álika mikilli verðbólgu og í síðustu spám bankans

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa breyst verulega frá síðustu spá bankans. Þá var gert ráð fyrir að verðbólga yrði undir 2½% verðbólguáhrifum bankans fram undir mitt næsta ár og að eitt ár fram í tímann yrði verðbólga tæplega 2%. Í ljósi veigamikilla breytinga á forsendum spárinnar, sem raktar eru að ofan, eru horfur á að verðbólga aukist hraðar en áður var talið og verði við efri þolmörk verðbólguáhrifa á seinni hluta þessa árs. Eitt ár fram í tímann er því gert ráð fyrir um 4% verðbólgu.

Tafla 5 Verðbólguáhrif Seðlabanka Íslands

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

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

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

Skyggt svæði sýnir spá.

Verðbólga mun hins vegar hjaðna fljótlega þegar áhrif veikara gengis krónunnar og eldsneytisverðshækkana hverfa. Spá bankans tvö ár fram í tímann er því nokkuð áþekk því sem Seðlabankinn hefur spáð að undanförunu. Í mars sl. var t.d. spáð 2,9% verðbólgu eftir tvö ár en nú er gert ráð fyrir að hún verði 2,6%. Því eru horfur á að verðbólga verði yfir verðbólguáhrifum bankans út spátímabilið, en sýnu mest á næstu misserum. Eins og áður er líklegt að verðbólga haldi áfram að aukast þegar lítið er enn lengra fram á veginn og verði aftur komin yfir 3% um mitt ár 2006 að gefinni óbreyttri peningastefnu.

Nokkur óvissa ríkir um verðbólguþróun næstu missera ...

Eins og áður hefur komið fram veldur hækkun olíuverðs og lækkun gengis krónunnar tímabundið aukinni verðbólgu. Á næstu misserum mun verðbólgan ráðast nokkuð af því hvort áhrifin ganga til baka á næstunni. Einnig er óvissa um þróun húsnæðisverðs og hversu lengi slaki á innlendum vinnumarkaði mun vara. Um alla þessa óvissuþætti gildir hins vegar að ekki verður fullyrt að óvissan sé meiri í aðra áttina en hina.

... en meiri hætta er á að langtímaverðbólguþrýstingur sé vanmetinn

Til langs tíma litið bendir fleira til þess að verðbólguþrýstingur kunnist vera vanmetinn en að hann sé ofmetinn. T.d. má ætla að líkur á minna aðhaldi í ríkisfjármálum en reiknað er með í spánni séu meiri en líkur á auknu aðhaldi. Áform stjórnvalda um breytingar á húsnæðislánakerfinu hníga í sömu átt. Einnig er nokkur hætta á að verðbólguskot næstu missera raski forsendum kjarasamninga. Að lokum má nefna að í verðbólguþrýstingnum er gert ráð fyrir að nýlegar eldsneytisverðshækkningar gangi að verulegu leyti til baka á næsta ári, þótt um það ríki töluverð óvissa vegna mikillar eftirspurnar í heimsbúskapnum og óróa í mikilvægum framleiðslulöndum. Á móti þessum neikvæðu óvissuþáttum kemur að krónan gæti endurheimt fyrri styrk sinn eftir því sem nær dregur hátoppi gjaldeyrisinnflæðis, sem myndi draga úr verðbólguþrýstingnum á seinni hluta spátímabilsins.

Spáóvissan er talin samhverf til skamms tíma en upp á við til lengri tíma litið

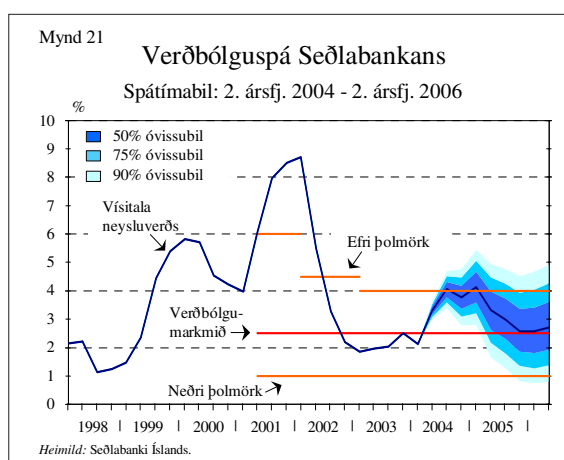
Niðurstaðan er að líkur á meiri verðbólgu en spáð er næsta árið séu álíka miklar og líkur á vanspá. Til lengri tíma litið eru hins vegar taldar meiri líkur á að bankinn vanmeti verðbólguna en að hann ofmeti hana. Þetta er svipað áhættumat og fylgdi spá bankans í nóvember 2003.

Sem fyrr er talið líklegt að spáskekkjur bankans byggðar á sögulegum gögnum feli í sér ofmat á þeirri óvissu sem framundan er. Mat á óvissunni er nokkuð litað af þróun síðustu ára, þegar saman fór tiltölulega mikil verðbólga og óvissa um verðbólguþróun, en það fylgir jafnan sveiflum í verðbólgu.

Mat á spáóvissunni næstu tvö ár má sjá á mynd 21. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan

alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að hún verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann, sem endurspeglast í vikkun óvissubilsins.⁶

Frá því að síðast var gert formlengt áhættumat á verðbólguþrýstingnum hafa líkur minnkað verulega á að verðbólga eitt ár fram í tímann verði undir verðbólgu-markmiðinu. Tvö ár fram í tímann eru líkurnar hins vegar aðeins meiri. Líkur á að verðbólga næsta árið verði innan þolmarka hafa minnkað, en aukist til lengri tíma litið.



Tafla 6 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjörð.	Verðbólga				
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	yfir 4%
2004:2	< 1	< 1	< 1	> 99	< 1
2005:1	< 1	2	2	42	56
2006:1	8	37	44	42	14

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

6. 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 skyldi túlka mat á spáóvissu af varúð. Óvissumatinu er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að vera nákvæmt mat á líkinda-dreifingu verðbólguþrýstingurinnar.

Rammagrein 4 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Meðfylgjandi tafla sýnir mat sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagslífinu um miðjan maí. Að þessu sinni voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

Sérfræðingarnir telja horfur á 2,9% verðbólgu yfir árið 2004 sem er meiri verðbólga en í síðustu samantekt sem gerð var í lok febrúar en minni en gert er ráð fyrir í nýrri spá bankans, þar sem gert er ráð fyrir 3,9% verðbólgu. Nokkuð skiptar skoðanir eru meðal sérfræðinganna um verðbólguna á næsta ári, en að meðaltali gera þeir ráð fyrir svipaðri verðbólgu (2,9%) og gert er ráð fyrir í nýrri verðbólgu spá bankans (2,5%). Sérfræðingarnir eru nokkuð samróma um verðbólgu á þessu og næsta ári, ef horft er á meðalbreytingu á milli ára. Þeir telja að hún verði nálægt eða yfir verðbólgu markmiðinu. Bankinn gerir ráð fyrir nokkru meiri verðbólgu milli ára eða rúmlega 3% bæði í ár og á næsta ári. Hafa verður í huga við samanburð á spá bankans og sérfræðinga á fjármálamarkaði að spá bankans byggist á óbreyttum stýrivöxtum en sérfræðingarnir gera ráð fyrir hækkingu þeirra sem að öðru óbreyttu leiðir til minni verðbólgu. Stýrivextir munu

hækka á spátímabilinu og það dregur úr líkum á að spá Seðlabankans rætist.

Mat sérfræðinganna er nokkuð samstíga að því er varðar hagvöxt. Þeir spá minni hagvexti, 3,9% að meðaltali, í ár en Seðlabankinn, sem hefur hækkað sína spá um $\frac{3}{4}$ úr prósentu frá mars og gerir ráð fyrir 4 $\frac{1}{4}$ % hagvexti. Á næsta ári gera flestir sérfræðingarnir ráð fyrir tæplega 5% hagvexti, sem er ívið meiri vöxtur en bankinn spáir eða 4 $\frac{1}{2}$ %.

Að meðaltali telja svarendur að gengi krónunnar verði nær óbreytt eftir tólf mánuði og að gengisvísitalan verði þá um 124 stig, sem er ívið veikara gengi en gert var ráð fyrir í síðustu spá þeirra og endurspeglar þróun gengis frá þeim tíma. Þegar litið er tvö ár fram í tímann er gert ráð fyrir óbreyttu gengi að meðaltali en nokkuð skiptar skoðanir um hvort það muni veikjast eða styrkjast lítillega. Sérfræðingarnir gera ráð fyrir að gengisvísitalan verði á bilinu 120 til 133 stig að tveimur árum liðnum.

Það er samdóma álit sérfræðinganna að Seðlabankinn muni halda áfram að hækka stýrivexti. Þeir gera allir ráð fyrir að eftir tvö ár verði stýrivextir á bilinu 7%-7,5% en nokkur ágreiningur er um hversu hratt

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2004			2005		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (yfir árið).....	2,9	2,5	3,3	2,9	2,3	3,2
Verðbólga (milli ársmeðaltala).....	2,8	2,6	2,9	2,9	2,6	3,0
Hagvöxtur.....	3,9	3,7	4,3	4,7	4,2	5,0
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla.....	124	122	128	124	120	133
Stýrivextir Seðlabankans.....	6,6	6,2	7,0	7,4	7,0	7,5
Langtímanafnvextir ²	7,8	7,5	8,0	7,9	7,3	8,5
Langtímaraunvextir ³	3,8	3,4	4,0	3,9	3,3	4,5
Breyting úrvalsvísitölu aðallista.....	4,3	0,0	10,0	13,8	10,0	20,0
Breyting fasteignaverðs.....	5,3	4,0	7,0	8,0	0,0	12,0

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi og vexti. Sínd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 07 0209). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsnæðisbréf (IBN 38 0101). Heimild: Seðlabanki Íslands.

bankinn muni hækka vexti. Þeir spá stýrivöxtum á mun breiðara bili eftir eitt ár, eða 6,2%-7%.

Svarendur gera að meðaltali ráð fyrir að hlutabréfa-verð hækki um rúm 4% á næstu tólf mánuðum, en eru nokkuð ósamstíga. Þeir svartsýnustu gera ráð fyrir óbreyttu hlutabréfaverði en hinir bjartsýnustu 10%

hækkun. Næstu tvö árin gera þeir allir ráð fyrir hækkun, frá 10% til 20% á tveggja ára tímabili. Allir spá þeir að fasteignaverð haldi áfram að hækka næstu tólf mánuði en skoðanir eru skiptar um þróun fasteignaverðs þegar litið er tvö ár fram í tímann.

III Stefnan í peningamálum

Raunstýrivextir hafa lækkað þrátt fyrir nýlega vaxtahækkun

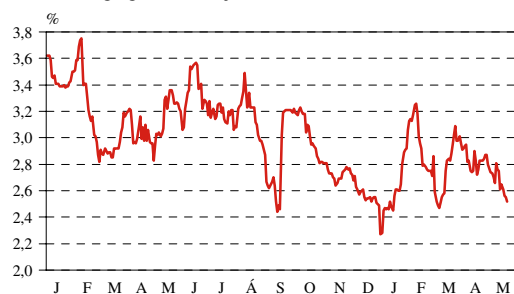
Seðlabanki Íslands kynnti hækkun stýrivaxta sinna um 0,2 prósentur í 5,5% 6. maí sl. Þar með hófst vaxtahækkunarferli sem bankinn hafði boðað um hríð vegna vaxandi innlendar eftirspurnar og horfa á að verðbólga stefndi yfir markmið bankans þegar fram í sækti. Mikilvægar forsendur síðustu verðbólguþáttar, svo sem stækkun Norðurláns og áframhaldandi vöxtur innlendar eftirspurnar, höfðu þá verið staðfestar og verðbólguhorfur næstu mánaða heldur versnað sökum lægra gengis og lækkunar langtímavaxta sem áttu meðal annars þátt í að hækka húsnæðisverð í vísitölu neysliverðs. Útlit var einnig fyrir að verðbólga myndi verða meiri en reiknað var með í marsspá bankans vegna hækkunar eldsneytisverðs á heimsmarkaði, en horft er framhjá fyrstu áhrifum slíkra hækkana við mótun stefnunnar í peningamálum.

Hækkun vísitölu neysliverðs reyndist meiri í maí en flestir höfðu reiknað með en verðbólguálag ríkisskuldabréfa bendir til að verðbólguvæntingar hafi hækkað nokkuð í aðdraganda hennar. Verðbólguálagið hefur hjaðnað nokkuð síðan en raunstýrivextir miðað við þriggja ára verðbólguálag voru eigi að síður lægri um miðjan maí en um miðjan mars þegar síðasta verðbólguþáttur bankans var birt, sbr. mynd 22. Það gefur til kynna að hækka þurfi stýrivexti frekar. Til viðbótar kemur að fjármálaleg skilyrði eru líklega á heildina litið hagstæðari fyrir fyrirtæki og heimili en þau voru framan af árinu því að langtímavextir og gengi krónunnar hafa lækkað en hlutabréfaverð hefur hækkað. Þá stuðlar hærra fasteignaverð að meiri vexti innlendar eftirspurnar en ella.

Mynd 22

Raunstýrivextir Seðlabankans¹

Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 19. maí 2004



1. Miðað við reiknað verðbólguálag ríkisverðbréfa. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Verðbólguþáttur kallar á frekari vaxtahækkunir

Þjóðhags- og verðbólguþátturinn sem hér er birtur kallar á öðru óbreyttu á frekari vaxtahækkunir á næstunni. Samkvæmt spánni myndast framleiðsluspenna fyrir en áður var talið og er það í samræmi við meiri hagvöxt og vöxt innlendar eftirspurnar að undanförmu en áður var reiknað með. Þá hafa verðbólguhorfur til næsta árs versnað verulega, en það má rekja til gengislækkunar krónunnar og hækkunar eldsneytis- og hrávöruverðs á heimsmarkaði. Samkvæmt spánni mun verðbólgan að óbreyttu verða nálægt efrri þölmörkum verðbólguþáttar bankans á seinni hluta ársins. Þessar horfur eru að sjálfsögðu óvissar og þær gætu batnað umtalsvert ef t.d. olíuverð lækkar verulega umfram það sem nú er búist við, gengi krónunnar hækkar eða húsnæðisverð lækkar. Ekki er hægt að útiloka slíka þróun en hún getur einnig orðið í hina áttina varðandi einhverja eða alla þessara þátta. Þá er á það að líta að þróun gengis og húsnæðisverðs er til skemmri tíma litið meðal annars háð aðhaldsstigi peningastefnunnar. Að jafnaði er neikvætt skammtímasamband á milli vaxta og húsnæðisverðs. Þessu til viðbótar mun hækkun skammtímvaxta og hækkun verðtryggðra langtímavaxta sem hún hefur

um hríð í för með sér að öðru óbreyttu fela í sér lækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs eins og hann er mældur hér á landi, og fjallað er um í viðauka við þessa grein um mælingar á fasteignaverði. Ástæða þess er að vextir sem notaðir eru til að reikna kaupverð íbúða til staðgreiðsluverðs eru kvikari en þeir sem notaðir eru til að reikna út vaxtakostnað af húsnæðiseigninni (sjá viðauka 1 um aðferðir við mælingu íbúðaverðs).

Litið lengra fram á veginn mun verðbólgan að óbreyttu hjaðna nokkuð en verður eigi að síður um ½ prósentu yfir verðbólgu markmiði á þriðja fjórðungi 2005 og rétt ofan þess á fyrri hluta árs 2006, miðað við óbreytta peningastefnu. Að sama skapi gefur áhættumat spárinnar til kynna að meiri líkur séu á því að verðbólgu sé vanspáð til lengri tíma litið en að henni sé ofspáð. Á heildina litið er því tilefni til að peningastefnan verði aðhaldssamari á næstu mánuðum en hún er nú.

Lækkun langtímavaxta jákvæð til lengri tíma en gæti kallað á aðhaldssamari peningastefnu til skemmri tíma

Verðtryggðir langtímavextir voru um 0,4-0,5 prósentum lægri fyrri hluta máí en í janúar. Lækkunina má að hluta til rekja til aðlögunar íslenskra langtímavaxta að erlendum vöxtum sem hefur verið í gangi um nokkurra ára skeið. Umbætur sem auka seljanleika íslenskra verðtryggðra húsnæðisbréfa munu ýta enn frekar undir þessa þróun þar sem áhættuálag tengt lausafjáráhættu mun lækka. Til lengri tíma litið er hér um jákvæða þróun að ræða, því að hún endurspeglar aukna samþættingu íslensks og erlends efnahagslífs og fjármálamarkaðar og eykur hagvöxt, allavega um hríð. Henni fylgir hins vegar viss áhætta tengd sveiflum í fjármagnshreyfingum til og frá landinu, sem kallar á árvekni og eykur mikilvægi trúverðugrar hagstjórnar sem stuðlar að stöðugleika. Auk þess felur lækkun langtímavaxta í sér a.m.k. tímabundinn eftirspurnarhvata sem gæti verið óheppilegur ef eftirspurn er þegar orðin of mikil eða stefnir hratt í að verða það. Peningastefnan gæti því þurft að bregðast við því.

Gagnlegt er í þessu sambandi að leggja mat á hversu mikil þessi áhrif gætu verið. Út frá þjóðhagslíkani Seðlabankans má ætla að ef 0,4-0,5 prósentna lækkun langtímavaxta gengur ekki til baka á spátímabilinu gæti hagvöxtur næstu tveggja ára

orðið um 0,3-0,4 prósentum meiri en ella og verðbólga um 0,4-0,5 prósentum meiri. Jafnframt gefa útreikningar til kynna að ef peningastefnan ætti að eyða þessum áhrifum þyrftu stýrivextir að vera rúmlega ½ prósentu hærri en ella á tímabilinu.

Hraður vöxtur eftirspurnar og mikill viðskiptahalli næstu tvö ár kallar á árvekni í hagstjórn

Samkvæmt þjóðhagsspánni sem hér er birt verður vöxtur þjóðarútgjalda verulega umfram hagvöxt á þessu og næsta ári. Innflutningur mun því vaxa hratt eða um rúm 11% á ári. Við þetta bætist að jöfnuður þáttatekna mun versna sökum aukinnar skuldsetningar þjóðarbúsins og hærri vaxta erlendis. Viðskiptahalli mun því stórlega aukast og verða um 11-12% hvort árið 2005 og 2006. Í því sambandi er þó vert að hafa í huga að í spánni er gengið út frá óbreyttu gengi og stýrivöxtum, sem auðvitað mun ekki ganga eftir. Hærri vextir munu að öðru óbreyttu hækka gengi um hríð og gera viðskiptahallann þannig meiri en ella, en þegar frá líður vega áhrifin á innlenda eftirspurn meira og viðskiptahallinn minnkar. Þá skiptir auðvitað miklu máli að mikinn hluta hallans má rekja beint eða óbeint til stóriðjuframkvæmda og að hann mun hjaðna þegar þeim lýkur og álútflutningur hefst. Eigi að síður gefa þessar horfur fullt tilefni til árvekni við hagstjórn. Hátt gengi og viðskiptahalli halda aftur af verðbólgu um hríð en hætta er á að dulinn verðbólguþrýstingur komi fram af fullum þunga þegar gengið lækkar og viðskiptahallinn skreppur saman. Þá fylgir aukinni skuldsetningu áhætta fyrir þjóðarbúið. Verðbólgu markmiðið leggur þá kvöð á Seðlabankann að horfa fyrst og fremst á verðbólguhorfur við mótun peningastefnunnar. Mikið álag á peningastefnuna leiðir til hærri vaxta og gengis en ella, þrengir að útflutnings- og samkeppnisgreinum og eykur viðskiptahalla til skemmri tíma. Aðhald í ríkisfjármálum þyrfti því að vera meira á árunum 2005 og 2006 en gert er ráð fyrir í þessari spá. Í spánni er reiknað með boðaðri skattalækkun í jöfnum skrefum á árunum 2005 til 2007, sem í heild nemur 2½% af landsframleiðslu og þeim útgjaldaáformum sem kynnt hafa verið. Aðstæður í þjóðarbúskapnum krefjast á hinn bóginn aukins aðhalds í ríkisfjármálum fremur en slökunar. Lækkun skatta felur því í sér kröfu um lækkun á útgjöldum hins opinbera.

Viðauki 1 Vísitölur íbúðaverðs – aðferðir við mælingu

Undanfarna mánuði hefur húsnæðisliður vísitölu neysluverðs (VNV) hækkað langt umfram flesta aðra liði í vísitölunni. Á tólf mánaða tímabili til maí 2004 hækkaði liðurinn „húsnæði, hiti og rafmagn“ um 7,8%. Á sama tíma hækkaði VNV án húsnæðis um 2,2% en vísitalan í heild um 3,2%. Þeir liðir sem skýra mestan hluta af þessari miklu hækkun á kostnaði vegna húsnæðis eru „greidd húsaleiga“ sem hækkaði um 7,2% og „reiknuð húsaleiga“ sem hækkaði um 9,6%. Mikilvægi síðarnefnda liðarins ræðst af því að vægi hans í vísitölu neysluverðs er rúmlega 10%.

Breytingar á verði liðarins „greidd húsaleiga“ tekur mið af beinum athugunum á breytingum á leiguverði sem leigjandi greiðir fyrir afnot af húsnæði. Liðnum „reiknuð húsaleiga“ er ætlað að mæla húsnæðiskostnað þeirra rúmlega 80% þjóðarinnar sem búa í eigin húsnæði. Því þarf að taka tillit til breytinga á markaðsverði húsnæðis en einnig til annarra þátta sem hafa áhrif á kostnað við að búa í eigin húsnæði, t.d. fjármagnskostnað og afskriftir. Í þessum viðauka verður leitast við að útskýra hvernig „reiknuð húsaleiga“ er reiknuð út.¹

Kaupverð íbúðar

Fasteignamat ríkisins fær alla kaupsamninga vegna íbúða. Í þeim kemur fram kaupverð íbúðar ásamt ákvæðum um skuldbindingar kaupandans. Þessar skuldbindingar eru ferns konar:

1. Kaupandi innir af hendi greiðslu í reiðufé við undirritun kaupsamnings. Ef kaupandi hefur tekið lífeyrissjóðslán eða bankalán til að eiga fyrir staðgreiðsluútborgun þá flokkast það hér. Svokölluð viðbótarlán Íbúðalánasjóðs flokkast hér enda veitir Íbúðalánasjóður ekki fasteignaveðbréf í þessum tilvikum heldur greiðir andvirði viðbótarlánsins í reiðufé.²

1. Fjallað var um útreikning á húsnæðislið neysluverðsvísitölnnar í *Peningamáli* 2003/4, annars vegar í rammagrein 1, bls. 6-7 og hins vegar í rammagrein 5, bls. 39.

2. Sama mun gilda um öll önnur húsnæðislán Íbúðalánasjóðs eftir 1. júlí á þessu ári þegar nýtt fyrirkomulag hjá Íbúðalánasjóði mun taka gildi. Þá verða ný lán meðhöndluð sem útborgun við kaupsamning þar sem Íbúðalánasjóður mun upp frá því greiða fyrir fasteignaveðbréf með fé en ekki húsbrefum. Eftir 1. júlí verða því aðeins yfirteknar skuldbindingar núvirtar með ávöxtunarkröfu húsbrefa.

2. Kaupandi heitir greiðslum á einum eða fleiri tímupunktum í náinni framtíð, sjaldan þó með lengri töf en einu ári.
3. Kaupandi afhendir seljanda skuldabréf. Oftast er hér um að ræða húsbref. Kaupandi fær lán hjá Íbúðalánasjóði. Á móti fær seljandi húsbref frá sjóðnum.
4. Kaupandi yfirtekur fjárskuldbindingar seljanda.

Samkvæmt kaupsamningnum er kaupverðið jafnt samanlögðu nafnvirði greiðslna skv. liðum 1 og 2, nafnvirði þeirra húsbrefa sem seljandi fær skv. lið 3 og samanlögðum uppreiknuðum höfuðstól þeirra skuldbindinga sem kaupandinn yfirtekur skv. lið 4.

Til að fá raunhæft mat á kostnað vegna eigin húsnæðis er ekki nóg að líta á kaupverðið. Kostnaðurinn ræðst einnig af því hvenær greiðslur skv. lið 2 falla til, afföllum af húsbrefum sem greidd eru skv. lið 3 og vaxtakjörum á skuldbindingum sem kaupandi yfirtekur skv. lið 4. Til þess að fá raunhæft mat á kostnaði vegna eigin húsnæðis staðvirðir Fasteignamatið allar greiðslur skv. kaupsamningum.

Staðgreiðsluverð íbúðar

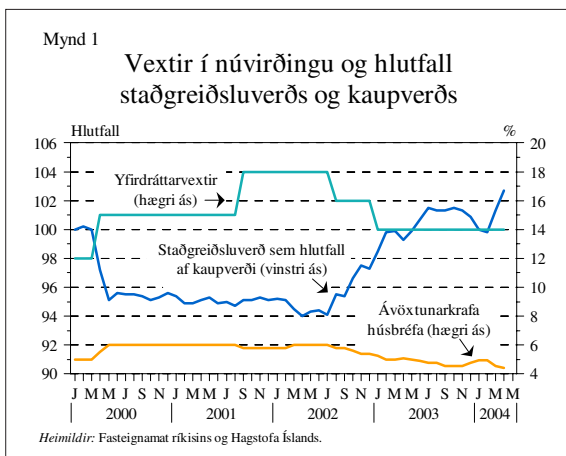
Greiðslur skv. lið 1 eru staðgreiðsla og því er óþarfi að núvirða þær. Fasteignamatið notar yfirdráttarvexti til að staðvirða nafnvirði greiðslna skv. lið 2. Um þessar mundir eru fyrstu tveir liðirnir að meðaltali um 40% af heildarverði fasteignarinnar.

Fasteignamatið miðar við ávöxtunarkröfu húsbrefa á markaði að viðbættu 0,35% álagi við núvirðingu greiðslna skv. liðum 3 og 4. Miðað er við raunvirði greiðslna vegna þessara skuldbindinga og raunávöxtun húsbrefa. Reynt er að forðast að skammtímasveiflur í ávöxtunarkröfunni hafi óeðlileg áhrif á útreikninginn. Álagið sem nemur 0,35% er jafnt mismuninum á raunvöxtum fasteignaveðbrefa Íbúðalánasjóðs sem eru nú 5,1% og húsbrefa sem bera 4,75% raunvexti. Ávöxtunarkrafa á liðum 3 og 4 er endurskoðuð mánaðarlega.

Ein undantekning er frá þessari meginreglu. Þegar yfirtekin lán eru aftarlega í veðröð og veðsetningarhlutfall eignarinnar er komið yfir það sem Íbúðalánasjóður veitir almennum íbúðakaupendum

miðast ávöxtunarkrafan við þá vexti sem bankar bjóða á slíkum lánnum á þeim tíma sem fasteignaviðskiptin eiga sér stað.

Mynd 1 sýnir hvernig breytingar á þeim vöxtum sem Fasteignamatíð notar við núvirðingu á greiðslum höfðu áhrif á þróun hlutfallsins á milli staðgreiðsluverðs og kaupverðs íbúða á tímabilinu frá janúar 2000 til apríl 2004.³



Á tímabilinu frá janúar 2000 til janúar 2001 hækkaði umsamið kaupverð um 16,7%. Á sama tíma hækkuðu yfirdráttarvextir úr 12% í 15% og ávöxtunarkrafa húsbrefta úr 5% í 6%. Þessar vaxtahækkunar ollu því að staðgreiðsluverðið hækkaði um 11,4% á þessu tímabili eða mun minna en kaupverðið. Ef miðað er við breytinguna frá því þegar vextir voru hæstir í mars 2002 hækkaði kaupverð íbúða um 14,6% frá mars 2002 til apríl 2004 en á sama tíma hækkaði staðgreiðsluverðið um 24,6%. Í útreikningum á liðnum „reiknuð húsaleiga“ miðar Hagstofan við staðgreiðsluverð íbúðar. Þessi 10 prósentna munur á hækkun staðgreiðsluverðs íbúða og hækkun kaupverðs samsvarar 1 prósentu munur í hækkun VNV á þessu tímabili. Lækkun ávöxtunarkröfu húsbrefta úr 4,95% í janúar 2004 í 4,40% í apríl hefur valdið því að staðgreiðsluverð hækkaði um 6,6% á meðan samningsbundið kaupverð hækkaði um 3,8%.

3. Myndin byggist á upplýsingum frá Fasteignamati ríkisins. Einhver munur kann að vera á samviktun einstakra flokka íbúðarhúsnæðis miðað við aðferðir Hagstofunnar en sá munur er væntanlega lítill.

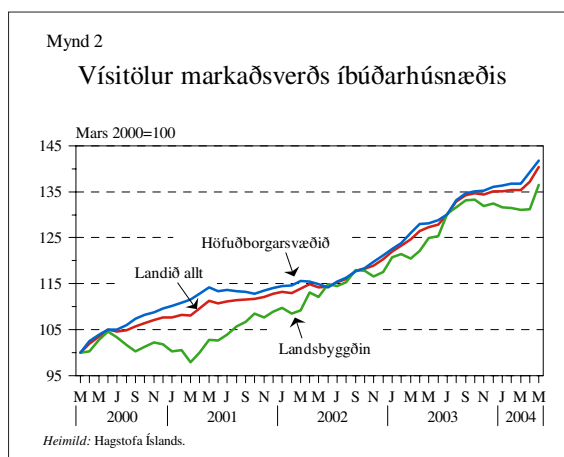
Samviktun og fleira

Fasteignamatíð reiknar út staðgreiðsluverð á hvern fermetra íbúðarhúsnæðis fyrir nokkra flokka íbúða. Kaupsamningarnir eru flokkaðir eftir því hvort íbúðin er á höfuðborgarsvæðinu eða utan þess og hvort hún er einbýli eða í fjölbýli. Auk þess er hverjum flokki skipt í fjóra undirflokkar eftir stærð íbúðarinnar. Þar næst er reiknað út meðalverð á hvern fermetra í hverjum undirflokki.

Hagstofan fær upplýsingar um meðalfermetra-verð frá Fasteignamatinu og notar það við útreikning á liðnum „reiknuð húsaleiga“. Óhjákvæmilegt er að einhver tölfræði verði á úrvinnslu upplýsinga úr kaupsamningum. Eins mánaðar tölfræði er á upplýsingum um verð íbúða á höfuðborgarsvæðinu en tveggja mánaða tölfræði á upplýsingum um verð íbúða utan höfuðborgarsvæðisins. Notað er þriggja mánaða meðaltal til að minnka líkur á sveiflum í verði vegna mismunandi eiginleika þeirra íbúða sem seldar eru. Verð íbúða á höfuðborgarsvæðinu sem notað var við útreikning á vísitölu neysliverðs í maí var þannig meðalverð íbúða sem seldar voru á tímabilinu febrúar til apríl en verð íbúða utan höfuðborgarsvæðisins var meðalverð íbúða sem seldar voru á tímabilinu janúar til mars.

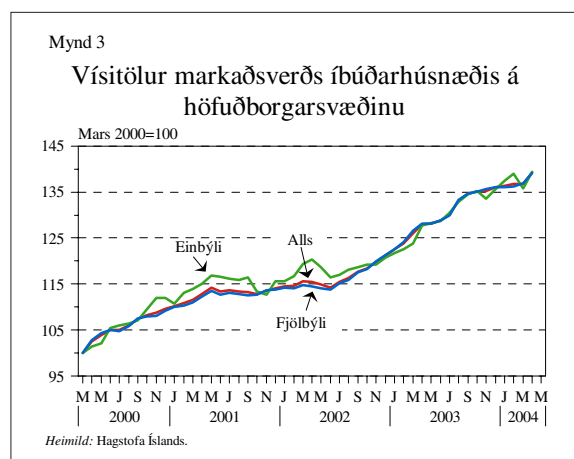
Hagstofan vegur saman meðalverð í hverjum flokki með vog sem ræðst af fjölda viðskipta í hverjum flokki á þriggja ára tímabili. Nýlega notaði Hagstofan þessar vogir: Einbýli á höfuðborgarsvæðinu 13%, fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu 59%, einbýli á landsbyggðinni 15% og fjölbýli á landsbyggðinni 13%.

Mynd 2 sýnir þróun staðgreiðsluverðs íbúðarhúsnæðis eftir staðsetningu frá mars 2000 til maí 2004.



Íbúðarhúsnæðisverð þróast mjög mismunandi eftir staðsetningu íbúðarinnar. Á því fjögurra ára tímabili sem hér er til skoðunar virðist þó sem munurinn sé meiri þegar til skamms tíma er litið heldur en ef litið er til lengri tíma.

Mynd 3 sýnir þróun staðgreiðsluverðs íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu eftir því hvort íbúðin er einbýli eða fjölbýli. Sýnd er þróunin frá mars 2000 til maí 2004.



Ekki verður af mynd 3 ráðið að þróun verðs á einbýlishúsum sé að ráði frábrugðin þróun verðs íbúða í fjölbýlishúsum nema þá til mjög skamms tíma. Mesti munurinn virðist felast í því að þróun verðs á einbýlishúsum er nokkru ójafnari. Sennilega endurspeglar það að einhverju leyti að einbýlishús eru mjög ólíkrar gerðar og því hætt við að breytingar í samsetningu þeirra eigna sem eigendaskipti verða að á einstaka tímabilum hafi áhrif á meðalfermetra-verð. Þetta á einkum við þegar útreikningurinn byggist á tiltölulega fáum eignum.

Útreikningur á löndum „reiknuð húsaleiga“

Til að áætla árlegan kostnað vegna notkunar eigin húsnæðis þarf að gefa sér forsendur varðandi endingartíma (og þar með árlega afskrift) og vaxtakostnað vegna þess fjármagns sem liggur bundið í eigninni. Hagstofan gerir ráð fyrir því að endingartími íbúða sé 67 ár (afskrifist um 1,5% á ári) en verðmæti lóða haldist óbreytt. Til einföldunar er farið með samanlagt verðmæti íbúða og lóða eins og um væri að ræða eign sem endist í 80 ár (afskrifast um 1,25% á ári). Við útreikning á vaxtakostnaði vegna

eigin húsnæðis er miðað við raunvexti á áhvílandi lánum, en af þeim hluta húsnæðisins, sem telst eigið fé, eru reiknaðir 3% raunvextir.⁴ Raunvextir áhvílandi lána taka breytingum sem verða á kjörum þeirra lána sem tilgreind eru í samningum um kaup á húsnæði. Raunvextir sem reiknaðir eru á eigin fé taka mið af langtímaávöxtunarkröfu sem notuð er í útreikningum lífeyrissjóða og breytast nær aldrei. Að undanförmu hefur eigið fé húseigenda verið liðlega helmingur af verðmæti húsnæðisins, en meðalraunvextir lána hafa verið rúmlega 5%.

Að gefnu staðgreiðsluverði eigin húsnæðis (S), endingartíma þess ($n = 80$) og raunvöxtum (r), þá er „reiknuð húsaleiga“ jöfn þeirri greiðslu sem þarf til að greiða jafngreiðslulán að fjárhæð S , með raunvöxtum r , á n árum. Eftirfarandi jafna gefur árlega greiðslu (L) af slíku láni: $L = r \cdot S [1 - (1 + r)^{-n}]^{-1}$. Þessa formúlu má nálga með $L = r \cdot S$ þegar n er há tala (t.d. $n = 80$) og r er ekki mjög lág tala, t.d. $r > 2,5\%$.

Áhrif vaxtabreytinga

Um fjöllumun hér að framan sýnir að vextir hafa margs konar áhrif á liðinn „reiknuð húsaleiga“. Þeir hafa áhrif á staðgreiðsluverðið (S) og á raunvexti áhvílandi lána (r). Dæmi eru þó um vexti sem hafa formlega séð bara áhrif á aðra stærðina. Lækkun á yfirdráttarvöxtum hefur t.d. þau áhrif að S hækkar en hefur engin áhrif á r . Lækkun á yfirdráttarvöxtum leiðir þannig til hækkunar á „reiknaðri húsaleigu“. Breyting á ávöxtunarkröfu húsbrefta á markaði hefur einnig áhrif á S án þess að hafa bein áhrif á r . Lækkun ávöxtunarkröfu húsbrefta leiðir þannig til hækkunar á „reiknaðri húsaleigu“. Lækkun á raunvöxtum fasteignaverðbréfa Íbúðalánasjóðs sem ekki leiddi til lækkunar ávöxtunarkröfu húsbrefta eða annarra vaxta á markaði mundi hins vegar leiða til lækkunar á r . S mundi einnig lækka sem næmi lækkun á greiðslum vegna þessara lána. Vaxtalækkun af þessu tagi mundi því leiða til lækkunar á „reiknaðri húsaleigu“.

Þótt breytingar hinna ýmsu vaxta og ávöxtunarkrafna á markaðnum séu um margt óháðar til skamms

4. Önnur lönd sem nota þessa aðferð við að áætla kostnað vegna eigin húsnæðis nota nafnvexti þar sem Hagstofan notar raunvexti. Þessi lönd eru Finnland, Svíþjóð, Írland, Bretland og Kanada. Í þessum löndum eru nafnvextir algengastir á langtímalánum, en hér á landi eru öll langtímalán verðtryggð.

tíma má ætla að á virkum fjármálamörkuðum sé náð samband á milli þeirra til lengri tíma lítið. Því er væntanlega langtímasamband á milli ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði, vaxta á lífeyrissjóðslánum, íbúðalánum banka og annarra lánastofnana og skammtíma vaxta eins og yfirdráttarvaxta. Þannig er hægt að hugsa sér almenna breytingu á vaxtastiginu í landinu án þess að nein breyting yrði á innbyrðis afstöðu einstakra ávöxtunarmöguleika. Slík breyting á vaxtastigi allra lána í landinu hefur ekki áhrif á S vegna þess að þeir vextir sem lántakandinn þarf að greiða breytast eins og þeir vextir sem notaðir eru við núvirðinguna. Sá hluti r sem ræðst af vöxtum lána til íbúðakaupa breytist hins vegar. Vextir af eigin fé sem bundið er í íbúðum landsmanna breytast hins vegar ekki. Hækkun raunvaxta fasteignalána úr 5% í 6% á meðan vextir á eigin fé húseigenda eru fastir, 3%, leiðir til þess að r hækkar úr 4% í 4,5%. Þessi breyting leiðir til 14% hækkunar á „reiknaðri húsaleigu“.

Í þessu dæmi er reiknað með því að allir vextir breytist á samræmdan hátt nema vextir af eigin fé húseigenda, þ.e. að allir vextir á öllum lánum til íbúðakaupa, bæði nýjum og gömlum, breytist á sama hátt og ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði. Þetta er vitaskuld ekki raunhæf forsenda nema þá þegar lítið er til mjög langs tíma. Þótt lífeyrissjóðslán og bankalán séu með breytilegum vöxtum breytast þessir vextir yfirleitt ekki jafn ört og ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði. Auk þessa eru mörg lán með föstum vöxtum, t.d. lán Íbúðalánasjóðs. Þess vegna eru þeir vextir, sem ákvarða r , og einnig S að hluta,

mun tregbreytanlegri en þeir vextir sem notaðir eru við núvirðingu á kaupsamningum. Þessi mismunur veldur væntanlega mestu um áhrif vaxta á liðinn „reiknuð húsaleiga“ í vísitölu neysluverðs.

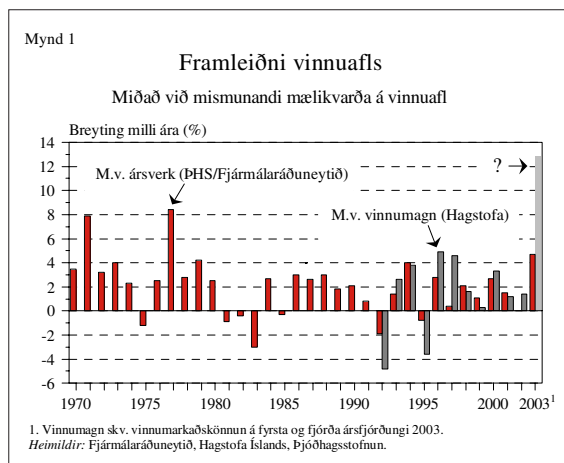
Í þessu sambandi er rétt að geta þess að fyrirhuguð breyting á lánum Íbúðalánasjóðs sem á að koma til framkvæmda 1. júlí nk. mun valda því að vextir á nýjum lánum munu taka mið af ávöxtunarkröfu á þeim skuldabréfum sem Íbúðalánasjóður mun gefa út til að fjármagna lánin að viðbættu föstu álagi en vera fastir út líftímann. Vextir á nýjum lánum munu þannig breytast eins og ávöxtunarkrafa á þessum skuldabréfum sem væntanlega verður notuð áfram til að núvirða kaupsamninga. Vextir á eldri lánum Íbúðalánasjóðs verða hins vegar áfram eins fastir og þeir eru nú sem aftur mun valda því að sá hluti r sem ræðst af raunvöxtum fasteignalána mun áfram verða mun tregbreytanlegri en ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði, þótt þessi tregbreytanleiki minnki eitthvað.

Að lokum er rétt að geta þess að umfjöllunin hér að framan um áhrif vaxta byggðist á því að kaupverð íbúða væri óháð ávöxtunarkröfu húsbrefta og öðrum vöxtum á markaði. Það styður þessa forsendu að reynslan sýnir að nafnverð er tregbreytanlegt í mörgum tilfellum. Hins vegar eru einnig ástæður til að ætla að vaxtastigið í landinu hafi áhrif á kaupverð íbúða. Háir vextir ættu að draga úr eftirspurn eftir húsnæði og leiða til einherrar lækkunar á kaupverði íbúða að öðru óbreyttu.

Viðauki 2 Framleiðnibylting árið 2003?

Hagvöxtur á sl. ári nam samkvæmt Þjóðhagsreikningum 4%. Nokkuð kom á óvart að hagvöxturinn skyldi vera svo mikill, sérstaklega í ljósi þess að vinnuafslnotkun virðist fremur hafa dregist saman en aukist á árinu. Hinn mikli hagvöxtur og þróun á vinnumarkaði fela í sér mjög mikið stökk í framleiðni. Að framleiðni aukist hraðar en að meðaltali í upphafi uppsveiflu er reyndar ekki óeðlilegt. Eftir að hafa gengið í gegnum samdráttarskeið búa fyrirtækin að jafnaði yfir umtalsverðri framleiðslugetu sem gerir þeim kleift að auka framleiðslu án þess að ráða fleira fólk í vinnu. Kostnaðarsamt er fyrir fyrirtæki að segja upp starfsfólki vegna tímabundinnar lægðar í eftirspurn og ráða nýtt þegar efnahagsbati hefst. Hagkvæmara getur verið að halda starfsfólki áfram í vinnu en stytta vinnutíma þess í staðinn. Í sumum tilfellum er ákveðinn lágmarksfjöldi starfsfólks óhjákvæmilegur. T.d. þarf afgreiðslufólk að vera til staðar í verslunum þótt það hafi lítið að gera hluta dagsins.

Þótt ör vöxtur framleiðni sé af ofangreindum ástæðum eðlilegur í upphafi uppsveiflu, er ástæða til að taka jafn miklu stökki og virðist hafa orðið í framleiðni á sl. ári af varúð. Mælingar á bæði nefnara og teljara hlutfallsins sem kallað er framleiðni vinnuafsls (framleiðsla/vinnuafsl) eru háðar töluverðri óvissu. Stórt stökk í mældri framleiðni kann að stafa af öðru hvoru, ofmáti á vexti framleiðslu eða vanmáti á vexti vinnuafslnotkunar, nema hvort tveggja eigi hlut að máli. Meðfylgjandi mynd sýnir mat á framleiðni miðað við áætlun Þjóðhagsstofnunar og síðar fjármálaráðuneytisins um unnin ársverk árin 1970 til 2003 annars vegar og mat byggt á vinnuafslsmælingu vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar árin 1992 til 2003 hins vegar. Rétt er að taka strax fram að tölur um vinnuafslnotkun á sl. ári eru illa samanburðarhæfar við fyrri ár (sjá síðar). Að árinu 2002 undanskildu mælast breytingar á framleiðni í sömu átt hvor aðferðin sem notuð er. Ef notaðar eru tölur vinnumarkaðskönnunar um fjölda við vinnu í apríl og nóvember 2002 og fyrsta og síðasta fjórðung 2003, þ.e.a.s. þau tímabil sem samanburðarhæfust eru milli ára, jókst framleiðni árið 2003 um tæp 13%. Ekki eru önnur dæmi um svipaðan vöxt framleiðni (ef stuðst er við ársverkatölur Þjóðhagsstofnunar og fjármálaráðuneytis).



Um þessar mælingar ríkir margvísleg óvissa. Hér á eftir verður reynt að varpa ljósi á þessa óvissu frá tveimur sjónarhornum. Fyrst er leitað svara við þeirri spurningu hvort ástæða sé til að ætla að hagvöxtur í fyrra sé umtalsvert ofmetinn og síðan reynt að varpa ljósi á þá miklu óvissu sem ríkir um mælingar á vinnuafsl.

Er hagvöxtur ofmetinn?

Tölur um landsframleiðslu taka iðulega verulegum breytingum fyrsta árið eftir birtingu og liggja e.t.v. ekki endanlega fyrir fyrr en að nokkrum árum liðnum. Ísland er ekki eina landið sem á við þann vanda að etja að nokkuð miklar breytingar verði frá fyrstu áætlunum til lokaniðurstöðu og má nefna að fyrstu tölur um landsframleiðslu í Þýskalandi og Japan hafa jafnan þótt óáreiðanlegar. Nýlega hafa einnig komið upp efasemdir um áreiðanleika talna um mikinn hagvöxt og framleiðnivöxt í Bandaríkjunum, sem eiga rót sína að rekja til óvenju mikils munar á milli vaxtar iðnaðarframleiðslu og landsframleiðslu, munar á ráðstöfunar- og tekjuuppgjöri þjóðhagsreikninga sem er venju fremur mikill og hægrar atvinnusköpunar sem erfitt er að koma heim og saman við öran vöxt landsframleiðslu. Meðal þess sem talin er hugsanleg ástæða ofmats á landsframleiðslu í Bandaríkjunum er að umfang aðkeyptrar þjónustu (out-sourcing, stundum kallað útivistun á íslensku) sé vanmetið. Einnig er þó talið koma til

greina að framleiðnivöxtur sé ofmetinn á tímabili efnahagsbata sökum vanmats á ólöglegum innflutningi á verkafólki (einkum yfir landamærin við Mexíkó) sem glæðist í uppsveiflunni.

Hagvöxtur og verðbreytingar á milli ára

Áhugavert er að skoða hvernig vöxtur landsframleiðslunnar í fyrra skiptist í verð- og magnþátt. Hagstofan áætla, sem fyrr segir, að verg landsframleiðsla á föstu verðlagi hafi aukist um 4,0% milli árána 2002 og 2003. Á sama tíma lækkaði verðvísitala vergrar landsframleiðslu um 0,4%. Ef þessi mæling reynist rétt er það í fyrsta skipti síðan 1947 sem verðvísitala landsframleiðslu lækkar á milli ára. Af einstökum liðum landsframleiðslunnar vegur einkaneyslan langþyngst eða um 55%. Hagstofan áætla að einkaneyslan hafi vaxið um 6,4% á föstu verðlagi, en verðbreyting einkaneyslu hafi verið 0,5%. Nærtækt er að bera þessa breytingu verðvísitölu einkaneyslu saman við hækkun vísitölu neysluverðs um 2,1% á milli 2002 og 2003, eða 1,5 prósentur umfram áætlaða hækkun verðvísitölu einkaneyslunnar. Tafla 1 sýnir að oft er nokkur munur á breytingum verðvísitölu einkaneyslu og vísitölu neysluverðs. Mismunur sem nemur 1,5 prósentum er þó í meira lagi, einkum ef tekið er tillit til þess að verðbólga var mjög lítil. Ekki er þó hægt að útiloka að þetta sé rétt niðurstaða þar sem verðvísitala einkaneyslu notar samtíma samsetningu neyslu sem vog en vísitala neysluverðs byggist á vogum liðins tíma. Hækkun gengis, eins og átti sér stað á síðasta ári, á sama tíma og hlutdeild innfluttrar vöru eykst gæti þannig skýrt þennan mun.

Í sumum tilfellum eru magnbreytingar einstakra undirþátta áætlaðar óháð verðvísitölum en í öðrum tilfellum eru verðvísitölur notaðar til að áætla magnbreytingar, t.d. út frá upplýsingum um veltubreytingar. Ef hækkun verðvísitölu einkaneyslu á milli árána 2002 og 2003 er vanmetin felur það líklega í sér ofmat á magnbreytingu einkaneyslunnar á sama tíma og þá einnig ofmat á hagvexti.

Í töflu 1 er sýndur mismunur breytinga í verði einkaneyslu og vísitölu neysluverðs á tímabilinu 1998-2003. Einnig eru sýndar breytingar gengisvísitölu miðað við vöruviðskiptavog innflutnings. Greinileg fylgni er á milli gengisbreytinga og mismunar verðvísitalanna. Fylgnin er einnig greinilega til staðar í ársbreytingu ársfjórðungsgagna en hverfur

nær algjörlega í gögnum um breytingar milli samliggjandi ársfjórðunga.

Tafla 1 Verðlag einkaneyslu og gengi

Breytingar frá fyrra ári (%)	Visitála neysluverðs	Verð-visitála einkaneyslu	Mismunur	Gengis-visitála (innfl.-vog)	Verð-visitála VLF
1998	1,7	0,9	-0,8	-1,9	4,9
1999	3,4	2,6	-0,9	-0,2	2,8
2000	5,0	4,4	-0,6	-0,7	2,9
2001	6,7	8,1	1,4	19,4	9,4
2002	4,8	3,7	-1,1	-2,4	5,3
2003	2,1	0,5	-1,5	-5,0	-0,4

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hér verður ekki felldur um það dómur hvort hagvöxtur og þar með framleiðnivöxtur á síðasta ári sé ofmetinn í þjóðhagsreikningum. Ýmislegt í gögnunum gæti bent til þess að hækkun á gengi krónunnar ýti undir mældan hagvöxt og öfugt, auk þess sem Ísland stendur frammi fyrir svipuðum vanda að því er varðar mælingar á innfluttri þjónustu og aðrar þjóðir. Þetta ætti að skýrast betur þegar betri upplýsingar fást með seinni endurskoðun þjóðhagsreikninga.

Er vinnuafslnotkun árið 2003 vanmetin?

Víkjum nú að hinum möguleikanum, þ.e.a.s. að vinnuafslnotkun hafi raunverulega verið meiri en gengið var út frá í þeim mælingum sem nefndar voru hér að framan. Eins og fram kemur hér á eftir umlykur mikil óvissa þessar mælingar, sérstaklega að því er varðar sl. ár. Á það við um báða mælikvarðana sem þar eru nefndir til sögunnar. Ekki liggur fyrir nægilega greinargóð lýsing á þeirri aðferðafræði sem hefur verið viðhöfð við mat á ársverkum. Á sl. ári voru gerðar breytingar á framkvæmd vinnuafslnotkunnar Hagstofunnar sem gerir samanburð við fyrri ár venju fremur varasaman.

Á árunum 1991-2002 gerði Hagstofan vinnuafslnotkun tvisvar á ári, í apríl og í nóvember. Frá og með 1. janúar 2003 var hins vegar farið að gera samfellda könnun, þ.e.a.s. framkvæmdin dreifist jafnt yfir árið, en niðurstöður teknar saman ársfjórðungslega. Þar sem kannanirnar voru ekki látar skarast árið 2003, sem hefði þurft til að fá samanburðarhæf gögn, myndaðist rof í tímaröðunum. Flestar stærðir á vinnuafslnotkun taka breytingum eftir árstíðum og því er

könnun sem einskorðast við tvær vikur í apríl og tvær vikur í nóvember, illa samanburðarhæf við könnun sem gerð er allt árið. Nægir að skoða niðurstöður ársins 2003 um vinnutíma eða fjölda starfandi til að sjá að töluverður munur er á vetrar- og sumarársfjórðungunum. Aukningin á öðrum og þriðja ársfjórðungi skýrist að mestu af aukinni atvinnuþátttöku skólafólks á tímabilinu maí til ágúst eins og sést í töflu 2. Þótt apríl sé á öðrum fjórðungi er atvinnuþátttaka í þeim mánuði fremur sambærileg við vetrartíma en sumartíma. Því er eðlilegast að bera niðurstöður eldri vinnumarkaðskannana saman við gögn frá fyrsta og fjórða ársfjórðungi 2003.

Tafla 2 Vinnutími og fjöldi starfandi eftir ársfjórðungi árið 2003

Alls	1. ársfj.	2. ársfj.	3. ársfj.	4. ársfj.
Vinnustundir í viðmiðunarviku	40,9	41,9	42,9	41,5
Fjöldi starfandi	151.800	159.800	162.900	153.200
<i>Þar af 16-24 ára</i>				
Vinnustundir í viðmiðunarviku	31,3	36,9	39,7	31,4
Fjöldi starfandi	22.300	26.200	29.100	22.300

Heimild: Hagstofa Íslands.

Þrátt fyrir takmarkaða samanburðarhæfni milli eldri og nýrri vinnumarkaðskannana er breytingin það mikil að líklegt er að vinnuþátttöku hafi dregist saman árið 2003. Þótt dregið hafi úr atvinnuleysi á fyrsta fjórðungi þessa árs miðað við sama fjórðungi í

fyrri, samkvæmt niðurstöðu vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (þeirri fyrstu um nokkurt skeið sem er samanburðarhæf á milli ára) jókst vinnuþátttöku nánast ekkert. Því verður að telja næsta vísu að vinnuþátttöku hafi dregist saman á sl. ári, þegar atvinnuleysi jókst um tæplega 1% að meðaltali.¹ Hversu mikið er hins vegar erfitt að fullyrða. Lauslegur samanburður á vinnumarkaðskönnunum á árunum 2002 og 2003, með öllum ofangreindum fyrirvörum, gæti bent til samdráttar vinnuþátttöku á bilinu 4% til tæplega 8% eftir mælikvarða á vinnuþátttöku.²

Svo mikill samdráttur jaðrar þó við að vera ótrúverðugur í ljósi þess vaxtar sem var í þjóðarbúskapnum á árinu, jafnvel þótt miðað sé við lægri töluna. Böndin berast því að hugsanlegum öðrum uppsprettum vanmats á vinnuþátttöku. Nokkuð hefur verið rætt um að lítið sé vitað með vissu um hversu margir erlendir starfsmenn eru að vinna við Kárahnjúka en þeir gætu verið um 1.000. Úrtak vinnumarkaðskönnunar er tekið úr þjóðskrá og nær því sennilega illa eða alls ekki til þessa hóps. Ef svo er kann samdráttur í vinnuþátttöku að vera minni í raun en álykta mætti út frá illa samanburðarhæfum vinnumarkaðskönnunum. Fjöldinn virðist þó ekki nægja til að breyta þeirri niðurstöðu að um samdrátt hafi verið að ræða.

Af ofangreindu má draga þá ályktun að margt sé óljóst varðandi framleiðniþróun á sl. ári. Líklega hefur framleiðni aukist töluvert meira en í meðalári, en ástæða er til að draga í efa að eins stórt stökk hafi orðið og fyrirbyggjandi hagtölur benda til við fyrstu skoðun.

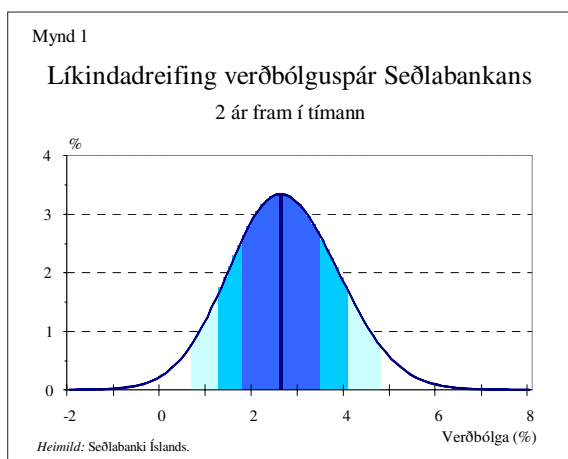
1. Að vísu er ekki óalgengt að atvinnuleysi aukist í vinnumarkaðskönnunum fyrst eftir að atvinna tekur að aukast, sem stafar af því að fólk sem dregur sig út af vinnumarkaði á samdráttartímum og hættir að leita að vinnu byrjar að leita aftur. Í ljósi þróunarinnar á fyrsta fjórðungi ársins virðist hins vegar ólíklegt að slíkt hafi átt sér stað á síðasta ári.
2. Vinnumarkaðskannanir Hagstofunnar skila tvenns konar mati á vinnutíma. Annars vegar vinnutíma þeirra sem voru við vinnu í viðmiðunarvikunni og hins vegar vinnutíma þeirra sem voru við vinnu eða tímabundið fjarverandi í viðmiðunarvikunni. Það sama á við um fjölda í vinnu. Þar liggja fyrir upplýsingar um fjölda þeirra sem voru við vinnu í viðmiðunarvikunni og fjölda starfandi, þ.e.a.s. þá sem voru annaðhvort við vinnu eða tímabundið fjarverandi í viðmiðunarvikunni. Tímabundin fjarvera úr formlegu starfi getur verið af ýmsum ástæðum, t.d. veðri, verkefnaskorti eða af árstíðarbandu eðli starfsins. Til þess að hindra að slíkt flókt hafi áhrif á samanburð á vinnuþátttöku á árunum 2002 og 2003 er heppilegra að reikna vinnuþátttöku út frá þeim sem unnu í viðmiðunarvikunni.

Viðauki 3 Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabanka Íslands

Verðbólguþáttur og greining á efnahagshorfum er einn mikilvægasti þáttur í ákvörðunarferli Seðlabankans í peningamálum. Áhrif aðgerða í peningamálum geta tekið allt að ári að koma fram með miklum þunga og allt að tveimur árum að koma fram að fullu. Því er mikilvægt fyrir bankann að hafa sem gleggsta sýn á þróun verðbólgu og efnahagsmála á hverjum tíma.

Frá því að verðbólguþáttur var tekið upp í mars 2001 hefur Seðlabankinn birt verðbólguþátt til tveggja ára í ársfjórðungsriti sínu *Peningamálum*. Spáin hefur verið birt með óvissubili enda ríkir jafnan mikil óvissa um efnahagsframvinduna og því misvísandi að birta eingöngu punktspá. Með óvissubilinu er tekið tillit til ýmissa óvissuþátta sem geta leitt til verulegra frávikna frá punktspánni. Nefna má ástand í heimsbúskapnum og þróun gengis auk ýmissa innlendra þátta. Seðlabankinn leggur jafnframt áherslu á að við mat bankans á verðbólguhorfum til næstu tveggja ára og ákvörðun um möguleg viðbrögð peningastefunnar við spánni er horft til áhættumats spárinnar ekki síður en til punktspárinnar.

Verðbólguþátturinn er sett myndrænt fram þannig að hún birtist eins og þrílitur „blævængur“. Blævængurinn er dekkstur í miðjunni og eru taldar 50% líkur á að verðbólga verði á þessu svæði. Hann lýsist svo til beggja hliða í tveimur skrefum og eru taldar 75% og 90% líkur á að verðbólga mælist á þeim svæðum. Taldar er 10% líkur á að verðbólga verði utan við litaða blævænginn. Þetta má sjá á meðfylgjandi mynd



sem sýnir líkindadreifingu verðbólgu tvö ár fram í tímann samkvæmt nýrri spá bankans.

Tafla 1 Dreifing mældrar verðbólgu með tilliti til óvissubils verðbólguþátt Seðlabankans frá því hann fór á verðbólguþáttmið

	Fjöldi mælinga	Fjöldi innan hvers óvissubils		
		50%	75%	90%
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann.....	9	4	7	8
Átta ársfjórðungar fram í tímann.....	5	4	5	5

Seðlabankinn birtir einu sinni á ári samantekt á skekkjum í verðbólguþátt sínum, síðast í *Peningamálum* 2003/1. Nú er jafnframt í fyrsta sinn gerð úttekt á óvissubili spárinnar með dreifingu mældrar verðbólgu. Í töflu 1 má sjá hve nálægt spár Seðlabankans hafa verið mældri verðbólgu eftir að hann tók upp verðbólguþáttmið. Fyrir liggur samanburður á níu spám fjóra ársfjórðunga fram í tímann við melda verðbólgu. Af þeim hafa fjórar verið innan 50% óvissubils, sjö innan 75% óvissubils og átta innan 90% óvissubils. Ein spá var utan 90% óvissubils en hún var unnin á öðrum ársfjórðungi 2001 rétt áður en sú mikla gengislækkun krónunnar sem varð 2001 hófst. Dreifing spáskekkja á þessu tímabili er því í ágætu samræmi við gefna líkindadreifingu. Aðeins fimm spár sem ná átta ársfjórðunga fram í tímann liggja fyrir. Af þessum fimm voru fjórar innan 50% óvissubils og allar fimm innan 75% óvissubils.

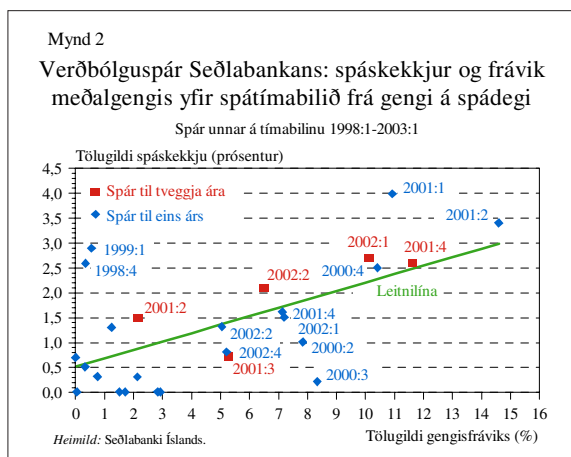
Þetta eru fáar mælingar og því óráðlegt að draga sterkar ályktanir. Spár sem ná átta ársfjórðunga fram í tímann hafa þó verið tiltölulega nálægt miðju óvissubilsins. Í spánum er gengið út frá að stýrivöxtum verði haldið óbreyttum á spátímanum. Ef spá bendir til þess að verðbólga víki verulega frá verðbólguþáttmiði ber bankanum að bregðast við og stuðla að því að verðbólga verði sem næst verðbólguþáttmiði bankans. Verðbólga fyrstu misserin eftir að verðbólguþáttmið var tekið upp var mun meiri en Seðlabankinn gerði ráð fyrir og má einkum rekja það til þess að gengisþróun krónunnar varð allt önnur en

gengið var út frá í spám bankans, þ.e.a.s. gengið lækkaði en var ekki óbreytt eins og ávallt hefur verið reiknað með í spám Seðlabankans fram að þessu. Aukið aðhald í peningamálum leiddi þó til þess að innlend eftirspurn minnkaði, gengið styrktist á ný og böndum var komið á verðbólgu á skömmum tíma.

Tafla 2 Mat á skekkjum í verðbólguþám Seðlabankans frá því hann fór á verðbólguþám

	Fjöldi mælinga	Meðalskekkja (%)	Staðalfrávik (%)
Fjóra ársfjórðunga fram í tímann.....	9	0,13	1,46
Átta ársfjórðunga fram í tímann.....	5	0,60	0,67

Meðalskekkja í spám sem ná fjóra ársfjórðunga fram í tímann hefur verið töluvert minni en í spám til lengri tíma. Tiltölulega lítil meðalskekkja í samanburði við lengri spár og hátt staðalfrávik helgast af því að verðbólgu var vanspáð fyrst eftir að bankinn fór á verðbólguþám en ofspáð á árinu 2002 þar sem tókum var náð á verðbólgunni mun fyrir en gert var ráð fyrir í spám bankans, en of- og vanspár veða hverjar aðrar upp. Staðalfrávik í verðbólguþám Seðlabankans til eins árs er svipað eftir að hann fór á verðbólguþám (1,46) og í spám bankans frá árinu 1994 (1,63).



Á mynd 2 eru spáskekkjur bankans bornar saman við meðalgengi þess tímabils sem spáð var til. Nokkuð skýrt samband virðist milli gengisþróunar og spáskekkju. Frá því að bankinn fór á verðbólguþám hefur hann birt verðbólguþám til tveggja ára. Nú er spátímabil fimm fyrstu verðbólguþámna til tveggja ára liðið og spáskekkja þeirra er borin saman við meðalgengi spátímabilsins. Þessar spár eru birtar sem rauðir ferningar á myndinni. Bláir tíglar eru skekkjur í spám til eins árs og meðalgengi þess spátímabils. Skekkjur flestra spánna eru nokkuð nálægt núllinu. Skekkjur í spám sem voru gerðar seint á árinu 2000 og á árinu 2001 eru miklar, enda lækkaði gengi krónunnar mikið á þeim árum. Tvær spár skera sig úr að því leyti að skekkjurnar eru miklar þótt nær engin gengisbreyting hafi orðið á spátímabili þeirra. Þessar spár voru unnar á síðasta fjórðungi ársins 1998 og fyrsta ársfjórðungi 1999. Á þessum tíma var vinnu við verðbólguþám sem taka betur tillit til eftirspurnarþenslu í þjódarbúskapnum ekki lokið, en hún var mikil á þessum tíma, og líkan sem þá var notað var ófullkomið að þessu leyti. Líkönin voru tekin í notkun nokkru síðar og hafa verið notuð síðan og endurbætt eftir því sem þurfa þykir. Að þessum tveimur spám frátöldum má sjá á myndinni að stærstu spáskekkjurnar hafa orðið þegar gengisbreytingar hafa verið miklar og skýra þær frávikin að miklu leyti.

Í töflu 3 má sjá meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþám bankans frá árinu 1994. Bæði meðalskekkja og staðalfrávik aukast eftir því sem spárnar ná lengra fram í tímann, því að eðlilega eykst óvissan því lengra sem horft er fram á veginn. Engin merki eru um að Seðlabankinn van- eða ofspái verðbólgu kerfisbundið á þessu tímabili.

Tafla 3 Mat á skekkjum í verðbólguþám Seðlabankans

	Spá fram í tímann um			
	einn ársfj.	tvo ársfj.	þrjú ársfj.	fjóra ársfj.
1994:1-2003:1				
Meðalskekkja.....	0,00	-0,07	-0,09	-0,19
Staðalfrávik.....	0,39	0,85	1,32	1,63