

Tillaga til þingsályktunar

um aðgerðir til að tryggja efnahagslegan stöðugleika.

Flm.: Steingrímur J. Sigfússon, Atli Gíslason, Jón Bjarnason,
Þuríður Backman, Ögmundur Jónasson.

Með hliðsjón af mikilvægi þess að:

- a. verðbólga náist sem fyrst niður fyrir viðmiðunarmörk Seðlabankans,
- b. stöðugleiki haldist á vinnumarkaði og kaupmáttur launa verði varðveittur,
- c. sjálfbær þróun verði leiðarljós í orku- og atvinnumálum og þróun þjóðlífsins almennt,
- d. tryggja útflutnings- og samkeppnisgreinum viðunandi starfsskilyrði,
- e. bæta skilyrði til nýsköpunar í atvinnulífinu og til uppbyggingar sprotafyrirtækja,
- f. draga úr viðskiptahalla og erlendri skuldasöfnun,
- g. viðhalda stöðugleika í fjármálakerfinu og halda aftur af skuldasöfnun heimilanna,
- h. jafnvægi náist á nýjan leik í þjóðarbúskapnum almennt,

ályktar Alþingi að fela ríkisstjórninni að grípa til eftirfarandi aðgerða:

1. Gefa út formlega yfirlýsingu um að hvorki verði af hálfu opinberra aðila stuðlað að né veitt leyfi fyrir frekari stórvirkjunum né uppbyggingu meiri orkufrekrar stóriðju en þegar er í byggingu, a.m.k. til ársloka 2010. Áhersla verði þess í stað lögð á fjölbreytta smáa og meðalstóra iðnaðarkosti af viðráðanlegri stærð fyrir hagkerfið og aðstæður viðkomandi byggðarlaga.
2. Beina þeim tilmælum til Fjármálaeftirlitsins að hugað verði vandlega að áhættumati í bankakerfinu, svo sem hvað varðar áhrif af snöggri gengislækkun krónunnar eða lækkun fasteignaverðs. Markmiðið verði að hraður vöxtur útlána að undanfögnu skapi ekki hættu fyrir efnahagslífið og farið verði yfir eiginfjárlágmörk og áhættugrunn fjármálastofnana í því ljósi.
3. Beina þeim tilmælum til Seðlabanka Íslands að íhuga vandlega að beita aukinni bindiskyldu hjá innlánsstofnunum, a.m.k. tímabundið, til að draga úr þenslu á peningamarkaði og huga að öðrum aðgerðum sem stutt geta viðleitni stjórnvalda til að endurheimta efnahagslegan stöðugleika, sbr. 2. mgr. 3. gr. laga um Seðlabanka Íslands, nr. 36/2001.
4. Undirbúa breytingar á mælingum verðlags þannig að í stað fasteignaverðs verði vísitala metinnar húsaleigu á almennum leigumarkaði hluti af vísitölu neysluverðs.
5. Tryggja aðhald í ríkisfjármálum og slá á þenslu með því að leggja fyrir Alþingi næsta haust tillögur um að falla frá eða fresta eftir atvikum a.m.k. hluta þeirra almennu skattalækkana sem lögfestar voru fram í tímann í desember 2004. Í staðinn komi aðgerðir til að bæta stöðu tekjulægstu hópa samfélagsins og barnafjölskyldna.
6. Efna til víðtæks samstarfs við aðila vinnumarkaðarins, samtök bænda, neytenda, öryrkja, og aldraðra, og aðra þá aðila sem efni standa til um aðgerðir þessar og þátttöku í að tryggja á nýjan leik efnahagslegan og félagslegan stöðugleika.

Greinargerð.

Á Íslandi ríkir nú skeið ójafnvægis í efnahagsmálum. Við búum við einhverja mestu þenslu sem ríðið hefur yfir fyrr og síðar, viðskiptahalli með tilheyrandi erlendri skuldasöfnun er geigvænlegur og verðbólga á uppleið. Forsendur kjarasamninga á almennum vinnumarkaði eru við það að breyta. Geysihátt raungengi krónunnar skapar útflutnings- og samkeppnisgreinum mikla erfiðleika. Skilyrði til nýsköpunar í almennu atvinnulífi eru afar erfið við þessar aðstæður og áhugi innlendra fjárfesta beinist að útlöndum. Þrátt fyrir þetta heldur ríkisstjórnin óbreyttri siglingu hvað varðar áherslu á áframhaldandi og frekari uppbyggingu erlendra stóriðju og hefur lögfest stórfelldar þensluhvetjandi skattalækkunar langt fram í tímann. Við þensluhvetjandi aðgerðir ríkisstjórnarinnar bætist svo ástandið í fjármálaheiminum. Það einkennist af útlánþenslu og miklu innstreymi erlends lánsfjár vegna mikils vaxtamunar, en hvort tveggja er að vextir hér eru háir og vextir í löndunum umhverfis okkur í lágmarki. Greiðari aðgangur að lánsfé á svo aftur sinn þátt í miklum hækkunum á fasteignamarkaði með tilheyrandi áhrifum á þróun verðlags eins og nánar verður vikið að síðar.

Nokkurn veginn sama er á hvaða mælikvarða er litið, þenslumerki sjást um allt þjóðfélagið. Hinu svokallaða góðæri er þó vissulega misskipt, bæði milli einstaklinga og landshluta. Þegar mikill og vaxandi viðskiptahalli og erlend skuldasöfnun er höfð í huga má spyrja hvort frekar sé um að ræða veislu sem slegið er lán fyrir en raunverulega aukna verðmætasköpun á traustum grunni.

Verðbólga yfir þolmörkum.

Verðbólga mælist nú yfir viðmiðunarmörkum Seðlabankans, þ.e. meiri en 4%, hvern mánuðinn á fætur öðrum og verðbólguþáttur og verðbólguvæntingar eru á uppleið. Þetta gerist þrátt fyrir verulegar lækkunar bankans á stýrivöxtum og þrátt fyrir að hækkandi raungengi krónunnar að undanförunu ætti að skila sér í verulega lækkandi verðlagi innfluttrar vöru. Forsendur kjarasamninga á almennum vinnumarkaði eru miðaðar við að verðbólga fari ekki yfir viðmiðunarmörk Seðlabankans og því er ljóst að vaxandi verðbólga nú kann að reynast afdrifarið hvað varðar stöðugleika á vinnumarkaði.

Geigvænlegur viðskiptahalli.

Viðskiptahalli fer ört vaxandi og horfur eru vægast sagt ískeyggilegar í þeim efnum. Viðskiptahallinn nam 8% af vergri landsframleiðslu á síðasta ári eða rétt tæpum 70 milljörðum kr. Á föstu gengi er það jafn mikið og methallinn árið 2000, en viðskiptahallinn þá átti einmitt stærstan þátt í að krónan féll harkalega á árinu 2001. Viðskiptahallinn stefnir í a.m.k. 10–11% á yfirstandandi ári eða vel yfir 100 milljarða kr. og slær svo væntanlega öll met árið 2006, þegar stóriðjuframkvæmdirnar á Austurlandi verða í hámarki, og gæti þá orðið um 14% af vergri landsframleiðslu, eða á milli 140 og 150 milljarðar kr. Ekki er þar með allt talið, því að samkvæmt þjóðhagssþá fjármálaráðuneytisins sjálfs er gert ráð fyrir samfelldum hallarekstri þjóðarbúsins til ársins 2010 eða lengur. Ísland er í þessum efnum nokkuð sér á báti, t.d. í hópi Norðurlandanna, en spár OECD gera ráð fyrir afgangi af viðskiptum allra hinna ríkjanna á Norðurlöndum við útlönd á þessu ári. Í Danmörku er áætlað að afgangurinn verði 3,1%, í Finnlandi 4,9%, í Svíþjóð 6,4% og hvorki meira né minna en 16,3% í Noregi.

Helmingur viðskiptahallans er vegna vöruskipta. Útflutningur vöru og þjónustu var 19% meiri á árinu 2004 en árið áður en innflutningur jókst um 27% á föstu gengi. Rekja má um helming viðskiptahallans 2004 til halla á vöruskiptum, en ljóst er að þensla á fasteignamarkaði, stóriðjuframkvæmdir og einkaneysla ýttu undir verulega aukinn vöruinnflutning. Þjón-

ustujöfnuður var neikvæður um rúma 14 milljarða kr. árið 2004 en hann var 8 milljarðar kr. 2003. Ljóst er að hátt gengi krónunnar á síðastliðnu ári skapaði hagstætt árferði til utanlandsferða á árinu sem var ein helsta ástæða aukins halla á þjónustujöfnuði.

Metár í bílainnflutningi í vændum.

Innflutningur bíla var gríðarmikill á seinasta ári og nam heildarverðmæti innfluttra bifreiða 17 milljörðum kr. Alls voru 16.500 ný ökutæki skráð á því ári. Aðeins einu sinni hefur innflutningsverðmæti bíla verið meiri eða skattlaus árið 1987 er rúmlega 18.600 nýjar bifreiðar voru fluttar inn. Allt stefnir í að innflutningur bifreiða verði enn meiri í ár en 2004, því að fluttir voru inn u.þ.b. 50% fleiri bílar í janúar og febrúar en á sama tíma í fyrra. Það gæti því farið svo að innflutningsmetið frá skattlausu árinu 1987 verði slegið í ár. Það er þó ekki einungis bílainnflutningur sem er mikill. Nú í mars hefur innflutningsverðmæti varanlegra neysluvara, svo sem sjónvarpa, ísskápa og annarra heimilistækja, aukist um 25% á síðastliðnum 12 mánuðum miðað við sama tíma 2003.

Erlendar skuldir vaxa hratt.

Þessar horfur eru ekki síst alvarlegar í ljósi mikilla og vaxandi erlendra skulda en Ísland er nú þegar í hópi þriggja skuldugustu aðildarríkja OECD ásamt Finnlandi og Nýja-Sjálandi. Á árinu 2001 urðu þau alvarlegu tímamót að hreinar erlendar skuldir þjóðarbúsins fóru í fyrsta sinn upp fyrir verga landsframleiðslu. Hreinar erlendar skuldir hafa aukist síðan og það meir en sem nemur aukningu þjóðartekna. Þær eru nú nálægt 110% af vergri landsframleiðslu og það þrátt fyrir hátt raungengi krónunnar. Augljóst er hvernig þessi hlutföll koma til með að líta út ef gengi krónunnar fellur á skömmum tíma, t.d. um 20–30%. Þá er greiðslubyrðin af þessum erlendu skuldum að sjálfsgöðu ákaflega næm fyrir vaxtabreytingum erlendis og þyngist um tugi milljarða króna fyrir hvert prósentustig í hærri vöxtum.

Hátt gengi að sliga útflutningsgreinarnar.

Gengi krónunnar hefur styrkst mikið að undanfögnu. Raungengisstig er verulega hátt og hlýtur að teljast langt yfir jafnvægismörkum. Gengisvísitalan fór nú í annarri viku marsmánaðar 2005 niður fyrir 108 stig og Bandaríkjadalur kostaði þá innan við 59 krónur. Tekjutap útflutningsgreina er tilfinnanlegt, einkum ef þær selja framleiðslu sína að öllu eða verulegu leyti í Bandaríkjadöllum. Ljóst er að þeim mun lengur sem þetta ástand varir og útflutnings- og samkeppnisgreinar þurfa að búa við svo óhagstæð skilyrði, þeim mun meiri verða áhrifin. Búast má við vaxandi rekstrarerfiðleikum, uppsögnum starfsfólks og jafnvel að fyrirtæki í sjávarútvegi, ferðaþjónustu og útflutnings- og samkeppnisiðnaði komist í þrot ef svo heldur lengi fram sem horfir. Þannig er tap sjávarútvegsins á einu ári vegna styrkingar krónunnar að undanfögnu áætlað í kringum 25 milljarðar kr. Þá er talið að tekjur ferðaþjónustunnar á síðasta ári hafi rýrnað um 2 milljarða kr. af sömu ástæðum og horfur eru á því miðað við núverandi gengi að mörg fyrirtæki í þeim geira tapi miklu fé vegna þessa ástands á árinu 2005. Forsvarsmenn þessara atvinnugreina hafa sívaxandi áhyggjur af ástandinu og líður vart sá dagur að einhverjir þeirra komi ekki fram opinberlega til að lýsa áhyggjum sínum og gagnrýna andvaraleysi stjórnvalda.

Af sjálfu leiðir að skilyrði til nýsköpunar í almennu atvinnulífi eru óhagstæð við þessar aðstæður sem einkennast af óstöðugleika, verðbólgu, háum vöxtum í samanburði við nágrannalöndin og miklu samkeppnisforskoti innflutnings sökum hás raungengis krónunnar.

Methækkunar á eignaverði.

Ef vegið er saman fasteignaverð, verð hlutabréfa og skuldabréfa lætur nærri að það hafi hækkað um 4,1% að raunvirði í janúar síðastliðnum og er sú hækkun næstmesta einstaka mánaðarhækkunin sem mælst hefur. Síðastliðna 12 mánuði hefur eignaverð, mælt með sama hætti, hækkað um rúmlega 25% að raunvirði. Hraði eignaverðshækkana hefur verið frá 18% upp í 26% síðastliðið eitt og hálf ár. Eignaverðbólga hefur skilað sér af auknum þunga inn í einkaneysluna gegnum aukin auðsáhrif og aukna skuldsetningu vegna aukins veðrymis. Síðastliðinn níu ár hefur eignaverð á Íslandi hækkað um 14% að meðaltali á ári og um 10% að raunvirði.

Mikill vöxtur í byggingariðnaði.

Auk mikillar lántöku vegna vaxandi neyslu má rekja mikið af aukningunni til erlendra endurlána til íslenskra fyrirtækja, sérstaklega þó til eignarhaldsfélaga. Í öðru lagi hafa fasteignalán hjá bönkunum aukist mjög í kjölfar nýju íbúðalánanna og mikil umsvif byggingarverktaka kalla á aukið lánsfé til nýbygginga. Ekki hefur verið byggt annað eins af íbúðarhúsnæði síðan á áttunda og níunda áratugnum. Ofan á allt þetta bætast svo stórframkvæmdirnar fyrir austan og stækkun álversins á Grundartanga með tilheyrandi virkjunum.

Lítill aukning kaupmáttar.

Meðaltalskaupmáttaraukning var fremur lítil síðastliðið ár eða aðeins 2,1%. Aukin verðbólga rýrir kaupmátt, en hafa verður í huga að sú mikla verðbólga sem verið hefur að undanfögnu stafar að miklu leyti af fasteignaverðshækkunum. Þannig hefur vísitala neysliverðs án húsnæðis einungis hækkað um 2,3% og því hefur kaupmáttur aukist um rúm 4% ef ekki er tekið tillit til húsnæðishækkana. Þrátt fyrir það er ljóst að vöxtur einkaneyslu er langt umfram kaupmáttaraukningu og því hlýtur t.d. stóraukinn innflutningur á neysluvörum að vera fjármagnaður með lántökum. Útlán bankakerfisins hafa vaxið um 248 milljarða kr. að raunvirði frá janúar 2004–2005, eða um 31%. Útlán á föstu verðlagi hafa verið í sleitulausum vexti allt frá ársbyrjun 2003 og aukist um 71% að raunvirði frá þessum tíma, eða um 400 milljarða kr. Líklega er því skemmst að bíða þess að raunvöxtur útlána nái svipuðum hæðum og metárið 2001, en þá jukust útlán um 35% að raunvirði á 12 mánaða tímabili.

Verðbólguþot handan við hornið.

Þeim mun lengur sem núverandi ástand varir, þeim mun líklegri er að það fái harkalegan endi með skyndilegu verðfalli krónunnar og verðbólguþoti, líkt og gerðist í lok síðustu efnahagssuppsveiflu. Ýmislegt bendir til að svo fari ef ekki fer að draga úr látlausum hækkunum á eignamörkuðum, stanslausri styrkingu krónunnar og tilheyrandi vexti í einkaneyslu og fjárfestingu. Fjárfestar virðast búast við verðbólguþoti á næstunni en verðbólguvæntingar þeirra hafa aukist mjög hratt að undanfögnu. Verðbólguvæntingar hafa ekki verið meiri síðan um mitt ár 2000 en verðbólga náði einmitt hámarki árið 2001. Miðað við núverandi verðbólguvæntingar má því segja að aðhald peningamálastefnunar sé lítið og þrátt fyrir að Seðlabankinn hafi nýverið hækkað vexti um hálf prósent eru raunstyrivextir hans aðeins 3,5%.

Brýnt að grípa til aðgerða án tafar.

Flutningsmenn tillögu þessarar eru þess fullvissir að miklu skipti að stjórnvöld sýni við þessar aðstæður einbeittan vilja í verki til þess að skapa á nýjan leik stöðugleika í efnahagsmálum. Halldór Ásgrímsson, forsætisráðherra, sem fer með yfirstjórn efnahagsmála af hálfu

ríkisstjórnarinnar, virðist hins vegar lifa samkvæmt reglunni „flýtur meðan ekki sekkur“. Það sem ríkisstjórnin hefur aðhafst gengur yfirleitt þvert á alla skynsamlega viðleitni til að ná tókum á ástandinu. Þess verður ekki einu sinni vart að menn hafi svo mikið sem rænu á því að hafa áhyggjur á þeim bænum.

Koma þarf böndum á verðbólguna, ná niður viðskiptahalla og koma rekstri þjóðarbúsins út á við í jafnvægi. Útflutnings- og samkeppnisgreinar verða að búa við lífvænleg rekstrar-skilyrði og nýsköpun í atvinnulífinu þarf að geta átt sér stað. Hér á eftir verður gerð grein fyrir þeim aðgerðum sem tillagan gerir ráð fyrir, lið fyrir lið.

Um einstaka liði tillögunnar:

1. Yfirlýsing um stöðvun stóriðjuframkvæmda.

Enginn vafi er á því að stóriðjustefnan og þær stórframkvæmdir sem á grundvelli hennar eru í gangi eiga stóran þátt í þeirri þenslu sem nú ríkir. Þetta stafar annars vegar af hinum beinu efnislegu áhrifum þessara stórframkvæmda, umsvifum og innstreymi fjármagns þeim tengdum. Hins vegar af þeim væntingum sem þessar framkvæmdir hafa kynt undir og því mati markaðarins, einkum gjaldeyrismarkaðarins, að þær og áframhald þeirra sé ávísun á mikinn vaxtamun milli Íslands og annarra landa og hátt gengi krónunnar. Um þetta segir Seðlabankinn í greinargerð til ríkisstjórnarinnar um verðbólgu umfram þolmörk, frá 18. febrúar sl.: „Á næstu árum mun reyna mjög á hina nýju skipan peningamála. Framkvæmdir við virkjanir og álbræðslur, sem til samans slaga að umfangi upp í þriðjung landsframleiðslu eins árs, fela í sér meira umrót í þjóðarbúskapnum en nokkurt annað land sem hagar peninga-stefnunni með svipuðum hætti hefur þurft að glíma við.“

Opinber yfirlýsing um að nú verði staldrað við, hagkerfinu leyft að jafna sig og jafnvægi skapað á nýjan leik í þjóðarbúskapnum mundi því strax hafa áhrif á þann þátt sem snýr að væntingum. Einnig skiptir máli fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar að þar á bæ fái menn vissu fyrir því að núverandi ástand verði tímabundið en ekki framlengt með nýjum og nýjum stórframkvæmdum. Slík stöðvun orkufrekra stóriðjuframkvæmda gæfi einnig færi á að marka stefnu sem byggðist á fjölbreyttari uppbyggingu iðnfyrirtækja af viðráðanlegri stærð og væri laus við stórfelld ruðningsáhrif í hagkerfinu. Þá ber loks að nefna að enn er ólokið gerð rammaáætlunar og veigamiklar forsendur skortir til að leggja grunn að sjálfbærum orkubúskap. Stöðvun stóriðjuframkvæmda mundi einnig skapa möguleika á breyttum áherslum í því samhengi og ekki er vanþörf á. Við allt þetta bætist að þjóðhagslegur ávinningur þessara fjárfestinga í heild er í vaxandi mæli dreginn í efa.

2. Tilmæli til Fjármálaeftirlitsins.

Mikilvægt er að hugað sé vandlega að því að tryggja stöðugleika í fjármálakerfinu þegar hagkerfið gengur í gegnum tímabil óstöðugleika og spennu eins og nú. Hættumerkin sem fólgin eru í snöggum vexti útlána og mikilli hækkun eignaverðs langt umfram aukningu þjóðartekna eru sýnileg og vel þekkt. Ástandið hér nú minnir um margt á árin fyrir bankakreppuna annars staðar á Norðurlöndum í kringum 1990. Fjármálaeftirlitið hefur lykilhlutverki að gegna við að reyna að tryggja að óhjákvæmileg og jafnvel harkaleg aðlögun hagkerfisins í lok þenslutímabils af því tagi sem nú er skapi ekki hættu á umtalsverðri kreppu í fjármálakerfinu. Því er lagt til að stjórnvöld beini sérstökum tilmælum til Fjármálaeftirlitsins að yfirfara stöðuna og huga m.a. í því sambandi að eiginfjárlágmörkum fjármálastofnana og áhættugrunni útlána. Kanna þarf hvort ástæða geti verið til að gera a.m.k. tímabundið strangari kröfur í þeim efnunum en nú eru gerðar. Í sjálfum tilmælunum og þeirri athugun sem

á eftir fylgdi væru fólgin sjálfstæð skilaboð út á markaðinn burtséð frá því hvort síðan yrði gripið til aðgerða.

3. Tilmæli til Seðlabanka.

Fyrir um tveimur árum ákvað Seðlabankinn að lækka verulega bindiskyldu innlánsstofnana. Þar með jukust útlánamöguleikar bankanna, en ekki verður fram hjá því litið að stórfelld aukning útlána á sinn þátt í þeirri spennu sem hér hefur skapast. Þótt fyrir liggi að Seðlabankinn sé ekki hrifinn af þeirri hugmynd að beita bindiskyldunni sem stýritæki getur varla sakað að bankinn sé beðinn að fara yfir það hvort tímabundin aukning bindiskyldu, t.d. nokkrir punktar í áföngum, gæti við núverandi aðstæður hjálpað til við að ná tókum á ástandinu. Einnig er eðlilegt að stjórnvöld beini þeim tilmælum til Seðlabankans að bankinn hugi að öðrum mögulegum aðgerðum sem stutt geti viðleitni til að endurheimta efnahagslegan stöðugleika, enda ber bankanum að stuðla að framgangi efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar, sbr. 2. mgr. 3. gr. laga um bankann, svo lengi sem það gengur ekki gegn meginmarkmiðum um verðstöðugleika.

4. Leiguvisitala í stað fasteignaverðs.

Verulegur hluti verðlagshækkana að undanfögnu á rót sína að rekja til mikilla hækkana á fasteignamarkaði. Þróun fasteignaverðs er lögð til grundvallar við útreikninga á vísitölu neysluverðs en á það hefur verið bent að slík viðmiðun sé gölluð. Snögg hækkun á fasteignaverði er auðvitað ekki innleyst yfir allan fasteignamarkaðinn tafarlaust, en eignaaukningin hefur hins vegar áhrif á mat fólks á eignastöðu sinni og eyðslugetu. Enn fremur er ekki víst að þættir sem koma ættu til lækkunar, t.d. veruleg lækkun vaxta, geri það eins og útreikningum er hátað nú. Í því tilviki mun vera stuðst við fimm ára meðaltöl. Ástæða er því til að ætla að hækkun húsnæðiskostnaðar nú sé ýkt upp og valdi því að verðbólga mælist meiri en ella. Víða annars staðar er stuðst við þróun húsaleigu í verðmælingum af þessu tagi en ekki fasteignaverð og er lagt til að breytingar í þá átt verði undirbúnar hér. Vísitala húsaleigu endurspeglar raunverulegan greiddan kostnað og þróun hans og er betri og stöðugri viðmiðun á þessu sviði til að ganga inn í vísitölu neysluverðs að mati flutningsmanna.

5. Skattalækkunum slegið á frest.

Loforð um stórfelldar skattalækkunarir voru fyrirferðarmikil fyrir síðustu alþingiskosningar og segja má að allir flokkar sem fengu menn kjörna á þing hafi blandað sér í loforðakórinn nema Vinstri hreyfingin – grænt framboð. Þá þegar var ljóst, í ljósi áforma um stórfelldar stóriðjuframkvæmdir, að efnahagslegar aðstæður yrðu væntanlega mjög óhagstæðar slíkum aðgerðum næstu þrjú til fjögur árin. Þessi veruleiki lá svo fyrir með enn afdráttarlausari hætti sl. haust og vetur þegar ríkisstjórnin knúði eigi að síður í gegn og lögfesti skattalækkunarpakka sinn, allt að þrjú ár fram í tímann. Í inngangi að síðasta ársfjórðungsriti Seðlabankans um peningamál á árinu 2004 segir: „Áform um skattalækkunarir hafa nú verið staðfest í frumvarpi til fjárlaga. Lækkun skatta mun auka enn á ráðstöfunartekjur almennings og hvetja til aukinnar einkaneyslu. Aðhald í útgjöldum hins opinbera er því brýnt. Áform þar um í fjárlögum eru nokkuð metnaðarfull. Í ljósi þeirra umsvifa sem framundan eru verður aðhaldið þó ekki fullnægjandi, jafnvel þótt áformin næðu fram að ganga.“

Í meginumfjöllun Seðlabankans um versnandi verðbólguhorfur til næstu tveggja ára er aftur slegið á svipaða strengi og þar segir m.a.: „Frá því júnispáin var gerð hefur ýmislegt orðið til þess að kynda undir vexti eftirspurnar. Stóriðjuáformin hafa enn færst í aukana, á

sama tíma og aðgangur almennings að lánsfé hefur orðið mun greiðari en áður og vextir verðtryggðra húsnæðisveðlana til langs tíma lækkað. Einnig hefur verið boðað að áformum um lækkun skatta á næstu árum verði framfylgt, sem enn frekar munu auka ráðstöfunartekjur almennings og hvetja til aukinnar einkaneyslu.“

Í ljósi þeirra alvarlegu aðstæðna sem nú blasa við með vaxandi verðbólguhraða, versnandi afkomu útflutnings- og samkeppnisgreina og jafnvægisleysi í þjódarbúskapnum er hreint ábyrgðarleysi annað en að endurmeta þessi áform. Því er lagt til að ríkisstjórninni verði falið að leggja næsta haust fyrir Alþingi tillögur um að falla frá, eða fresta eftir atvikum, a.m.k. hluta hinna fyrirhuguðu almennu skattalækkana sem ekki eru enn komnar til framkvæmda. Fyrir utan hin hagstjórnarlegu rök sem auðvitað mæla eindregið með því að bæta ekki þensluáhrifum af stórfelldum skattalækkunum ofan á aðra þensluvalda, þá er útfærsla skattalækkunarpakkans mjög umdeild. Ekki verður farið nánar út í þá sálma hér en í fimmta tölulið tillögunnar er gert ráð fyrir því að svigrúm hjá ríkissjóði verði frekar notað til aðgerða sem fyrst og fremst miða að því að bæta hag tekjulægstu hópanna og barnafjölskyldna.

6. Endurnýjuð þjóðarsátt.

Loks er lagt til með sjötta tölulið tillögunnar að ríkisstjórninni verði gert að leita víðtæks samstarfs við aðila vinnumarkaðarins, samtök bænda, neytenda, öryrkja og aldraðra, og aðra þá aðila sem efni standa til um aðgerðir til að tryggja efnahagslegan stöðugleika. Slíkt víðtækt samráð er til þess fallið að undirstrika hve mikið er í húfi. Umbjóðendur samtaka launamanna, neytenda o.s.frv., þ.e. fólkið í landinu á, þegar öll kurl koma til grafar mest undir þessu, því að verðbólga og óstöðugleiki í efnahagsmálum bitnar að lokum á almenningi í formi lakari lífskjara, ótryggari atvinnu, þyngri skuldabyrði og þar fram eftir götunum.

Fylgiskjal I.

Seðlabanki Íslands:

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram þolmörk.

(18. febrúar 2005.)

Ágrip.

Verðbólga mælist nú 4,5%, eða yfir þolmörkum sem kveðið er á um í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands frá mars 2001 um verðból gumarkmið og tilhögun peningamála. Í eftirfarandi greinargerð eru ástæður verðbólgunnar raktar til þess að innlend eftirspurn hefur vaxið mun meira en gert var ráð fyrir. Það stafar einkum af meira umfangi stórframkvæmda en fyrr var áætlað, sérstaklega í ár, og kerfisbreytingum á innlendum fasteignalánamarkaði sem leiddu til stóraukins framboðs lánsfjár. Seðlabankinn hefur þegar gripið til umtalsverðra aðgerða til að bregðast við þessum nýju aðstæðum. Verðlagshorfur til næstu tveggja ára hafa batnað nokkuð eftir að bankinn hækkaði vexti í desember sl., en ekki nægilega til að tryggja framgang verðból gumarkmiðsins. Því telur bankastjórn Seðlabankans þörf á að auka aðhald peningastefnunnar enn frekar. Hækkun vaxta bankans um 0,5 prósentur frá 21. febrúar n.k. er liður í þeim aðgerðum. Með nægu aðhaldi telur bankinn unnt að ná verðból gumarkmiðinu innan tveggja ára. Að líkindum mun verðból gan

verða komin undir þolmörkin á ný í sumar og með nægu aðhaldi nálægt verðbólgu markmiðinu á næsta ári. Seðlabankinn mun ekki hvika frá því markmiði.

1. Inngangur.

Samkvæmt lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands er meginmarkmið stjórnar peningamála stöðugleiki í verðlagsmálum. Í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 var bankanum sett verðbólgu markmið, þ.e.a.s. að hann skuli stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Í yfirlýsingunni er Seðlabankanum veitt fullt svigrúm til að beita stjórnartækjum sínum til þess að ná verðbólgu markmiðinu. Þá er í yfirlýsingunni einnig kveðið á um með hvaða hætti Seðlabankanum er ætlað að standa ríkisstjórninni og almenningi reikningsskil gerða sinna. Það er meðal annars gert með því að skilgreina svokölluð þolmörk sem nú eru 1½% til hvorrar áttar frá verðbólgu markmiðinu. Verði þolmörkin rofin ber bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar. Í henni skal koma fram mat bankans á ástæðum fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur að það muni taka að ná verðbólgu markmiðinu að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega. Polmörkin fela ekki í sér neina aðra formlega kvöð um viðbrögð af hálfu Seðlabankans. Rétt er að áréttta að markmið peningastefnunnar er að halda verðbólgu sem næst 2½% verðbólgu markmiðinu, en ekki aðeins innan þolmarka.

Nú í febrúar mældist tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 4,5%. Polmörk verðbólgu markmiðsins voru því rofin og er það tilefni þessarar greinargerðar. Í öðrum kafla greinargerðarinnar er fjallað stuttlega um reynsluna af verðbólgu markmiðinu til þessa. Í þriðja kafla er fjallað um nýlega verðbólguþróun og þær efnahagslegu aðstæður sem hafa haft áhrif á verðbólguna. Í fjórða kafla er fjallað um horfurnar til næstu tveggja ára með áherslu á þær breytingar sem hafa orðið frá því Seðlabankinn gaf síðast út verðbólgu spá í byrjun desember sl. Í fimmta kafla er fjallað um peningastefnuna og aðgerðir sem Seðlabankinn telur nauðsynlegt að grípa til í því skyni að ná verðbólgu markmiðinu á ný.

2. Reynslan af verðbólgu markmiðinu til þessa.

Góð reynsla af verðbólgu markmiðinu.

Tæplega fjögur ár eru liðin frá því verðbólgu markmið leysti fastgengisstefnu af hólmi. Reynslan hefur í meginatriðum verið góð, þótt ótímabært sé að kveða upp endanlegan dóm. Aðstæður í upphafi voru reyndar erfiðar. Mikið ójafnvægi hafði myndast í þjóðarþúskapnum á árunum 1998 til 2000, sem peningastefnan var vanbúin til að takast á við, enda bundin af fastgengisstefnu eins og hún var skilgreind á þeim tíma, auk þess sem bankinn naut ekki þess sjálfstæðis sem hann nýtur nú samkvæmt lögum. Þrátt fyrir að efri þolmörk hafi tímabundið verið rýmri árið 2001, eða 6%, tókst ekki að halda verðbólgunni innan þeirra á því ári, enda lækkaði gengi krónunnar verulega þegar dró úr innstreymi fjár sem hafði fjármagnað mikinn viðskiptahalla árin á undan. Endurtekin inngríp á gjaldeyrismarkaði megnuðu ekki að stöðva lækkingu krónunnar. Í nóvember 2001 hafði gengi krónunnar fallið um tæplega 30% frá hámarki þess vorið 2000.

Þrátt fyrir að þolmörk væru rofin árið 2001 náðist verðbólgu markmiðið fyrr en upphaflega var að stefnt.

Ástæðum þess að þolmörk voru rofin árið 2001 er nánar lýst í greinargerð til ríkisstjórnarinnar sem birt var 20. júní 2001. Verðbólgan náði hámarki í ársbyrjun 2002 og var þá 9,4%.

Þrátt fyrir mikið frávik fyrsta árið eftir að verðbólguþröskur var tekið upp náðist markmiðið um 2½% verðbólgu í nóvember 2002, ári fyrir en ætlað var. Inn fyrir þölmörkin var verðbólgan komin í júlí sama ár. Lykillinn að þessum góða árangri, þrátt fyrir erfiða byrjun, var aðhaldssöm peningastefna, sem leiddi til þess að gengi krónunnar styrktist hratt á ný þegar nægilega hafði dregið úr innlendri eftirspurn og viðskiptahallanum sem grafið hafði undan stöðugleika krónunnar.

Eftir því sem verðbólga hjaðnaði slakaði Seðlabankinn á aðhaldi peningastefnunnar og má ætla að raunstyrivextir bankans hafi verið komnir niður í eða jafnvel undir náttúrulega raunvexti í ársbyrjun 2003. Jafnframt var dregið úr bindiskyldu innlánsstofnana í tveimur áföngum, í mars og í lok árs 2003. Lækkun bindiskyldu var kerfisbreyting, sem fyrirheit höfðu verið gefin um fyrir nokkrum árum og miðaði að því að jafna samkeppnisskilyrði innlendra og erlendra fjármálastofnana, en ekki peningapólitísk aðgerð, enda hafa seðlabankar almennt horfið frá því að beita bindiskyldu sem peningalegu stjórntæki. Áhrifin voru þó ótvírátt til örvunar sem ekki var áhyggjuefni í ljósi slaka sem virtist vera til staðar í þjóðarbúskapnum þegar ákveðið var að lækka bindiskyldu. Í því sambandi má nefna að ekki varð ljóst fyrir en komið var töluvert fram á árið 2004 að hagvöxtur árið 2003 var mun meiri en fyrirbyggjandi haggögn höfðu bent til. Haustið 2002 hafði bankinn hafið að kaupa erlendan gjaldreyri til að byggja upp gjaldeyrisforða sinn sem hafði nánast horfið árið 2001 ef frá eru talin erlend skammtímalán sem tekin voru til þess að halda erlendri lausafjárstöðu í viðunandi horfi. Reynt var að haga kaupunum þannig að áhrif á gengi krónunnar yrðu sem minnst, og minnkandi endurhverf viðskipti Seðlabankans við lánastofnanir vógu að verulegu leyti á móti lausafjáráhrifum gjaldeyriskaupanna (sjá umfjöllun í *Peningamálaum* 2004/4, rammagrein 1 á bls. 46–47).

3. Verðbólguvandinn.

Reyna mun á skipan peningamála á næstu árum.

Á næstu árum mun reyna mjög á hina nýju skipan peningamála. Framkvæmdir við virkjanir og álbræðslur, sem til samans slaga að umfangi upp í þriðjung landsframleiðslu eins árs, fela í sér meira umrót í þjóðarbúskapnum en nokkurt annað land sem hagar peningastefnunni með svipuðum hætti hefur þurft að glíma við. Seðlabankinn mat áhrif þessara framkvæmda í *Peningamálaum* 2003/1. Niðurstaðan var í stórum dráttum á þá leið að með samstilltu aðhaldi á sviði peningamála og ríkisfjármála yrði mögulegt að halda verðbólgu í skefjum. Þótt nokkrar breytingar hafi orðið á áætlunum um framkvæmdir frá því þetta mat var gert er ástæða að ætla að sú niðurstaða standi í meginatriðum.

Almennt ætti framsýn peningastefna á borð við verðbólguþröskur að vera betur til þess fallin en t.d. fastgengisstefna að mæta þeirri röskun á þjóðarbúskapnum sem stórfamkvæmdir munu leiða af sér. Verðbólguþröskur gefur færi á að bregðast fyrir við merkjum um ójafnvægi í þjóðarbúskapnum, einmitt vegna þess að peningastefnan er ekkibundin af þeirri skyldu að halda gengi krónunnar föstu. Á hinn bóginn verður ekki fram hjá því horft að umtalsverð óvissa ríkir um áhrif framkvæmdanna á þjóðarbúskapinn, enda hefur hann ekki áður fengið á sig jafn stóran hnykk við núverandi skipan efnahagsmála, þ.e.a.s. óheftar fjármagnshreyfingar, fljótandi gengi og opinn vinnumarkað. Því verður að reikna með því að peningastefna víki stundum frá því sem eftir á að hyggja gæti talist besta framkvæmd, þó svo að á hverjum tíma taki hún mið af því sem best er vitað.

Kerfisbreyting á lánsfjármarkaði magnar vandann.

Óvissan sem ríkir um áhrif stórfamkvæmda á þjóðarbúskapinn snertir ekki síst samspil þeirra og annarra afla sem hafa áhrif á þjóðarbúskapinn. Á síðastliðnu ári urðu t.d. breytingar á lánamarkaði. Veruleg áhrif þeirra bættust við áhrif framkvæmdanna á innlenda eftirspurn. Aðgangur einstaklinga að lánsfjármagni jókst til muna þegar innlendir bankar tóku að bjóða fasteignaveðlán með lægri vöxtum, til lengri tíma og með meiri veðsetningu en áður hefur þekkt. Viðbrögð almenningsvið þessum breytingum hafa verið sterkari en nokkurn óraði fyrir. Í janúarlök höfðu innlánsstofnanir lánað u.þ.b. 138 ma.kr. til tæplega 12.500 einstaklinga í formi fasteignaveðlána. Að miklu leyti hefur þessum lánnum verið varið til þess að greiða upp eldri óhagkvæmari lán, en jafnvel þótt aðeins broti tekinn lána verði varið til annarra útgjalda geta áhrifin orðið afgerandi. Í því sambandi má hafa í huga að haldi útlánin áfram með svipuðum hraða í heilt ár og ef 10% þeirra er varið til einkaneyslu yrði einkaneysla í heild u.þ.b. 10% meiri en ella. Með því að stórauka húsnæðiseftirspurn hafa breytingar á lánamarkaði átt töluverðan þátt í því að verðbólga mælist nú yfir þolmörkum.

Hækkun húsnæðisliðar skýrir um helming verðbólgunnar undanfarna tólf mánuði.

Áhrif aukins framboðs lánsfjár á neysluverðlag hafa til þessa einkum komið fram í húsnæðislið vísitölu neysluverðs. Í byrjun febrúar hafði húsnæðisliðurinn hækkað um 14% á einu ári og hefur húsnæðisverðbólga ekki verið meiri frá árinu 2000. Meginástæðan er hækkun markaðsverðs húsnæðis, sem undanfarna tólf mánuði hefur hækkað um 17%. Ekki eru öll kurl komin til grafar í þeim eignum. Mikil hækkun fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu undir lok sl. árs er ekki að fullu komin fram í vísitölunni, þar sem í henni er miðað við þriggja mánaða meðaltöl. Af 4,5% hækkun vísitölunnar undanfarna tólf mánuði stafar u.þ.b. helmingur af hækkun húsnæðisliðarins.

Annar þáttur vísitölunnar sem hækkað hefur töluvert umfram aðra er verðlag opinberrar þjónustu. Eftir þó nokkra hækkun í febrúar nam tólf mánaða verðhækkun opinberrar þjónustu 7,2%. Verðlag þjónustu einkaaðila hefur einnig hækkað töluvert umfram verðbólgu markmiðið, eða um 3,6%. Þar sem þjónusta einkaaðila vegur þungt í vísitölunni, eða rúmlega 23%, hefur hækkun þessa liðar lagt umtalsverðan skerf til hækkunar vísitölunnar (sjá mynd 3).

Verulega hefur dregið úr þætti verðhækkunar bensíns og olíu í hækkun vísitölunnar undanfarna mánuði. Bensínverð var í febrúar 4,9% hærra en fyrir ári og áhrif þeirrar hækkunar á tólf mánaða hækkun vísitölunnar námu tæplega 0,2%. Ef horft er framhjá áhrifum hækkandi verðlags húsnæðis, opinberrar þjónustu og bensíns var verðbólgan tæplega 2% á undanföllum tólf mánuðum eins og sést af mynd 4.

Með nokkrum undantekningum hefur verðlag vöru haldist tiltölulega stöðugt undanfarið ár. Auk bensíns hefur verðlag innlendirar búvöru, einkum kjötvöru, hækkað verulega. Að frátöldu bensíni hefur verðlag innfluttrar vöru hjaðnað um ríflega 1%.

Verðlag hefur hækkað mest á vörum og þjónustu í greinum sem ekki sæta erlendri samkeppni.

Verðlagsþróun undanfarinna mánaða fylgir kunnuglegu mynstri. Í byrjun uppsveiflu gætir aukinnar eftirspurnar, einkum í verðlagi á þeim sviðum þar sem erlendirar samkeppni gætir minnst, enda hefur gengið tilhneigingu til að hækka í byrjun uppsveiflu. Gengishækkunin veitir viðnám gegn hækkun verðlags á sviðum þar sem erlend samkeppni er fyrir hendi. Það á hins vegar ekki við um íbúdamarkaðinn, töluverðan hluta þjónustu einkaaðila, búvöru eða

opinbera þjónustu. Vaxandi ójafnvægi í ytri jöfnuði þjóðarþúskaþarins veikir hins vegar stöðu gjaldmiðilsins og þar með verðbólguhorfur til lengri tíma.

Verðbólgan undanfarið ár var í meginatriðum eftirspurnardröfin.

Verðbólga getur til skemmri tíma ýmist verið eftirspurnardröfin, ráðist af kostnaðarbreytingum, eða af samspili hvors tveggja. Á síðasta ári átti kostnaðarþróun utan áhrifasviðs innlendra peningastefnu, þ.e.a.s. verðhækkun eldsneytis á erlendum mörkuðum, lengi vel töluverðan hlut að máli. Að því leyti var verðbólgan síður áhyggjuefni, því líkur voru á að áhrifin myndu fjara út tiltölulega fljótlega eða hækkunin jafnvel ganga til baka, sem nú hefur gerst að nokkru leyti.

Ef laun hækka til muna hraðar en framleiðni getur slíkt valdið aukinni verðbólgu. Því má þó ekki gleyma að hve hratt slík áhrif koma fram ræðst einnig af eftirspurn og að vöxtur eftirspurnar hefur áhrif á atvinnustig og þar með launaþróun. Þegar kjarasamningar helstu stéttarfélaganna lágu fyrir í mars á sl. ári lagði Seðlabankinn mat á launaþróun (sjá *Peningamál* 2004/1 bls. 1 og 9). Niðurstaða bankans var að kjarasamningarnir gætu í meginatriðum samrýmt verðbólguþróuninni. Launaþróunin til þessa virðist ekki benda til þess að það mat hafi verið rangt. Atvinnusköpun virðist hafa verið tiltölulega hæg í upphafi uppsveiflunnar og erlent vinnuafli gegnt stærra hlutverki við virkjunarframkvæmdir en reiknað var með. Því hefur launaskrið til þessa verið tiltölulega lítið miðað við hagvöxtinn, að því er virðist. Jafnframt felur tiltölulega hæg atvinnusköpun á sama tíma og hagvöxtur hefur verið ör í sér að framleiðni hafi vaxið hratt á undanförunum árum. Áætlað er að á árunum 2003 og 2004 hafi launakostnaður á framleidda einingu lítið aukist á milli ára. Um þetta ríkir reyndar umtalsverð óvissa sakir margvíslegra vandamála við túlkun gagna, en með hliðsjón af þekktum dæmum bendir flest til þess að framleiðni hafi aukist hratt á undanförunum árum.

Gengisþróunin að undanförunum hefur verið verðlagsþróun hagstæð. Það sem af er ári hefur gengi krónunnar að meðaltali verið tæplega 7% hærra en á sama tíma í fyrra. Kemur þetta glögglega fram í hjöðnun verðlags innfluttrar vöru, einkum ef áhrifum bensínverðs er haldið til hliðar.

Af ofansögðu virðist einsýnt að undirliggjandi kostnaðarþróun skýrir ekki vaxandi verðbólgu að undanförunum ólíkt ofþensluárunum 1998 til 2001, þegar laun á framleidda einingu jukust að meðaltali um 4½% áári. Ör vöxtur eftirspurnar, viðskiptahalli og vaxandi spenna á vinnuþrengi sem af miklum vexti leiðir kann hins vegar að leiða til slíks kostnaðarþrýstings síðar, en án frekari aðgerða gæti slíkt aukið enn á verðbólguvandann.

4. Verðbólguhorfur.

Spá Seðlabankans í desember sýndi versnandi verðbólguhorfur.

Í byrjun desember sl. birti Seðlabankinn verðbólguþróun sem sýndi umtalsvert lakari verðbólguhorfur næstu tvö ár en spá sem bankinn birti í byrjun júní og endurmat á þeirri spá sem birtist í september. Í *Peningamálum* 2004/4 er greint frá ástæðum þessarar þróunar: hraðari vexti innlendra eftirspurnar en áður var reiknað með, auknum stóriðjuáformum, sérstaklega 2005, og auknu framboði íbúðalána til einstaklinga á lægri vöxtum en áður buðust. Spáin sýndi umtalsverða hættu á að þölmörk yrðu rofin á fyrsta fjórðungi þessa árs. Þótt horfur hafi verið taldaðar á nokkurri hjöðnun síðar á árinu sýndi grunnspáin verðbólgu töluvert yfir verðbólguþróuninni allt spátímabilið og vaxandi undir lok þess, þ.e.a.s. að því gefnu að vextir og gengi héldust óbreytt. Verðbólguþróunin undir lok tímabilsins helgaðist af mikilli framleiðsluspennu á árinu 2006, sem talin var geta orðið álíka mikil og á fyrri ofþensluskeið-

um undanfarinna áratuga. Ennfremur var talið líklegra, ef ekkert yrði aðhafst, að verðbólgan yrði meiri en í grunnspánni fremur en að hún yrði minni. Helgaðist það meðal annars af hættu á að gengi krónunnar tæki að veikjast undir lok spátímabilsins og af því að verðbólgu-spáin benti til þess að veruleg hætta væri á meiri hækkun launa en í forsendum spárinnar í kjölfar hugsanlegrar endurskoðunar á launalið kjarasamninga í nóvember næstkomandi.

Vaxtahækkun bankans og hækkun gengis hafa bætt horfurnar ...

Til þess að bregðast við þessum verðbólguhorfum sá Seðlabankinn sig knúinn til að hækka stýrivexti óvenju mikið um leið og verðbólgu-spáin var birt í desember sl., eða um 1 prósentu, í 8,25%. Jafnframt gaf bankinn til kynna að búast mætti við frekari aðhaldsaðgerðum. Vaxtahækkunin og gengishækkunin sem fylgdi í kjölfarið breytti vitaskuld forsendum verðbólgu-spárinnar umtalsvert. Áhrif aðgerða í peningamálum taka alllangan tíma að koma fram og eru því ekki mikil til skamms tíma, ef undan eru skilin áhrif herra gengis krónunnar á nokkra gengisnæma þætti neysluverðsvísitölunnar. Því var ljóst að aðgerðir bankans hefðu tiltölulega takmörkuð áhrif á líkur þess að verðbólgan færi yfir þolmörk á fyrsta fjórðungi ársins 2005. Að auki hafa aðgerðir Seðlabankans til þessa ekki megnað að hafa áhrif á vexti íbúðaveðlána, sem er meginástæða þess að verðbólga hefur aukist eins og raun ber vitni. Möguleikar Seðlabankans til þess að hafa áhrif á eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði og þar með húsnæðislið vísitölu neysluverðs eru því takmarkaðir til skamms tíma. Vaxandi tólf mánaða hækkun húsnæðisliðarins á undanförunum mánuðum ræðst að nokkru leyti af svokölluðum grunnáhrifum (e base effect), þ.e.a.s. því að liðurinn hækkaði mjög lítið á sama tíma fyrir tólf mánuðum. Hækkun húsnæðisliðarins í hverjum mánuði hefur því komið sem hrein viðbót við árshækkun hans. Á tímabilinu mars til júní 2004 hækkaði húsnæðisliðurinn um tæplega 1½% í hverjum mánuði. Til þess að framlag húsnæðisliðarins til verðbólgunnar hætti að aukast má hækkun hans í hverjum mánuði ekki verða meiri á þessu tímabili í ár. Miðað við hækkun húsnæðisliðarins undanfarna fjóra mánuði, sem hefur verið á bilinu 1–2½% í hverjum mánuði, og að lífleg fasteignaviðskipti eru oft á vormánuðum má þó telja töluverðar líkur á að árs-hækkun húsnæðisliðarins eigi eftir að aukast enn frekar. Að endingu mun hins vegar vaxandi framboð nýbygginga leiða til þess að þessi hrina verðhækkana stöðvast eða snýst jafnvel við. Enn sem komið er virðast eftirspurnaráhrifin þó hafa yfirhöndina og ekki fyrirsjáanlegt að það breytist í bráð.

... en ekki nóg til þess að verðbólgu-markmið bankans náist á spátímabilinu án frekara aðhalds.

Hærra gengi og vextir munu hafa töluverð áhrif á verðbólguþróunina þegar líða tekur á þetta ár og á því næsta og vega á móti áhrifum hækkandi verðlags í þeim geirum sem starfa í skjóli fyrir erlendri samkeppni. Endurmat á efnahags- og verðbólguhorfum miðað við þessar nýju upplýsingar bendir til þess að verðbólga muni verða nokkru minni á næstu tveimur árum en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Helgast það einkum af beinum áhrifum herra gengis krónunnar til skamms tíma lítið og því að hærri vextir og gengi leiða til nokkru minni framleiðsluspennu til lengri tíma lítið. Þó virðist enn ljóst að jafnvel miðað við núverandi gengi og vexti verði verðbólga yfir verðbólgu-markmiðinu allt spátímabilið og vaxandi undir lok þess. Möguleikar bankans til að hafa áhrif á hækkun húsnæðisliðarins virðast ennfremur takmarkaðar til skamms tíma og engin merki eru enn um aðfarið sé að draga úr hækkuninni. Í ljósi ofangreinds er nokkur hætta á að samið verði um auknar launa-hækkanir við endurskoðun á launalið kjarasamninga í nóvember næstkomandi, en það myndi

yta enn frekar undir verðbólgu á næsta ári. Með það og hugsanleg áhrif veikara gengis er fram líða stundir í huga verður að álykta að líkur séu á því að verðbólga verði að óbreyttu töluvert yfir markmiði á næsta ári.

5. Peningastefnan.

Hefði mátt hefja hækkun vaxta fyrir?

Eðlilegt er að spurt sé hvort koma hefði mátt í veg fyrir þá miklu verðbólgu sem nú blasir við ef peningastefnunni hefði verið beitt af enn meiri framsýni. Ef þróun stýrivaxta Seðlabankans er skoðuð í ljósi einfaldrar Taylor-reglu, sem athuganir sýna að fer nærri því sem einkennt hefur atferli seðlabanka sem náð hafa góðum árangri, má draga þá ályktun að hefja hefði mátt hækkun stýrivaxta nokkru fyrir og skarpar en gert var. Ekki er sjálfgefið að líta beri á slíkt sem mælikvarða á gæði peningastefunnar.¹ Hér verður að hafa í huga að það sem virðist augljóst miðað við nýjustu upplýsingar um efnahagsþróunina var ekki augljóst áður en þau gögn lágu fyrir. Eins og áður segir kom ekki í ljós fyrir en nokkuð var liðið á sl. ár að hagvöxtur árið 2003 hafði verið mun meiri en áður var talið og jafnvel þá ríkti töluverð óvissa um hvort um væri að ræða viðvarandi ástand. Fyrst eftir að tölur um hagvöxt á fyrsta fjórðungi ársins birtust í júní sl. varð ljóst að stefndi í mun meiri hagvöxt á árinu í heild en áður var talið. Hin mikla hækkun húsnæðisverðs á rót sína að rekja til atburða á sumar- og haustmánuðum sem komu flestum í opna skjöldu. Hve viðbrögðin urðu sterk kom ekki síður á óvart. Um leið og þau urðu ljós brást Seðlabankinn hart við og hækkaði stýrivexti um 1,5 prósentur í nóvember og desember. Þessu til viðbótar má nefna breytt stóriðjuáform. Framkvæmdirnar eru stærri umfangs og fyrir á ferðinni en áður var ráðgert þannig að meginþungi þeirra verður í ár en ekki 2006. Þar með er stærri hluti þeirra óvænt kominn nær í tíma en svo að peningastefnan hafi umtalsverð áhrif á innlenda eftirspurn til mótvægis.

Eftir á að hyggja má því færa rök fyrir því að hefja hefði mátt vaxtahækkunarferlið fyrir og hraðar en raun varð á. Það var hins vegar ekki augljóst þegar ákvarðanir í peningamálum voru teknar á sínum tíma. Frávikið er að auki ekki stórt og Seðlabankinn hefur þegar tekið mikilvæg skref til að leiðrétta það.

Tilefni til enn frekara aðhalds í peningamálum.

Miðað við verðbólguhorfurnar nú virðist ærið tilefni til enn frekara aðhalds í peningamálum. Verðbólgan hefur aukist frá því síðasta spá var gerð, einkum undirliggjandi verðbólga. Þótt hingað til hafi mátt rekja aukna verðbólgu að mestu leyti til húsnæðisliðarins hefur að undanfögnu gætt vaxandi þrýstings á verðlag þjónustu einkaaðila. Jafnframt er innflutt verðbólga sem rekja má til hækkunar eldsneytisverðs á erlendum mörkuðum nú minni þáttur verðbólgunnar en áður, eins og komið hefur fram. Jafnan hefur þótt ástæða til að horfa fram-

¹ Til eru ýmsar útgáfur af Taylor-reglum, en almennt séð byggjast þær á því að stýrivextir seðlabanka ráðist af fráviki verðbólgu frá markmiði og framleiðsluspennu. Útreikningar í mynd 6 byggjast á því að náttúrulegir stýrivextir Seðlabankans séu 5,5% og að viðbragðsteygni stýrivaxta við fráviki verðbólgu frá markmiði sé 1,5 og viðbragðsteygni við framleiðsluspennu sé 0,5. Myndin sýnir ársfjórðungsleg meðaltöl og byggist á árlegu hlaupandi meðaltali framleiðsluspennu síðustu fjögurra ársfjórðunga. Sýndar eru tvær útgáfur af reglunni þar sem önnur miðast við verðbólguþing viðkomandi ársfjórðungs en hin miðar við spá Seðlabankans um verðbólgu tvö ár fram í tímann. Nánari umfjöllun um Taylor-reglur er að finna í *Peningamálum 2002/2*, rammagrein 5, bls. 23–25. Myndin sýnir einnig framvirka stýrivexti miðað við fölgna framvirka markaðsvexti þann 2. febrúar sl.

hjá þeim hluta verðbólgunnar sem er af erlendum rótum, utan áhrifasviðs peningastefnunnar og líklegur til að vara tiltölulega skamma hríð. Slíkum þáttum er síður til að dreifa nú.

Nokkur umræða hefur verið um hvort æskilegt sé að miða verðból gumarkmiðið við vísitölu neysluverðs án húsnæðis, en verðbólga án húsnæðis var í byrjun febrúar enn í námunda við verðból gumarkmiðið.² Í því sambandi er rétt að minna á að ef verðbólgu gætir jafnan fyrst í geirum sem ekki verða fyrir erlendri samkeppni, kynni slíkt að tefja viðbrögð peningastefnunnar og kalla fram harðara aðhald á tímum þegar gengi og önnur eignaverð lækka. Þannig benda rannsóknir Seðlabankans til þess að húsnæðisverðbólga sé leiðandi vísibending um almenna verðbólgu síðar meir.³

Fátt bendir til þess að draga muni umtalsvert úr vexti eftirspurnar á næstu mánuðum. Eftir vísibendingar um heldur hægari vöxt sl. haust og snemma vetrar virðist aftur hafa hert á vextinum undir lok sl. árs. Mikið framboð húsnæðisveðlana á lægri vöxtum en áður gefur einstaklingum færi á að létta greiðslubyrði, auka skuldir eða taka fjármuni úr húsnæðiseign sinni. Allt þetta og verðhækkun íbúða sem af því leiðir ýtir undir einkaneyslu.

Þrátt fyrir hækkun stýrivaxta um næstum 3 prósentur á sl. ári eru áætlaðir raunstýrivextir enn ekki til muna hærri en líklegir náttúrulegirraunvextir á Íslandi. Þetta stafar af því að verðbólguvæntingar hafa hækkað í samræmi við liðna verðbólgu. Meðan verðbólguvæntingar haldast svo háar dregur það verulega úr áhrifamætti hærri stýrivaxta.

Hærra gengi krónunnar mun stuðla að því að færa verðbólguna nær verðból gumarkmiðinu á þessu ári. Þó er ekki víst að það muni duga til þess að tryggja óbreyttan launalið kjarasamninga, né heldur virðist líklegt að aðhald peningastefnunnar sé orðið nægilegt til þess að koma í veg fyrir að verðbólga taki að rísa á ný á næsta ári, þegar framleiðsluspenna nær hámarki, ef að líkum lætur. Til þess að ná verðból gumarkmiðinu er því nauðsynlegt að auka enn aðhald peningastefnunnar.

Erfiðleikar í atvinnulífi óhjákvæmileg hliðaráhrif.

Aukið aðhald peningastefnunnar mun á næstu mánuðum óhjákvæmilega hafa hliðaráhrif sem verða útflutnings- og samkeppnisgreinum erfíð. Aukið aðhald leiðir til aukins vaxtamunar við útlönd, haldist erlendir vextir lágir. Vaxtamunurinn kallar á innstreymi lánsfjár og hækkun á gengi krónunnar uns væntingar um lækkun gengis síðar gera erlend lán og innlend jafn hagkvæm. Á meðan framboð erlends lánsfjár er jafn mikið og raun ber vitni er óhjákvæmilegt að miðlun peningastefnunnar eigi sér að verulegu leyti stað í gegnum gengisbreytingar. Útflutningsfyrirtæki og önnur fyrirtæki í erlendri samkeppni verða því að búa sig undir erfíða tíma um sinn. Rétt er að hafa í huga að minna aðhaldssöm peningastefna kemur ekki endilega í veg fyrir hækkun raungengis. Það kann að hækka síðar og þá fyrir tilstilli aukinnar verðbólgu og launahækkana fremur en nafngengishækkunar. Ef sú leið er farin er hætt við að stjórnvöld peningamála standi að lokum frami fyrir jafnháu raungengi en með meiri verð-

² Í þessu samhengi er þó rétt að hafa í huga að 2½% verðból gumarkmið bankans er miðuð við vísitölu neysluverðs með húsnæði. Væri tekin ákvörðun um að miðað peningastefnuna við vísitölu neysluverðs án húsnæðis þyrfti að endurskoða verðból gumarkmiðið í því ljósi og þá væntanlega til lækkunar. Þannig má nefna að þegar Englandsbanki breytti viðmiðun verðból gumarkmiðs síns um síðustu áramót í samræmda vísitölu Evrópubandalagsins (HICP) í takt við vilja stjórnvalda til aukinnar samræmingar við stefnu evrópska seðlabankans, var verðból gumarkmið bankans lækkað úr 2½% í 2%.

³ Þórarinn G. Pétursson (2002), „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar“, *Peningamál*, 2002/4, bls. 52–61.

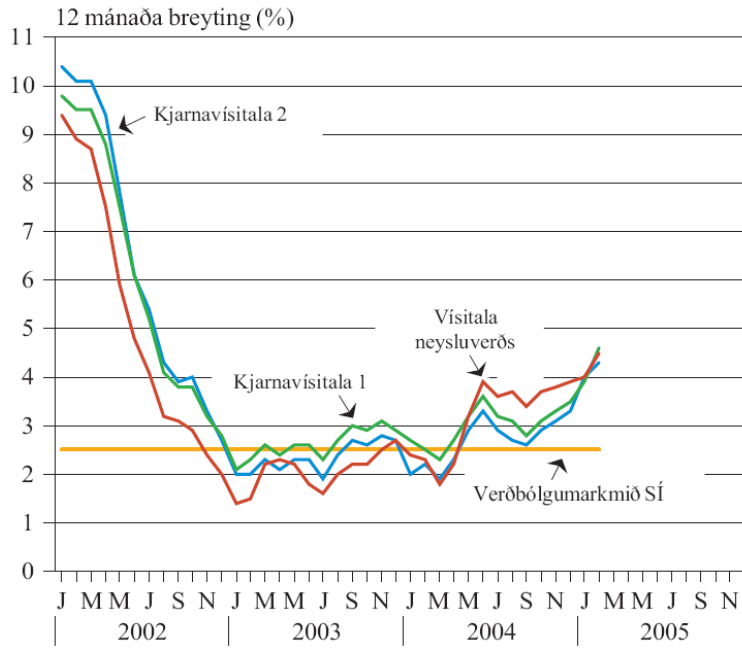
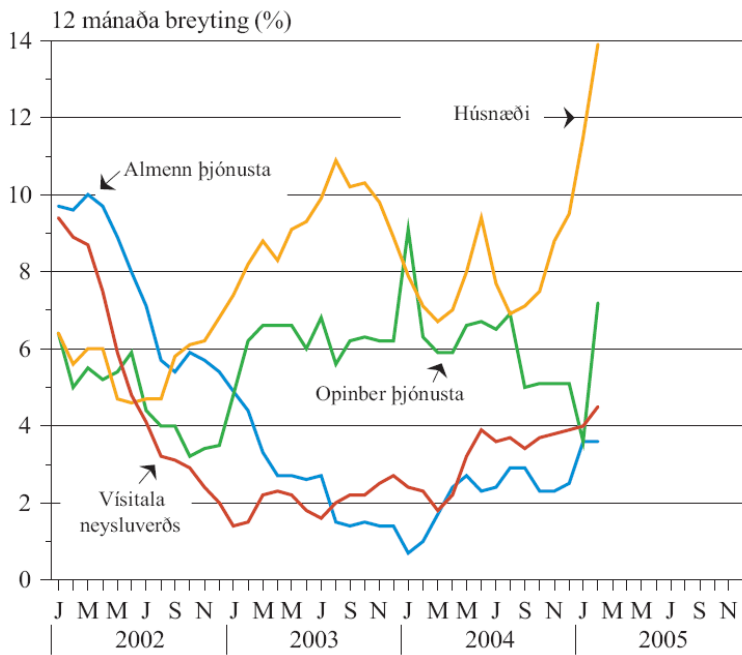
bólgu einmitt á þeim tíma sem líklegt er að gengi krónunnar taki að veikjast á ný. Hærrí vexti en ella þarf til þess að kveða niður verðbólguna við slíkar aðstæður og hætta á fjármálalegum óstöðugleika er mun meiri. Í því sambandi er rétt að minna á að á þeim árum sem fastgengisstefnu var fylgt hér á landi voru hátöppar í raungengi síst lægri en nú er. Munurinn felst fyrst og fremst í því að þá hækkaði raungengið eingöngu fyrir tilstilli meiri verðbólgu og launahækkana en í viðskiptalöndunum, en ekki sakir hækkunar nafngengis. Í ljósi þess hve verðtryggðar skuldir eru orðnar miklar í hlutfalli við tekjur gæti slík framvinda verið til muna háskalegri nú en þá. Framkvæmdir þær sem standa yfir munu óhjákvæmilega hafa umtalsverð ruðningsáhrif í för með sér. Peningastefnan getur í mesta lagi ráðið einhverju um tíma-setningu þeirra en ekki komið í veg fyrir þau. Tilraunir til að fresta ruðningsáhrifunum munu að öllum líkindum aðeins gera þau erfiðari viðfangs. Til dæmis gæti það leitt til vinnudeilna og meiri launahækkana en ella og því meiri verðbólgu á næsta ári. Á hinn bóginn myndi meira aðhald í fjármálum hins opinbera en nú er fyrirhugað draga úr þörfinni fyrir auknið aðhald í peningamálum og þar með óæskilegum hliðaráhrifum þess.

Þeirri skoðun hefur verið varpað fram að hækkun bindiskyldu kynni að vera heppilegri aðgerð en hækkun vaxta til að draga úr framboði lánsfjár. Seðlabankinn er ósammála þessu. Í fyrsta lagi hafa öflugum innlendum fjármálastofnunum opnast ýmsir möguleikar til að víkja sér undan áhrifum aukinnar bindiskyldu. Í öðru lagi kann aukin bindiskylda að koma mjög misjafnlega niður á einstökum lánastofnunum og gæti t.d. komið sérstaklega hart niður á sparisjóðum sem ekki hafa sömu möguleika til forðast áhrif bindiskyldunnar. Í þriðja lagi sýnir alþjóðleg reynsla að afar erfitt er að sjá fyrir áhrif breytinga á bindiskyldu og afleiðingar fyrir einstakar stofnanir geta verið afdrifaríkar. Það er meginástæða þess að enginn helstu seðlabanka heims notar breytingar á bindiskyldu lengur sem stjórnþæki. Í fjórða lagi eru áhrif breytinga á bindiskyldu á vexti og gengi í stórum dráttum hin sömu og af hækkun stýrivaxta þótt miðlunarferlið kunni að vera með öðrumhætti og koma mismunandi niður á einstökum geirum lánakerfisins. Í fimmta lagi er breyting á bindiskyldu ógagnsæ aðgerð og áhrif á væntingar ófyrirséð. Komi áhrif vaxtahækkunar fram í minni verðbólguvæntingum dregur það úr kostnaði aukins aðhalds.

Stýrivextir hækka um 0,5 prósentur frá 22. febrúar.

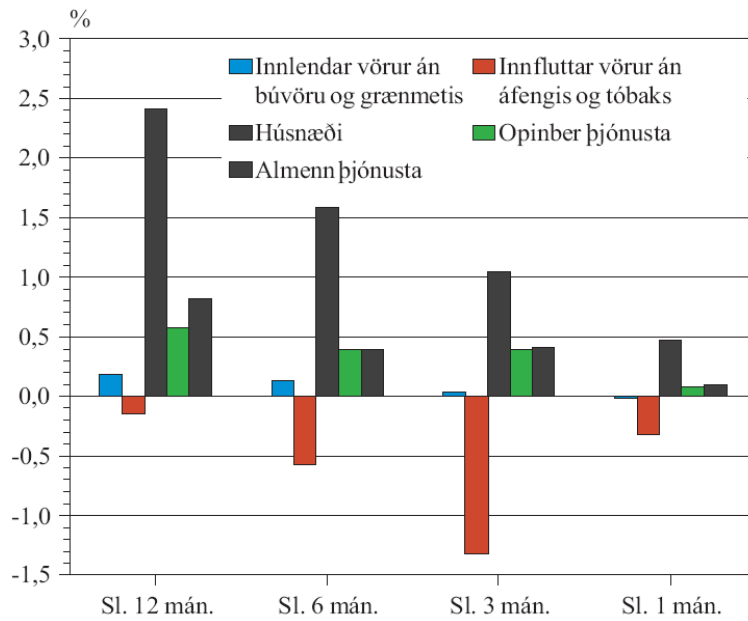
Í inngangi Peningamála 2004/4 gaf Seðlabankinn í skyn að nauðsynlegt yrði að hækka stýrivexti bankans enn frekar til þess að ná því markmiði að verðbólga verði því sem næst 2½% á næstu tveimur árum. Að athuguðu máli telur bankastjórn Seðlabankans nauðsynlegt að taka enn eitt skref til aukins aðhalds nú. Því hefur bankastjórnin ákveðið að hækka stýrivexti bankans um 0,5 prósentur frá og með 22. febrúar næstkomandi. Aðrir vextir bankans verða hækkaðir um 0,5 prósentur frá 21. febrúar n.k. Líklegt er að þörf verði á enn frekari aðhaldsaðgerðum á árinu. Með nægu aðhaldi telur bankinn unnt að ná verðbólgu markmiðinu innan tveggja ára. Að líkindum mun verðbólgan verða komin undir þolmörkin á ný í sumar og með nægu aðhaldi nálægt verðbólgu markmiðinu á næsta ári. Seðlabankinn mun ekki hvika frá því markmiði.

Í *Peningamálum* sem gefin verða út 22. mars n.k. verður birt ný þjóðhags- og verðbólgu-spá bankans.

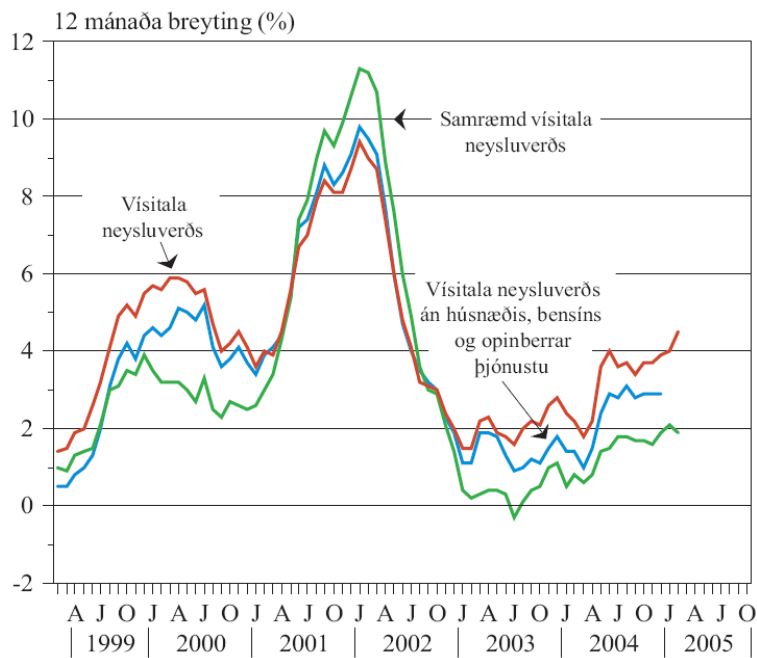
Mynd 1: Verðbólga.**Mynd 2: Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta.**

Mynd 3: Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs.

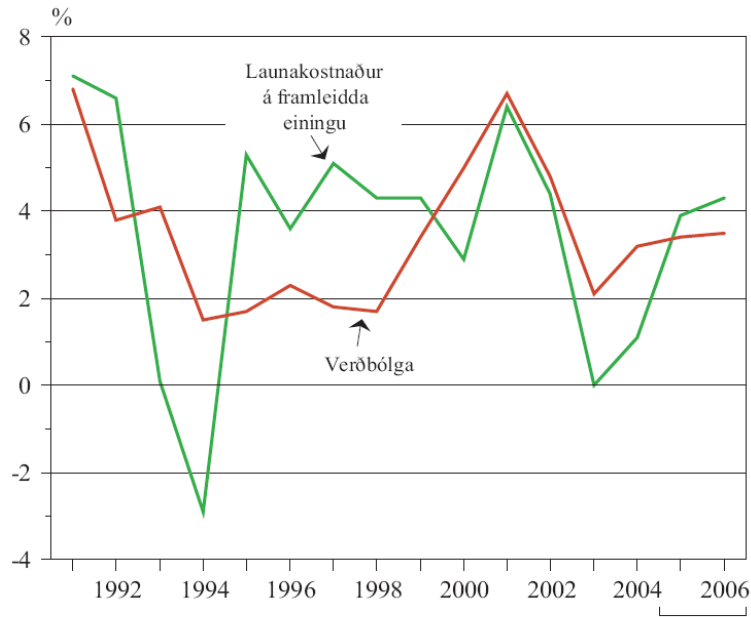
Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 1, 3, 6 og 12 mánuði



Mynd 4: Vísitölur neysluverðs.

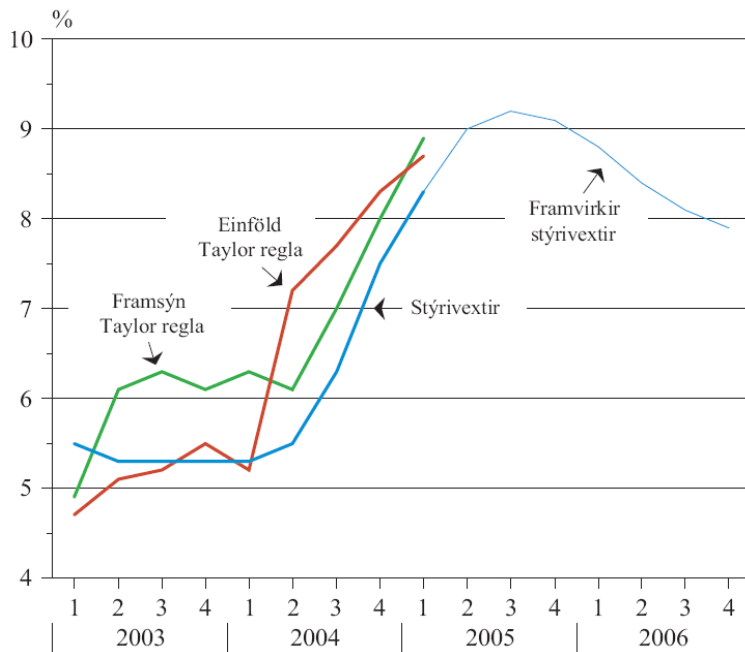


Mynd 5: Verðbólga og launakostnaður.



1. Spá Seðlabankans fyrir árin 2005-2006, birt *Peningamálum* 2004/4. Spá¹

Mynd 6: Stýrivextir Seðlabankans og vextir samkvæmt Taylor-reglu.



Fylgiskjal II.

Hörður Kristjánsson:

**Ofurgengi á krónumni
– áhyggjur hjá útflutningsgreinum og seðlabankastjóri
segir að búast megi við háu gengi næstu tvö árin.**

(Viðskiptablaðið, 8. desember 2004.)

Staða íslensku krónunnar hefur sjaldan verið sterkari en um þessar mundir og styrktist enn við þær aðgerðir Seðlabanka Íslands á fimmtudag í síðustu viku að hækka stýrivexti um heilt prósent, eða úr 7,25% í 8,25%. Áhrifin leiddu til enn herra gengis krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum. Á miðvikudag var miðgengi dollars t.d. skráð á 64 krónur, en fór í 63,39 krónur við lokun á föstudag. Hélt krónan áfram að hækka á mánudag og um miðjan dag í gær var gengi dollars komið í 61,20 krónur. Gengi krónunnar hafði þá hækkað um 4,64% frá því að Seðlabankinn hækkaði vexti síðastliðinn fimmtudag. Bandaríkjadollar hefur hins vegar fallið um 13,5% frá því í byrjun október.

Um þessar aðgerðir Seðlabanka og stöðu krónunnar eru mjög skiptar skoðanir og kom það glögglega fram í umræðum á Alþingi á föstudag. Beinist gagnrýnin einkum að versnandi hag útflutningsgreina. Engar líkur virðast hins vegar á að krónan veikist á næstu mánuðum og jafnvel misserum ef tekið er mið af þenslu og því lögboðna markmiði Seðlabankans að halda verðbólgu niðri, en gengislækkun hefur jafnan verið talin ávísun á verðbólgu.

Einar Oddur Kristjánsson, varaformaður fjárlaganefndar Alþingis, sagði í umræðum um fjárlagafrumvarpið á Alþingi að honum væri ómögulegt að skilja hvernig Seðlabankanum dytti í hug að hækka stýrivexti um hundrað punkta. Með því að hækka gengi krónunnar væri verið að grafa undan atvinnulífinu. Seðlabankanum bæri að sjá um hagstjórnina og gæti notað allt önnur tæki eins og bindiskylduna.

„Ég hef verið á undanförunum misserum og mánuðum ákaflega uggandi varðandi íslenskan gjaldmiðil og í hvaða hæðir hann er að fara. Og þegar Seðlabankinn kemur núna í gær í fyrradag og ætlar enn þá að bæta um betur og keyra gengisvísitöluna niður, ég veit ekki hvert, í 112, 110, þá er mér öllum lokið. Þá gerist ég mjög hræddur. Það er verið að reyna á þanpólið á svo harkalegan hátt að atvinnulífið í heild sinni; framleiðslan, útflutningsframleiðslan, samkeppnisframleiðslan, er í verulegri hættu. Það hlýtur að vera mjög ámælisvert og ástæða til þess að tala til þessara manna í fullri alvöru,“ sagði Einar Oddur.

Eins og við var að búast.

Birgir Ísleifur Gunnarsson, seðlabankastjóri, sagði í samtali við Viðskiptablaðið að hátt gengi væri í samræmi við það sem við mátti búast.

„Menn mega auðvitað búast við háu gengi næstu tvö ár þegar svo gríðarlegar framkvæmdir koma inn í hagkerfið á svona stuttum tíma. Það nemur um einum þriðja af landsframleiðslu og allt fjármagnað ýmist með erlendu eiginfé eða lánsfé frá útlöndum. Við slíkar aðstæður er ekkert um annað að ræða en að menn megi búast við háu gengi. Það er svo aftur annað mál hvort það verður nákvæmlega eins og það er í dag, því við sjáum markaðinn sveiflast upp og niður.“

Hvað með áhyggjur manna vegna útflutningsgreinanna?

„Við deilum þeim áhyggjum með þeim sem í þeim viðskiptum eru. Það er enginn vafi á

því að menn verða að búa sig undir það að gengið verði hátt. Við höfum þó sagt að það er hægt að draga úr þessum hliðarverkunum með því að hafa mjög strangt aðhald í ríkisfjármálum.“

Þið eruð tilbúnir í að hækka stýrivexti enn frekar ef ekkert lát verður á?

„Já, okkar verkefni er að halda verðbólgunni sem næst tveimur og hálfu prósentu og við erum auðvitað staðráðnir í að gera það með þeim tækjum sem við höfum.“

Birgir Ísleifur segir vextina þó eina og sér ekki valda háu gengi, það sé fyrst og fremst mikið innstreymi fjármagns. Gegn þessu dugi ekkert annað en mikið aðhald í opinberum fjármálum.

Ótrúlegt skilningsleysi.

Hörður Arnarson forstjóri Marel's segir að hátt gengi krónunnar hafi sömu áhrif á hans fyrirtæki eins og öll önnur útflutningsfyrirtæki. – „Mér finnst ótrúlegt skilningsleysi vera á þörfum útflutningsgreina, ef menn ætla að sætta sig það.“ sagði Hörður Arnarson og vísar til orða seðlabankastjóra um að búast mætti við langvarandi háu gengi krónunnar.

„Tekjur minnka og þetta er mjög slæm staða. Þetta er sérstaklega slæmt varðandi sölu inn á Bandaríkin vegna þess hversu veikur dollarinn er. Þá er líka ljóst að staðan er mjög óþægileg fyrir allar útflutningsgreinar líka gagnvart öðrum gjaldmiðlum þar sem krónan er mjög sterk.“

Er hætta að á fyrirtæki flykkist úr landi í auknu mæli?

„Fyrirtæki hafa verið að fara úr landi undanfarin misseri. Þar má nefna sem dæmi, Hampiðjuna, Plastprent og 66° Norður. Þetta hamlar uppbyggingu hér.“

Hvað með ykkur?

„Við erum eingöngu með þriðjung starfsemi okkar á Íslandi. Það er spurning hvað gerist. Ég tel engar efnahagslegar forsendur fyrir því að krónan haldist svona sterk, Ef hún gerir það, þá verða menn bara að skoða hvaða leiðir menn hafa til að minnka íslenska kostnaðinn.“

Varla er þanþól útflutningsfyrirtækja ótakmarkað?

„Nei, það er það ekki, en það er þó mjög mismundandi eftir stöðu fyrirtækja. Þá eru kostnaðarhækkunarir hér innanlands meiri en erlendis. Ef menn fá stöðugt meiri kostnaðarhækkunarir og stöðugt minni tekjur, þá gengur það auðvitað ekki til lengdar.“

Versnandi verðbólguhorfur.

Birgir Ísleifur skýrði ákvörðun bankastjórnar Seðlabankans á fundi Verslunarráðs Íslands á föstudag og tvinnuði þær skýringar saman við ástand og horfur í efnahags- og peningamálum og þar með nýja þjóðhagsspá og verðbólguþá bankans.

Hann benti á að frá því að Seðlabankinn birti síðast verðbólguþá í júní sl. hafi verðbólguhorfur til lengri tíma litið, versnað töluvert. Mætti einkum rekja það til meiri vaxtar innlendrar eftirspurnar en áður var reiknað með.

„Hagvöxtur er og verður meiri en spáð var í júní sl. Aukin samkeppni á lánamarkaði hefur leitt til þess að aðgangur almennings að lánsfé hefur orðið mun greiðari en áður og vextir verðtryggða húsnæðisveðlána til langs tíma hafa lækkað. Þetta hefur leitt til þess að lánveitingar til einstaklinga hafa vaxið mikið og það aftur leitt til hækkunar á íbúðaverði. Stóriðjuáformin hafa enn vaxið og þjappast meir á næstu tvö ár en áður voru horfur á. Yfirlýsingar um skattalækkun hafa verið staðfestar og áform um aðhald í útgjöldum hins opinbera næstu tvö ár eru nokkuð óljós. Horfur eru á að allir þessir þættir leiði til mun meiri framleiðslu-spennu en áður var talið og kyndi undir verðbólgu, einkum á árinu 2006 ef ekkert er að gert.

Þá aukast líkur á að launaliðir kjarasamninga verði endurskoðaðir að ári ef ekki tekst að hafa hemil á verðbólgunni.“

Þrátt fyrir að Birgir Ísleifur segi að óljóst sé um áform í útgjöldum hins opinbera næstu tvö árin þá hefur Seðlabankinn lýst því yfir að í því felist ekki neinn áfellsdómur á fjármála- stjórni ríkisstjórnarinnar. Birgir Ísleifur skýrði hins vegar nánar afstöðu Seðlabankans vegna hækkunar stýrivaxta og vísar þar til laga um markmið bankans þegar hann segir:

3,8% verðbólga.

„Við skulum því næst víkja að verðlagsþróun en stöðugt verðlag er eitt höfuðverkefna bankans samkvæmt lögum og er verðból gumarkmiðið 2,5% reiknað sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum. Undanfarna mánuði hefur verðból gan verið á uppleið og mældist hún 3,8% í nóvember. Þetta var sjöundi mánuðurinn í röð sem verðból ga mældist meiri en 3,5%. Hagstofan birtir tvær vísitölur sem gefa vísbendingu um undirliggjandi verðból gu. Árshækkun kjarnavísitölu I, sem er vísitala neysluverðs án sveiflukennndra undirliða, búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns, nam 3,3% í nóvember og hafði verið um eða yfir 3% undan- farna sjö mánuði. Kjarnavísitala II sem að auki undanskilur verð opinberrar þjónustu hækk- aði um 3,1% á tólf mánuðum til nóvember og hafði árshækkunin sveiflast í kringum 3% undanfarna sjö mánuði.

Eftirspurnarþrýstingur.

Verðból gan er enn bundin við tiltölulega fáa undirliði. Hækkun þeirra má að miklu leyti rekja til vaxandi eftirspurnar, en að hluta til beins kostnaðarþrýstings. Skýrasta vísbending um eftirspurnarþrýsting er hröð hækkun íbúðaverðs undanfarna mánuði og ár. Af 3,8% hækkun vísitölnunnar síðastliðna tólf mánuði skýrast 1,3% af hækkun húsnæðisliðar. Önnur 0,6% af hækkun vísitölu neysluverðs skýrast af verðhækkun bensíns, en breytingar á bensín- verði á heimsmarkaði koma fljótt fram í bensínverði hér á landi. Þá hefur verð opinberrar þjónustu hækkað meira en vísitalan í heild. Þannig skýrast rúmlega 4/5 hlutar verðból gunnar undanfarna tólf mánuði af verðhækkun húsnæðis, bensíns og opinberrar þjónustu. Að framangreindum liðum frátöldum hafa verðlagshækkunarir verið hóflegar. Verð þjónustu á al- mennum markaði hafði í byrjun nóvember hækkað um 2,3% á tólf mánuðum, verðlag inn- fluttrar vöru án áfengis og tóbaks um 2,5% og innlendarar vöru án búvöru og grænmetis um 1,6%.

Lítið lát hefur orðið á hækkun markaðsverðs íbúðarhúsnæðis og þegar áhrifa aukinnar samkeppni á íbúðalánamarkaði og lækkunar vaxta á fasteignaveðlánnum tók að gæta á haust- mánuðum hækkaði verðlag íbúðarhúsnæðis hröðum skrefum. Í nóvember hafði húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hækkað um 8,8% á tólf mánuðum sem leiddi til 1,6% hækkunar vísitölu neysluverðs eins og áður greinir.

Hækkun íbúðaverðs undanfarna tólf mánuði hefur verið hröðust á höfuðborgarsvæðinu en hefur einnig verið umtalsverð á landsbyggðinni. Hraðast hefur verð einbýlishúsa og stærri eigna á höfuðborgarsvæðinu hækkað, eða um rúmlega 20% undanfarna tólf mánuði, en verð- hækkun íbúða í fjölbýli hefur á sama tíma verið 12%. Undanfarna fjóra mánuði hefur hækkun stærri eigna verið sérlega hröð eða að jafnaði 2–3,5% á mánuði.“

Með von um bata.

Með öðrum orðum seðlabankastjóri lítur svo á að bankanum sé skylt samkvæmt lögum að halda niðri verðból gu og til þess hafi bankinn fáa aðra úrkosti en að hækka stýrivexti.

Hann ítrekar þó að ákvörðun Seðlabankans um vaxtahækkun á fimmtudag er ætlað að koma í veg fyrir að sú þróun sem verðbólguþá bankans bendir til muni í raun verða.

Í þjóðhagsspánni sem Seðlabankinn hefur nú birt er spáð töluvert meiri vexti eftirspurnar og hagvexti á næstu tveimur árum en áður hefur verið gert. Einkaneysla jókst á fyrri helmingi ársins 2004 um 7,2% frá sama tíma í fyrra og spáð er 7% vexti á árinu í heild. Birgir Ísleifur segir að þegar horft sé til næstu tveggja ára virðist einsýnt að einkaneysla mun halda áfram að vaxa ört. Spáð er að hún vaxi um 9,5% á næsta ári og um tæplega 7% árið 2006. Ástæður þessa eru m.a. sagðar þær að viðbrögð heimilanna við íbúðaveðlánnum bankanna hafa verið hröð og flest bendir til að þau muni halda áfram að endurfjármagna skuldir sínar á næstu árum og lengja líftíma útistandandi skulda um leið. Greiðslubyrði útistandi lána mun því léttast umtalsvert. Heimilin munu því hafa meira fé til ráðstöfunar eftir vexti og afborganir en áður og að líkindum verja meginhluta þess til einkaneyslu. Lækkun skatta mun væntanlega hafa sömu áhrif. Til viðbótar er telur Seðlabankinn líklegt að heimilin bregðist við léttari greiðslubyrði með aukinni lántöku.

Birgir Ísleifur benti á að vikið sé frá forsendum fjárlagafrumvarps um undirliggjandi vöxt samneyslu vegna þess að útgjaldatölur ársins virðast allt benda til að bæði útgjöld og tekjur fari fram úr áætlunum haustsins. – „Gangi áætlanir ráðuneytisins hins vegar eftir sem við hljótum að vona, yrði hagvöxtur væntanlega 0,5% minni árið 2005 en áhrifin 2006 yrðu ekki eins mikil. Ætla mætti að ársverðbólga á næstu 2 árum yrði 0,2–0,3 prósentum minni en ella.“

Fylgiskjal III.

Gústaf Steingrímsson:

Sterk króna hefur vegið gífurlega að mörgum fyrirtækjum í útflutnings- og samkeppnisgreinum og eru mörg fyrirtæki rekin með tapi:

Kallar á fleiri gjaldþrot hjá útflutningsfyrirtækjum.

(Viðskiptablaðið, 9. febrúar 2005.)

Gengi krónunnar er gríðarlega sterkt um þessar mundir og hefur mikil styrking hennar að undanfögnu þrengt mjög mikið að flestum útflutnings- og samkeppnisgreinum sem að reka sig margar hverjar með tapi nú um stundir. Krónan hefur ekki verið jafn sterk síðan á fyrri hluta ársins 2000 og þarf að leita mörg ár aftur í tímann til að finna viðlíka styrk á raungengingu eins og það er um þessar mundir.

Landsbankinn sendi frá sér skýrslu í síðustu viku þar sem fram kemur að bankinn telur margt benda til þess að jafnvægisraungengið hafi hliðrast upp á við vegna breytinga á efnahagslífinu og Íslandi og sú hliðrun muni kalla á sársaukafulla aðlögun fyrir mörg útflutnings- og samkeppnisfyrirtæki á næstu árum. Björn Rúnar Guðmundsson hjá Greiningardeild bankans sagði í kjölfarið í samtali við Viðskiptablaðið að sársaukinn verði mestur hjá þeim fyrirtækjum sem eru með minnstu framlegðina og þola þannig minnstu tekjuskerðinguna. „Það getur hugsanlega verið fiskvinnsla eða greinar sem bera mikinn kostnað í hlutfalli við tekjur. Þetta geta einnig verið ýmiss fyrirtæki í ferðaþjónustu svo dæmi séu tekin,“ sagði Björn Rúnar.

Í skýrslu bankans kemur fram að gengisvísitala krónunnar árið 1998 var að meðaltali 112,8 stig sem er nokkuð svipað eins og hún hefur verið að meðaltali í janúar. Ef borin er saman þróun framleiðslukostnaðar hér heima og erlendis frá 1998 kemur í ljós að verðlag hefur hækkað um 32% á Íslandi en 13% í viðskiptalöndunum. Launakostnaður á framleidda einingu hefur hækkað um 25% hér á landi en 12% í viðskiptalöndunum. Þótt nafngengi krónunnar sé nú svipað og var árið 1998 er ljóst að á mælikvarða verðlags og launakostnaðar hafa samkeppnisskilyrði íslensks atvinnulífs versnað verulega. Verðlag og launakostnaður hefur hækkað ríflega helmingi meira hér en í viðskiptalöndunum.

Gjaldþrot í fiskvinnslu yfirvofandi.

Fiskvinnslan hefur farið illa út úr þeirri gengisstyrkingu sem orðið hefur. Mikið hefur þrengt að greininni upp á síðkastið og eru nýjustu dæmin uppsagnir starfsmanna í fiskvinnslu í Þorlákshöfn og uppsagnir hjá Samherja fyrir austan. Margt bendir til þess að þetta sé forsmekkurinn af því sem koma skal. „Haldi þessi sterka króna áfram svona eins og útlit er fyrir, a.m.k. til skemmri tíma, munu menn draga frekar saman í starfseminni en þau sem hafa ekki kost á því munu hreinlega leggja upp laupana. Þetta er það mikið framlegðarfall og mörg fyrirtæki eru að keyra það langt undir núllinu að þau þola ekki sterka krónu nema í stuttan tíma í viðbót. Það verður því framhald á þeim uppsögnum sem þegar hafa orðið,“ segir Arnar Sigurmundsson formaður Samtaka fiskvinnslustöðva.

Arnar sagði fyrirtæki bera sig langflest mjög illa. „Auðvitað er þetta eitthvað misjafnt eftir vinnslugreinum. Höggið kemur út af fyrir sig jafnt á alla en menn eru misjafnlega sterkir fyrir. Afleiðingarnar hafa verið að birtast í því að menn hafa verið að draga saman sína starfsemi. Hækkarnir í erlendri mynt á síðasta ári náði alls ekki til allra á síðasta ári þannig að

sumar greinar og einstök fyrirtæki innan þeirra standa afar illa.“

Á sama tíma og krónan er svona sterk hafa kostnaðarliðir í fiskvinnslu verið að hækka. „Við sömdum fyrir ári síðan um að launakostnaður myndi hækka núna um 4%. Ég hefði nú ekki boðið í það að ljúka samningum á þeim nótum ef við höfðum séð fyrir að gengið myndi styrkjast svona mikið.“

Enginn sá fyrir svo sterka krónu.

Það sem er kannski einna bagalegast við styrkingu krónunnar að undanfögnu er að svo virðist sem að enginn hafi séð fyrir að krónan myndi styrkjast svo mikið. Flestar spár gengu út á að gengi krónunnar myndi hugsanlega vera hvað sterkust í kringum 120 stig á þessu ári en að hún færi niður í 110 stig var eitthvað sem fáum ef nokkrum datt í hug. Spárnar hafa eflaust gefið mörgum fyrirtækjum falska öryggiskennd og leitt til þess að einhver þeirra hafa látið það vera að verja sig gagnvart styrkingu og súpa þau núna seyðið af þeirri ákvörðun. Arnar sagði þessa styrkingu krónunnar að undanfögnu hafa komið óþægilega á óvart. „Vísitalan nú er í kringum 112 stig en flestir sérfræðingar höfðu verið að gera ráð fyrir því að hún yrði yfir 120 stigum á þessu ári. Framlegð í öllum greinum fiskvinnslu hefur snarlækkað og hefur komið einna harðast niður á henni sé tekið mið af öðrum útflutnings- og samkeppnisgreinum,“ sagði Arnar.

Varðandi hugsanlegar hagræðingaraðgerðir sagði Arnar að fiskvinnslan hefur verið að hagræða síðustu 10 til 15 árin. „Fyrst var farið í sameiningar fyrirtækja en við sjáum að aukin sérhæfing í vinnslunni hefur hjálpað fyrirtækjunum. Við sjáum að fyrirtækjum sem einbeita sér að þorsvinnslu hefur farið fjölgandi sem þýðir að menn eru að ná betri árangri þar.“ Arnar bætti þó við að með aukinni hagræðingu hefur möguleikum til hagræðingar hefur farið fækkandi.

Ástandið getur ekki varað lengi.

Arnar sagðist trúa spám Íslandsbanka og KB banka en þeir spá því að gengið muni veikjast það sem eftir lifir árs og verða í kringum 125 stig um næstu áramót og fara hæst í 140 á næsta ári eða hugsanlega 2007. „Við trúum ekki öðru en að krónan taki að veikjast umtalsvert á næstu misserum. Það verður einfaldlega farið að kreppa það mikið að og ekki bara á sjávarútvegsfyrirtækjum heldur öðrum útflutnings- og samkeppnisgreinum að þetta ástand getur ekki varað nema nokkra mánuði í viðbót.“

Í samtali við Ernu Hauksdóttur hjá Samtökum ferðaþjónustunnar kom fram að staða ferðaþjónustunnar er mjög erfið þegar gengið er svona sterkt og mörg fyrirtæki eiga mjög erfitt uppdráttar. „Við þetta gengisstig verður Ísland mun dýrara ferðamannaland en áður. Einstök fyrirtæki eru síðan með mismunandi stöðu. Þau fyrirtæki sem eru með skuldir sínar í erlendum gjaldmiðlum fara náttúrulega betur út úr svona þróun en þau félög sem eru með allar sínar skuldir í krónum. Stærri og oft á tíðum fjárhagslega sterkari fyrirtæki eiga auðveldara með að mæta svona sveiflum í gengi,“ sagði Erna. Aðspurð hvort ferðaþjónustan sé rekin með tapi við svona aðstæður sagði Erna mjög mismunandi hvernig fyrirtækjum gengur. „Ferðaþjónustan er mjög fjölbreytt atvinnugrein og því eru fyrirtækin misvel sett.“

Frekari hagræðing er nauðsynleg.

Aðspurð hvort að búast megi við auknum gjaldþrotum í greininni sagðist Erna ekki telja það ólíklegt. „Við svo sterkt gengi tel ég að það geti orðið meira um gjaldþrot. Það er mjög brýnt að Alþingi fari að ræða meira um starfsskilyrði atvinnuveganna og taka á því máli.“

Samkeppnisstaða ferðapjónustunnar er slæm og búa fyrirtækin á mörgum sviðum við hærri álögur en fyrirtækin í samkeppnislöndum. Ef við ætlum að halda þjóðfélaginu gangandi verður atvinnulífið að geta gengið. Það er sífellt verið að vega að starfsskilyrðum þessarar greinar og nú síðast var verið að hækka olíukostnaðinn hjá rútufyrirtækjum.“ „Stóra vanda málið í ferðapjónustu er að arðsemin er ekki nægilega góð. Það er svo sem ýmislegt sem skýrir það. Það er gríðarlega mikil árstíðarsveifla í þessari grein, sérstaklega í dreifðari byggðum og hún er mjög vinnuaflsfrek. Aðföng eru einnig oft á tíðum mjög dýr, dýrari en í samkeppnislöndum.“ Erna sagði mörg fyrirtæki hafa gengið í gegnum mikla hagræðingu einfaldlega vegna þess að arðsemin hefur verið það léleg að ef að menn hafa ætlað sér að lifa af hafa þeir þurft að hagræða. „Þau þurfa samt mörg að gera betur í þeim efnum.“ Varðandi mögulega hagræðingarmöguleika sagði Erna að stærð fyrirtækja sé alltaf styrkur og með sameiningum mætti hugsanlega ná fram ákveðinni hagræðingu.



Fylgiskjal IV.

Ólafur Teitur Guðnason:

Óbreytt gengi kostar sjávarútveginn á þriðja tug milljarða.

Viðtal við Friðrik J. Arngrímsson, framkvæmdastjóra LÍÚ.
(Viðskiptablaðið, 4. mars 2005.)

Þeir eru sjálfsagt fáir í íslensku atvinnulífi sem jafnærið tilefni er til að ræða við þessa dagana um stöðu mála og Friðrik J. Arngrímsson framkvæmdastjóri Landssambands íslenskra útvegsmanna. Það blasir við að langvarandi hátt gengi krónunnar hefur svipt sjávarútveginn gífurlega miklum tekjum. En hve miklum? Er kannski gert of mikið úr áhrifunum eða er greinin raunverulega illa stödd? Hverjum er um að kenna? Til hvaða aðgerða er nauðsynlegt að grípa?

Friðrik segir að útgerðarmenn hafi skilning á því að tímabundin styrking krónunnar hafi að einhverju leyti verið réttmæt meðan mestu áhrifa stóriðjuframkvæmdanna gætir. Þeir hafi verið tilbúnir að taka á sig kostnað vegna þess. Núna sé hins vegar komið yfir mörkin.

Mannanna verk.

Friðrik leggur áherslu á að rætur þessarar þróunar megi rekja til tiltekinna ákvarðana; ekki dugi fyrir stjórnvöld að fórna höndum og benda á að markaðurinn ráði einfaldlega för.

„Menn segja: „Markaðurinn ræður þessu.“ Það er hins vegar einföldun. Að baki þessu öllu liggja ákvarðanir,“ segir Friðrik. „Til dæmis ákvarðanir um stóriðjuframkvæmdir, hækkun íbúðalána og hvernig þau vega inn í vísitöluna og síðast en ekki síst vaxtahækkanir Seðlabankans. Sem betur fer virðast allir sjá að þetta gengi stenst ekki til framtíðar. Og allir sem ég ræði við eru sammála um að eftir því sem teygist lengur úr þessu þeim mun hærra verði fallið og verðbólguáhrifin meiri. Auk þess munum við sitja eftir með miklu veikari atvinnuvegi en áður.“

Sem sagt: Því fyrr sem gengið leitar jafnvægis á ný því betra. Helst ekki síðar en strax. Þangað til þarf sjávarútvegurinn að búa við það sem Friðrik gagnrýnir að sé notað nánast eins og fjarvistarsönnun í opinberum skýrslum um efnahagsál: „Ruðningsáhrif.“ Fínt og fræðilegt orð, en hvað felst í því? spyr Friðrik og svarar sjálfur:

„Í því felst í rauninni að menn í opinberum stofnunum hafa sest niður og sagt: „Við ætlum að gera eigur ákveðinna aðila upptækar. Við ætlum að gera ákveðin fyrirtæki gjaldþrota. Hirðum allt eigið fé út úr þeim.“ Það kann að hljóma langsótt en maður kemst ekki hjá að velta því hreinlega fyrir sér hvar mörkin eru varðandi vernd eignarréttarins.

Mér finnst menn afgangi þetta með mikilli léttúð; í fjármálaráðuneytinu sitja menn og halla sér aftur vegna þess að styrking krónunnar þýðir meira innstreymi og aukna neyslu. Ríkissjóður fær tekjur af því. En neyslan er meira eða minna tekin að láni og skuldir hrannast upp. Allir víta að þetta brestur einhvern daginn en þeim sem sitja í fjármálaráðuneytinu líður bara vel.“

Allt að 27 milljarðar í súginn.

Hver eru áhrif hins háa gengis krónunnar á sjávarútveginn?

„Það er ekkert óskaplega flókið að reikna það út. Tekjur greinarinnar í fyrra voru um 120

milljarðar miðað við gengisvísitöluna 121. Segjum að jafnvægisgengi – eðlilegt gengi – sé 130–135. Þá sjáum við að gengið 110 felur í sér að sjávarútvegurinn verður af um það bil 20–27 milljörðum á ári miðað við jafnvægisgengi. Stór hluti af því er hrein framlegð vegna þess að kostnaðurinn lækkar ekki til jafns við tekjurnar. Þannig að þetta skiptir sköpum fyrir afkomuna.

Menn segja að sjávarútvegurinn eigi auðvelt með að laga sig að þessu vegna þess að laun sjómanna séu í raun tengd við gengið. Við þurfum hinsvegar að greiða sjómönnum okkar góð laun og launalækkun þeirra er eins slæm og tekjuskerðing okkar. Hver maður sem við missum vegna lækkandi launa er okkur dýrmætur.“

Þú hefur gagnrýnt stjórnvöld fyrir þeirra þátt.

„Já, ég gagnrýni þau. Stjórnvöld verða að bregðast við. Á meðan stóriðjuframkvæmdirnar ganga yfir verður að beita aðhaldi á öllum sviðum, það er alveg ljóst. Seðlabankinn hefur til dæmis bent á þetta.“

Það hefur náttúrulega verið gert að einhverju marki og auðveldara um að tala en í að komast að herða frekar á því.

„Það er ekkert annað að gera. Mér liggur við að kalla það kæruleysi hvernig haldið hefur verið á málum; flýtur meðan ekki sekkur. – Auðvitað verður að fylgja sögunni að ríkisstjórnin hefur að mörgu leyti staðið sig mjög vel. Og hver er hinn kosturinn í þeim efnum? Maður sér hann ekki. En það verður að veita stjórnvöldum aðhald því að þetta er nánast að verða eins og með nýju fötin keisarans. Eins og ég sagði áðan: Þetta eru allt meðvitaðar ákvarðanir. Og ríkisstjórnin og Seðlabankinn verða að leggjast saman á árarar. Það var ákveðið að vinna samkvæmt verðbólgu markmiði, sem er hið besta mál, en síðan spila menn hvor í sína áttina. Ríkisstjórnin skilur Seðlabankann eftir með þetta eina tæki, sem eru vaxtaákvarðanirnar, og bankinn getur ekkert annað gert en að hækka vextina til þess að styrkja gengið, sem hefur aftur þessi áhrif. Þetta ýtir undir spákaupmennsku, dregur máttinn úr atvinnulífinu og er einfaldlega óskynsamlegt.“

Lánin hækka aftur en hagnaðurinn er horfinn.

Uppgjör sjávarútvegsfyrirtækja benda samt til þess að greinin þoli þetta ágætlega. Þormóður rammi skilaði 319 milljóna kr. hagnaði í fyrra og greiddi 650 milljónir í arð. Vinnslustöðin skilaði 547 milljónum eftir skatta, tvisvar sinnum meiri arðsemi eigin fjár en 2003 og greiddi 470 milljónir í arð. Þetta bendir ekki til óþolandi bágrar stöðu.

„Þetta gefur ekki alveg rétta mynd. Stór hluti af þessu er mjög mikill bókfærður hagnaður vegna þess að erlend lán hafa lækkað með genginu. Um leið og gengið fer til baka fara lánin aftur í hina áttina. Og þegar þú skuldar nokkra milljarða geturðu auðvitað ekki reiknað með öðru en að því fylgi kostnaður til lengri tíma litið en ekki hagnaður!

Það er alveg ljóst að við erum að tapa umtalsverðum peningum vegna stöðu krónunnar. Það, að lánin eru tímabundið lægri í krónum talið, breytir því ekki, þótt því fylgi einhver ávinningur í formi lægri vaxtabyrði. Þegar gengið fer í hina áttina hækka lánin aftur en hagnaðurinn sem við misstum af kemur ekki aftur. Hann er horfinn. Jafnvel þótt gengið héldist óbreytt, þannig að lækkun skuldanna yrði varanleg, myndi það ekki vinna upp á móti framlegðartapinu. Áhrifin af tekjuskerðingunni eru miklu meiri til lengri tíma litið en áhrifin af lækkun skulda. Hvað arðgreiðslurnar varðar þá ráðast þær að hluta til af því að fyrirtækin eru að skipta um eigendur. Þetta er ekkert öðruvísi í sjávarútveginum en í öðrum atvinnugreinum. Oft eru þetta starfsmenn fyrirtækjanna sem eru að kaupa þau. „

Hækkun á afurðaverði hefur samt unnið með ykkur. Aflaverðmæti á föstu verðlagi árið 2004 var óbreytt frá fyrra ári. Og verðmæti útfluttra sjávarafurða hækkaði að raungildi um 7% á fyrstu 11 mánuðum ársins miðað við sama tímabil árið áður.

„Vissulega, en við eigum auðvitað að njóta þess þegar afurðaverð hækkar. Okkur veitir ekkert af því. En gengi krónunnar hefur svipt okkur þessum ávinningi. Það verður líka að hafa í huga að þessar tölur eru meðaltal yfir greinina í heild en sjávarútvegurinn er í dag nánast þrískiptur hvað varðar afkomu. Í fyrsta lagi er uppsjávargeirinn, þar sem afkoman getur á stundum verið mjög góð. Í öðru lagi er þorskveiðin, þar sem hagnaður er vissulega einhver en þó mjög misjafn og fer minnkandi. Í þriðja lagi eru öll önnur svið og þar er afkoman gjörsamlega óviðunandi.

Auðvitað reyna menn að laga sig að aðstæðum. En það er ekki gott að hlaupa frá mörkuðum sem hafa verið byggðir upp áratugum saman. Þú kemur ekki svo glatt þangað inn aftur seinna þegar þér hentar.“

Ópolandi staða.

Vægi dollarans í útflutningi sjávarafurða er minna en sumir myndu kannski halda eða um 20%. Dollarinn hefur einmitt lækkað mjög mikið gagnvart krónunni. Hins vegar eru um 66% afurða seld í evrum og pundum. Þessir gjaldmiðlar hafa lækkað miklu minna og stóðu reyndar nánast í stað 2003 og 2004. Þetta hlýtur að hafa mildandi áhrif.

„Já, að sjálfsögðu. Og menn reyna vitanlega eftir megni að selja í hagstæðum gjaldmiðli. Það er hins vegar ekki alltaf hægt. Núna hefur til dæmis stóraukist sala á frosnum uppsjavarafurðum til fyrrum austantjaldsríkja en það er yfirgnæfandi í dollurum.. Þetta breytir heldur ekki því að heildaráhrifin eru þau sem ég nefndi áðan; um það bil 20–27 milljarða króna tekjutap á ári.“

Fjármálaráðuneytið spáði því nýlega í þjóðhagsspá að hreinn hagnaður sjávarútvegsins fyrir skatta yrði um 6% á þessu ári, svipaður og í fyrra, en hann var um 10% næstu tvö ár þar á undan. Ráðuneytið segir að greinin geti vel við unað í sögulegu ljósi, þannig að þeir virðast bærilega bjartsýnir.

„Já, þeir virðast vera í einhverjum öðrum heimi. Það sem skiptir máli og við höfum horft á er framlegðin. Hún verður samkvæmt spá ráðuneytisins 16,9%, og hefur aldrei verið minni frá 1990. Staðan er ekki glæsilegri en það og þeir sem lifa í raunveruleikanum eru ekki samála því að greinin geti „vel við unað“. Þessi túlkun ráðuneytisins vakti mjög hörð viðbrögð og sumir gengu það langt að tala um blekkingar.“

En hvað viltu að stjórnvöld geri?

„Það verður að draga úr kostnaði hjá ríkinu. Það er ekki um annað að ræða. Sumum finnst það ódýrt að benda á ríkið. En við höfum tekið rækilega til hjá okkur. Útgerðarmenn hafa staðið í mjög erfiðum aðgerðum. Farðu út á land og talaðu við framkvæmdastjóra sem hafa staðið að því að segja upp tugum og jafnvel hundruðum manna til þess að reyna að hafa eitt-hvað út úr þessu. Núna standa þessir menn frammi fyrir því hvort þeir eigi að loka ákveðnum einingum, eða reyna að þrauka. Menn hafa þessi byggðarlög sum hver algjörlega í fanginu og standa frammi fyrir því að slökkva á samfélaginu. Í ákveðnum greinum hafa menn barist árum saman, meðal annars vegna hinna samfélagslegu áhrifa. Loks eiga þeir ekkert annað ráð en að loka eða fara á hausinn. Hvað gerist þá? Þá koma þessi sömu stjórnvöld, hirða af þeim aflaheimildirnar og úthluta öðrum og skekkja alla samkeppnisstöðu. Þetta er náttúrlega alveg ópolandi staða.“

Minnkandi vægi ógnun?

Sjávarútvegur hefur ekki verið „in“ á undanförunum misserum, ef svo mætti að orði komast. Það er rætt um sjávarútveg á þeim nótum að vægi hans í þjóðarframleiðslunni og útflutningsverðmætum sé að minnka svo og svo mikið. Athyglin hefur beinst að mikilli útrás á allt öðrum sviðum, þar sem allt aðrir eru í sviðsljósinu; menn sem hafa sumir haft á orði að innan tíðar þurfum við ekki á fiskinum að halda lengur. Þetta hlýtur að veikja vígstöðu sjávarútvegsins í hagsmunabaráttunni gagnvart stjórnmalamönnum. Talið þið ekki fyrir dauðari eyrum en áður?

„Ég er alveg sannfærður um að þetta hefur áhrif, en við höfum hins vegar alltaf sagt að það sé nauðsynlegt að styrkja undirstöður efnahagslífsins. Menn mega þó ekki gleyma því að áhrif sjávarútvegs eru mjög víðtæk. Flutningastarfsemin er nærtækt dæmi. Við flytjum út óhemjumagn af vörum. Hver ætli flutningskostnaður þjóðarbúsins væri ef við flyttum bara vörur aðra leiðina, bara inn til landsins?

Við höfum sjávarútveginn og aðrar framleiðslugreinar sem kjölfestu. Við erum alveg jafnháð því að hann gangi vel og þessar nýju greinar. Það má líka spyrja að hve miklu leyti þessi nýju umsvif skila sér hingað heim, og hve lengi? Það getur gjörbreyst nánast á einni nóttu.“

En skynjarðu þessa þróun sem ógn við greinina á þann hátt að það verði til dæmis meiri freisting fyrir stjórnmalamenn að ganga nær henni vegna þess að þeir telji sig ekki lengur vera með „ósnertanlegt“ fjöregg efnahagslífsins í höndunum?

„Ég held að það sé hætta á því. Og mér finnst ég skynja tilhneigingu í þessa átt hjá þeim sem eru að mínu viti ekki nægilega ábyrgir. Ég skal viðurkenna að ég er hræddur um að þegar menn standa frammi fyrir tilteknum ákvörðunum sé meiri hætta á því nú en oft áður að niðurstaðan verði óábyrg. Vegna þess að það er rétt sem þú segir: Fréttirnar eru oft á þá leið að sjávarútvegur skipti orðið svo litlu máli. En það er bara ekki þannig. Hann skiptir gríðarlega miklu máli og mun gera það áfram. Þess vegna skiptir líka miklu að hann sé almennilega rekinn.“

Samfylkingin hlýtur að bakka.

Hvað er títt af störfum hágensisnefndarinnar sem sjávarútvegsráðherra skipaði?

„Hún er að störfum og mér skilst að hún eigi að skila af sér í þessum mánuði. Hún starfar sjálfstætt en við höfum hitt hana að máli. Nefndinni var falið að kanna hvort hægt væri að fara aðrar leiðir varðandi gengið og það verður spennandi að sjá hvort eitthvað kemur út úr því.“

Sérðu fyrir þér frekari hagræðingu í sjávarútvegi?

„Já. Fræg eru ummæli starfsmanns á bandarísku einkaleyfastofunni sem sagði um aldamótin 1900 að búið væri að finna upp allt sem hægt væri að finna upp. Það stóðst auðvitað ekki og ég held að sama gildi um þetta. Það eru að vísu takmörk fyrir því hvað hægt er að gera og hversu hratt, en hagræðing í sjávarútvegi heldur áfram.“

Það er stundum gagnrýnt að kvótinn sé meira og minna að færast á hendur fáeinna fyrirtækja. Er það slæmt að ykkar mati?

„Nei, stór og öflug fyrirtæki eru nauðsynleg, en við höfum líka fjölda smærri fyrirtækja sem eru mjög vel rekin. Þróunin hefur vissulega verið í þá átt sem þú nefnir og ástæðan fyrir því að minni aðilar hafa selt sinn kvóta hefur ekki síst verið óvissa um lagaumhverfið. Það er alveg ljóst að óvissan hefur haft gríðarleg áhrif. Menn hafa einfaldlega selt og forðað sér áður en Samfylkingin kemst hugsanlega til valda og hirðir af þeim eigur þeirra. Það er bara þannig, því miður. Ég tel reyndar að Samfylkingin muni aldrei ráðast í þá eignaupptöku sem

felst í fyrningarleiðinni. Það voru þingmenn hennar sem settu lögin um stjórn fiskveiða þar sem kveðið var á um framsal; þeir hvöttu menn til þess að hagræða til þess að þjóðin hefði eitthvað út úr auðlindinni. Ég trú því ekki að ef þeir komast aftur til valda geti þeir hugsað sér að segja: „Jæja, núna eruð þið búnir að hagræða og kaupa þessar aflaheimildir, en nú ætlum við að taka þær af ykkur aftur.“ Ég hef ekki trú á því – en sumir menn hafa ekki viljað taka þá áhættu.“

Næstu vígstöðvar.

Er ekki deilan mikla um kvótakerfið nánast unnin? Orðið „sægreifi“ heyrir til dæmis sjaldan núna en tröllreið umræðunni fyrir fáeinum árum.

„Nei, mér fannst umræðan fyrir síðustu kosningar ekki benda til þess að deilan væri unnin. Að vísu held ég að æ fleiri átti sig á því að það skiptir hvern og einn Íslending máli að hér sé vel rekinn sjávarútvegur og að það gerist ekki öðru vísi en með þessu fyrirkomulagi. Ég er hins vegar hræddur um að það verði einhverjar deilur enn um sinn.“

Hvað verður erfiðast fyrir ykkur útgerðarmenn í þeim deilum?

„Ég held að það verði einna erfiðast að fá menn til að hætta að blanda saman óskyldum málum. Menn tengja til dæmis viðgang fiskistofna við kvótakerfið. En kvótakerfið er fyrst og fremst aðferð til þess að framfylgja þeim ákvörðunum sem teknar hafa verið um heildar-aflla á sem hagkvæmastan hátt. Það hefur ekkert með viðgang fiskistofna að gera. Menn kenna kvótakerfinu um slæmt ástand fiskistofna en í þessu sama kvótakerfi eru sumir fiskistofnar í hámarki. Best fannst mér þegar varaformaður Frjálslynda flokksins sagði í ræðu að fiskistofnarnir væru í rúst vegna kvótakerfisins, en seinna í sömu ræðu sagði hann að vandamálið væri ekki að það vantaði fisk. Það væri nógur fiskur í sjónum, það þyrfti bara að leyfa fólkinu að veiða hann!

Menn tengja líka kvótakerfið og svokallaða byggðaröskun. En byggðaröskun væri auðvitað miklu meiri ef við hefðum ekki vel rekinn sjávarútveg úti á landi. Auk þess ræðst fækkun starfa aðallega af tækni framförum. Í dag getur eitt skip veitt hátt í 100 þúsund tonn á einu ári. Fyrir nokkrum áratugum þurfti tugi skipa til þess.“

Hvernig meturðu það sem kalla mætti Evrópugætur Framsóknarflokksins? “

Það skiptir auðvitað sköpum hvort við höldum forræði yfir auðlindinni ef við göngum einhvern tímann í Evrópusambandið. Þar liggja mörkin.“

Við munum ekki hafa sjálfsforræði yfir henni innan sambandsins, í það minnsta ekki formlega, ekki satt?

„Það er ekki líklegt. Og ef ný stjórnarskrá ESB verður samþykkt óbreytt sýnist mér líkurnar ekki aukast. Halldór Ásgrímsson hefur á hinn bóginn sett fram hugmyndir um að við gætum hugsanlega haldið forræðinu innan sameiginlegru sjávarútvegsstefnunnar eins og hún er núna.“

En af því að þú spyrð sérstaklega um Framsóknarflokkinn minni ég á að ég hef engan Íslending heyrt tala jafnákveðið um það og Halldór Ásgrímsson að það komi ekki til greina að láta forræðið á auðlindinni af hendi. Og Halldór er náttúrulega maður sem ég treysti. Í því ljósi held ég að málið sé í öruggum höndum hans og Davíðs Oddssonar utanríkisráðherra.“

Fylgiskjal V.*KB-banki:***Efnahagsfregnir – febrúar 2005.****Helstu hagvísar á mörkuðum hérlandis.**

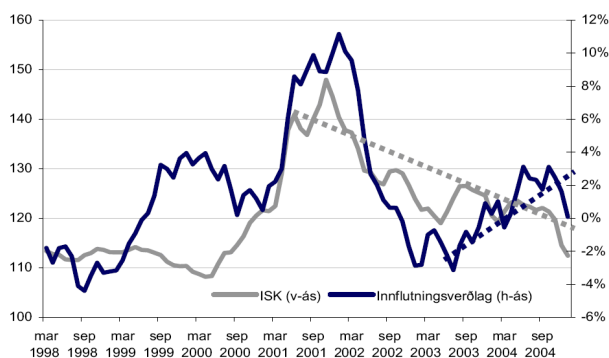
Gengi krónunnar hefur styrkst um 8,1% á síðustu 6 mánuðum og þar af um 5% frá 2. desember síðastliðnum þegar Seðlabankinn hækkaði vexti um 1%. Nafnvaxtamunur við útlönd er um 6% og mun að öllum líkindum viðhalda styrkleika krónunnar fram eftir ári eins og fram kom í gengisspá Greiningardeildar þann 9. desember síðastliðinn. Hins vegar má velta fyrir sér hversu mikið hærra gengi muni raunverulega lækka verðlag.

Margt bendir til þess að svipaðar aðstæður séu nú að skapast og veturinn 1999–2000 þegar gengi krónunnar styrktist á sama tíma og mikill vöxtur var í einkaneyslu, en þá hækkuðu innfluttar vörur í verði verslunum á sama tíma gengið styrktist. Hér má benda á að þrátt fyrir að gengi krónunnar hafi verið í styrkingarfasa á síðastliðnum mánuðum hefur gengisstyrkingin ekki lækkað verð á innfluttum vörum og þjónustu að miklu marki.

Fyrir því eru nokkrar ástæður. Í fyrsta lagi má gera ráð fyrir því að einkaneysla hafi vaxið um 5,5% á síðastliðnu ári og er hún enn í miklum vexti. Mikil aukning almennrar eftirspurnar í hagkerfinu má m.a. greina af mikilli aukningu í innflutningi á bifreiðum sem og kaupum á varanlegum neysluvörum. Í kjölfar kröftugrar eftirspurnar um þessar mundir er ljóst að hvatinn til þess að lækka verð á vörum og þjónustu er ekki ýkja mikill. Í öðru lagi má ætla að heildsalar og verslunareigendur telji að núverandi gengisskráning krónunnar muni vara til skamms tíma og handan við hornið bíði gengislækkun með tilheyrandi kostnaðarauka fyrir reksturinn. Í kjölfarið má færa fyrir því sterk rök að verslunareigendur munu koma til með að halda verði á vörum sínum óbreyttu og hirða þann skammtímaávinning sem hlýst af núverandi gengisskráningu krónunnar.

Ef gengisleið peningamálastefnunar er stífluð horfir ekki vel til um verðbólguhorfur á þessu ári þar sem húsnæðisverð virðist enn vera á siglingu. Í verðbólguþá greiningardeildar frá því í janúar síðastliðnum var gert ráð fyrir um 3,3–3,8% verðbólgu með þeirri forsendu að innflutningsverðlag myndi raunverulega lækka í kjölfar undanfarinnar gengisstyrkingar. En ef þessi lækkun gengur ekki að fullu eftir er ljóst að verðbólga á þessu ári verður hærri en sú spá gaf til kynna.

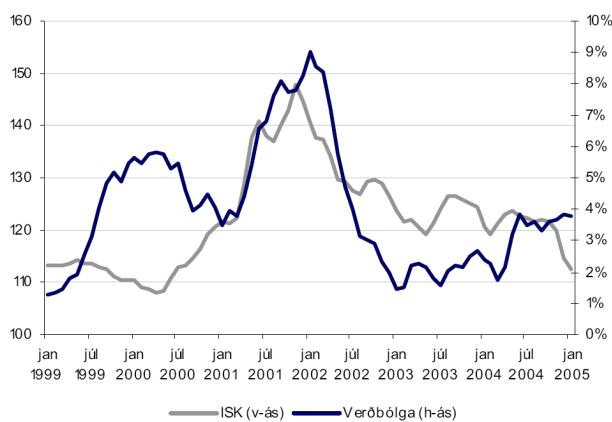
Gengi krónunnar og innflutningsverðlag.



Skilar sterkara gengi sér í lægri verðbólgu?

Um nokkra hríð hefur það verið óbeint markmið Seðlabanka Íslands að hækka gengi krónunnar með auknum vaxtamun við útlönd og ná þannig niður verðbólgu sem nú er komin ískyggilega nálægt efri þolmörkum sem eru 4%. Hærra gengi er þannig ætlað að lækka innflutningsverðlag og koma til móts við hækkingu fasteignaverðs. Ljóst er að fyrra markmiðið hefur gengið að óskum. Gengi krónunnar hefur styrkst um 8,1% á síðustu 6 mánuðum og þar af um 5% frá 2. desember síðastliðnum þegar Seðlabankinn hækkaði vexti um 1%. Nafnvaxtamunur við útlönd er nú um 6% og mun að öllum líkindum viðhalda styrkleika krónunnar fram eftir þessu ári. Hins vegar má velta því fyrir sér hvort seinna markmiðið náist, það er hvort hærra gengi muni raunverulega lækka verðlag.

Gengi krónunnar og verðbólga.



Heimild: Hagstofa Íslands

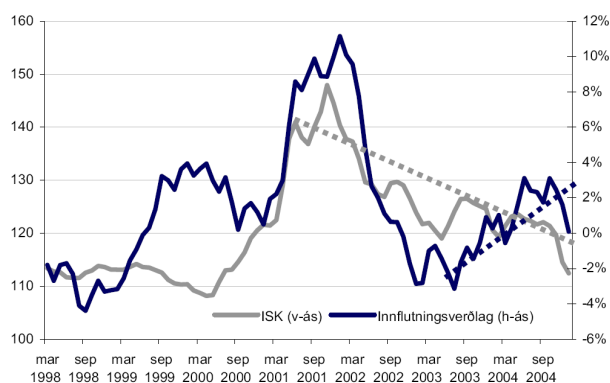
Er sagan frá 1999–2000 að endurtaka sig?

Raunar er almennt gert ráð fyrir ósamhverfum áhrifum gengisbreytinga á almennt verðlag, þ.e.a.s. verðbreyting á innfluttum vörum og þjónustu er hlutfallslega smærri þegar um gengisstyrkingu er að ræða en þegar krónan veikist. Þetta á sérstaklega við á tímum mikillar aukningar eftirspurnar og einkaneyslu, þegar varningur stoppar stutt við í búðum áður en hann er seldur í hendur neytenda. Þá er aðhald af völdum samkeppni minna en ella og engin efnahagsleg nauðsyn eða ástæða fyrir kaupmenn að lækka verð, þvert á móti tempra þeir eftirspurn eftirsótttra vöru með háu verðlagi.

Því má líta svo á að álagning sé í raun hagssveiflutengd. Í uppsveiflu er kaupmáttur og einkaneysla að jafnaði í miklum vexti sem dregur úr hvata verslunareigenda að lækka álagningu sína. Hins vegar er orsakasambandið með þveröfugum hætti þegar almenn eftirspurn dregst saman en neyðast verslunareigendur til þess að draga úr álagningu á vörum og þjónustu.

Margt bendir til þess að svipaðar aðstæður séu nú að skapast og veturinn 1999–2000 þegar gengi krónunnar styrktist á sama tíma og mikill vöxtur var í einkaneyslu, en þá hækkuðu innfluttar vörur í verði verslunum á sama tíma og gengið styrktist. Hér má benda á að þrátt fyrir að gengi krónunnar hafi verið í styrkingarfasa á síðastliðnum mánuðum hefur gengisstyrkingin ekki lækkað verð á innfluttum vörum og þjónustu að miklu marki.

Gengi krónunnar og innflutningsverðlag.



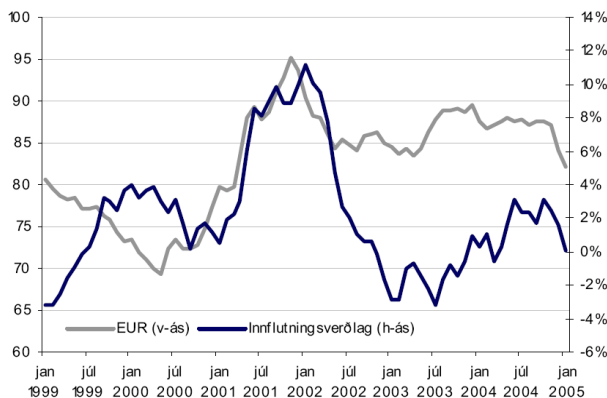
Heimild: Hagstofa Íslands

Líkt og sjá má á mynd hér að ofan hefur vísitala innflutningsverðs hækkað um 0,7% síðastliðna 12 mánuði. Jafnframt má sjá hvernig innflutningsverð hækkaði á árunum 1999 og 2000 þrátt fyrir umtalverða styrkingu krónunnar. Ef dregnar eru upp einfaldar leitnilínur yfir annars vegar stefnu gengisvísitölu krónunnar og hins vegar þróun innflutningsverð sést að þrátt fyrir að krónan hafi verið í nær samfelldum styrkingarfasa frá 2001 hefur innflutningsverðlag verið að skríða upp á við frá fyrri hluta árs 2004 allt frá því að einkaneysla hóf aftur að taka við sér. Það bendir til þess að kaupmenn hafi brugðist við aukinni eftirspurn með því að hækka álagningu sína.

Skiptir gengi evru höfuðmáli?

Ofangreind mynd getur hins vegar verið villandi þar sem vægi gjaldmiðla í gengisvísitölu krónunnar ræðst af vægi viðkomandi landa utanríkisviðskiptum. Hins vegar er gjaldmiðla-samsetning útflutnings og innflutnings mjög mismunandi og töluvert stór hluti af neysluvör-um landsmanna er upprunninn frá evrusvæðinu. Af þeim sökum gæti gengi krónunnar gagn-vart evrunni gefið betri mynd af leiðni gengishreyfinga inn í verðlagið. Á neðangreindri mynd er innflutningsverðlag – þ.e. verð innfluttra vara í grunni vísitölu neysluverðs – dregið upp ásamt krossgengi krónu og evru. Hér sést sama atburðarrás veturinn 1999–2000 og sást þegar gengisvísitalan var dregin upp, en hins vegar eru línur ekki jafn skýrar þegar litið er til síðustu 2–3 ára.

Gengi evru og innflutningsverðlag.

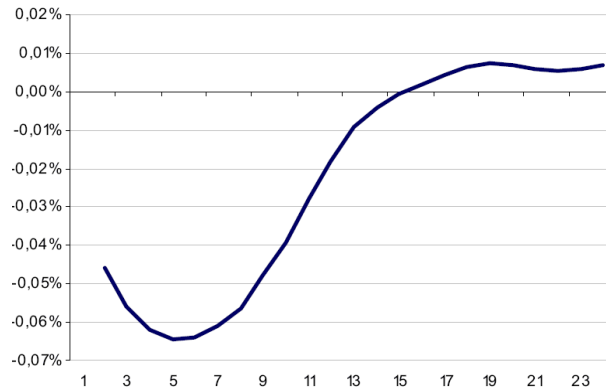


Á síðustu þrem árum hefur krossgengi evru og krónu haldist nokkuð stöðugt þar sem þessar tvær myntir hafa hækkað í verði á sama tíma. Ljóst er að hækkun innflutningsverðlags frá 2003 hefur þannig átt sér stað á sama tíma og krossgengið hefur nær staðið í stað og ber því merki um aukna álagningu eins og áður var um rætt. Hins vegar sést einnig á ofangreindri mynd að um leið og evran hóf að lækka gagnvart krónu á síðari helmingi síðasta árs hefur hækkunarhraði innflutningsverðlags að ganga niður þó það hafi ekki enn byrjað að lækka. Það bendir til þess að sagan muni ekki endurtaka sig frá 1999–2000 og innflutningsverðlag muni ekki hækka á sama tíma gengið styrkist. Það á hins vegar eftir að koma í ljós að innflutningsverðlag muni raunverulega lækka.

Umfang gengisleka í kjölfar styrkingar krónunnar.

Greiningardeild hefur metið umfang gengisleka frá 1996–2004 og á mynd hér að neðan greinir frá leiðni gengisleka eftir mánuðum frá styrkingu krónunnar ($t=0$). Samkvæmt líkaninu á gengisbreyting að skila sér með snöggum hætti út í almennt verðlag, þar sem um helmingur breytingar í gengi krónunnar er t.a.m. merkjanlegur innan hálfis árs í vísitölu neysluverðs. Gengi krónunnar hefur styrkst alls um 8% á síðastliðnum 6 mánuðum. Samkvæmt gengislíkani Greiningardeildar hefði meginhluti styrkingarinnar átt af hafa skilað sér nú þegar út í almennt verðlag.

Gengisleki – áhrif gengisstyrkingar á vísitölu neysluverðs.



Hins vegar hefur leiðni gengislekans ekki verið með þessu móti. Fyrir því eru nokkrar ástæður. Í fyrsta lagi má gera ráð fyrir því að einkaneysla hafi vaxið um 5,5% síðastliðnu ári og er því er m.a. spáð af Seðlabanka Íslands að einkaneysla muni vaxa um 6,25% á þessu ári og 5,25% á því næsta. Mikil aukning almennrar eftirspurnar í hagkerfinu má m.a. greina af mikilli aukningu í innflutningi á bifreiðum sem og kaupum á varanlegum neysluvörum. Í kjölfar kröftugrar eftirspurnar um þessar mundir er ljóst að hvatinn til þess að lækka verð á vörum og þjónustu er ekki ýkja mikill. Í öðru lagi má ætla að heildsalar og verslunareigendur telji að núverandi gengisskráning krónunnar muni vara til skamms tíma og handan við hornið bíði gengislækkun með tilheyrandi kostnaðarauka fyrir reksturinn. Í kjölfarið má færa fyrir því sterk rök að verslunareigendur munu koma til með að halda raunálagningu á vörum sínum óbreyttri og hirða þann skammtímagróða sem hlýst af núverandi gengisskráningu krónunnar.

Verðlag.

Vísitala neysluverðs.

Vísitala neysluverðs í janúar hækkaði um 0,08% frá fyrri mánuði, en síðastliðna 12 mánuði hefur vísitalan hækkað um 4%. Húsnæðisliður vísitölunnar hækkaði um 2,9% í janúar frá fyrri mánuði og reyndist fasteignamarkaðurinn enn sem fyrr helsti orsakavaldur verðbólguþrýstings en rekja má tæplega 2/5 hluta vísitöluhækkunar síðustu 12 mánaða til verðhækkunar á fasteignum.

Verðbólguhraðinn um þessar mundir er við efri þölmörk verðbólguþrýstingsins, sem eru 4%. Greiningadeild gerir ráð fyrir óbreyttri vísitölu í febrúar, ef svo mun verðbólgan rjúfa efri þölmörk peningamálastefnunar.

Verðbólga – 12 mánaða breyting.*Launavísitala.*

Launavísitalan hækkaði í desember 2004 um 0,7% frá fyrri mánuði, en síðastliðna 12 mánuði hafa laun í landinu hækkað um 6%. Aukinn launaþrýstingur virðist vera farinn að láta á sér kræla um þessar mundir, enda bendir margt til þess að raunhagkerfið sé að taka við sér um þessar mundir með tilheyrandi verðbólguafleiðingum. Svo virðist vera sem töluverður eftirspurnarþrýstingur sé til staðar eftir vinnuafli en samkvæmt tölum Vinnuálagstofnunar hefur fjöldi lausra starfa aukist jafnt og þétt á síðastliðnum mánuðum.

Launavísitalan mælir hraða launahækkana í hverjum mánuði.

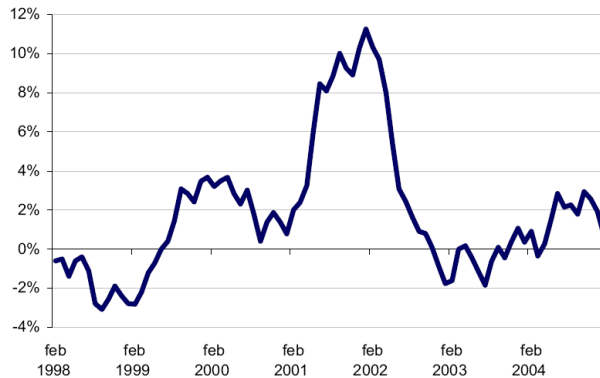
Launavísitala – 12 mánaða breyting.*Innflutningsverð.*

Vísitala innflutningsverðs lækkaði um 0,03% í janúar frá fyrri mánuði, en síðastliðna 12 mánuði hefur innflutningsverð hækkað um tæp 0,7%.

Þrátt fyrir að gengi krónunnar hafi styrkst umtalsvert á liðnum mánuðum hefur það ekki haft veigamikil áhrif á verð innfluttra vara og þjónustu. Líklegt verður að teljast að heildsalar og verslunareigendur geri ráð fyrir því að núverandi gengisskráningu muni vara til skamms tíma og að gengisveiking sé handan við hornið ef litið er t.a.m. 6–18 mánuði fram í tímann.

Í kjölfarið má búast við að verslunareigendur munu halda raunálagningu á vörum sínum óbreyttri og hirða skammtímagróðann sem hlýst af núverandi gengisskráningu.

Vísitala innflutningsverðs – 12 mánaða breyting.

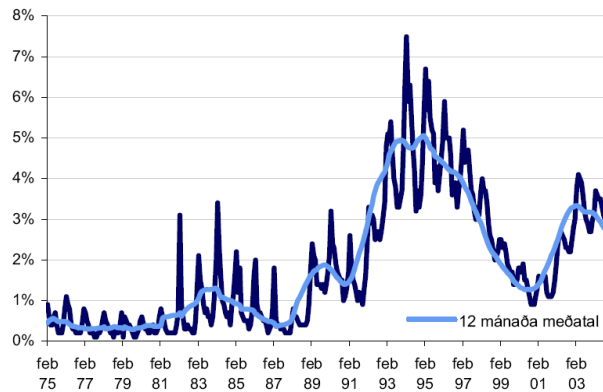


Vinnumarkaður.

Atvinnuleysi.

Samkvæmt tölum Vinnumálastofnunar mældist atvinnuleysi á landinu öllu 2,6% í desember síðastliðinn og jókst atvinnuleysi um 0,1% frá fyrri mánuði en að öllu jöfnu eykst atvinnuleysi á þessum tíma árs. Ef lítið er til árstíðarleiðréttis atvinnuleysis – 12 mánaða hlaupandi meðaltals – þá hefur atvinnuleysi ekki verið lægra síðan í byrjun árs 2002.

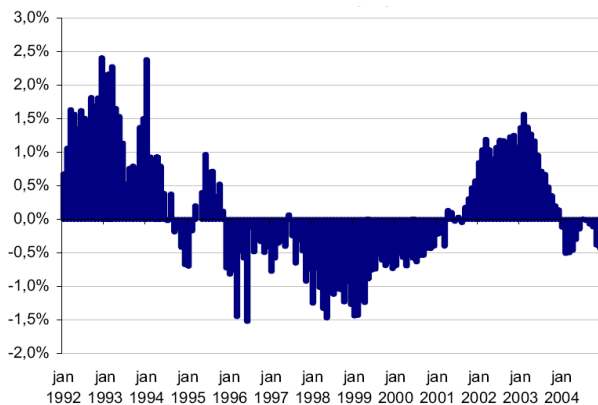
Atvinnuleysi á landinu öllu frá 1975.



Atvinnuleysi.

Atvinnuleysi dróst saman um 0,4% í desember 2004 ef miðað er við sama tíma 2003. Flest bendir því til þess að vinnumarkaðurinn sé nú nálægt sínu náttúrulega stigi.

Fjöldi lausra starfa nam alls 727 í desember en miðað við 390 í desember 2003, en aukningin skýrist aðallega af mikilli fjölgun starfa á Austurlandi. Vinnumarkaðurinn virðist því vera að rétta hægt og rólega úr kútnum með vaxandi efnahagssumsvifum.

Atvinnuleysi – 12 mánaða breyting.**Kaupmáttur.**

Kaupmáttur launatekna óx um 2,4% í desember síðastliðinn frá sama mánuði 2003. Að mati Greiningardeildar má gera ráð fyrir svipuðum vexti kaupmáttar á næstu misserum sérstaklega í ljósi þess að ekkert lát virðist vera á hækkunum á fasteignaverði sem verið hefur einn helsti orsakavaldur verðbólguþrýstings að undanfögnu.

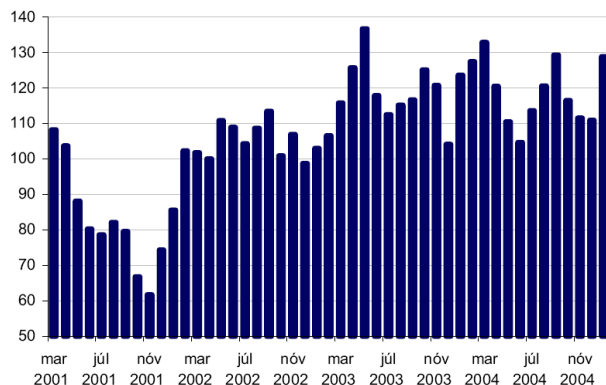
Kaupmáttur launa segir til um hve launatekjur hækka mikið umfram verðlag.

Kaupmáttur á Íslandi – 12 mánaða breyting.**Væntingar.****Væntingavísitala Gallup.**

Væntingavísitala Gallup hækkaði í janúar um 17,9 stig og stendur vísitalan nú í 128,9 stigum sem er hæsta gildi hennar síðan í mars 2004. Að meðaltali hefur væntingavísitala Gallup verið 119 stig síðastliðna 12 mánuði sem gefur til kynna umtalsverða bjartsýni meðal neytenda. Það að meðalgildi vísitölunnar er yfir 100 stigum gefur til kynna að fleiri svarendur hafi verið jákvæðir en neikvæðir á árinu.

Væntingavísitalan gefur grófa vísbendingu um þróun væntinga einstaklinga og þ.a.l. þróun ýmissa efnahagsstærða. Hins vegar skal varast að túlka breytingar vísitölunnar t.d. milli mánaða með sterkum hætti, enda geta margir og mismunandi þættir stjórnað væntingum einstaklinga til skamms tíma.

Væntingavísitala Gallup.

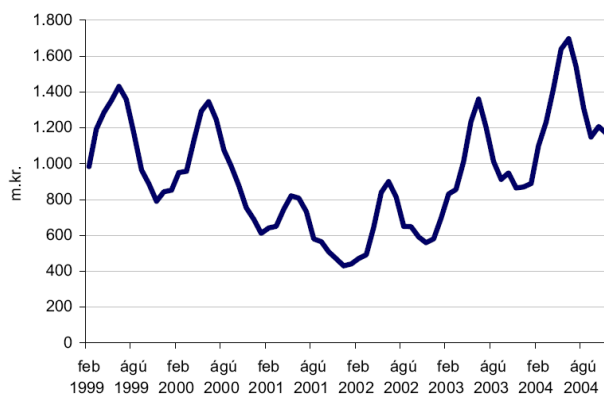


Innflutningur á bifreiðum.

Í nóvember í fyrra voru fluttar inn bifreiðar fyrir tæpar 1.240 m. kr. og jókst innflutningsverðmætið um 150 m. kr. frá sama tíma árið 2003. Á fyrstu 11 mánuðum 2004 óx innflutningsverðmæti bifreiða um 3,3 ma. kr. frá fyrstu 11 mánuðum ársins 2003.

Innflutningur á bifreiðum er oft mælikvarði á væntingar neytenda um framtíðina þar sem bílar kosta tiltölulega mikið og hafa langan notkunartíma. Sú ákvörðun að skipta upp gamla bílum fyrir nýjan er því oftlega nátengd hugmyndum fólks um eigin fjárhag og efnahagsástand – jafnvel nokkur ár fram í tímann.

Innflutningsverðmæti bifreiða – 3 mánaða meðaltal.



Viðskiptakjör.

Fiskverð.

Á fyrstu tíu mánuðum ársins 2004 var aflaverðmæti íslenskra skipa af öllum miðum 56,3 milljarðar króna samanborið við 57,5 milljarða króna á sama tímabili 2003. Aflaverðmæti hefur því dregist saman um 2% á milli ára eða rúmlega 1,2 milljarða króna, á verðlagi hvors árs fyrir sig.

Verðvísitala sjávarafurða.

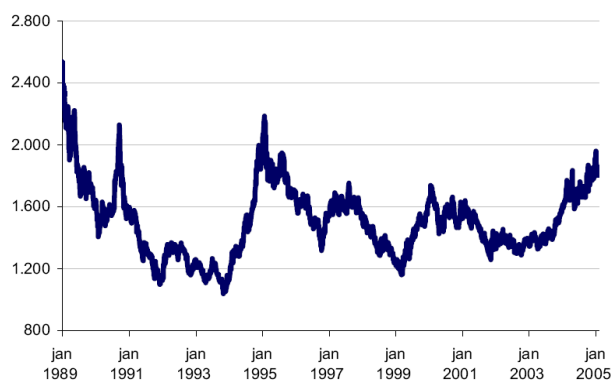


Álverð.

Í janúar var meðalverð á áli um 23\$ lægra en í desember. Hins vegar var meðalverð á áli í janúar um 211\$ hærra en á sama tíma í fyrra og hefur álverð heldur farið hækkandi frá árinu 2001.

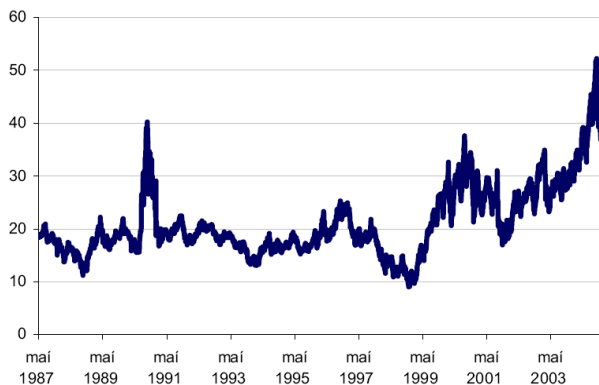
Próun á álmörkuðum að undanfögnu hefur því verið hagstæð innlendri álframleiðslu og ætti að hafa jákvæð áhrif á vöruskipti við útlönd á næstu misserum. Sérfræðingar gera almennt ráð fyrir því að heimsmarkaðsverð á áli muni ekki koma til með að hækka jafn mikið á þessu ári og það gerði í fyrra, þar sem það er m.a. útlit fyrir minni hagvöxt í Kína á þessu ári.

Heimsmarkaðsverð á áli – í usd talið.



Oliuverð.

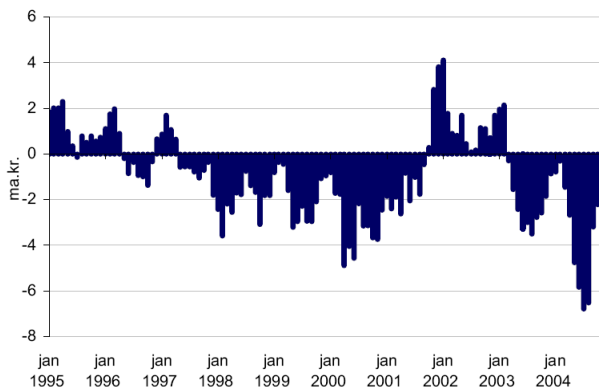
Oliuverð hefur lækkað frá því um miðbik októbermánaðar þegar það náði hámarki og var meðalverð á hráolíutunnu um 44\$ í janúar, en var 50\$ í október. Í lok janúar síðastliðinn var hráolíutunnan um 41% dýrari en á sama tíma í fyrra.

Heimsmarkaðsverð á hráolíu – usd/fata.**Utanríkisviðskipti.***Vöruskiptajöfnuður.*

Halli á vöruskiptum við útlönd í nóvember nam 2,5 mö.kr. en á sama tíma í fyrra nam hallinn tæpum 0,2 mö. kr. Á fyrstu ellefu mánuðum 2004 nam halli á vöruskiptum alls rúmum 35 mö. kr. miðað við 14 ma. kr. halla á sama tíma 2003.

Ástæður fyrir auknum halla um þessar mundir má sem fyrr einkum rekja til tveggja þátta. Annars vegar til auknar einkaneyslu, einkum vegna innflutnings bifreiða og varanlegra neysluvara og hins vegar til byggingaframkvæmda, hvort sem um er að ræða virkjanaframkvæmdir, aðra jarðvinnu eða húsbyggingar.

Vöruskiptajöfnuður mælir mismun á verðmæti innfluttra og útfluttra vara.

Vöruskiptajöfnuður – 3 mánaða meðaltal.

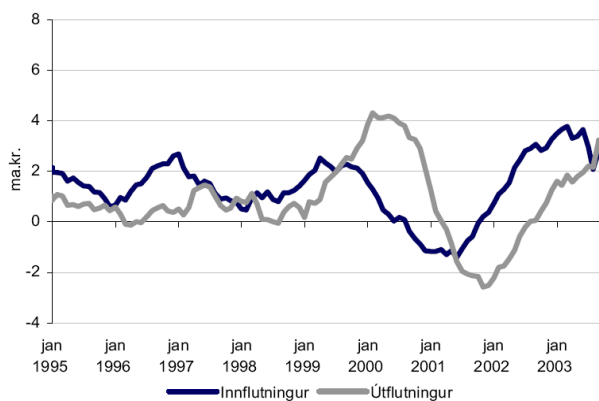
Innflutningur og útflutningur.

Verðmæti vöruútflutnings jókst um 9,8% í nóvember 2004 frá áramótum, á föstu gengi, miðað við sama tíma árið 2003. Tæplega 2/3 hlutar af heildarverðmæti vöruútflutnings eru sjávarafurðir sem jukust um 6,9% að verðmæti frá sama tíma 2003.

Verðmæti vöruinnflutnings fyrstu ellefu mánuði ársins var 21% meira á föstu gengi frá sama tíma í fyrra. Innflutningur vegna byggingaframkvæmda hefur aukist um tæp 21% á fyrstu ellefu mánuðum 2004 samanborið við sama tíma 2003. Hlutdeild þessa liðar hefur vegið um helming af heildarinnflutningsverðmæti á tímabilinu.

Innflutningsverðmæti bifreiða og varanlegra neysluvara jókst um rúm 23% á fyrstu ellefu mánuðum 2004 frá sama tíma 2003, sem gefur til kynna ört vaxandi einkaneyslu frá ársbyrjun 2004.

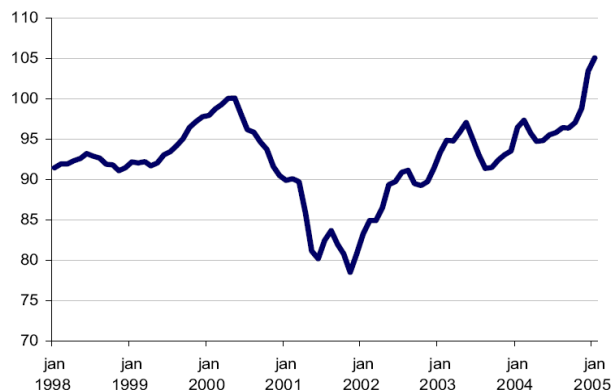
Vöruskipti – 12 mánaða breyting.



Raungengi.

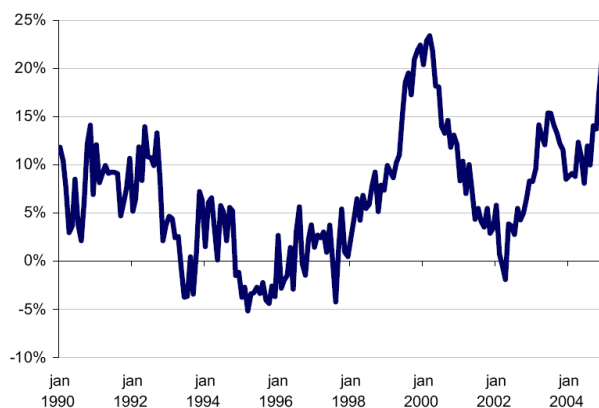
Raungengi krónunnar – ef miðað er við neysluverð – hækkaði umtalsvert í janúar og stendur nú í 105,9 stigum. Raungengi krónunnar er nú mun hærra en meðalraungengi síðasta áratugar. Ljóst er að raungengi krónunnar er komið langt frá sínu jafnvægisgildi sem mikill halli á viðskiptum við útlönd ber glöggvitni um.

Raungengi mælir hlutfallslegt verðlag og kauplag miðað við það sem þekkist erlendis. Hærra raungengi felur það í sér að kostnaður íslenskra fyrirtækja hafi aukist umfram það sem gerst hefur erlendis og samkeppnisstaðan því versnað. Af þeim sökum dregur hátt raungengi úr útflutningi en eykur innflutning og skapar viðskiptahalla, sem síðan getur veikt krónuna.

Raungengi krónunnar á mælikvarða verðlags.**Fasteignamarkaður.***Vísitala fasteignaverðs.*

Fasteignaverð hækkaði um 2,5% í desember og hefur þannig hækkað um 23,3% síðastliðna 12 mánuði. Þetta er viðlíka hækkun fasteignaverðs og þegar hæst stóð í þenslunni á árunum 1999–2000, en þá náði tólf mánaða hækkun fasteignaverðs 24%. Raunhækkun fasteignaverðs er þó nokkuð meiri nú en það var á þeim tíma þar sem verðbólgan hefur verið lægri. Raunar bendir allt til þess að 12 mánaða hækkunarhraðinn muni rísa enn hærra á næstu mánuðum miðað við núverandi siglingu þar sem fyrsti fjórðungur í fyrra var fremur rólegur á fasteignamarkaði.

Vísitala fasteignaverðs tekur til fermetraverðs í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu.

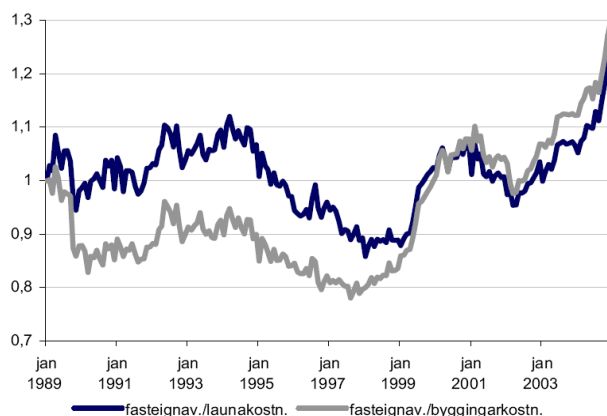
Vísitala fasteignaverðs, FMR – 12 mánaða breyting.*Langtímavirði fasteigna.*

Fasteignaverð hefur hækkað hraðar en byggingarkostnaður og launatekjur samfleytt frá ársbyrjun 2003. Á síðustu 12 mánuðum hefur byggingarkostnaður hækkað um rúm 6% og

tímakaup launa um 6%, en á sama tíma hefur fasteignaverð hækkað um 23%. Það skekkir nokkuð myndina að lóðaverð er ekki tekið með í byggingarkostnað, en þetta gefur samt sem áður sterklega til kynna að fasteignaverð sé mjög hátt í langtímasamhengi – hvort sem miðað er við byggingarkostnað eða laun. Hafa verður þó í huga að ekki er tekið tillit til lækkandi vaxta á greiðslubyrði.

Ef fasteignaverð hækkar hraðar en byggingarkostnaður ætti það að hvetja til nýbygginga og aukins framboðs fasteigna sem hlýtur að stöðva hækkunina. Ef fasteignaverð hækkar hraðar en laun bendir það til þess að sífellt stærri hluti af tekjum launafólks fari í húsnæðis-kostnað.

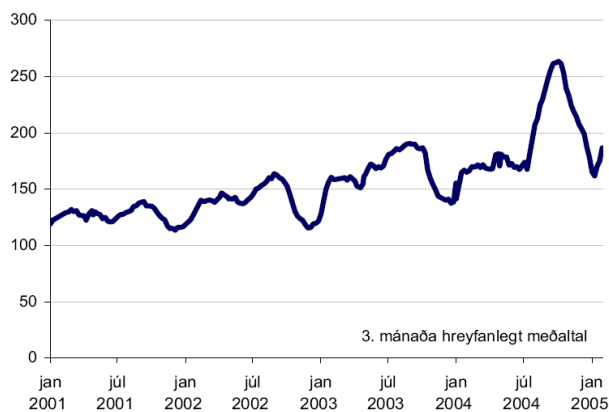
Fasteignaverð.



Velta á fasteignamarkaði.

Tæplega 800 kaupsamningum í fasteignaviðskiptum var þinglýst í janúarmánuði, en það eru um 215 fleiri samningar en á sama tíma í fyrra. Það er því ljóst að hækkun fasteignaverðs kemur fram í miklum viðskiptum á markaðinum, sem beinast að miklu leyti að stærri eignum á ákjósanlegum stöðum. T.a.m. hefur sérþýli hækkað áberandi meira en fjölbýli síðastliðna 12 mánuði eða um 35% á sama tíma og fjölbýli hækkaði um 20%.

Fjöldi þinglýstra kaupsamninga í hverri viku.

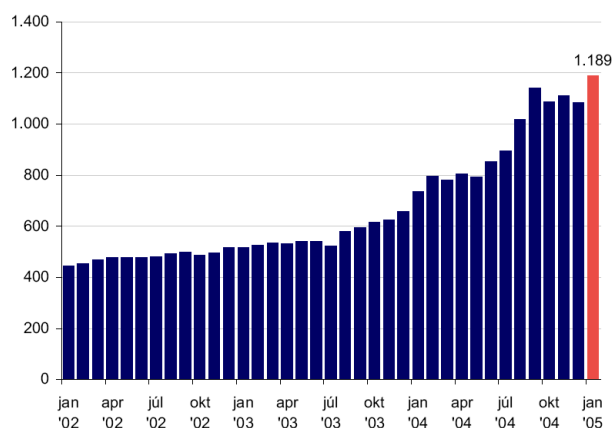


Hlutabréfamarkaðurinn (hlutabréf í Kauphöll Íslands).

Verðbreytingar.

Markaðsvirði skráðra félaga í Kauphöll Íslands jókst um 105 ma.kr. í janúar og nam 1.189 milljörðum í lok mánaðarins. Með þessari hækkun varð heildar markaðsvirði félaganna í Kauphöllinni hærra en það hefur áður verið í mánaðarlok. Fyrri metið var frá lokum september 2004 en þá var það 1.142 ma.kr. Hlutfallslega hækkaði markaðsvirði Flugleiða mest í janúar eða um 38%, úr 25 mö.kr. í 34,5 ma.kr. Annars voru það bankarnir sem stóðu á bak við mestan hluta hækkunarinnar og hækkaði KB banki mest eða um 38 ma.kr. Því næst kemur Íslandsbanki með aukningu upp á 28 ma.kr. og að lokum Landsbankinn með 17,8 ma.kr. Samtals hækkuðu bankarnir þrír um 83,8 ma.kr. eða því sem næst 80% af samanlagðri hækkun markaðsvirðis félaganna í Kauphöllinni í janúar. Heildarmarkaðsvirði bankanna þriggja var samtals 599,2 ma.kr. eða 50,4% af heildarmarkaðsvirði allra skráðra félaga í Kauphöllinni.

Markaðsvirði hlutabréfa í Kauphöllinni (ma.kr).

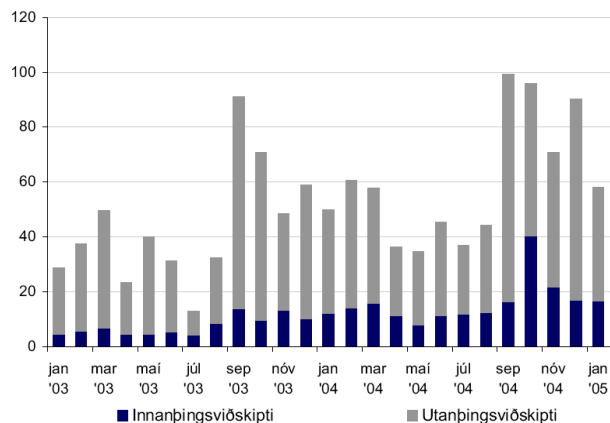


Velta á markaði.

Heildarvelta með hlutabréf í Kauphöllinni var rúmir 58 ma.kr. í janúar sem er þó nokkuð undir veltunni eins og hún var í mánuðinum á undan en þá nam veltan rúmum 90 mö.kr. Innanþingsviðskipti námu 16,6 mö.kr. eða sem svarar til 28,5% af heildarveltunni. Utanþingsviðskipti námu 41,6 ma. kr. eða 71,5% af heildarveltunni.

Í janúar voru mest viðskipti með hlutabréf KB banka eða fyrir 18,4 ma.kr. Þar á eftir var Íslandsbanka með hlutabréfaveltu upp á 16,9 ma.kr og svo Landsbankann með 5,9 ma.kr. hlutabréfaveltu. Velta með hlutabréf bankanna þriggja nam samtals 42,2 mö.kr. eða sem svarar til 70,8% af heildarhlutabréfaveltunni í Kauphöllinni í janúar.

Viðskipti með hlutabréf í Kauphöllinni (ma.kr).

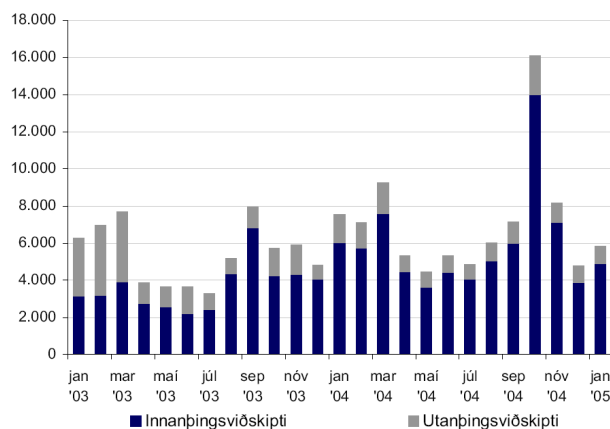


Fjöldi viðskipta.

Fjöldi viðskipta með hlutabréf í Kauphöllinni var 5.842 í janúar. Það er tæplega 1.100 viðskiptum meira en í desember 2004, en þó nokkuð lægra en í janúar í fyrra þegar fjöldi viðskipta var 7.564. Í liðnum mánuði voru 4.885 innanþingsviðskipti og 957 utanþingsviðskipti.

Mestur fjöldi viðskipta í janúar var með bréf KB banka, 1.392 viðskipti eða sem svarar til 23,8% af heildarfjölda viðskipta með hlutabréf í Kauphöllinni. Næst þar á eftir koma viðskipti með bréf í Íslandsbanka eða samtals 742 viðskipti og Landsbankanum eða samtals 578 viðskipti. Alls standa bankarnir þrír því fyrir samtals 2.712 viðskiptum með hlutabréf í janúar eða sem svarar til 46,4% af heildarviðskiptum með hlutabréf í mánuðinum.

Fjöldi viðskipta með hlutabréf í Kauphöllinni.



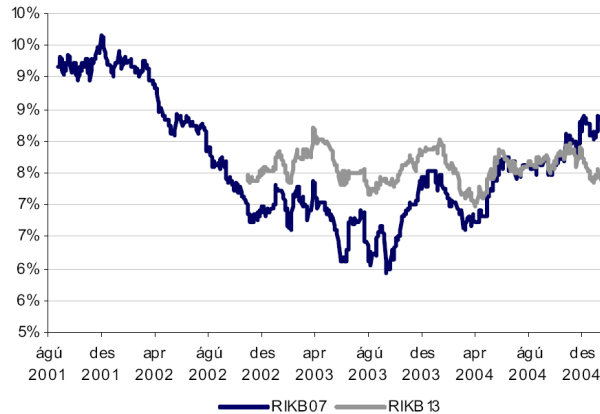
Skuldabréf.

Ríkisbréf.

Óvenju rólegt hefur verið á skuldabréfamarkaði síðastliðinn mánuð og litlar sviptingar á markaði. Langir óverðtryggðir vextir hafa haldið áfram að lækka að undanfögnu á meðan stuttir verðtryggðir vextir hafa farið hækkandi. Þannig hefur skammtíma og langtíma nafnvaxtamunur vaxið en ávöxtunarkrafa RIKB13 er 7,35% og RIKB07 8,27%. Þannig er nærri 1% munur á milli langtíma og skammtímaavaxta.

Ríkisbréf eru óverðtryggð skuldabréf útgefin af ríkissjóði. Verð skuldabréfa ræðst af ávöxtunarkröfu en þegar krafan lækkar er verð skuldabréfa að hækka.

Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa.

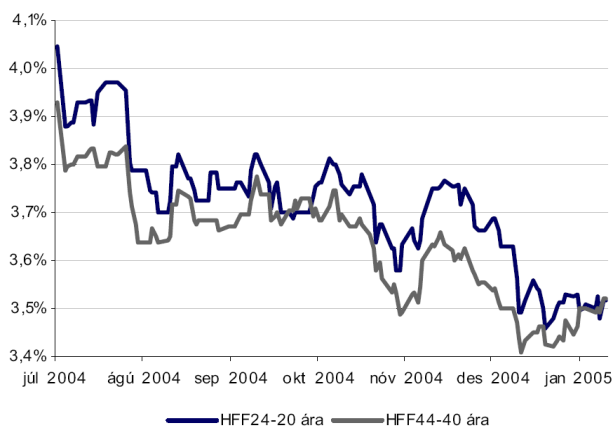


Íbúðabréf.

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra bréfa hefur sveiflast í kringum 3,5% síðastliðinn mánuð. Ávöxtunarkrafan virðist eiga í vandræðum með að rjúfa 3,5% ávöxtunarmúrinn og virðist vera sálfræðilegur þröskuldur við 3,5%. Vegna tryggingarákvæða lífeyrissjóða um lágmarks raunávöxtun upp á 3,5% virðast sjóðirnir vera tregir að kaupa þar fyrir neðan.

Íbúðabréf eru verðtryggð skuldabréf útgefin af Íbúðalánasjóði og eru uppistaða innlends skuldabréfamarkaðar

Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa.

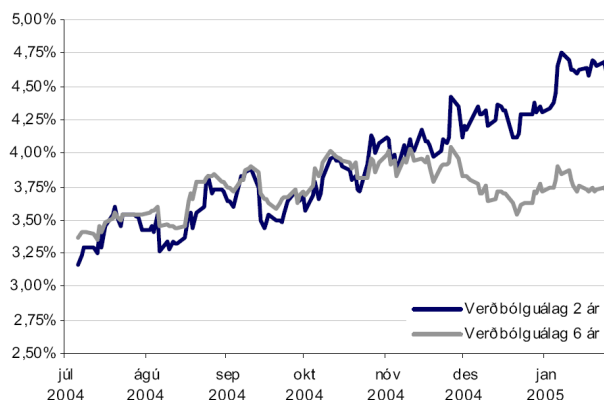


Verðbólguvæntingar.

Vegna deyfðar á markaði hafa verið litlar breytingar á verðbólguálaginu og er verðbólguálagið til 2 ára 4,55% en til 6 ára 3,75% og því það sama og í seinasta mánuði.

Verðbólguvæntingar eru fundnar út með mismuni verðtryggðra og óverðtryggðra skuldaþréfa til sama tíma, Greiningardeild notast við verðtryggðan feril íbúðabréfa og óverðtryggðan feril ríkisbréfa.

Verðbólguálag.



Gjaldeyrismarkaður.

Gengisvísitalan.

Gengi krónunnar var um 6,9% sterkara að meðaltali í janúar en í desember. Aukinn vaxtunur við útlönd í kjölfar stýrivaxtahækkana af hálfu Seðlabankans hvatti í auknum mæli til erlendra lántöku sem hefur styrkt gengi krónunnar verulega að undanfögnu.

Gengisskráningargvog krónunnar er samsett úr helstu gjaldmiðlum viðskiptalanda Íslands.

Evran hefur nú um 42% vægi, Bandaríkjadalur 22% og breska pundið 11,89%. Karfan er endurskoðuð í júlí á ári hverju og tekur nýr grunnur mið af utanríkisviðskiptum fyrra árs.

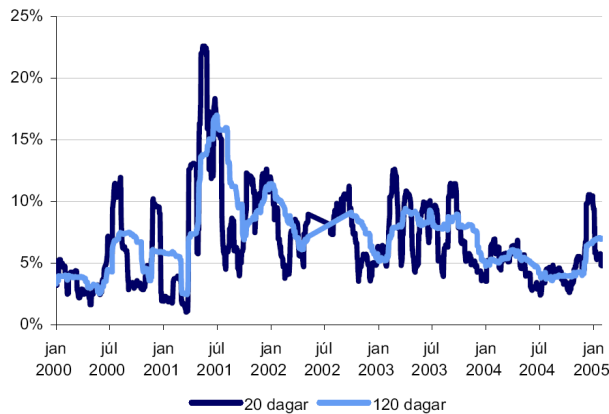
Gengisvísitala krónunnar.



Sveiflur krónunnar.

Eftir síðustu stýrivaxtahækkun Seðlabankans – þann 2. desember – styrktist krónan um rúm 5% næstu 5 daga á eftir og hefur sveiflast töluvert frá þeirri viku. Þetta eru nokkur viðbrigði frá þróun síðustu 4 ára en eins og sést á myndinni hér til hliðar hefur gengisflökt krónunnar verið í rénum allt frá árinu 2001. Jafnframt hefur 20 daga gengisflökt verið að minnka eftir að töluverður titringur varð á gjaldeyrismarkaði í desember síðastliðnum.

Gjaldveiflur krónunnar.



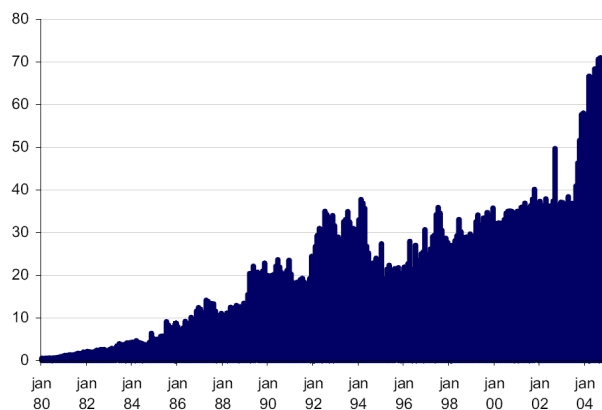
Gjaldeyrisforði.

Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands nam 66 mö. kr. í lok desember síðastliðinn og dróst saman um tæplega 1 ma. kr. frá fyrri mánuði.

Samhliða útgáfu Peningamála Seðlabanka Íslands þann 2. desember síðastliðinn var gerð grein fyrir þeirri ákvörðun bankans að hætta skipulögðum gjaldeyriskaupum til eflingar gjaldeyrisforðanum. Lítið er svo á að lausafjárúkning er óheppileg við núverandi aðstæður, þar sem mikið lausafé sé í umferð, auk þess sem gjaldeyrisforðinn er nú kominn í viðunandi stærð að mati Seðlabankans.

Gjaldeyrisforðanum er einkum ætlað að tryggja greiðsluhæfi (e. liquidity) krónunnar fyrir öllum snöggum áföllum á gjaldeyrismarkaði.

Gjaldeyrisforði í milljörðum kr.



Gjaldeyrisflæði.

Erlend hlutabréfakaup.

Metkaup voru á erlendum verðbréfum í desember síðastliðnum, námu þau tæpum 10,9 milljörðum króna en þau hafa aðeins einu sinni verið meiri en það var í mars 2004 er þau námu 11 milljörðum króna. Ef það er hins vegar leiðrétt fyrir gengissveiflum eru kaupin nú heldur meiri en í mars 2004 þar sem gengi krónunnar nú er um 6% sterkara en þá.

Innlendir fjárfestar virðast fremur hafa tilhneigingu til að kaupa erlend verðbréf þegar að gengi krónunnar er hátt. Það ætti ekki að koma á óvart að töluvert sterk fylgni er þarna á milli og ætti þessi hegðun fjárfesta að draga úr sveiflum krónunnar.

Erlend verðbréfakaup skapa útlæði af erlendum gjaldeyri sem getur veikt krónunna, að öðru óbreyttu, þegar til skemmri tíma er lítið, einkum ef breytingarnar eru snöggar.

Erlend hlutabréfakaup innlendra aðila.



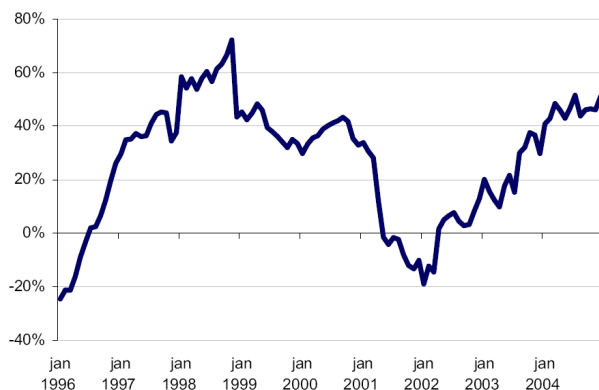
Erlend endurlán.

Erlend endurlán í desember síðastliðnum voru um 20 milljörðum króna meiri en í fyrri mánuði, leiðrétt með tilliti til gengisbreytinga. Á síðastliðnu ári jukust erlend endurlán um 51% sem eru tæplega 163 milljarðar króna, þegar leiðrétt hefur verið með tilliti til gengisveiflna krónunnar.

Rekja má um 90% af erlendri skuldaaukningu á síðastliðnu ári til fyrirtækja, en t.a.m. voru skuldsettar yfirtökur fyrirferðamiklar á árinu. Einstaklingar juku skuldsetningu sína í erlendri mynt alls um 13 milljarða króna í fyrra sem er um 7% af skuldaaukningu síðastliðins árs. Líklegt er þó að erlend skuldsetning heimila hafi þó verið töluvert meiri, en mikill innflutningur var á bifreiðum á síðastliðnu ári sem fjármagnaðar voru í miklu mæli með erlendri skuldsetningu. Hins vegar eru erlendu lánin ekki skráð á einstaklingana heldur fjármögnunarfyrirtækin og koma því ekki fram í tölunum hér. Ljóst er að aukin gengisáhætta – hvort sem um er að ræða fyrirtæki eða einstaklinga – setur aukinn þrýsting á stöðugleika fjármálakerfisins sérstaklega þegar gengi krónunnar tekur að veikjast og vextir á erlendri grundu hækka.

Erlend endurlán eru lán sem innlendir aðilar taka með milligöngu íslenskra lánastofnana. Lánin eru síðan tengd gengi krónunnar (með mismunandi gjaldmiðlavægi) og hækka eða lækka eftir hreyfingum hennar. Erlend endurlán eru stærsti einstaki þátturinn í gjaldeyrisstreymi til landsins og skipta mjög miklu fyrir skammtímagengi krónunnar.

Vöxtur erlendra endurlána – gengisleiðrétt 12 mánaða breyting.



Fjármagnsmarkaður.

Raunvaxtamunur við útlönd.

Raunvaxtamunur verðtryggðra skuldabréfa við útlönd nam tæpum 1,85% í lok janúar, og hefur dregist nokkuð saman frá ársbyrjun 2003 þegar munurinn nam rúmum 2,5%.

Raunvaxtamunur mælir mun á verðtryggðri ávöxtun hérlendis og erlendis sýnir að einhverju leyti hve eftirsóknarvert það er að kaupa íslensk skuldabréf. Raunvaxtamunurinn getur þannig haft áhrif á gjaldeyrisstrauma til landsins og gengi krónunnar.

Raunvaxtamunur – mismunur erlendra og innlendra raunvaxta.



Vaxtamunur við útlönd.

Nafnvaxtamunur við útlönd í lok janúar nam um 6% og hefur verið að aukast frá ársbyrjun 2004 þegar hann nam tæpum 3,1%.

Greiningardeild gerir ráð fyrir að vaxtamunur við útlönd muni ná hámarki frá vormánuðum 2005 til byrjunar ársins 2006. Eftir það fer vaxtamunurinn nokkuð hratt lækkandi og mun ná lágmarki seinni hluta árs 2007 er hann verður kominn í 2,5% og hækka síðan jafnt og þétt þar til um 4,2% varanlegum vaxtamuni er náð.

Nafnvaxtamunur er yfirleitt miðaður við skammtíamavexti á millibankamarkaði sem mynda grunn fyrir almenna vextir í bankakerfinu.

Vaxtamunur, 3 mánaða Libor-vextir.

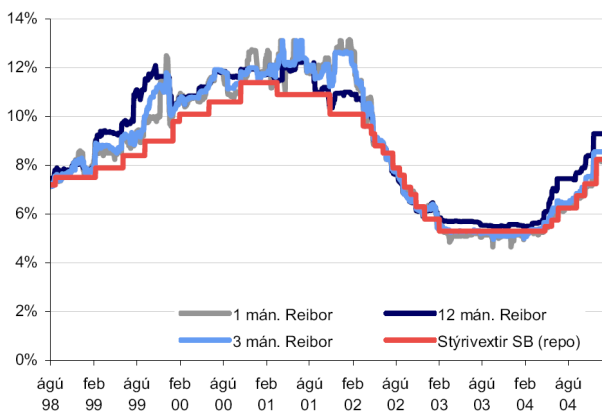


Þróun skammtíamavaxta.

Skammtíamavextir á millibankamarkaði hafa verið að hækka frá því í maí 2004 þegar Seðlabankinn hóf vaxtahækkunarferli sitt. Í lok janúar voru vextir til 3. mánaða um 8,55% eftir að hafa verið í kringum 6% frá ársbyrjun 2003. Skammtíamavextir eru enn töluvert fyrir neðan það sem þeir voru á árunum 1999–2001 er þeir fóru allt upp í 12%. Seðlabanki Íslands hækkaði vexti um 100 punkta þann 2. desember síðastliðinn og nema innlendir stýrivextir nú 8,25%. Greiningardeild gerir ráð fyrir að Seðlabankinn muni koma til með að hækka stýrivexti um 50 punkta í þessum mánuði eða þeim næsta.

Reibor-vextir eru skammtíamavextir á millibankamarkaði með krónur.

Reibor-vextir með mismunandi tímalengdum og stýrivextir Seðlabankans.



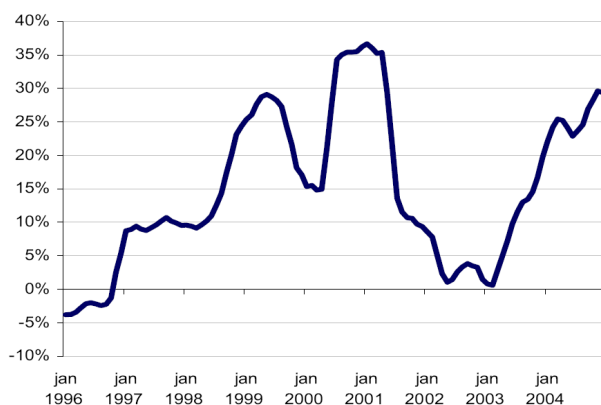
Útlán og eignamarkaðir.

Raunvöxtur útlána.

Útlán bankakerfisins hafa vaxið um 240 m.a. kr. að raunvirði frá desember 2003 til 2004, eða 29%. Þetta er nær sami hlutfallslegi útlánvöxtur og árið 1999 eins og sjá má af meðfylgjandi mynd, en hér hefur verið leiðrétt fyrir sameiningu FBA og Íslandsbanka árið 2000.

Sá mikli kippur sem verið hefur í útlánvexti að undanfögnu má rekja m.a. til nýju hús-næðislánanna og jafnframt hafa kaup á bifreiðum og öðrum varanlegum neysluvörum verið í miklum vexti.

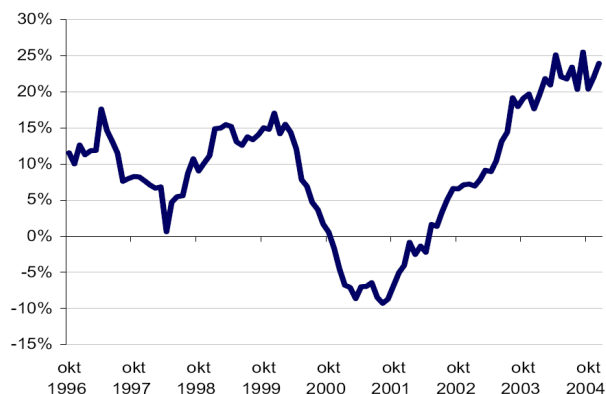
Raunvöxtur útlána – 12 mánaða breyting.



Þróun eignaverðs.

Eignaverðsvísitala KB banka hækkaði um 1,3% að raunvirði í desember frá fyrri mánuði, 12 mánaða raunhækkun vísitölunnar nemur 24%. Frá árinu 1995 hefur eignaverð á Íslandi rúmlega þrefaldast að nafnvirði eða hækkað um 210%. Þetta þýðir að eign sem var 5 milljóna virði í desember 1995 er 15,5 milljón króna virði í dag. Árleg nafnvöxtun innlendra eigna á þessu tímabili hefur verið 13,4% og árleg raunvöxtun 9,3%. Slík ávöxtun þætti framúrskarandi fyrir flesta verðbréfasjóði en meðalnafnvöxtun Dow Jones vísitölunnar í Bandaríkjunum var 9,3% á tímabilinu 1905 til 2005.

Eignaverðsvísitala Greiningardeildar vegur saman fasteignaverð, hlutabréfaverð og skuldabréfaverð út frá heildarmarkaðsvirði þessara eignaflokka.



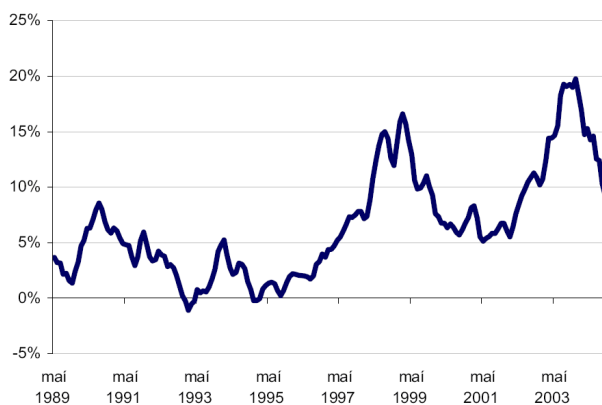
Eignaverð – 12 mánaða raunbreyting.

Vöxtur peningamagns.

Peningamagn í umferð – M3 – óx að raunvirði um 8% í desember frá sama mánuði árið 2003. Vöxtur peningamagns liðinna mánaða er einkum rekinn áfram af mikilli veltu og verðhækkunum á eignamörkuðum.

Peningamagn í umferð – M3 – tekur bæði til seðla og myntar í umferð og allra bankainni-
stæðna sem hafa skemmri binditíma en 2 ár. M3 er í raun mælikvarði á þann lausafjármassa sem bankakerfið hefur til útlána.

3 mánaða raunvöxtur peningamagns (M3) – 12 mánaða breyting.



Fylgiskjal VI.

Greining Íslandsbanka:

**Gengi krónunnar – markaðsyfirlit.
Helstu niðurstöður.
(Febrúar 2005.)**

Gengi krónunnar gæti hækkað frekar í bráð.

Gengi krónunnar hefur hækkað um lengri tíma og markaðurinn þreifað eftir útgildi. Frekari hækkun krónunnar gæti verið framundan í bráð en ólíklegt er að sú hækkun verði mikil. Gildið 107 hefur verið nefnt sem gólf fyrir gengisvísitöluna en það jafngildir um 3% lækkun frá núverandi gildi. Ekki er hægt að útiloka að vísitalan fari nær hundradinu en þá verður bakslagið líklega þeim mun kröftugra þegar að því kemur.

Krónan er ofmetin.

Núverandi gengi krónunnar er langt yfir því gengi sem tryggir innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins. Mat okkar er að það gengi sé um það bil 20% undir núverandi gengi. Krónan er því talsvert ofmetin miðað við langtímajafnvægi þjóðarbúsins og mun innlendra og erlendra vaxta.

Gengislækkunin gæti orðið skörp þegar að henni kemur.

Gengi krónunnar er of hátt og leiðrétting er næsta rökrétt skref. Ljóst er að lækkunin gæti orðið nokkuð skörp þegar að henni kemur. Margir sem tekið hafa stöðu í krónunni munu vilja losa sig út úr þeim áður en að lækkuninni kemur. Hjarðhegðun mun líklega einkenna markaðinn þegar menn telja að lækkunarhrinin sé hafin, en það í sjálfu sér veldur því að lækkunin gæti orðið mjög skörp og endað í yfirskoti. Í þess háttar yfirskoti er ekki ósennilegt rýrnun um ríflega fjórðung á verðgildi krónunnar frá núverandi gildi eigi sér stað. Slík lækkun gæti orðið á einungis örfáum mánuðum.

Lækkun fyrir lok stóriðjuframkvæmda.

Leiðrétting á gengi krónunnar er fyrirsjáanleg fyrir lok yfirstandandi stóriðjuframkvæmda, þ.e.a.s. á næstu tveimur árum. Við spáum því að gengi krónunnar byrji að lækka á síðari helmingi þessa árs og að lækkunarhrinin verði nokkuð skörp. Spáum við því að gengisvísitala krónunnar verði komin í 125 í árslok 2005 sem er 12% lækkun frá núverandi gildi. Á næsta ári heldur gengislækkun krónunnar áfram og líklega verður krónan tímabundið vanmetin á meðan markaðurinn leitar að nýju jafnvægi. Við teljum að gengisvísitalan fari hæst í um 140 stigum um miðbik næsta árs, en að vísitalan lækki á ný fyrir árslok 2006 og að markaðurinn finni nýtt jafnvægi í gengisvísitölu á bilinu 130 til 135 í byrjun ársins 2007.

Gengislækkunin mun hafa viðtæk áhrif á efnahagslíf.

Gengislækkun krónunnar af þeirri stærðargráðu sem við teljum að framundan sé mun hafa viðtæk áhrif á innlent efnahagslíf. Lækkunin mun valda aukinni verðbólgu, rýrnun kaupmáttar, samdrætti í einkaneyslu og almennum þjóðarútgjöldum. Verðbólgan gæti farið í 8% strax á næsta ári í kjölfar yfirskots á gjaldeyrismarkaði. Innflutningur mun dragast hratt saman en

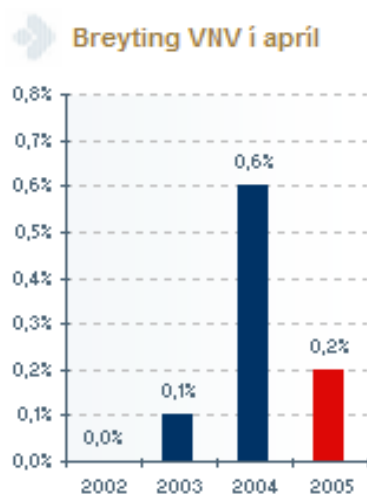
útflutningur mun að sama skapi fara vaxandi vegna bættrar stöðu þeirra fyrirtækja sem helst keppa við erlend. Viðskiptahallinn mun minnka en erlend skuldastaða þjóðarbúsins versna. Hagvöxtur á næsta ári verður því minni en í ár og drifinn áfram af vaxandi útflutningi í stað aukinna þjóðarútgjalda og árið 2007 er líklegt að hagkerfið nái jafnvægi á ný.

Fylgiskjal VII.

Landsbankinn:

Spáum 0,2% hækkun vísitölu neysluverðs í apríl. (Vegvísir – greining og markaðir, 14. mars 2005.)

Greiningardeild spáir 0,2% hækkun vísitölu neysluverðs (VNV) í apríl. Gangi spáin eftir verður tólf mánaða verðbólga 4,3% og því enn yfir efri mörkum verðbólguþröngunarmarkmiðs Seðlabankans.



Húsnæðisliðurinn enn mikill áhrifavaldur.

Húsnæðisliðurinn er stór óvissuþáttur í spánni enda hefur liðurinn haft umtalsverð áhrif til hækkunar undanfarna mánuði. Velta á fasteignamarkaði virðist enn vera töluverð, en á fyrstu tveimur vikunum í mars nam veltan 9,7 mö.kr. og er um 60% meiri en á sama tíma í fyrra. Fjöldi þinglýstra samninga hefur að sama skapi aukist en á tímabilinu voru ríflega 460 fasteignasamningar þinglýstir sem er um 40% aukning milli ára. Mikil hækkun síðustu tveggja mánaða hefur enn töluverð áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs enda tekur Hagstofan mið af meðaltalshækkunum síðustu þriggja mánaða við útreikning vísitölunnar. Síðustu tvo mánuði hefur húsnæðisverð hækkað um 6,1% og hefur því um 2% áhrif til hækkunar húsnæðisliðarins í apríl. Þessu til viðbótar er í spánni gert ráð fyrir áframhaldandi hækkun

fasteignaverðs í apríl en þó er búist við minni hækkunum en undanfarna tvo mánuði. Hækkun húsnæðisliðarins hefur því um 0,4% áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs í apríl.

Útsölulok valda hækkunum.

Verðhækkanir vegna útsöluloka hafa auk þess áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs og í spánni er gert ráð fyrir að fata- og skóliðurinn nái því gildi sem hann var í fyrir útsölur. Verðlækkun vegna útsalna kemur yfirleitt að fullu tilbaka en auk þess virðist þróun gengisvísitölu ekki hafa mikil áhrif á þennan lið vísitölunnar, hvorki til hækkunar né lækkunar. Í spánni er því gert ráð fyrir 4% hækkun fata- og skóliðarins sem mun hafa 0,2% áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs.

Sterkt gengi krónunnar vegur á móti hækkunum.

Við gerum ráð fyrir að styrking krónunnar hafi áframhaldandi áhrif á verð innfluttra mat- og drykkjarvara en í heildina litið er búist við að liðurinn hafi um 0,15% áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs. Sterkt gengi krónunnar er auk þess farið að hafa áhrif á verð bifreiða enda hafa nokkur bifreiðaumboð tilkynnt um lækkun á listaverði að undanfögnu. Styrking krónunnar hefur því áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs í apríl og vega þessir þættir að hluta til á móti verðhækkunum vegna húsnæðis og útsöluloka.

Eldsneytisverð stór óvissuþáttur.

Olíufélögin lækkuðu eldsneytisverð í upphafi mánaðarins og því má segja að sú hækkun eldsneytisverðs, sem hafði áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs í mars, hafi þegar gengið til baka. Miklar hækkanir hafa þó verið á heimsmarkaðsverði á olíu en olíuverð í íslenskum krónum talið er til að mynda um 11% hærra að meðaltali það sem af er marsmánuði en það var í febrúar. Í þessu ljósi er afar líklegt að eldsneytisverð verði hækkað á næstunni en þó ber að hafa í huga að aukin samkeppni ríkir á eldsneytismarkaðnum sem gæti tímabundið komið í veg fyrir verðhækkanir vegna hækkunar olíuverðs á heimsmarkaði.

Spáin verður endurskoðuð þegar nær dregur mánaðamótum og ef breytingar verða á eldsneytisverði eða öðrum þeim þáttum sem þungt vega í spánni. Hagstofan birtir mælingu á vísitölu neysluverðs í apríl þann 13.apríl kl. 9:00.