

### Meiri verðbólga og minni hagvöxtur

Verðbólga á öðrum fjórðungi ársins reyndist umtalsvert meiri en Seðlabankinn spáði í apríl og verðbólguhorfur til næstu þriggja ára hafa versnað að óbreyttum þeim stýrivaxtaferli sem birtur var í apríl sl. Á sama tíma berast vísendingar um að þjóðarbúskapurinn sé að kólna nokkru hraðar en áður var búist við. Fyrstu merki þess að samdráttarskeið sé í vændum eru að koma í ljós. Þessar aðstæður setja peningastefnuna í vandasama stöðu. Verðbólguþróunin bendir til þess að þörf sé á auknu aðhaldi á meðan minnkandi eftirspurn gæti bent til þess að draga muni úr verðbólguþrýstingi á næstu misserum. Forgangsröðun peningastefnunnar er skýr. Verðbólguþrýstingur hefur forgang, ekki aðeins vegna þess að um það eru ótvíræð ákvæði í lögum, heldur einnig vegna þess að þegar horft er lengra fram í tímann fylgir því mikill kostnaður að vinna ekki bug á verðbólguvanda. Af því hlýst meira framleiðslutap en ella. Í grunnspánni sem hér er birt er aðhald aukið með því að halda stýrivöxtum óbreyttum töluvert lengur en í spánni sem birt var í apríl. Svipuðum árangri má ná með því að hækka stýrivexti nokkuð nú, en lækka þá heldur fyrir en í grunnspánni. Í spám af þessu tagi er gengið út frá því að helstu markaðir sem skipta sköpum fyrir miðlun peningastefnunnar séu virkir. Á það hefur skort undanfarna mánuði. Það skapar óvissu um framhaldið, ekki síst um gengisþróunina. Því er ekki hægt að útiloka óhagstæðari gengisþróun framan af en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Ljóst er einnig að veruleg hætta er á meiri launahækkunum en gert er ráð fyrir í grunnspánni, einkum ef gengisþróun verður óhagstæð, því að forsendur kjarasamninga munu ekki standast. Verði sú raunin getur verðbólgan orðið meiri framan af og langdregnari en í grunnspánni og óhjákvæmilegt að hækka stýrivexti enn frekar, þrátt fyrir samdrátt í þjóðarbúskapnum.

### I Verðbólguhorfur og stefnan í peningamálum

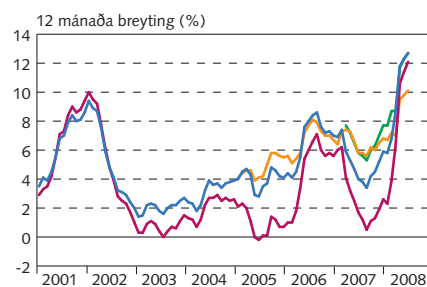
#### Verðbólga langt umfram spár

Undanfarna þrjú mánuði hefur verðbólga aukist mikið og verið mun meiri en Seðlabankinn spáði í apríl. Í júní mældist hún 12,7% á tólf mánuðum, eða 4 prósentum meiri en í mars. Að nokkru leyti stafar verðbólgan af ytri þáttum sem eru utan áhrifasviðs Seðlabankans. Að mestu leyti er hún þó af innlendum rótum runnin, enda jókst kjarna-verðbólga einnig mikið. Kjarnavísitala 3, sem undanskilur sveiflukenna liði, opinbera þjónustu og vaxtaþátt húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs, hækkaði t.d. úr 7% í mars í 10,1% í júní. Verðbólga á öðrum fjórðungi ársins reyndist u.þ.b. 2 prósentum meiri en Seðlabankinn spáði í apríl og stefnir í svipaðan mun á þriðja ársfjórðungi.

Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hafa versnað verulega miðað við spá Seðlabankans í *Peningamálum* 2008/1. Framan af tímabilinu endurspeglar það fyrst og fremst áhrif aukinnar verðbólgu sem þegar eru komin fram, en einnig lægra gengi krónu. Þótt dregið hafi fyrir úr hagvexti en áður var reiknað með dugir það ekki til. Á næsta ári leiða annarrar umferðar áhrif til þess að verðbólga hjaðnar hægar en ella, m.a. vegna meiri hækkunar launa. Á hinn bóginn fer áhrifa hærra stýrivaxta en í síðustu grunnspá að gæta í vaxandi mæli síðar á því ári. Minni hagvöxtur í ár og 2010 hjálpar einnig til.

Mynd I-1

Verðbólga á ýmsa mælikvarða janúar 2001 - júní 2008

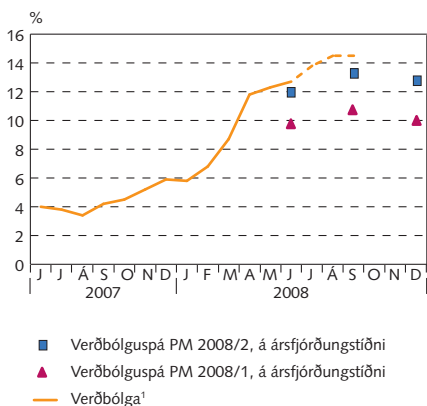


— Vísitala neysluverðs  
— Vísitala neysluverðs án húsnæðis  
— Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa  
— Vísitala án beinna áhrifa lækkunar óbeinna skatta

Heimild: Hagstofa Íslands.

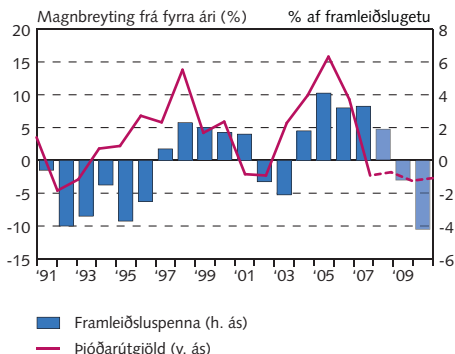
1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem lágu fyrir 1. júlí 2008, en spár byggjast á upplýsingum til 26. júní.

Mynd I-2  
Verðlagsþróun og verðbólguþáttur



1. Tólf mánaða breyting vísitölu neysluverðs. Punktalína sýnir spá úr einföldu kostnaðarlíkani.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3  
Próun þjóðarútgjalda og framleiðsluspennu 1991-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Minni hagvöxtur í ár en áður var spáð

Horfur eru á að hagvöxtur í ár verði nokkru minni en spáð var í apríl. Það skýrist af minni einkaneyslu og fjármunamyndun en áður var spáð. Tölur fyrir fyrsta ársfjórðung reyndust nokkru veikari en áður var reiknað með, einkum fjármunamyndun. Mikil umskipti urðu hvað áhrærir vöxt íbúðafjárfestingar, en hafa verður í huga að gögn frá fyrsta ársfjórðungi hafa ítrekað reynst óáreiðanleg. Vöxtur einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins var 5%, eða aðeins undir spáðum vexti. Vísbendingar eru um að lítil sem enginn vöxtur hafi verið á öðrum ársfjórðungi, jafnvel samdráttur. Horfur eru á að hann ágerist á þessu og næsta ári, enda hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna dregist umtalsvert saman frá fyrra ári, fjármálaskilyrði eru afar óhagstæð og auðsáhrif leggjast á sömu sveif.

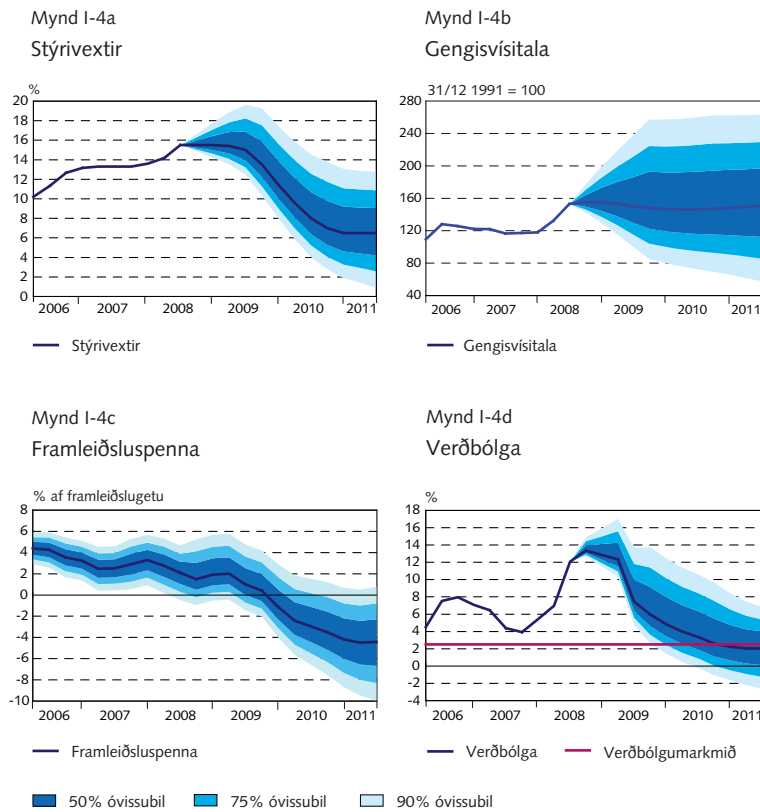
Atvinnuvegafjárfesting dregst að líkindum meira saman í ár en áður var spáð. Á næstu árum vega hins vegar nokkrar stórar framkvæmdir á mótum sem valda því að fjárfesting eykst lítillega á ný. Töluverðar líkur eru þó á því að samdrátturinn geti orðið meiri. Ekki er óraunhæft við núverandi skilyrði að íbúðafjárfesting dragist saman að því marki að hún verði hlutfallslega álíka mikil miðað við landsframleiðslu og fyrir uppsveifluna miklu á húsnæðismarkaði. Einnig gæti orðið snarpur samdráttur í fjárfestingu í atvinnuhúsnæði, einkum skrifstofu- og verslunarhúsnæði. Um þessa áhættu er fjallað í frávíksdæmi (sjá rammagrein IX-2). Því er ekki útilokað að hlutur fjárfestingar í aðlögun þjóðarútskaparins að jafnvægi verði meiri en í grunnspánni en hlutur einkaneyslu minni.

### Halda þarf stýrivöxtum óbreyttum lengur eða hækka þá til þess að ná verðbólguþáttinum innan svipaðs tíma og í aprílspánni

Meiri upphafsverðbólga og lægra gengi krónu, sem í upphafi leiða til lægri raunstyrivaxta, hafa meiri áhrif á verðbólguhorfurnar en hitt að áætluð framleiðsluspenna stefnir í að verða nokkru minni í ár en áður var spáð. Til þess að ná verðbólguþáttinum á svipuðum tíma og í aprílspánni þarf annaðhvort að hækka stýrivexti meira framan af spáferlinum eða hefja lækkun þeirra síðar en gert var ráð fyrir í apríl. Síðari leiðin er farin í grunnspánni. Síðbúnari lækkun leiðir til þess að munur stýrivaxtaferlanna verður mestur rúmlega 3 prósentur. Fyrirnefnda leiðin fæli í sér jafnvel ívið minna framleiðslutap, því að þannig virðist hægt að hefja lækkun stýrivaxta aðeins fyrr. Munurinn er þó lítil miðað við óvissuna sem er til staðar.

Stýrivaxtaferillinn sem gengið er út frá í spánni virðist duga til þess að ná verðbólguþáttinum á þriðja fjórðungi ársins 2010, þ.e.a.s. á svipuðum tíma og í aprílspánni. Það er lengri tími en að jafnaði teldist áætlanlegt. Í ljósi þess að verðbólgan er nú u.þ.b. 10 prósentum yfir markmiði Seðlabankans er þó ekki raunhæft að markmiðið náist fyrr nema með mun hærri stýrivöxtum og umtalsvert meiri samdrætti. Hraðari hjöðnun verðbólgu er þó ekki útilokuð, t.d. ef gengisþróunin yrði mun hagstæðari en nú er reiknað með. Hjöðnun verðbólgunnar árið 2002 gefur vísbendingu um hve fljótt gæti dregið úr henni ef gengi krónu hækkar hratt þegar umtalsverður framleiðslu-slaki hefur myndast og húsnæðisverðbólga verður úr sögunni.

Mynd I-4  
Grunnsþá í *Peningamálum 2008/2*  
Spátímabil 3. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2011



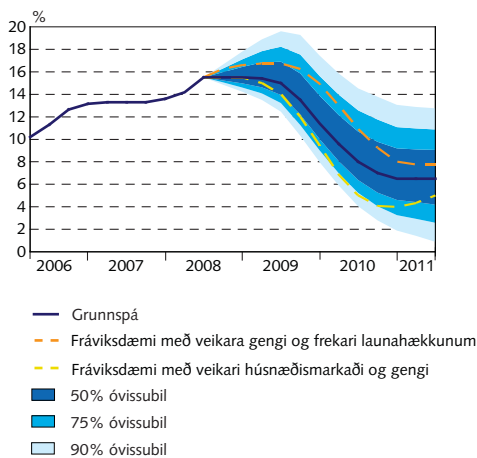
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Á næstu misserum kann hins vegar krónan enn að eiga undir högg að sækja. Vandinn á gjaldeyrisskiptamarkaðnum er enn til staðar. Aðrir farvegir fjármögnunar munu líklega aðeins að hluta koma í stað virks gjaldeyrisskiptamarkaðar þegar kemur að gjalddögum rúmlega 100 ma.kr. jöklabréfa á tímabilinu ágúst til nóvember. Því er hættu á frekari þrýstingi á gengi krónunnar uns annaðhvort gerist, að innlend eftirspurn hefur dregist nægilega saman til þess að þörf fyrir erlent fjármagn minnki eða að aðgangur að alþjóðlegum fjármálamörkuðum verði greiðari.

### Lágt gengi krónunnar gæti leitt til langdregins verðbólguvanda ef veruleg hækkun launa fylgir í kjölfarið

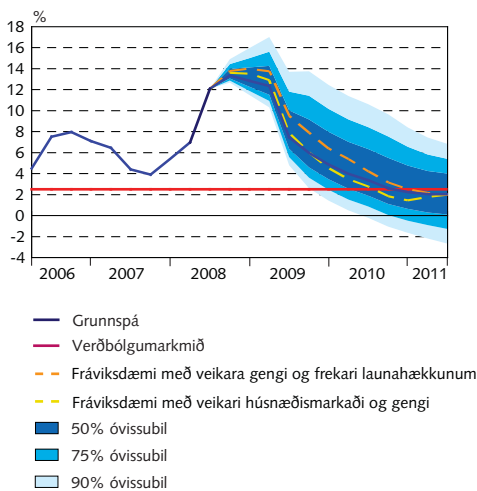
Kaupmáttur launa hefur nú þegar rýrnað um u.þ.b. 4% frá fyrra ári, sem er mesta lækkun kaupmáttar á einu ári frá tíunda áratug síðustu aldar. Horfur eru á að 4-7 prósentur muni vanta upp á að kaupmáttar- og verðbólguákvæði kjarasamninga standist. Lækki gengi krónunnar frekar gæti munurinn jafnvel orðið enn meiri. Meginvandi hagstjórnar á Íslandi felst hins vegar í því að kaupmáttur er meiri en framleiðslugeta þjóðarþúsins stendur undir. Takmarkaður aðgangur að alþjóðlegu lánsfjármagni leiðir til þess að óhjákvæmileg aðlögun kaupmáttar að framleiðslugetu verður hraðari en ella. Tilraunir til þess að koma í veg fyrir þá aðlögun geta aðeins leitt til meiri verðbólgu eða hærri vaxta og að lokum meira atvinnuleysis.

Mynd I-5  
Stýrivextir - fráviksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6  
Verðbólga - fráviksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Í fráviksdæmi í þessu hefti *Peningamála* eru metnar afleiðingar þess að launþegar sætti sig ekki við skerðingu kaupmáttar og reyni að fá kaupmáttarskerðinguna bætt. Fráviksdæmið er hliðstætt því sem sýnt var í síðustu *Peningamálum*. Vegna þess að horfur eru á að meiri launahækkun þurfi til þess að bæta kaupmáttarskerðinguna en útlit var fyrir í apríl verður verðbólguvandinn langdregnari en þá var talið líklegt og hærri stýrivexti þarf til þess að vega á móti. Til þess að ná verðbólguþáttinum innan spátímans gæti þurft að hækka stýrivexti í hátt í 17% á fyrsta ársfjórðungi 2009 og lækkun gæti vart hafist fyrr en á þriðja fjórðungi þess árs.

### Hraðari verðbólguhjöðnun ef meiri samdráttur verður á húsnæðismarkaði

Þótt fjármunamyndun dragist saman í grunnspánni helst hún hlutfallslega mikil í sögulegu samhengi. Í hlutfalli við landsframleiðslu verður hún samkvæmt spánni jafnvel meiri en á árunum 1998-2000 og mun meiri en á fyrri samdráttartímabilum. Þetta gæti hæglega reynst ofmat. Til dæmis virðist líklegt miðað við þróunina undanfarið að íbúðafjárfesting dragist verulega saman. Í síðara fráviksdæminu eru líkt og í aprílhefti *Peningamála* skoðaðar afleiðingar slíkrar þróunar. Nokkru meiri lækkun húsnæðisverðs og meiri framleiðslulaki leiða til þess að verðbólguþáttur næst fyrr að óbreyttum stýrivaxtaferli, eða hægt er að hefja lækkun stýrivaxta fyrr. Í fráviksdæminu er hluti viðbótarslakans nýttur til þess að ná verðbólguþáttinum fyrr, en með nokkru lægri stýrivaxtaferli en í grunnspánni.

Hinn 19. júní tilkynnti ríkisstjórnin um aðgerðir er miðað að því að liðka um fyrir fjármögnun á íbúðamarkaði, m.a. með hækkun hámarkslána, afnámi viðmiðunar við brunabótamat og útgáfu nýrra skuldabréfaflokka til þess að fjármagna ný og eldri húsnæðisveðlán innlánsstofnana. Vafi er á að skynsamlegt sé að auðvelda fleiri húsnæðiskaupendum að skuldsetja sig meira á sama tíma og hjöðnun húsnæðisverðbólunnar er að hefjast. Sterkari rök væru fyrir aðgerðum af þessu tagi eftir að íbúðaverð hefur lækkað umtalsvert til að koma í veg fyrir meiri lækkun en efnahagsleg skilyrði réttlæta. Líklega munu þessar aðgerðir þó ekki hafa veruleg áhrif á heildaraðlögun íbúðaverðs að langtímajafnvægi, þótt hugsanlegt sé að þær seinki þeim aðeins. Í versta falli gætu þessar aðgerðir leitt til þess að fleiri verði í þeirri stöðu að verðmæti eignar hafi fallið niður fyrir verðmæti láns eftir nokkur ár en ella. Í grunnspánni er því áfram gert ráð fyrir svipaðri lækkun og í aprílspánni.

### Markaðsbrestir gera framkvæmd peningastefnunnar vandasamari en ella ...

Í þeim spám sem kynntar eru í þessu hefti *Peningamála* er í raun gengið út frá því að helstu markaðir, þ.e.a.s. peninga-, gjaldeyris- og skuldabréfamarkaðir, virki með tiltölulega eðlilegum hætti þótt reynt sé að taka tillit til hækkunar vaxta- og áhættuálags. Annað hefur verið uppi á teningnum nýlega (sjá rammagrein III-1). Seljanleiki á gjaldeyris-, peninga- og skuldabréfamörkuðum hefur oft verið mjög lítill á köflum. Gjaldreyrisskiptamarkaðurinn hefur verið nánast óvirkur frá því í mars, eins og lýst var í rammagrein III-1 í *Peningamálum* 2008/1.

Segja má að vandinn sé þríþættur: í fyrsta lagi mikill viðskiptahalli sem felur í sér mikla þörf fyrir erlent fjármagn, í öðru lagi stórt bankakerfi sem á erfitt með að afla lánsfjár á erlendum lánsfjármörkuðum en það skiptir sköpum fyrir fjármögnun viðskiptahallans og í þriðja lagi stór stofn útistandandi jöklabréfa (u.þ.b. þriðjungur af landsframleiðslu) sem erfitt verður að velta áfram nema fjármögnunarskilyrði bankanna batni svo að gjaldeyrisskiptamarkaðurinn færist í eðlilegra horf eða að eigendum bréfanna verði gert kleift að fjárfesta í öðrum fjáreignum í krónum.

Einn mikilvægasti hlekkurinn í þeirri keðju sem þarf að vera heil til þess að fjármögnun viðskiptahallans geti gengið áfallalaust fyrir sig er að bankakerfið njóti trausts og geti því aflað erlends lánsfjár með eðlilegum hætti. Þetta traust hefur enn ekki tekist að endurheimta að því marki að bankakerfið hafi greiðan aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum. Seðlabankinn hefur gripið til aðgerða af ýmsu tagi er miða að því að auka traust, t.d. með gjaldmiðlaskiptasamningum við erlenda seðlabanka og aukinni útgáfu innstæðubréfa sem eru aðgengileg erlendum fjárfestum og stuðla þannig að auknu innstreymi gjaldeyris. Aukin útgáfa ríkissjóðs á ríkisbréfum þjónar sama markmiði. Meginábyrgðin á að endurheimta traust á bankakerfið liggur þó hjá bönkunum sjálfum.

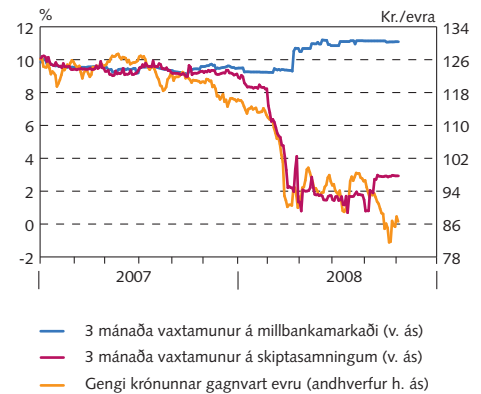
### ... og leiða til þess að hærri stýrivexti þarf en ella til þess að endurheimta stöðugt verðlag

Ef ekki tekst að tryggja skilvirkni peninga-, skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaða getur niðurstaðan orðið hvort tveggja, meiri efnahagssamdráttur og aukin verðbólga. Erfiðleikar bankanna á erlendum lánsfjármörkuðum birtast t.d. í útlánatregðu innanlands, sem ýtir undir samdrátt og gengislækkun, sem eykur verðbólgu. Gengislækkunina í mars og verðbólguna sem fylgdi í kjölfarið má líklega að tölurverðu leyti rekja til markaðsbresta, þótt hinn undirliggjandi vandi sé mikill viðskiptahalli og erfiðleikar fjármálafyrirtækja. Áhrif stýrivaxta á markaði verða minni, sem m.a. birtast í sveiflukenndri ávöxtun skuldabréfa og óstöðugu gengi. Það vekur þá spurningu hvort tilgangslaust sé að breyta stýrivöxtum þegar verðbólguhorfur versna af ástæðum sem rekja má til markaðsbresta. Svo er alls ekki. Lítil vafi er á því að ákveðin viðbrögð Seðlabankans í mars juku traust á krónunni og stöðvuðu, a.m.k. um sinn, vítahring verðlagshækkana og gengisbreytinga. Veik áhrif stýrivaxta eru ekki rök fyrir minni viðbrögðum peningastefnu heldur þvert á móti. Hafi stýrivextirnir t.d. lítil áhrif á gengi krónunnar og verðbólga eykst þess vegna tímabundið meira en ella, án þess að við verði ráðið, þarf hærri stýrivexti en ella til þess að tryggja að raunstýrivextir haldist jákvæðir. Jákvæðir raunstýrivextir eru forsenda þess að stöðugleiki ríki í gengismálum og verðbólguvæntingar hafi næga kjölfestu þannig að komist verði hjá umtalsverðum annarrar umferðar áhrifum.

Að koma í veg fyrir að skammtímarauventir lækki óhóflega þegar gjaldeyrismarkaðurinn glímur við markaðsbresti af þessu tagi er sérstaklega mikilvægt í landi þar sem fjármagnshreyfingar eru frjálstar og lausar innstæður í bankakerfinu nema u.þ.b. heilli landsframleiðslu. Ef vítahringur gjaldeyrisústreymis myndast vegna þess að ávöxtun

Mynd I-7

Mismunur afleiddra krónuvaxta á skiptasamningum og evrópskra millibankavaxta og gengi krónunnar gagnvart evru  
Daglegar tölur 1. ágúst 2007 - 1. júlí 2008

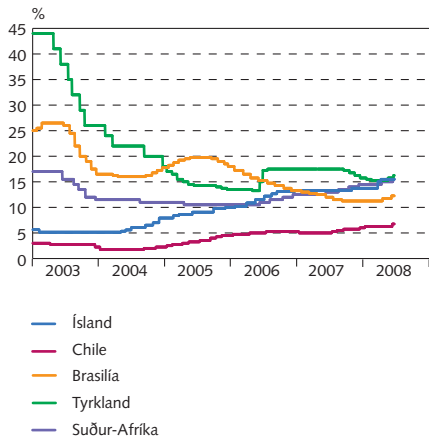


Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd 1-8

Stýrivextir Seðlabanka Íslands  
og nokkurra nýmarkaðsríkja

Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 20. júní 2008



Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Suður-Afríku, Seðlabanki Íslands.

heldur ekki í við verðbólgu getur verið mjög erfitt og kostnaðarsamt að stöðva hann. Útbreiddur misskilningur er að einhver náttúruleg takmörk séu fyrir því hversu mikið gengi gjaldmiðils geti fallið áður en markaðsöflin leiðrétta kúrsinn. Því fer fjarri að þetta eigi almennt við, sérstaklega þegar markaðsbrestir takmarka getu fjárfesta til að kaupa eignir í viðkomandi gjaldmiðli þegar þeir telja virði gjaldmiðils vanmetið. Misskilningurinn felst í því að rugla saman nafn- og raungengi. Ef verðlag og laun aðlagast fljótt lægra gengi eru engin slík takmörk fyrir hendi, eins og öllum ætti að vera ljóst sem þekkja áratuga sögu stöðugar virðisrýrnunar krónunnar. Þegar verðbólga er orðin mjög mikil getur hún nærst af sjálfri sér nánast óháð efnahagsástandi að öðru leyti. Að endingu getur aðeins seðlabanki með aðhaldssamri peningastefnu stöðvað slíka þróun og varðveitt gildi gjaldmiðils til lengri tíma litið.

### Seðlabankinn hefur þau tæki sem þarf

Minnkandi framboð á erlendu lánsfé þýðir að tímabundið var óhjákvæmilegt að gengi krónu lækkaði, verðbólga ykist og samdráttur í efnahagslífinu yrði meiri en ella. Það er meginhlutverk peningastefnunnar að sjá til þess að aðlögunin eigi sér stað án þess að skapa viðvarandi verðbólguvanda. Þrátt fyrir markaðsbresti hefur Seðlabankinn þau tæki sem duga, þótt leiðin verði vissulega torsóttari og aðlögunin harkalegri en ella. Því fyrr sem verðbólgan hjaðnar og verðbólguvæntingar fá kjölfestu, því fyrr er unnt að miða peningastefnu við önnur markmið, t.d. að koma í veg fyrir óþarflega mikinn samdrátt og að lokum styðja við efnahagsbata. Þótt mörgum þyki nóg um stýrivexti Seðlabankans eru þeir mjög áþekkir stýrivöxtum í öðrum löndum sem glíma við svipaðan verðbólguvanda og að teknu tilliti til verðbólgu má færa rök fyrir því að þeir ættu að vera hærri.

## II Ytri skilyrði og útflutningur

Fjármálahræringar og samdráttur á húsnæðismarkaði í Bandaríkjunum virðast ætla að hafa alvarlegri áhrif en áður var talið. Alþjóðlega fjármálakreppan virtist vera í rénun en aðstæður á mörkuðum eru enn erfiðar og hafa versnað á ný síðustu vikur. Áhrifin á raunhagkerfið eiga enn eftir að koma fram að miklu leyti. Almennt halda hagvaxtarspár áfram að lækka og verðbólguþáttur að hækka. Hægt hefur á hagvexti í heiminum undanfarið, sérstaklega í iðnríkjum, eftir nokkur ár mikils vaxtar. Hærra orku- og matvælavæð og niðursveifla á eignamörkuðum hefur dregið úr einkaneyslu. Þrátt fyrir minni hagvöxt hefur verðbólga aukist, einkum í nýmarkaðsríkjum. Í bæði þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum valda verðbólguvæntingar og hugsanleg annarrar umferðar áhrif hækknar orku- og matvælavæðs áhyggjum.

### Hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum versna

Spár um hagvöxt í Bandaríkjunum halda áfram að lækka og kreppan á fasteignamarkaði að ágerast. Hagvöxtur í Bandaríkjunum á fyrsta ársfjórðungi var langt undir áætluðum vexti framleiðslugetu. Á öðrum ársfjórðungi mun endurgreiðsla frá ríkinu (107 ma. Bandaríkjadala) ýta undir einkaneyslu, en það mun væntanlega verða skammgóður vermir. Íbúðafjárfesting í Bandaríkjunum hefur haldið áfram að dragast saman og húsnæðisverð að lækka það sem af er ári. Mikið framboð og minnkandi eftirspurn benda til þess að botninum sé ekki náð. Atvinnuleysi hefur aukist nokkuð og dregið úr atvinnu, þó ekki svo mikið enn sem komið er að það sé örugg vísbending um verulegan samdrátt. Í ljósi hækknandi orkuverðs og áframhaldandi niðursveiflu á húsnæðismarkaði eru horfur um hagvöxt á næsta ári slakar.

### Hægt hefur á hagvexti í Evrópu og Japan ...

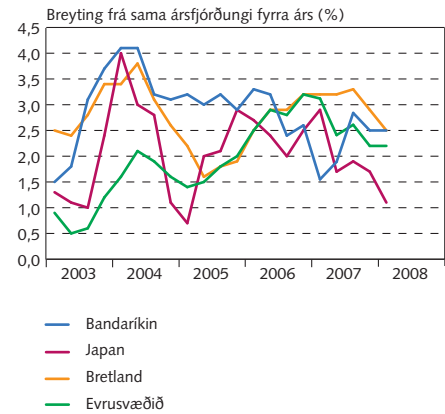
Samdráttur í Bandaríkjunum og áhrifa gengishækkunar evrunnar og japanska jensins gagnvart Bandaríkjadala er farið að gæta í útflutningi Japans og Evrópusambandsríkja. Útflutningur Þýskalands er þó enn verulegur. Hagvöxtur á evrusvæðinu á fyrsta ársfjórðungi var meiri en vænst var, einkum vegna mikils hagvaxtar í Þýskalandi. Fjárfesting í byggingariðnaði var mikil, sem rekja má til þess að veturinn var einstaklega mildur, og vöruviðskipti Þýskalands voru hagstæð. Þýskum iðnfyrirtækjum hefur tekist að lækka framleiðslukostnað undanfarið ár og auka útflutning hágæða útflutningsvöru til nýmarkaðsríkja. Þau hafa því þolað sterka stöðu evrunnar betur en fyrirtæki í mörgum öðrum ríkjum evrusvæðisins, þar sem samkeppnishæfni hefur versnað undanfarið ár. Að auki hefur Þýskaland ekki átt við húsnæðisbólgu að stríða undanfarið ár. Því hefur fjármálakreppan haft minni áhrif þar en í ýmsum öðrum löndum, þótt nokkrir þýskir bankar hafi þurft að afskrifa töluvert af skuldabréfavafningum með bandarískum undirmálslánum. Erfiðari skilyrði á lánamörkuðum munu þó einnig hafa áhrif á fjárfestingu í Þýskalandi.

Samkvæmt könnun evrópska seðlabankans (ECB) hafa lánsskilyrði á evrusvæðinu verið hert til muna og vextir hafa hækkað. Á seinni hluta ársins er talið að fjármálakreppan, styrkleiki evrunnar, minni heimshagvöxtur, hærra matvæla- og orkuverð og hærri vextir en hafa

Mynd II-1

### Alþjóðlegur hagvöxtur

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu  
1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2008

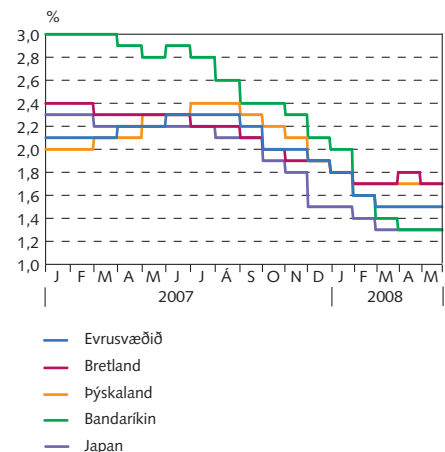


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-2

### Hagvaxtarspár fyrir árið 2008 á helstu viðskiptasvæðum

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í

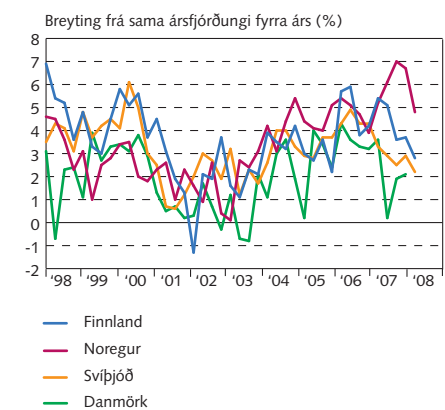


Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-3

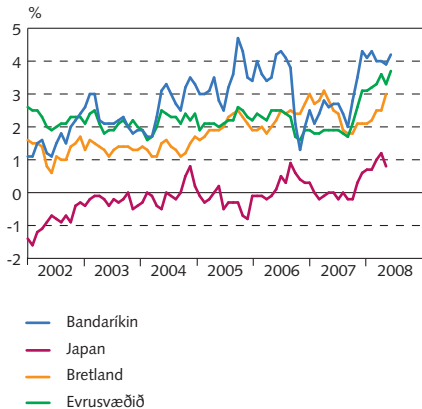
### Hagvöxtur á Norðurlöndunum

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu



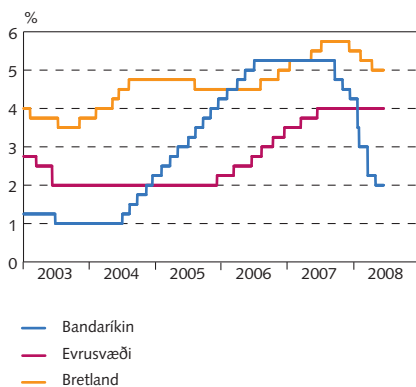
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-4  
Verðbólguþróun á helstu  
viðskiptasvæðum Íslands  
Janúar 2002 - maí 2008



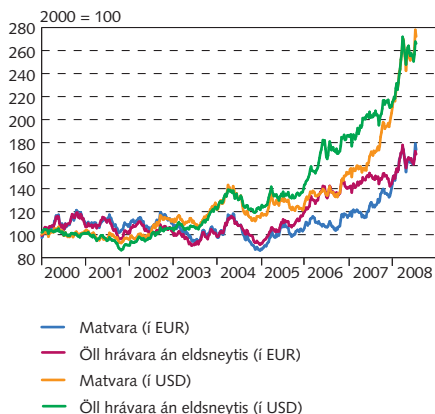
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-5  
Stýrivextir erlendra seðlabanka  
Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 13. júní 2008



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6  
Hrávöruverð á heimsmarkaði  
Vikulegar tölur 7. janúar 2000 - 27. júní 2008



Heimild: Reuters EcoWin.

verið undanfarin ár muni hafa aukin áhrif á hagvöxt á evrusvæðinu. Á árinu 2009 er búist við svipuðum hagvexti og í ár þar sem þessir neikvæðu þættir verða enn til staðar.

Fyrsti ársfjórðungurinn í Japan kom á óvart. Eins og stundum áður leiddi aukinn útflutningur til þess að hagvöxtur jókst, þvert á spár, þrátt fyrir minnkandi útflutning til Bandaríkjanna. Hagvaxtarspár fyrir Japan hafa eigi að síður haldið áfram að lækka eins og annars staðar. Hægari hagvöxtur víðast hvar og hækkandi jen mun að líkindum draga úr útflutningi Japana á næstunni.

Í Bretlandi var hagvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins hinn minnsti í þrjú ár. Óhagstæðari fjármálaskilyrði, eftir tímabil hækkandi skuldahlutfalls, og versnandi ástand á húsnæðismarkaði munu draga úr vexti einkaneyslu. Búist er við að hagvöxtur fyrir árið í heild verði hinn minnsti í sextán ár. Á næsta ári er búist við að hagvöxtur verði áfram lítill og atvinnuleysi aukist. Gert er ráð fyrir að niðursveiflan á húsnæðismarkaði muni áfram hafa neikvæð áhrif á einkaneyslu. Á Norðurlöndunum er einnig spáð minnkandi hagvexti í ár.

### ... en áfram kraftur í nýmarkaðsríkjum

Nýmarkaðsríki Asíu hafa verið helsta drifjöður hagvaxtar í heiminum undanfarin ár. Kröftugur hagvöxtur hefur verið í Kína og á Indlandi, þrátt fyrir óróa á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, þótt lítið eitt hafi hægt á vextinum undanfarið. Vaxandi innlend eftirspurn vegur að nokkru leyti á móti minnkandi eftirspurn frá Bandaríkjunum og Evrópu.

### Verðbólga fer vaxandi víða um heim

Á evrusvæðinu hefur verðbólga ekki verið jafn mikil síðan Efnahags- og myntbandalag Evrópu var stofnað í janúar 1999. Í júní var verðbólgan 4% samkvæmt bráðabirgðatölum, sem er töluvert yfir verðbólguviðmiði evrópska seðlabankans, tíunda mánuðinn í röð. Meginskýringin er eins og annars staðar mikil hækkun olíu-, hrávöru- og matvælavæðs. Því hefur kjarnaverðbólga ekki aukist í takt við almenna verðbólgu. Líkur á annarrar umferðar verðbólguáhrifum aukast eftir því sem almenn verðbólga eykst meira og varir lengur. Evrópski seðlabankinn hefur haldið vöxtum óbreyttum undanfarna tólf mánuði, en gefið í skyn að vaxtahækkun sé líkleg ef verðbólga heldur áfram að aukast.

Verðbólga í Bretlandi var 3,3% í maí. Verðbólgan eykst líklega enn frekar í júní og verður með því mesta sem hún hefur verið síðan Englandsbanki fékk sjálfstæði í peningamálum 1997. Á næstunni mun herra orkuverð ýta frekar undir verðbólgunu og áframhaldandi hækkun á hrávöruverði. Þar að auki eru verðbólguvæntingar á uppleið og fyrirtæki reyna í auknum mæli að ýta hærri kostnaði út í vöruverð. Kjarnaverðbólga hefur þó verið mun minni, en það bendir til þess að smásalar hafi haldið að sér höndum hingað til. Kjarnaverðbólga jókst þó í apríl, en það getur bent til þess að annarrar umferðar áhrif hækkunar orku- og matvælavæðs séu byrjuð að koma fram. Þrátt fyrir verðbólgunu lækkaði breski seðlabankinn stýrivexti um 0,25 prósentur í apríl síðastliðnum, en hélt þeim óbreyttum í maí og júní.

Í Bandaríkjunum hefur dregið aðeins úr verðbólgu undanfarna mánuði. Hún er þó enn töluverð. Bandaríski seðlabankinn hefur lækk-



að vexti sjö sinnum síðan í september 2007, í heild um 3,25 prósentur, en nýlega hefur kveðið við nýjan tón. Vaxandi verðbólguvæntingar valda áhyggjum og aukist verðbólga á ný eða haldist hún mikil mjög lengi þarf að hækka stýrivexti á ný. Í Kína og öðrum nýmarkaðsríkjum hefur verðbólga aukist töluvert hraðar en í iðnríkjunum, en það endurspeglar bæði mikla eftirspurn og stærra hlutfall orku og sérstaklega matvæla í verðkörfunni (sjá nánar umfjöllun um verðbólgu í nýmarkaðsríkjum í rammagrein II-1).

Undanfarin ár hefur hagvöxtur nýmarkaðsríkja verið umtalsvert hraðari en hagvöxtur iðnríkja. Lengi vel fór þessi þróun saman við tiltölulega litla verðbólgu en á undanfögnu ári hefur orðið breyting á því. Verðbólgan í nýmarkaðsríkjum hefur ekki verið jafn mikil sl. sex ár og er í mörgum ríkjum komin í tveggja stafa tölu.

Þessi þróun á sér nokkurn aðdraganda. Undanfarið hefur hækkun olíuverðs, óstöðugleiki á fjármálamörkuðum og versnandi ástand á húsnæðismörkuðum dregið úr hagvexti iðnríkja, einkum Bandaríkjanna. Bandaríski seðlabankinn hefur brugðist við þessum aðstæðum með því að lækka stýrivexti umtalsvert. Það hefur leitt til þess að gengi Bandaríkjadal hefur lækkað, einkum gagnvart evru. Mörg nýmarkaðs- og olíuútflutningsríki framfylgja peningastefnu sem felur í sér að tryggja stöðugt gengi gagnvart Bandaríkjadal, eða a.m.k. verulegar takmarkanir á hækkun. Ör lækkun vaxta í Bandaríkjunum dregur því úr aðhaldi peningastefnunnar í þessum ríkjum á sama tíma og þörf er á auknu aðhaldi. Þetta hefur leitt til þess að þrátt fyrir dvínandi eftirspurn erlendis frá hefur hagvöxtur haldist sterkur, því að innlend eftirspurn hefur haldið áfram að aukast. Sterk innlend eftirspurn, hækkandi hráefna- og matvælavæð og lágt gengi hefur leitt til þess að verðbólga hefur aukist hröðum skrefum undanfarið ár. Mikill hagvöxtur undanfarinna ára er því líklega ósjálfbær til lengri tíma lítið.

Lítið svigrúm er til þess að auka framboð á hrávörum til skamms tíma og eftirspurn nýmarkaðsríkja eykst hröðum skrefum. Matvælahráefni vega að auki mun þyngra í neyslu lágtekjuþjóða. Verðbólga sem bundin er við ákveðin hráefni getur því fljótt orðið að almennum verðbólguvanda í nýmarkaðsríkjum. Verðbólguvæntingar hafa enn fremur veikari kjölfestu en í þróuðum löndum sem lengi hafa búið við verðstöðugleika, en það flýtir fyrir almennum verðlagsáhrifum og gerir þau langærri en ella.

Margir þættir hafa ýtt undir verðbólgu samtímis. Hærra olíu- og matvælavæð á verulegan þátt, en vaxandi eftirspurn nýmarkaðsríkja hefur átt stóran þátt í því að þrýsta olíu- og hrávöruverði stöðugt hærra. Hækkun hrávöruverðs þarf ekki að leiða til almennrar og viðvarandi verðbólgu ef verðbólguvæntingar hafa nægilega trausta kjölfestu. Neikvæðir framboðsskellir raska ekki endilega verðstöðugleika til lengri tíma og krefjast því ekki endilega aukins peningalegs aðhalds sem auka samdrátt. Peningastefnuyfirvöld sem njóta ekki slíks trausts þurfa hins vegar fremur að óttast annarrar umferðar áhrif og að verðbólga festist í sessi. Í því tilviki getur þurft að auka peningalegt aðhald til að skapa verðbólguvæntingum nægilega kjölfestu jafnvel þótt efnahagssamdrátturinn verði harkalegri fyrir vikið.

### Mikil aukning verðbólgu hefur leitt til lágra eða jafnvel neikvæðra raunvaxta

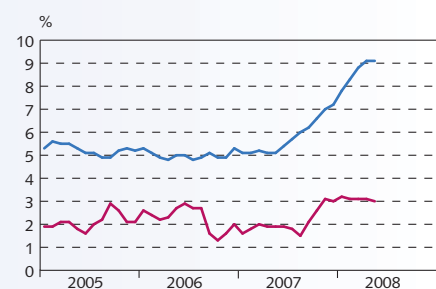
Eftir tímabil lítillar verðbólgu virðist aukin verðbólga hafa komið seðlabönkum margra nýmarkaðsríkja í opna skjöldu. Stýrivextir hafa ekki fylgt aukinni verðbólgu eftir. Raunstýrivextir hafa því lækkað og eru orðnir verulega neikvæðir í mörgum þeirra. Fyrir vikið er útlánþensla enn mikil í flestum nýmarkaðsríkjum, þrátt fyrir versnandi

## Rammagrein II-1

### Verðbólguþróun í nýmarkaðsríkjum og aðhald peningastefnunnar

Mynd 1

Verðbólguþróun í nýmarkaðsríkjum og G-7  
Janúar 2005 - maí 2008



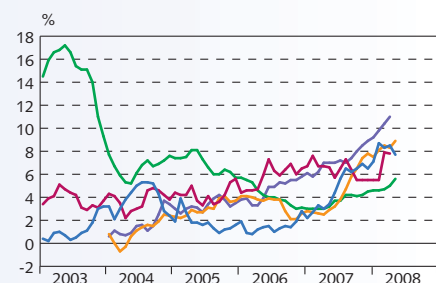
— Nýmarkaðsríki

— G-7

Heimild: Global Insight.

Mynd 2

Verðbólguþróun í nokkrum nýmarkaðsríkjum  
Janúar 2003 - maí 2008



— Kína

— Indland

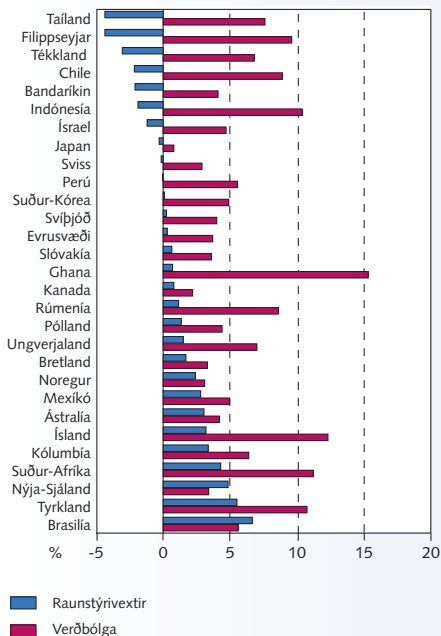
— Chile

— Brasilía

— Suður-Afríka

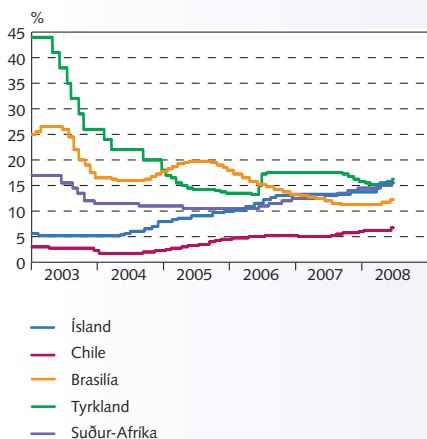
Heimildir: Global Insight, Reuters EcoWin.

Mynd 3  
Raunstýrivextir og verðbólga  
Maí 2008



Heimildir: Dismal Scientist, Global Insight og heimasíður viðkomandi seðlabanka.

Mynd 4  
Stýrivextir Seðlabanka Íslands  
og nokkurra nýmarkaðsríkja  
Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 20. júní 2008



Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Suður-Afríku, Seðlabanki Íslands.

fjármálaskilyrði í Bandaríkjunum og Evrópu. Þótt mörg nýmarkaðsríki hafi verið sein að bregðast við aukinni verðbólgu hafa sum þeirra hækkað vexti nýlega til þess að vinna á verðbólgunni. Raunstýrivextir eru þó háir í sumum þeirra, t.d. Brasilíu og Tyrklandi sem hafa hækkað stýrivexti nýlega. Á sama tíma hafa verðbólguvæntingar aukist mikið, sérstaklega í þeim ríkjum þar sem raunvextir hafa lækkad mest og eru í mörgum tilvikum langt yfir verðbólguþvæntingum viðkomandi seðlabanka.

Víða í nýmarkaðsríkjum hefur niðurgreiðslum, verðlagshöftum eða útflutningstakmörkunum verið beitt til þess að halda aftur af verðbólgunni. Í Asíu eru niðurgreiðslur ríkisins á matvælum og orku orðnar íþyngjandi. Að auki tefja þær fyrir því að jafnvægi komist á milli framboðs og eftirspurnar og eru því eingöngu til þess fallnar að halda tímabundið aftur af verðbólgunni. Yfirvöld virðast þó reiðubúin að taka á sig töluverð útgjöld til skamms tíma af pólitískum ástæðum, enda skapar hækkun matvæla- og orkuverðs mikla spennu innanlands.

Í Kína er gert ráð fyrir að aðeins hægi á hagvexti á þessu ári, þegar dregur úr vexti útflutnings. Peningalegt aðhald hefur eigi að síður verið aukið, bæði með hækkun stýrivaxta og aukinni bindiskyldu. Þar sem hækkun matvæla- og orkuverðs hefur verið einn megináhrifavaldur verðbólgu í Kína hafa stjórnvöld þar í landi hrundið í framkvæmd framboðshvetjandi verkefnum til þess að draga úr verðlagsþrýstingi.

Verðbólgan á Indlandi mældist 7,8% í apríl, sem er töluvert yfir markmiði indverska seðlabankans og hefur verðbólga ekki verið meiri í níu ár. Vísitala heildsöluverðs hefur einnig hækkað umtalsvert og stóð í 11% í byrjun júní, sem er mesta verðbólga í þrettán ár. Hagvöxtur hefur verið mikill og innlend eftirspurn aukist hratt. Verð matvæla hefur hækkað gífurlega, m.a. vegna lítills innlends framboðs. Sett hefur verið þak á útflutning hrísgrjóna og annars kornmetis. Matvæli vega mjög þungt í indversku neysluverðsvísitölunni og vægi orkukostnaðar er töluvert. Indverski seðlabankinn hækkaði óvænt vexti sína um 0,25 prósentur þann 11. júní upp í 8%, sem var fyrsta hækkunin í fimm-tán mánuði, og aftur um 0,5 prósentur undir lok júní. Seðlabankinn hefur einnig aukið bindiskyldu og er gert ráð fyrir að bankinn haldi áfram á þeirri braut.

Í Suður-Ameríku kallar aukin verðbólga einnig á aðgerðir í peningamálum. Verðbólgan í Chile í maí var sú mesta í fjórtán ár, eða 8,9%, en fyrir ári var hún aðeins 2,5%. Seðlabanki Chile hækkaði stýrivexti um 0,5 prósentur í júní í 6,75%. Höfðu þeir verið óbreyttir síðan í desember.

Verðbólga hefur einnig aukist í Brasilíu. Seðlabankinn hefur sent út sterk skilaboð um að verðbólgan muni ekki fá að leika lausum hala og vextir bankans verði hækkaðir eins og þurfa þykir. Stýrivextir voru hækkaðir um 0,5 prósentur í apríl og aftur í júní og eru þeir nú 12,25%. Raunstýrivextir í Brasilíu eru einhverjir þeir hæstu í heimi, en þrátt fyrir það hefur hagvöxtur þar verið öflugur undanfarið ár.

Seðlabanki Suður-Afríku hækkaði einnig vexti í júní um 0,5 prósentur, en verðbólguhorfur hafa versnað mjög að undanfögnu. Það var tíunda hækkunin síðan í júní 2006. Vextir hafa því hækkað um samtals 5 prósentur og standa núna í 15,5%, sem er hæsta gildi í fimm ár.

Peningayfirvöld í nýmarkaðsríkjum standa því frammi fyrir auknum áskorunum á næstunni. Verðbólga hefur aukist ört og hagvaxtarhorfur versnað. Væntingar markaðsaðila til þróunar stýrivaxta eru að breytast og virðast þeir gera ráð fyrir auknu aðhaldi næstu misserin. Þróun ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði gefur til kynna að markaðsaðilar hafi enn trú á getu og vilja flestra seðlabanka til að halda aftur af verðbólgunni. Glatist það traust er líklegt að kostnaður við að tryggja verðstöðugleika verði meiri.

## Útflutningsverðmæti sjávarafurða dregst saman

Sjávarafli dróst umtalsvert saman fyrstu fimm mánuði þessa árs frá sama tíma fyrir ári. Þyngst vegur rúmlega helmingssamdráttur loðnafla og fimmtungs samdráttur þorskafla, vegna kvótaskerðingar á yfirstandandi fiskveiðiári. Aflaverðmæti á föstu verði var 5,5% minna á fyrstu fjórum mánuðum þessa árs en á sama tíma í fyrra. Framleiðendur fiskafurða hafa brugðist við minni afla með því að auka framleiðslu afurða sem skila mestri framlegð. Útflutningur ferskra sjávarafurða fyrstu fjóra mánuði ársins jókst t.d. um þriðjung að magni, enda hefur markaðsverð verið mjög hátt.

Í byrjun júní kynnti Hafrannsóknastofnun tillögur sínar um hámarksafli á næsta fiskveiðiári sem hefst 1. september nk. Stofnunin leggur til að hámarksafli helstu botnfisktegunda verði minnkaður nokkuð. Mikil óvissa ríkir um ástand og veiðiþol loðnustofnsins og líklegt er að hámarksveiði kolmunna verði dregin saman á næsta ári. Í *Peningamálum* sem gefin voru út í apríl sl. var gert ráð fyrir að útflutningsverðmæti sjávarafurða yrði um 8% minna á þessu ári en í fyrra. Í ljósi þess að líkur eru á að hámarksafli nokkurra helstu botnfisktegunda nema þorsks verði minnkaður á næsta fiskveiðiári og afli ýsu, ufsa, karfa og kolmunna verði nokkru minni en gert var ráð fyrir í aprílspánni, er nú gert ráð fyrir að útflutningsverðmæti sjávarafurða verði allt að 13% minna á þessu ári en á því síðasta. Búist er við að útflutningsverðmæti dragist enn frekar saman á næsta ári eða um 3%.

## Hefur verð sjávarafurða náð hámarki?

Frá miðju ári 2004 hefur verðlag flestra sjávarafurða hækkað nær linnulaust. Nú eru merki um að markaðsástand sé að breytast til hins verra fyrir seljendur en það kemur m.a. fram í tregari sölu og verðstöðnun eða jafnvel verðlækkun. Þetta á sérstaklega við um botnfiskafurðir og þá sér í lagi sjófrystar og ferskar afurðir. Þó er verð flestra þorskaafurða áfram afar hagstætt. Sama á við um mjöl og lýsi, enda er þar um dæmigerða hrávöru að ræða þar sem verð tekur m.a. mið af verði á jurtaþróteini og jurtaolíum sem hafa hækkað mjög á seinustu mánuðum eins og flestar hrávörur.

Seljendur sjávarafurða telja nokkrar ástæður vera fyrir erfiðari markaðsstöðu. Verð flestra botnfiskafurða, bæði hálf- og fullunninna, er orðið mjög hátt og verðsamkeppni við kjötvörur fer því harðandi. Minnkandi hagvöxtur og hægari vöxtur ráðstöfunartekna í helstu markaðslöndum, t.d. í Bretlandi, hefur einnig áhrif. Þá hefur framboð nokkurra afurða aukist, t.d. ýsu og ódýrari botnfisktegunda. Í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir að afurðaverð hækkaði um 3,5% milli árana 2007 og 2008. Með hliðsjón af markaðsástandi er nú reiknað með heldur minni hækkun á þessu ári en hækkunin á því næsta er svipuð og þá var gert ráð fyrir.

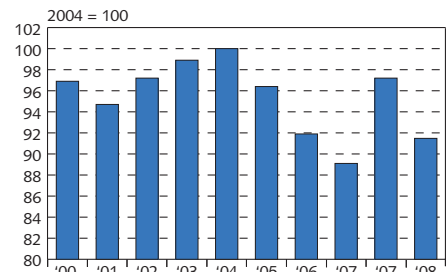
## Oliuverð í sögulegu hámarki

Hráolíuverð hefur hækkað hratt undanfarna mánuði. Undanfarna tólf mánuði hefur verðið hækkað um 75% og um 40% frá seinustu áramótum í Bandaríkjadöllum talið. Þrátt fyrir stöðugt hækkanandi eldsneytisverð heldur eftirspurn áfram að aukast, þó einkum í Mið-Austurlöndum og Asíu, en þar er eldsneyti víðast hvar niðurgreitt af hinu opinbera. Þó er líklegt að draga muni úr niðurgreiðslum í þessum

Mynd II-7

Aflaverðmæti 2000-2008<sup>1</sup>

Á föstu verðlagi 2007

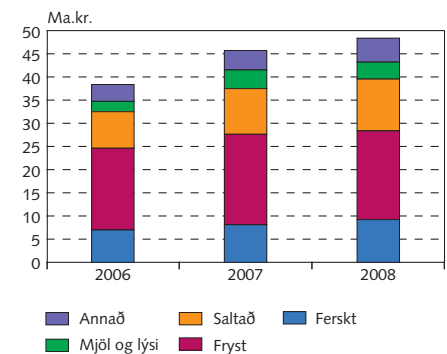


1. Árlegar tölur 2000-2007. Seinni súlan fyrir árið 2007 og súla fyrir árið 2008 eru meðaltal janúar-maí.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd II-8

Útflutningsverðmæti sjávarafurða og gengi 2006-2008

Janúar - apríl, á verðlagi og gengi hvers árs

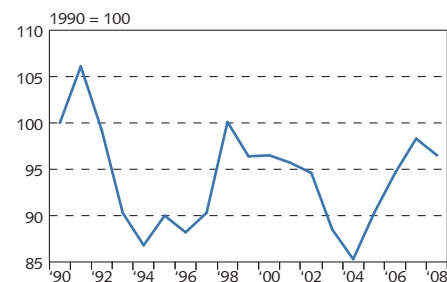


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd II-9

Verðlag sjávarafurða í erlendri mynt<sup>1</sup>

Á föstu verðlagi 2008

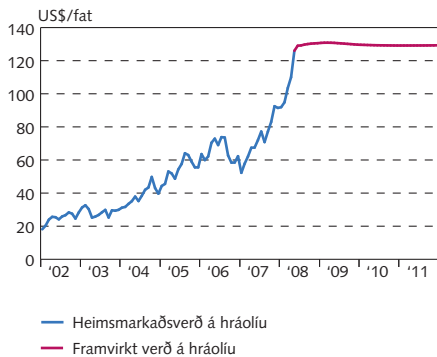


1. Staðvirk með veginni neysluverðsvisitölu í helstu viðskiptalöndum. Fyrir árið 2008 er sýnt meðaltal janúar - apríl.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10

Heimsmarkaðsverð á hráolíu<sup>1</sup>

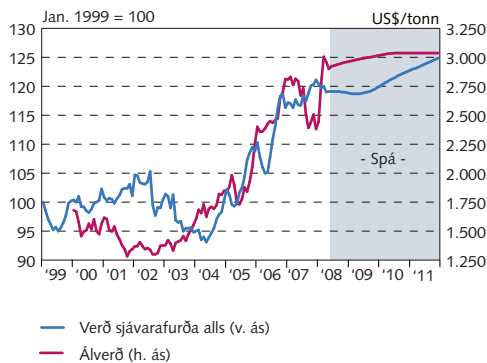
Mánaðarlegar tölur janúar 2002 - desember 2011



1. Spá frá því í lok maí 2008.  
Heimildir: Bloomberg, NYMEX, Reuters EcoWin.

Mynd II-11

Verð á sjávarafurðum (í erl. mynt) og áli



Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, NYMEX, Seðlabanki Íslands.

löndum (eins og gerðist á Indlandi nú í júní), verð hækki og þá kann eftirspurn að dragast saman. Notkun á eldsneyti í Bandaríkjunum hefur dregist saman um 1% sl. tólf mánuði, en það má rekja til verðhækkana og hægagangs í efnahagslífinu.

OPEC-ríkin viðhalda ströngum framleiðslutakmörkunum og ekki hefur gengið sem skyldi að auka framleiðslu í ríkjum utan OPEC eins og áætlanir stóðu til. Umdeilt er í hve ríkum mæli spákaupmennska kann að hafa ýtt olíuverði upp. Þá hefur lækkandi gengi Bandaríkjadals haft veruleg áhrif til hækkunar. Að öllu samanlögðu er þó talið að grunnþættir framboðs og eftirspurnar hafi ráðið mestu um verðmyndun á eldsneytismörkuðum. Í spánni er nú gert ráð fyrir að hráolíuverð verði tæplega 70% hærra á þessu ári en í fyrra og hækki enn frekar á næsta ári, eða um 9%.

Álverð áfram hátt

Frá því í mars sl. hefur verð á áli verið um eða undir 3.000 Bandaríkjadöllum tonnið, sem er næstum því fjórðungi hærra verð en í desember sl. Verðið er stutt af almennri hækkun orkuverðs. Orkuverð í Kína, stærsta álframleiðanda heims að því er talið er, mun hækka um 60% á þessu ári. Framleiðsla og notkun þar í landi mun haldast í hendur á þessu ári og jafnvel er búist við því að Kínverjar þurfi að flytja inn ál á næsta ári. Eftirspurn eftir áli heldur áfram að aukast, einkum í Asíu, en framboð eykst heldur meira þannig að birgðir í heiminum hafa aukist síðustu misseri. Lágt gengi Bandaríkjadals hefur einnig ýtt verðinu upp. Á heildina litið virðast forsendur fyrir áframhaldandi háu eða jafnvel hækkandi verði meiri en fyrir verðlækkun. Í grunnspá Seðlabankans nú er gert ráð fyrir að álverð hækki aðeins um tæplega 2% í ár, sem er mun minni hækkun en spáð var í mars. Hækkunin næstu tvö árin er þó heldur meiri en þá voru horfur á. Eins og áður er stuðst við framvirkt verð við mat á horfum um þróun álverðs og var notast við tímabilið 19. apríl til 30. maí sl.

Viðskiptakjör versna töluvert á þessu ári

Verðþróun inn- og útflutnings, og einkum mikil hækkun olíuverðs, felur í sér að viðskiptakjör vöru og þjónustu versna um tæplega 3% á þessu ári, en í apríl var spáð álíka miklum viðskiptakjarabata. Útlit er fyrir að viðskiptakjör haldist nokkurn veginn óbreytt næstu tvö árin.

Tafla II-1 Útflutningur og helstu forsendur um þróun ytri skilyrða

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram <sup>1</sup>			
	2007	2008	2009	2010
Útflutningur vöru og þjónustu	18,1 (18,1)	4,7 (4,5)	-1,0 (0,2)	3,9 (4,2)
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-4,0 (-4,0)	-13,0 (-8,0)	-3,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Útflutningsframleiðsla stóriðju	43,3 (43,3)	73,3 (72,1)	3,9 (4,0)	1,7 (0,4)
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	9,5 (9,5)	2,5 (3,5)	0,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Verð áls í USD <sup>2</sup>	8,0 (8,0)	1,8 (11,4)	3,5 (2,5)	1,4 (0,0)
Verð eldsneytis í erlendri mynt <sup>3</sup>	10,7 (10,7)	68,0 (33,1)	9,3 (-1,3)	-0,8 (-1,0)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	0,3 (0,3)	-2,9 (3,6)	-0,1 (0,9)	0,2 (-0,5)
Alþjóðleg verðbólga <sup>4</sup>	2,2 (2,2)	3,3 (2,5)	2,2 (2,0)	2,1 (1,9)
Alþjóðlegur hagvöxtur	2,6 (2,6)	1,8 (1,8)	1,5 (2,1)	2,0 (2,5)
Alþjóðlegir skammtímavextir (%) <sup>5</sup>	4,4 (4,4)	4,3 (3,7)	4,2 (3,1)	4,0 (3,1)

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2008/1. 2. Spá byggð á framvirku álverði. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði. 4. Spá frá Consensus Forecasts. 5. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Bloomberg, Consensus Forecasts, Hagstofa Íslands, New York Mercantile Exchange, Seðlabanki Íslands.

### III Fjármálaleg skilyrði

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur aðhald peningastefnunnar minnkað metið út frá flestum mælikvörðum raunstýrivaxta en aukist sé litið til framboðs lánsfjár. Gengi krónunnar hefur haldist lágt frá því í mars og vextir á gjaldeyrisskiptamarkaði eru enn mjög lágir og vaxtamunur á stystu samningunum því litill sem enginn. Skuldatryggingarálag íslensku bankanna er nú lægra en það var þegar það náði sögulegu hámarki undir lok mars þrátt fyrir að hafa hækkað á ný í júní. Ríkistjórnin tilkynnti nýlega um sérstakar aðgerðir á fasteigna- og fjármálamarkaði. Meðal þess sem þar var ákveðið er 75 ma.kr. viðbótarútgáfa stuttra ríkisbréfa. Einnig var tilkynnt um rýmkun lánskilyrða Íbúðalánasjóðs og útgáfu tveggja nýrra lánaflokka hjá sjóðnum, annars vegar til endurfjármögnunar íbúðalána lánastofnana, sem þegar hafa verið veitt, og hins vegar til fjármögnunar á nýjum íbúðalánum þeirra. Lánsframboð hefur verið af skornum skammti og óvíst er hvaða áhrif aðgerðir ríkisstjórnarinnar munu hafa þar á.

#### Raunstýrivextir hafa lækkað

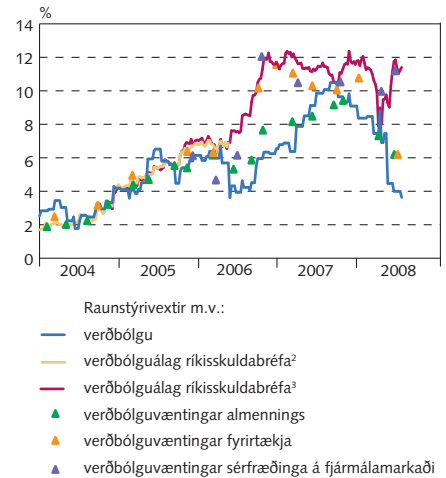
Raunstýrivextir miðað við liðna verðbólgu hafa lækkað um rúmlega 3,8 prósentur frá útgáfu síðustu *Peningamála* þrátt fyrir 0,5 prósentna hækkun stýrivaxta samhliða þeirri útgáfu. Stafar það af mikilli verðbólgu í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar á fyrsta fjórðungi ársins. Raunstýrivextir miðað við verðbólguálag ríkisbréfa hafa lækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Má það líklega að nokkru leyti rekja til aukinnar eftirspurnar erlendra aðila eftir stystu óverðtrygðu ríkisbréfunum sökum þrenginga á vaxtaskiptamarkaði. Miðað við verðbólguvæntingar almennings höfðu raunstýrivextir í upphafi júní lækkað um 1,1 prósentu frá síðustu könnun sem gerð var um miðjan mars en lækkað um rúmlega 3,1 prósentu miðað við verðbólguvæntingar fyrirtækja. Miðað við verðbólguvæntingar sérfræðinga á fjármálamarkaði hækkuðu raunstýrivextir aftur á móti á nokkurn veginn sama tímabili um tæplega 1,2 prósentur. Út frá þessum mælikvörðum, nema þeim síðastnefnda, má álykta að aðhald peningastefnunnar hafi minnkað umtalsvert á undanförunum mánuðum. Aftur á móti hefur aðhald peningastefnunnar aukist á flesta aðra mælikvarða. Framboð lánsfjár hefur t.d. haldið áfram að minnka og álag á grunnvexti hefur hækkað. Aðgerðir ríkisstjórnarinnar og nýleg vaxtalækkun Íbúðalánasjóðs vege þó þar á móti.

#### Vænst er hárra stýrivaxta út þetta ár

Út frá framvirkum vöxtum á skuldabréfamarkaði og vöxtum skiptasamninga má draga þá ályktun að fjárfestar gera nú ráð fyrir að stýrivextir lækki hægar á þessu ári. Að öðru leyti gera þeir ráð fyrir svipuðu lækkunarferli og áður en síðasta stýrivaxtaspá Seðlabankans birtist í *Peningamálum*. Aukin eftirspurn erlendra fjárfesta eftir stystu óverðtrygðu ríkisskuldabréfunum hefur þó eflaust umtalsverð áhrif og torveldar túlkun á þróun framvirkra vaxta sem og breytingar á væntingum til framvindu stýrivaxta. Ávöxtunarkrafa þessara bréfa hefur lækkað að undanförunum þrátt fyrir hækkun stýrivaxta og út frá spám markaðsaðila má lesa að þeir geri ráð fyrir að aðhald peningastefn-

Mynd III-1  
Raunstýrivextir<sup>1</sup>

Vikulegar tölur 6. janúar 2004 - 1. júlí 2008

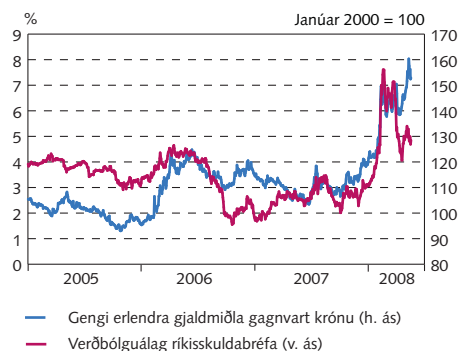


1. Stýrivöxtum hefur verið umbreytt í ávöxtun. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RÍKB 13 0517 og RÍKS 15 1001. 3. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RÍKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.  
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Verðbólguvæntingar og gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2005 - 1. júlí 2008

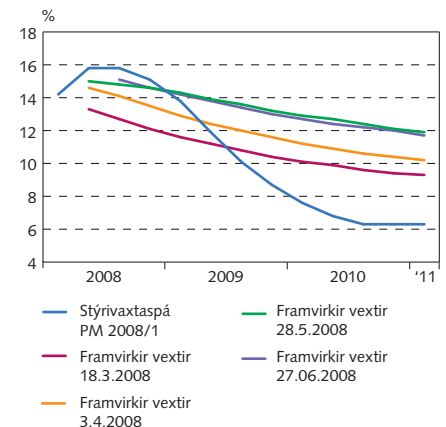


1. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RÍKB 13 0517 og HFF150914. Gengi krónunnar miðast við vísitölu meðalgengis, víða viðskiptavog.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum og stýrivaxtaspá í PM 2008/1

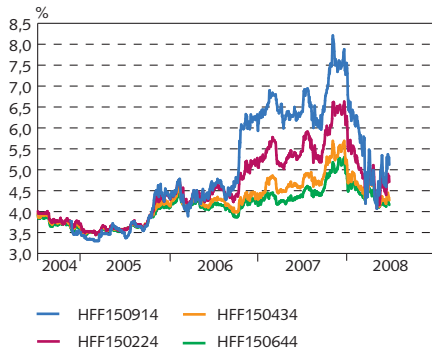
1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

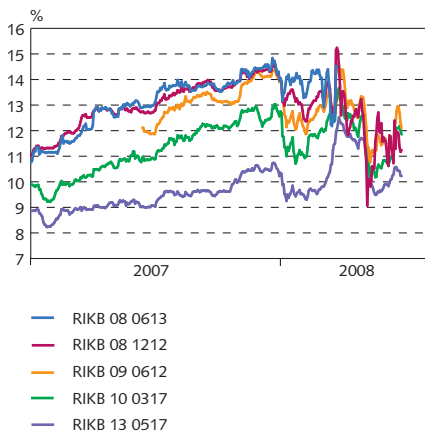
Ávöxtun verðtryggðra langtímaskuldabréfa  
Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 1. júlí 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

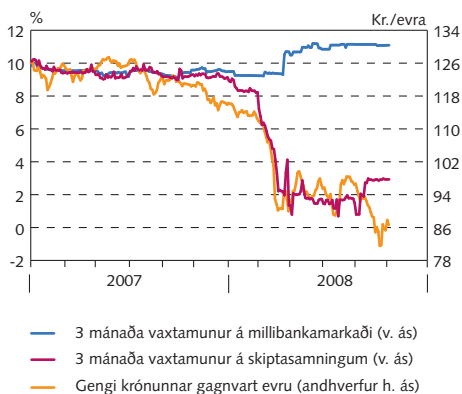
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa  
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 1. júlí 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

Mismunur afleiddra krónuvaxta á skipta-  
samningum og evrópskra millibankavaxta  
og gengi krónunnar gagnvart evru  
Daglegar tölur 1. ágúst 2007 - 1. júlí 2008



Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

unnar verði meira næstu misserin en áður var búist við. Samkvæmt könnun á spám sérfræðinga á fjármálamarkaði má sjá að þeir gera nú ráð fyrir að stýrivextir verði ívið hærri á þessu ári en þeir gerðu áður ráð fyrir, en verði svipaðir á næstu tveimur árum (sjá viðauka 2).

Ávöxtunarkrafa á tveimur styttri verðtryggðu íbúðabréfunum hefur hækkað það sem af er júní, sem líklega má að einhverju leyti rekja til þess að fjárfestar geri nú ráð fyrir að stærstur hluti lækkunar gengisins í marsmánuði sé nú þegar kominn fram í verðlagi. Ávöxtunarkrafa tveggja lengri flokka þessara bréfa hefur aftur á móti haldist lægri. Mikil óvissa hefur verið um framtíð íbúðalánasjóðs og hefur það eflaust haft áhrif á eftirspurn lífeyrissjóða, stærstu eigna þessara flokka, sökum óvissu um framboð langra verðtryggðra skuldabréfa með ríkisábyrgð. Í kjölfar stjórnvaldsaðgerða sem tilkynntar hafa verið til að örva fasteigna- og fjármálamarkaðinn er óvíst hvernig aðgerðir ríkisstjórnarinnar samrýmast áformum um breytingar á hlutverki íbúðalánasjóðs.<sup>1</sup> Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa hækkaði í kjölfar tilkynningarinnar en á meðan upplýsingar um nánari útfærslu þessara aðgerða liggja ekki fyrir ríkir óvissa um framhaldið. Þessi óvissa er slæm, ekki síst fyrir framkvæmd peningastefnunnar, en miðlun hennar á mikið undir því komið að áhrif stýrivaxta eigi greiða leið út í lengri enda verðtryggðra vaxtarófsins.

### Gengi krónunnar hefur haldist lágt og óstöðugt

Innlendir vextir á gjaldeyrisskiptamarkaði eru enn lágir og vaxtamunur á stystu samningunum lítil sem enginn. Meðan þetta ástand varir er erfitt fyrir útgefendur jöklaþréfa að verja sig fyrir gjaldeyrissáhættu og slæmar horfur eru á að hægt verði að velta áfram þeim bréfum sem gefin hafa verið út, sérstaklega þar sem lítið framboð er á tryggum skuldabréfum. Þetta ástand skapar þrýsting á gengi krónunnar og skýrir líklega að mestu leyti fall krónunnar í mars og lágt og sveiflukennt gengi hennar síðan.

Viðbrögð Seðlabankans við þessu ástandi hafa verið af tvennum toga, annars vegar aukin útgáfa innstæðubréfa, sem gerð hafa verið aðgengileg erlendum fjárfestum, og hins vegar hækking stýrivaxta. Hvort tveggja virðist hafa liðkað til á gjaldeyrisskiptamarkaði og styrkt krónuna tímabundið. Útgáfa innstæðubréfanna opnaði nýjan farveg fyrir innstreymi fjármagns og stöðutöku með krónunni, en á sama tíma hefur slík útgáfa áhrif á framboð innlands fjármagns. Velta á millibankamarkaði hefur dregist saman til muna á undanförunum vikum. Líklega hefur útgáfa þessara bréfa haft áhrif þar á. Aukin eftirspurn erlendra fjárfesta eftir stuttum ríkistryggðum fjáreignum hefur verið mikil og af þróun ávöxtunarkröfu stystu óverðtryggðu ríkisskuldabréfanna má draga þá ályktun að útgáfa innstæðubréfanna hafi aðeins létt á þeirri eftirspurn en á engan hátt mætt henni að fullu.<sup>2</sup>

1. Eftirlitsstofnun EFTA (ESA) hefur lagt fram athugasemdir varðandi ríkisábyrgð sjóðsins.  
2. Sjá nánari umfjöllun um mikilvægi þess að fjármálamarkaðir starfi eðlilega og áhrif markaðsbresta á gengi krónunnar og miðlun peningastefnunnar í rammagrein III-1.

Að peningamarkaðir, gjaldeyrismarkaðir og eftirmarkaðir með verðbréf starfi eðlilega er mikilvægt fyrir miðlun peningastefnunnar. Eðlileg starfsemi markaða er þar að auki lykildundirstaða langtíma-hagvaxtar og stöðugleika. Á síðustu mánuðum hefur hins vegar hrikt í þessum mikilvægu undirstöðum vegna fjármálaóroa í kjölfar alþjóðlegrar lánsfjákræppu. Mikilvægt er að markaðsaðilar haldi áfram að bregðast við þessari stöðu á viðeigandi hátt. Framþróun og vöxtur skilvirkra skiptasamninga- og afleiðumarkaða mun áfram gegna mikilvægu hlutverki í því að bæta áhættustjórnun, stuðla að fjármálastöðugleika og að lokum verðstöðugleika og almennum efnahagslegum stöðugleika.<sup>1</sup>

### Peninga- og vaxtaskiptamarkaðir

Peningamarkaðir, þar sem samkeppni ríkir og seljanleiki er nægur, veita markaðsaðilum aðgang að skammtíma fjármögnun eða fjárfestingartækifærum og færi á að meðhöndla lausafjárahættu. Auk þess styðja þeir við miðlun peningastefnunnar út í raunhagkerfið, veita upplýsingar um mat markaðsaðila á framtíðarþróun vaxta og bæta verðmyndun fjáreigna. Á síðustu mánuðum hafa lítil viðskipti átt sér stað á millibankamarkaði með krónur þar sem viðskiptabankar og sparisjóðir gera skammtíma lánasamninga sín á milli. Seljanleiki á innlendum markaði varð að engu um leið og óroa gætti þegar dró úr framboði erlendra fjármögnunar í gegnum gjaldeyrisskiptasamninga.<sup>2</sup> Veltan minnkaði úr 80 ma.kr. í mars í 12,7 ma.kr. í apríl og dróst enn frekar saman í maí í 9,5 ma.kr. (sjá mynd 1). Ókyrrð á peningamarkaði hefur komið fram víða um heim og millibankavextir í þróuðum löndum hafa hækkað ört sem endurspeglar hærra lánsáhættu. Á Íslandi hefur takmarkaður aðgangur að lausafé og takmarkaður vilji til viðskipta fyrst og fremst valdið aðlögun á umfangi viðskipta. Erlendir aðilar hika enn við að taka beina lánsáhættu í íslenskum bönkum og kjósa heldur ríkistryggt verðbréf í krónum. Umsvif á vaxtaskiptamarkaði hafa einnig dregist verulega saman eftir að útgáfa jöklabréfa stöðvaðist.

Mikilvægt er að bregðast við undirliggjandi ástæðum þess að skammtíma lausafjárstýring bankanna fari ekki fram á peningamarkaði og þeir kjósi fremur að leggja umfram lausafé inn á reikninga í Seðlabankanum. Þegar vísbendingar koma fram um að alþjóðlegir fjármálamarkaðir séu að færast í eðlilegt horf gæti verið gagnlegt að endurskoða uppbyggingu peningamarkaðarins til að auka hvata markaðsaðila til að lána hvor öðrum og auka þannig skilvirkni markaðarins. Í öðru lagi kann að vera æskilegt að laða stórar innlendar, og mögulega erlendar, fjármálastofnanir að peningamarkaði til að auka samkeppni. Auk þess munu umbætur á peningamarkaði víðs vegar í heiminum og á fjármögnunarskilyrðum íslenskra banka hafa jákvæð smitáhrif á innlendan peningamarkað.

### Gjaldeyrismarkaðir

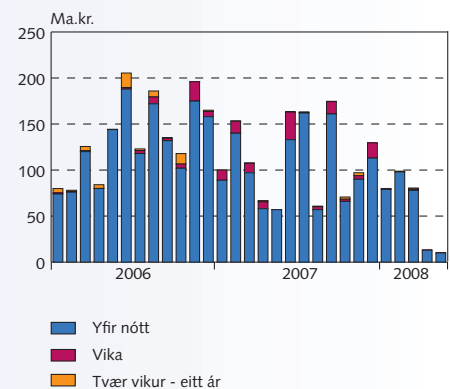
Gjaldeyrismarkaður, þar sem seljanleiki er nægur, hjálpar til við að draga úr flökki núgengis og kostnaði gjaldeyrsviðskipta. Verðlagning á íslenska stundarmarkaðnum með gjaldeyri (e. spot FX market) virkar nokkuð vel en seljanleiki á markaði, t.d. þegar hann er áætlaður út frá kaup-/sölubílum, er samt sem áður minni en á öðrum litlum þróuðum gjaldeyrismörkuðum. Engu að síður gæti fjölgun erlendra

## Rammagrein III-1

### Mikilvægi skilvirkra fjármálamarkaða

Mynd 1

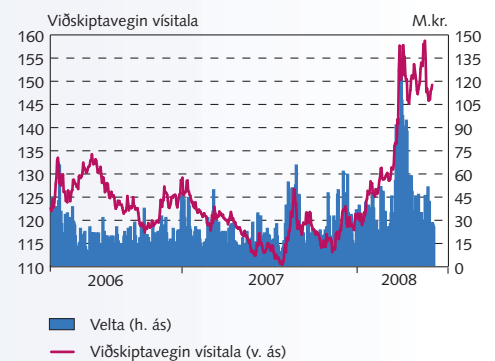
Velta á millibankamarkaði með krónur  
Janúar 2006 - maí 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Dagleg velta á millibankamarkaði með gjaldeyri  
Daglegar tölur 3. apríl 2006 - 29. maí 2008

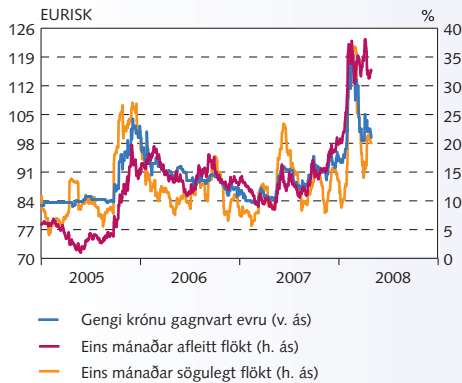


Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Til frekari upplýsinga, sjá t.d. Gray, S. T and N. Talbot (2006). „Developing financial markets“. Bank of England, *Handbooks in Central Banking*, no. 26 og Bernanke, B. S. (2008). „Liquidity provision by the Federal Reserve“, ræða í Federal Reserve Bank of Atlanta 13. maí 2008.

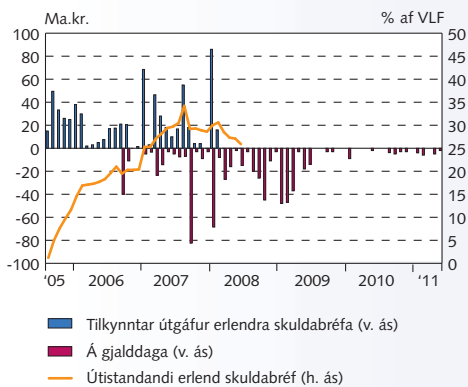
2. Auk þess getur 75 ma.kr. útgáfa Seðlabanka Íslands á innstæðubréfum hafa stuðlað að því að það dró úr seljanleika og innlendir markaðsaðilar hiki nú við að stunda viðskipti á millibankamarkaði þar sem ekkert veð liggur að baki viðskiptanna.

Mynd 3  
EURISK afleitt flökt  
Daglegar tölur 1. júlí 2005 - 30. maí 2008



Heimild: Bloomberg.

Mynd 4  
Skuldabréfaútgáfa í íslenskum krónum erlendis<sup>1</sup>  
Mánaðarlegar tölur



1. Gögn til og með 1. júlí 2008.  
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

viðskiptavaka aukið seljanleika á markaði. Við núverandi aðstæður skiptir röskun gjaldeyris skiptamarkaðar þar sem innlendir bankar eru tregir til að eiga viðskipti hins vegar mestu máli. Erfið fjármögnunarskilyrði á erlendum mörkuðum, sem endurspeglast í hækun skuldatriyggingarálags (þar sem seljanleiki er þó hlutfallslega takmarkaður), koma fram í verði gjaldeyris skiptasamninga.<sup>3</sup> Meginverkefni Seðlabankans í kjölfar alþjóðalánsfjákræppunnar hefur verið að tryggja trúverðugleika íslensks fjármálakerfis. Gjaldyris skiptasamningar við aðra norræna seðlabanka hafa verið ein leiðin til þess.

Mikilvægt er að hlúa að vexti eðlilega starfandi gjaldeyrisafleiðumarkaða fyrir framvirka samninga, skiptasamninga og valrétti. Tilvist virkra gjaldeyrisafleiðumarkaða auðveldar áhættudreifingu, stuðlar að betri fjárfestingarákvörðunum og minnkar flökt nýgengis. Nú um stundir neyðast fyrirtæki og fjárfestar nánast til þess að verjast gjaldmiðlaáhættu á stundarmarkaði þar sem erfitt er að gera framvirka samninga. Það á þátt í að stuðla að umframflökti nýgengis krónunnar (sjá myndir 2 og 3). Á síðustu mánuðum hefur krónan haldið áfram að veikjast sem hvetur til enn frekari varna gegn gjaldmiðlaáhættu. Hugsanleg lausn væri að stuðla að þróun skipulegs markaðar fyrir afleiðuviðskipti til viðbótar við skiptasamninga sem eiga sér stað utan kauphalla (e. over-the-counter). Skipulögð kauphallarviðskipti geta reynst betur en viðskipti utan verðbréfamarkaða til að draga úr mótaðilaáhættu, auðvelda verðmyndun og veita aðgang að fjármálagjöringum til áhættustýringar fyrir litil fyrirtæki.<sup>4</sup>

#### Eftirmarkaðir og aðlögun viðskiptahallans

Mat á nær áhættulausu vaxtarófi út frá vaxtamyndun á eftirmörkuðum hefur raskast verulega þar sem eftirspurn eftir verðbréfum í krónum með gott lánsþæfismat hefur verið mikil samanborið við takmarkað framboð. Takmarkað framboð veldur því að verð skuldabréfa stjórnast frekar af skammtíma röskunum en hefðbundnum efnahagslegum grunnþáttum.

Hlutfall útstandandi jöklabréfa af vergri landsframleiðslu hefur lækkað á síðustu mánuðum. Engu að síður er mikilvægt að huga að því að verulegt hlutfall þeirra er á gjalddaga síðar á þessu ári og í byrjun þess næsta og það getur haft áhrif á gengi krónunnar og fjármálastöðugleika (sjá mynd 4). Ólíklegt er að fleiri stórar útgáfur jöklabréfa verði gefin út á næstunni þar sem útgáfan byggist á hlutfallslegum yfirburðum íslenskra banka í fjármögnun í erlendum gjaldmiðli. Út frá sjónarhorni fjármálastöðugleika er því æskilegt að auka framboð ríkistryggðra skuldabréfa til að veita sumum eigendum jöklabréfa færi á að halda áfram stöðutöku sinni í krónunni með því að fjárfesta í ríkistryggðum skuldabréfum. Útgáfa skuldabréfa myndi forða þeim langtímafjárfestum sem vilja taka stöðu með krónunni frá því að þurfa að selja krónur í skiptum fyrir erlendan gjaldeyri. Þetta gæti því hjálpað til við að létta á frekari þrýstingi til lækkunar krónunnar og koma í veg fyrir mjög hraða aðlögun viðskiptahallans þegar innstreymi fjármagns stöðvast skyndilega. Til meðallangs tíma litið má þó segja að betra sé að nota innstreymi fjármagns í ábatasamar fjárfestingar á Íslandi en í fjárfestingar í ríkisskuldabréfum. Mikilvægt er að hafa hugfast að ríkissjóður er nú nánast skuldlaus og hefur því litla þörf fyrir útgáfu nýrra skuldabréfa.

3. Sjá rammagrein III-1 í *Peningamálum* 2008/1 og viðauka 2 í *Fjármálastöðugleika* 2008.  
4. Til frekari upplýsinga, sjá: Chan-Lau, J. A. (2005). „Hedging foreign exchange risk in Chile: markets and instruments“, *IMF Working Paper*, no. 37.  
5. Á eftirmörkuðum eiga sér stað viðskipti með verðbréf eftir að þau eru upphaflega gefin út og þangað til að þau koma á gjalddaga.



### Traust á innlendu bankana forsenda þess að gjaldmiðlaskipta- markaðurinn komist í samt horf

Forsenda þess að gjaldmiðlaskiptamarkaðurinn komist aftur í samt horf er að íslensku bankarnir öðlist á ný traust á erlendum mörkuðum. Þið virðist geta orðið á því, ef marka má þróun skuldtryggingarálags þeirra. Eftir að það náði sögulegu hámarki undir lok mars tók það að lækka, m.a. vegna jákvæðra fréttu af fjármögnun þeirra og í takt við lækkun á skuldtryggingarálagi á erlenda banka. Breytingar á álagi íslensku bankanna hafa að jafnaði fylgt álagi erlendra fjármálfyrirtækja, en sveiflur hafa þó verið meiri. Frá júníbyrjun hefur skuldtryggingarálag íslensku bankanna hækkað á ný eins og skuldtryggingarálag erlendra fjármálfyrirtækja.

### Vaxandi ótti við verðbólgu víða um heim

Erlendir grunnvextir hafa farið hækkanði á ný eftir tímabil lækkunar. Ótti við vaxandi verðbólgu hefur víða aukist mikið það sem af er ári og hefur ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa í Evrópu sem og í Bandaríkjunum farið hækkanði frá því í mars vegna þessa og væntinga um viðbrögð seðlabanka við vaxandi verðbólgu. Eftir útgáfu *Peningamála* í apríl hafa bæði Seðlabanki Bandaríkjanna og Englandsbanki reyndar lækkað stýrivexti um 0,25 prósentur, en litlar líkur eru taldar á frekari lækkun í bráð sakir ótta við vaxandi verðbólgu. Stýrivextir hafa haldist óbreyttir í flestum öðrum iðnríkjum, en hafa hækkað í mörgum nýmarkaðsríkjum, þar sem alvarlegur verðbólguvandi virðist í uppsiglingu.

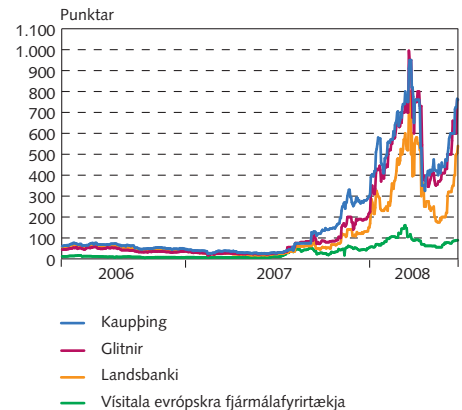
### Framboð lánsfjár enn af skornum skammti

Útlán lánakerfisins á fyrsta fjórðungi ársins voru umtalsvert meiri en á sama tíma fyrir ári og nálgast ársvöxturinn nú sín hæstu gildi. Aukningin er að miklu leyti til komin vegna lækkunar á gengi krónunnar. Í lok mars í ár var vísitala gengisskráningar miðað við víða vöruviðskiptavog tæplega 33% hærri en á sama tíma í fyrra. Í reynd hefur hægt á vexti útlána innlánsstofnana eftir að tekið hefur verið tillit til áætlaðrar gengis- og verðuppfærslu. Ársvöxturinn er þó enn mikill eða tæplega 30%. Útgáfa nýrra íbúðalána með veði í fasteign hefur dregist verulega saman hjá bönkunum það sem af er ári. Á það sinn þátt í því að velta á fasteignamarkaði hefur verið í sögulegu lágmarki. Á sama tíma hefur eftirspurn eftir slíkum lánum beinst fremur að íbúðalánasjóði og lífeyrissjóðunum þar sem skilyrði til lántöku hafa ekki verið hert að sama skapi og í bönkunum. Þótt fyrirliggjandi gögn gætu bent til annars eru sterkar vísbendingar um að framboð lánsfjár hafi minnkað til muna og kjörin versnað.

Ástæður aukningar útlána í hagtölum á sama tíma og fregnir berast af þrengingum á lánsfjármarkaði má líklega rekja til nokkurra þátta. Í fyrsta lagi hafa loforð fyrir lánunum í ýmsum tilvikum verið gefin nokkru áður en þrengja fór að á mörkuðum. Í öðru lagi er líklegt að bankarnir sjái hag sínum betur borgið með því að fyrirtæki ljúki við verk, sem þegar eru hafin, heldur en að loka á fjármögnun þeirra strax, þannig að þau sitji uppi með hálfbyggðar og illseljanlegar eignir. Í þriðja lagi er líklegt að þrengingum á markaði með fyrirtækjaskulda-  
bréf og -vixla hafi að einhverju leyti verið mætt með auknum banka-  
lánunum. Skuldir fyrirtækja hafa því ekki endilega aukist heldur hefur

Mynd III-7

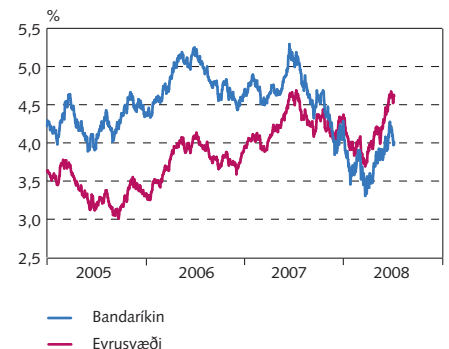
Skuldtryggingarálag íslenskra banka  
og vísitala evrópskra fjármálfyrirtækja  
Daglegar tölur 8. júlí 2006 - 1. júlí 2008



Heimildir: Bloomberg, Reuters.

Mynd III-8

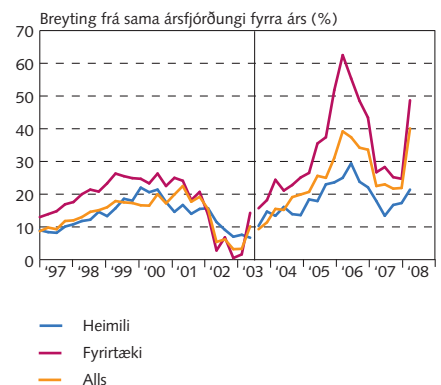
Ávöxtunarkrafa tíu ára ríkisskuldabréfa  
Daglegar tölur 3. janúar 2005 - 1. júlí 2008



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd III-9

Útlánaaukning lánakerfisins<sup>1</sup>  
1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2008

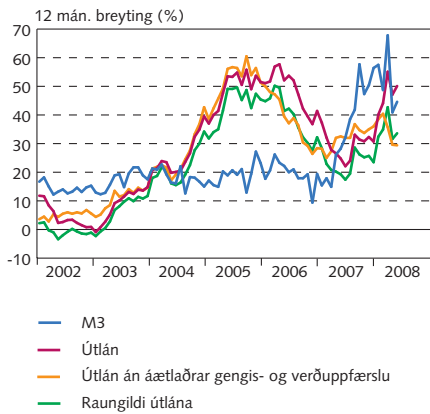


1. Vegna breytingar á lánaflokkun eru tölur frá og með þriðja ársfjórðungi 2003 ekki fyllilega sambærilegar við eldri tölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

M3 og innlend útlán innlánsstofnana

Janúar 2002 - maí 2008

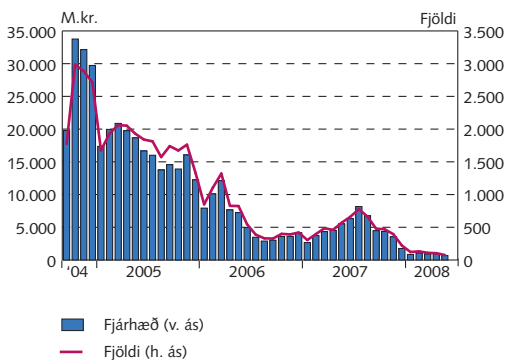


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Fjöldi og fjárhæð nýrra íbúðalána  
hjá innlánsstofnunum

September 2004 - maí 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

stærri hluti þeirra færst á efnahagsreikning bankakerfisins. Erlendis hefur borið á því að félög hafi verið tekin yfir af bönkunum og þannig færst á efnahagsreikning þeirra og ekki er óhugsandi að slíkt gæti hafa gerst hér í einhverjum mæli. Yfirdráttarlán til fyrirtækja hafa vaxið um fjórðung á fyrstu fimm mánuðum ársins samanborið við sama tíma í fyrra. Gæti það skýrst af þrengingum á mörkuðum sem og greiðara aðgengi að slíkum lánum en lánum til lengri tíma.

Framboð lánsfjár gæti þó aukist í kjölfar aðgerða sem ríkisstjórnin hefur nýlega tilkynnt. Lán Íbúðalánasjóðs miðast nú við að nema að hámarki 80% af kaupvirði eignar í stað þess að miðast við bruna-bótamat líkt og áður var. Hámarkslán sjóðsins voru einnig hækkuð úr 18 m.kr. í 20 m.kr. Einnig var tilkynnt að stofnaðir yrðu tveir nýir lána-flokkar, annar í þeim tilgangi að endurfjármagna íbúðalán sem þegar hafa verið veitt og hinn til lánastofnana til fjármögnunar á nýjum lánum. Ljóst er að hækkun hámarkslána Íbúðalánasjóðs eykur framboð lánsfjár, en erfitt er að segja til um hver áhrif útgáfa nýrra flokka verða fyrr en nánari upplýsingar um framkvæmd þeirra liggja fyrir.

### Fjármálaleg skilyrði hafa haldið áfram að versna

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa versnað til muna undanfarin misseri og hefur sú þróun haldið áfram þrátt fyrir lækkun raun-stýrivaxta. Óverðtryggðir vextir og vextir skammtímalána hafa haldið áfram að hækka. Erfitt hefur reynst fyrir fyrirtæki að sækja fjármagn á skuldabréfamarkað og kjör í þeim útboðum sem farið hefur verið í hafa versnað verulega. Verðbólga hefur aukist mikið í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar á fyrsta fjórðungi ársins, sem hefur skilað sér í hækkanði verðbótum verðtryggðra lána, og þar sem íbúðaverð er byrjað að lækka hefur eigið fé skuldsettra íbúðaeiganda minnkað. Mikil lækkun á gengi krónunnar frá því í mars hefur jafnframt valdið því að stofn gengisbundinna lána hefur hækkað töluvert. Á sama tíma hefur velta á fasteignamarkaði verið í sögulegu lágmarki, erfitt getur því verið að selja húsnæði ef þrengir að heimilum sökum þessa. Á móti kemur að Íbúðalánasjóður hefur tvívegis lækkað útlánsvexti sína frá útgáfu síðustu *Peningamála*, um 0,3 prósentur í apríl og 0,15 prósentur í júní.

Vöxtur peningamagns jókst mikið eftir að herða fór að á lánsfjármörkuðum og eignaverð fór að lækka. Til að bregðast við þessum breytingum hafa íslensku bankarnir leitað leiða til að auka hlutfall innlána í fjármögnun sinni. Skýrir það að hluta aukinn vöxt peningamagns. Dreigið hefur úr ársvexti peningamagns frá því að hann náði sögulegu hámarki í mars sl., en hann er enn gríðarlega mikill eða tæplega 44%. Stafar það einkum af samdrætti minnst bundnu inn-stæðanna, sem höfðu vaxið mjög undanfarna mánuði.

## IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Aðlögun efnahagslífsins að jafnvægi er hafin. Ört dregur úr þrótti eftirspurnar, eignaverð lækkar, fjármagnskostnaður eykst, kaupmáttur launa fer minnkandi og samdráttur atvinnu er framundan. Heimili, fyrirtæki og þjóðarbúið í heild sinni þurfa að standa undir aukinni greiðslubyrði og vinda ofan af skuldaförum liðinna ára á sama tíma og tekjur dragast saman, lánskjör versna og samdráttar gætir í efnahagslífinu. Erfiðar aðstæður á fjármálamörkuðum, sem leitt hafa til mikillar lækkunar á gengi krónunnar, leiða til þess að aðlögunin verður hraðari en ella og jafnframt erfiðara að sjá hana fyrir. Trúverðugleiki peningastefnunnar og virkni miðlunarferlis hennar hafa veruleg áhrif á hraða aðlögunarinnar og kostnað þess að endurheimta verðstöðugleika í formi tapaðrar framleiðslu.<sup>1</sup>

### Fjarar hratt undan vexti einkaneyslu ...

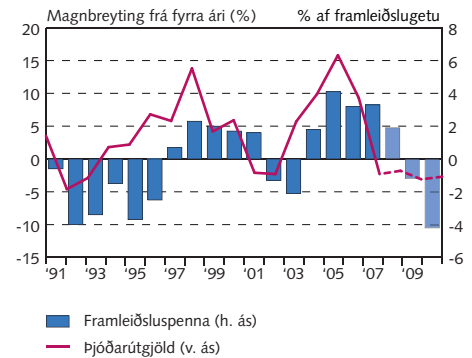
Vöxtur einkaneyslu var 5,2% á fyrsta fjórðungi ársins samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands, sem er heldur minni vöxtur en spáð var í apríl. Vöxturinn jókst eftir því sem leið á síðasta ár og hélst sterkur fram á fyrstu mánuði þessa árs. Gengislækkun krónunnar, mikil verðbólga, kólnun á fasteignamarkaði og uppsagnir á vinnumarkaði leggjast á eitt til að draga máttinn úr einkaneyslu. Í síðasta hefti *Peningamála*, var gert ráð fyrir verulegum umskiptum í þróun einkaneyslu í ár. Vísendingar eru um að þau umskipti verði jafnvel sneggr en gert var ráð fyrir í aprílspánni. Veltutölur gefa til kynna að vöxtur einkaneyslu hafi minnkað ört undanfarna mánuði og samdráttur sé á næsta leiti eða þegar tekið að gæta (sjá mynd IV-4). Bifreiðaskráningum hefur fækkað verulega eftir að hafa náð methæðum í upphafi ársins. Væntingavísitala Gallup hefur ekki mælst lægri síðan í lok árs 2001 (sjá mynd IV-3). Spáð er lítils háttar samdrætti á öðrum fjórðungi ársins og samdrætti einkaneyslu um u.þ.b. 1% á árinu öllu.

### ... og spáð er um 15½% samdrætti einkaneyslu á spátímabilinu

Samdráttur einkaneyslu er óumflýjanlegur og gegnir lykilhlutverki í aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi. Vöxtur hennar undanfarna ár hefur verið knúinn af miklum vexti ráðstöfunartekna, ríkulegu framboði lánsfjár í innlendum sem erlendum gjaldmiðli og væntingum um áframhaldandi vöxt tekna og atvinnu. Kaupmáttur ráðstöfunartekna jókst um rúmlega fjórðung frá árinu 2002 til 2007. Á næstunni þurfa heimilin að standa undir aukinni greiðslubyrði og jafnvel grynna á skuldum við aðstæður þar sem fjármálaleg skilyrði hafa versnað, atvinna minnkar og kaupmáttur ráðstöfunartekna dregst saman af völdum verðbólgu og þyngri greiðslubyrði skulda. Spáð er að kaupmáttur ráðstöfunartekna dragist saman um tæp 11% á spátímabilinu. Lækkun eignaverðs veldur að auki því að auður heimila dregst saman.

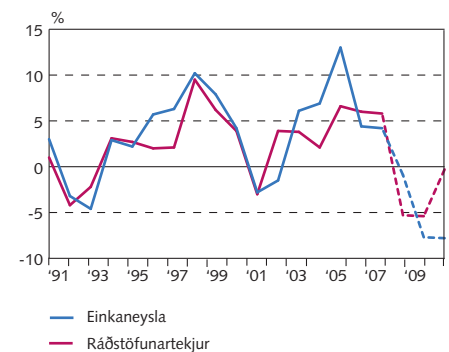
1. Grunnspáin byggist á stýrivaxtaferli sem að mati sérfræðinga Seðlabankans dugir til þess að verðbólga hjaðni að verðbólgu markmiði bankans innan ásættanlegs tíma og haldist stöðug í nánd við 2,5% eftir það. Nánara yfirlit yfir þjóðhagsspá er að finna í viðauka 1, bls. 54. Helstu breytingar á þjóðhagsspá frá *Peningamálu* 2008/1 eru raktar í ramma-grein IV-1. Greint er frá helstu breytingum á verðbólguþspá í ramma-grein IX-1.

Mynd IV-1  
Þróun þjóðarútgjalda og framleiðsluspennu 1991-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

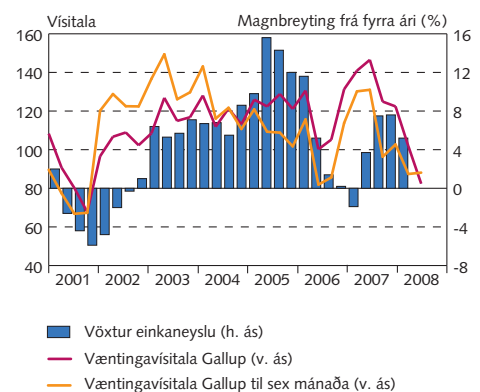
Mynd IV-2  
Þróun einkaneyslu og ráðstöfunartekna 1991-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010. Ráðstöfunartekjur eru mat Seðlabankans.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3  
Einkaneysla og væntingavísitala Gallup<sup>1</sup>

1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2008

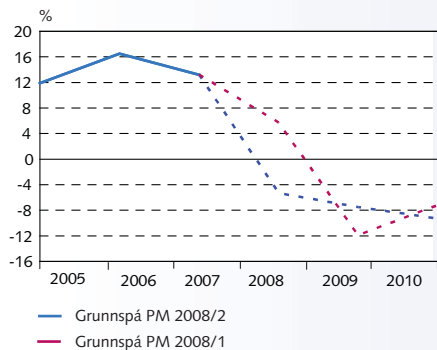


1. Miðað er við þriggja mánaða meðaltal væntingavísitölu Gallup.  
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

## Rammagrein IV-1

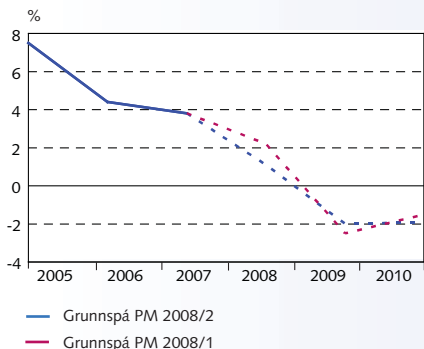
### Breytingar á þjóðhagsspá frá Peningamáli 2008/1

Mynd 1  
Þróun íbúðafjárfestingar 2005-2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Hagvöxtur 2005-2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Samkvæmt spánni verður einkaneysla u.þ.b. 15½% minni árið 2010 en hún var í fyrra. Það er verulegur samdráttur en verður að skoða í samhengi við mikinn vöxt einkaneyslu undangengin ár, sem nam t.d. 13% á árinu 2005 einu (sjá einnig töflu IV-1). Mögulegt er að einkaneysla taki fyrr við sér, t.d. ef aðlögun efnahagslífsins gengur hraðar fyrir sig en hér er gert ráð fyrir eða ef stærri hluti aðlögunarinnar á sér stað í gegnum fjárfestingu en í grunnspánni.

#### Stóriðjufjárfesting og opinberar framkvæmdir færast í aukana ...

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að almenn fjárfesting eigi erfitt uppdráttar en stóriðjufjárfesting og fjármunamyndun hins opinbera sækir í sig veðrið. Gert er ráð fyrir að opinber fjárfesting aukist í takt við vaxandi vísbendingar um samdrátt í efnahagslífinu og verði meiri en í aprílspánni. Stóriðjufjárfesting verður umfangsmeiri næstu misserin

Í þessari rammagrein er greint frá helstu breytingum á þjóðhagsspá frá *Peningamáli 2008/1* en í rammagrein IX-1 er fjallað um breytingar á spá um verðbólgu og drifkrafta hennar. Í meginráttum er dregin upp svipuð mynd af aðlögun efnahagslífsins og í *Peningamáli 2008/1*. Innlend eftirspurn er aðeins veikari þar sem einkaneysla, íbúðafjárfesting og almenn atvinnuvegafjárfesting dragast meira saman en í síðustu spá. Umfangsmeiri framkvæmdir í stóriðju og vaxandi fjárfesting hins opinbera veiga að hluta upp á móti samdrættinum. Hagvaxtarhorfur eru verri fyrir yfirstandandi ár, en áþekktum samdrætti er spáð á árunum 2009 og 2010 og í aprílspánni.

#### Stýrivextir þurfa að haldast lengur háir til að verðbólguþröskulmið náist á sama ársfjórðungi og í síðustu spá

Verðbólga er töluvert meiri en í síðustu spá og stýrivextir þurfa því að haldast háir lengur til að verðbólga og verðbólguvæntingar samrýmast markmiði Seðlabankans innan ásættanlegs tíma. Verðbólguþröskulmiðinu er náð á sama ársfjórðungi og í síðustu spá. Samdráttur einkaneyslu er í lykilhlutverki aðlögunar efnahagslífsins að jafnvægi. Spáð er tæplega þremur prósentum meiri samdrætti en í aprílspánni. Samdrátturinn er knúinn áfram af sömu öflum og í aprílspánni: lækkun ráðstöfunartekna og eignaverðs, vaxandi atvinnuleysi og versnandi fjármálalegum skilyrðum. Samdráttur kaupmáttar ráðstöfunartekna er fimm prósentum meiri en í síðustu spá. Helstu ástæður eru meiri verðbólga, hærri stýrivextir og þyngri greiðslubyrði skulda. Atvinnuleysi eykst hægar framan af spátímabilinu en nær engu að síður svipuðu stigi í lok tímabilsins.

#### Einkaneysla og almenn fjárfesting dragast meira saman en stóriðjan og opinber fjárfesting veiga upp á móti

Gert er ráð fyrir að stóriðjufjárfesting verði um 55 ma.kr. meiri á spátímabilinu og vöxtur opinberrar fjármunamyndunar verði töluvert meiri. Samdráttur almennrar atvinnuvegafjárfestingar er hins vegar um fimmtán prósentum meiri á spátímabilinu og íbúðafjárfesting dregst einnig sjö prósentum meira saman en í síðustu spá. Meiri samdráttur einkaneyslu vegur þyngra en minni samdráttur fjárfestingar og innlend eftirspurn dregst því aðeins meira saman en í síðustu spá, aðallega á þessu ári. Spá um útflutning hefur ekki breyst svo nokkru nemur. Verri horfur í sjávarútvegi og áhrif gengislækkunar krónunnar á almennan útflutning veiga hvort annað upp. Innflutningur dregst meira saman í ár í takt við minni eftirspurn. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði 1,1% á þessu ári í stað 2,2% vaxtar í aprílspánni. Horfur eru áþekkar fyrir árin 2009 og 2010.

en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Kostnaður við uppbyggingu fyrsta áfanga Helguvíkurlversins, orkuöflun og lagningu raflína er nú áætlaður tæplega 150 ma.kr. Í grunnspánni er einnig gert ráð fyrir að álverið í Straumsvík verði stækkað innan núverandi lóðarmarka og að kostnaður á spátímabilinu nemi á annan tug ma.kr. Fjárfesting vegna uppbyggingar aflþynnuverksmiðju á Norðurlandi og netbús á Suðurlandi er einnig talin nema á annan tug ma.kr. á sama tímabili. Nokkur óvissa ríkir þó enn um tilhögun og kostnað við orkuöflun sumra ofangreindra verkefna auk þess sem fleiri stórfamkvæmdir eru til skoðunar sem ekki er tekið tillit til hér.

### ... en önnur atvinnuvegafjárfesting á erfitt uppráttar í erfiðu árferði á láns- og eignamörkuðum

Hin alþjóðlega lánsfjárekþreppa og aðhaldssöm peningastefna hafa vaxandi áhrif á starfsemi fyrirtækja. Í síðustu *Peningamálum* var greitt frá niðurstöðum upplýsingaöflunar sem gaf til kynna að verulega hafi dregið úr útlánum fjármálastofnana til nýrra verkefna en að áfram sé lánað til verkefna sem byrjað hefur verið á. Aðgengi að lánsfé er enn torfært og skilyrði til útgáfu fyrirtækjaskuldabréfa hafa versnað til muna. Mikil skuldsetning gerir mörgum fyrirtækjum erfitt fyrir. Greiðslubyrði þeirra hefur aukist vegna aukins vaxtakostnaðar og lækkun eignaverðs og minnkandi eftirspurn eftir vöru og þjónustu rýrir eigið fé þeirra. Lækkun eigin fjár minnkar veðrymi fyrirtækja og skerðir aðgengi þeirra að lánsfé. Sum fyrirtæki gætu þurft að selja eignir til þess að greiða niður skuldir, en það stuðlar að enn meiri lækkun eignaverðs. Í grunnspánni er gert ráð fyrir verulegum samdrætti almennrar atvinnuvegafjárfestingar á spátímabilinu af þessum sökum, ekki síst í atvinnuhúsnæði. Umfangsmiklar framkvæmdir við byggingu stórverslana, hótela og skrifstofuhúsnæðis eru í gangi, en útlit er fyrir að nokkrum hluta þeirra verði lokið síðar en áætlað var. Vinna við sum þeirra gæti stöðvast að fullu um nokkurn tíma. Þrátt fyrir að atvinnuvegafjárfesting dragist umtalsvert saman á spátímabilinu er hlutfall fjármunamyndunar af landsframléiðslu allan tímann töluvert hærra en á fyrri samdráttarskeiðum (sjá mynd IV-8). Því má líta svo á að nokkrar líkur séu á meiri samdrætti.

### Svartsýni gætir meðal forsvarsmanna fyrirtækja en ágreiningur er uppi um hvort botni efnahagslæðarinnar sé náð

Samkvæmt niðurstöðum viðhorfskönnunar Capacent Gallup meðal forsvarsmanna 400 stærstu fyrirtækja landsins virðast flestir stjórnendur telja núverandi efnahagsástand bágborið. Vísitala efnahagslífsins hefur lækkað mjög ört og er nú 3,9 stig eftir að hafa náð hámarki í tæpum 200 stigum fyrir ári. Skoðanir virðast skiptar meðal forsvarsmanna fyrirtækja um hvort botni efnahagslæðarinnar sé náð. Tæplega þriðjungur þeirra telur að aðstæður í efnahagslífinu verði nokkru betri eftir hálf t.ár en 42% telja að þær verði verri.

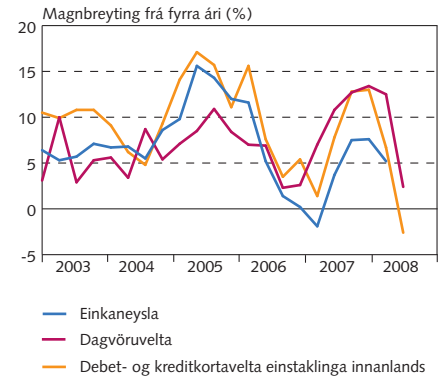
### Spá um lækkun íbúðaverðs stendur óhögguð ...

Spá Seðlabankans í síðasta hefti *Peningamála* um u.þ.b. 30% lækkun íbúðaverðs að raunvirði vakti hörð viðbrögð. Í spánni var gert ráð fyrir að húsnæðisverð færi niður í áætlaða jafnvægisstöðu á næstu

Mynd IV-4

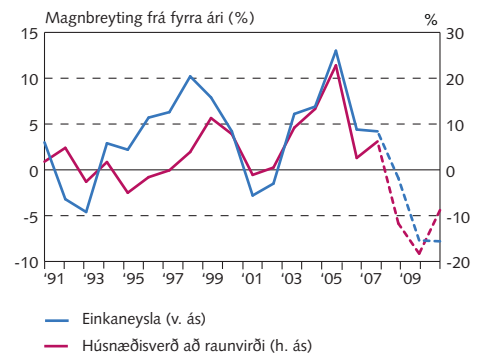
Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu

1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2008<sup>1</sup>



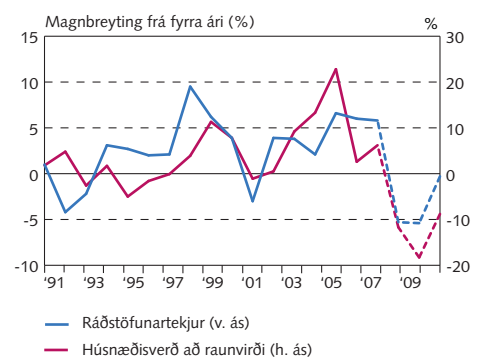
Mynd IV-5

Þróun einkaneyslu og raunvirðis húsnæðis 1991-2010<sup>1</sup>



Mynd IV-6

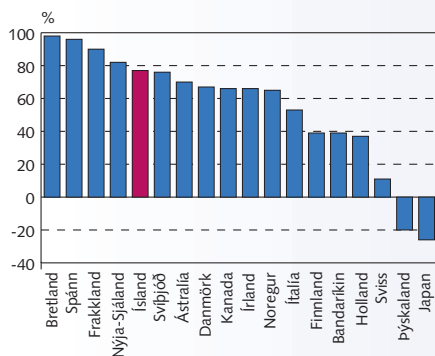
Þróun ráðstöfunartekna og raunvirðis húsnæðis 1991-2010<sup>1</sup>



## Rammagrein IV-2

### Húsnæðismarkaðurinn í alþjóðlegu samhengi

Mynd 1  
Hækkun húsnæðisverðs að raunvirði  
%-breytingar frá aldamótum<sup>1</sup>



1. Miðað er við %-breytingar frá 4. ársfjórðungi ársins 1999 til ársloka 2007.  
Heimildir: Goldman Sachs, Seðlabanki Íslands.

þremur árum. Var þar tekið mið af mikilli hækkun íbúðaverðs umfram almennt verðlag undanfarin ár, horfum um lækkun ráðstöfunartekna, þrengingum á lánamörkuðum og offramboði íbúðarhúsnæðis. Ekki var gert ráð fyrir að verðið færi niður fyrir áætlaða jafnvægisstöðu eins og gerðist í samdrættinum á tíunda áratugnum.

Ör hækkun íbúðaverðs umfram almennt verðlag hefur verið alþjóðlegt fyrirbrigði. Núverandi tímabil hækkandi húsnæðisverðs í heiminum hefur verið um tvöfalt lengra en að meðaltali í fyrri upp-sveiflum og hækkunin er þrefalt meiri.<sup>2</sup> Alþjóðlega húsnæðisverðbólán er á hröðu undanhaldi eins og fjallað er um í rammagrein IV-2.

2. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2008), „Chapter III - The Changing Housing Cycle and Its Implications for Monetary Policy“, *World Economic Outlook*, apríl.

Spá Seðlabankans sem birt var í síðustu *Peningamálum* um u.þ.b. 30% lækkun húsnæðisverðs að raunvirði á spátímanum var misjafnlega tekið. Í endurskoðaðri grunnspá er gert ráð fyrir heldur meiri lækkun húsnæðisverðs, eða tæplega 19% lækkun nafnverðs frá meðaltali ársins 2007 til meðaltals ársins 2010 sem samsvarar um þriðjungslækkun raunverðs.<sup>1</sup> Gangi spáin eftir mun hækkun húsnæðisverðs umfram almennt verðlag undanfarin fimm ár ganga að mestu leyti til baka. Verð yrði þó ekki lágt í sögulegu samhengi og u.þ.b. í langtíma jafnvægi sínu.

#### Ísland er ekki eyland

Mikil hækkun húsnæðisverðs á þessari öld er fjölþjóðleg þróun eins og sést á mynd 1. Í flestum löndum hefur þróun húsnæðisverðs einkennt af mikilli hækkun umfram bæði almennt verðlag og það sem þróun undirliggjandi ákvörðunarþátta húsnæðisverðs gæti gefið til efni til. Í þessu sambandi er Ísland því ekki eyland. Frá aldamótum til loka árs 2007 hefur raunverð húsnæðis hér á landi hækkað um rúmlega 77% (miðað við raunhækkun frá fjórða ársfjórðungi 1999) og má því ætla að það sé langt yfir langtíma jafnvægi. Frá upphafi núverandi uppsveiflu árið 2002 til ársins 2007 hefur nafnverð húsnæðis hækkað um 104% og raunverð um 66%. Lækkun húsnæðisverðs sem spáð er á næstu þremur árum þarf því að skoða í samhengi við verulegar hækkanir undanfarin ár.

#### Hvar mun húsnæðiskreppa valda mestum usla?

Undanfarin misseri hefur töluvert hægt á hækkun húsnæðisverðs í flestum löndum og í nokkrum þeirra landa sem upplifað hafa snarpar verðhækkanir eru þær farnar að ganga til baka. Tölur fyrir fjórða ársfjórðung síðasta árs og fyrsta ársfjórðung þessa árs benda til þess að húsnæðisverð hafi lækkað að raunvirði í Bandaríkjunum, Danmörku, Írlandi, Noregi, Spáni og Svíss.<sup>2</sup>

Sérfræðingar Goldman Sachs hafa metið líkurnar á minni hagvexti og samdrætti annarra hagstærða í 17 löndum. Þau lönd sem búa við mestar líkur á efnahagssamdrætti eru Spánn, Írland, Nýja-Sjáland og Bandaríkin. Öll löndin eiga það sameiginlegt að húsnæðisverð hefur hækkað að raunvirði samfleytt í nokkur ár (sjá myndir 2 og 3) og töluvert umfram hækkun ráðstöfunartekna í löndunum fjórum. Þá hefur atvinnustig í byggingariðnaði og fleiri greinum sem tengjast húsnæðismarkaðnum og íbúðafjárfesting einnig vikið langt frá undirliggjandi langtíma jafnvægi í löndunum fjórum. Að mati sérfræðinga

1. Húsnæðisverð að raunvirði lækkar um tæplega 31% á spátímanum sem nær frá öðrum ársfjórðungi þessa árs til annars fjórðungs ársins 2011. Það er nánast sama lækkun og gert var ráð fyrir á spátíma aprílspáinnar.

2. Sjá OECD (2008), *Economic Outlook*, 83, júní 2008 (bráðabirgðaútgáfa).

Goldman Sachs þurfa Japan, Sviss, Holland og Þýskaland ekki að óttast efnahagssamdrátt af völdum lækkunar húsnæðisverðs. Þessi lönd eiga það sameiginlegt að húsnæðisverðlag hefur hækkað lítið eða jafnvel lækkað að raunvirði, íbúðafjárfesting hefur verið undir langtíma jafnvægi og hlutfall byggingariðnaðar af heildaratvinnustigi hefur dregist saman.<sup>3</sup>

### Fyrri reynsla af húsnæðisverðbólum sem hafa sprungið

Líklegt er að mikið frávík raunverðs frá langtíma jafnvægi sínu leiði til snarprar leiðréttingar að jafnvægi sem haft getur misdjúpstæð áhrif á raunstærðir.<sup>4</sup> Nýleg rannsókn á húsnæðisverðbólum í OECD-löndunum frá upphafi áttunda áratugarins leiddi í ljós að í kjölfar mikillar húsnæðisverðbólgu, sem að meðaltali nam 30% að raunvirði, hefur að jafnaði fylgt samsvarandi snörp verðlækkun.<sup>5</sup> Reyndist meðallengd lækkunartímabila vera um sex ár. Rannsóknin sýnir að framleiðslulaki og minni hagvöxtur héldust í hendur við verðhrun á fasteignamörkuðum. Nam meðalhjóðnun hagvaxtar um 5 prósentum á lækkunarskeiðinu. Hagvöxtur tók að minnka áður en raunverð húsnæðis tók að lækka og náði lágmarki að meðaltali sjö ársfjórðungum eftir að lækkunarskeið hófst, en tók að glæðast að jafnaði nokkrum árum seinna. Framleiðslulaki náði hámarki á svipuðum tíma og raunverð náði lágmarki.

### Hvað dylst á bak við meðaltalið?

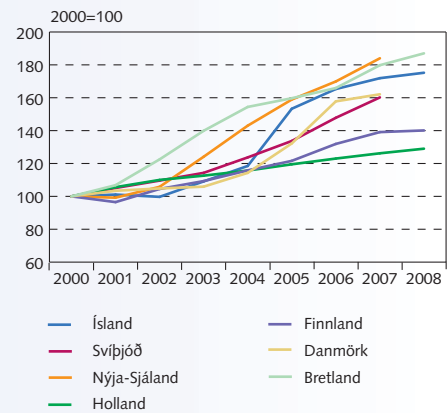
Oft dylst mikilvægur munur á bak við meðaltöl. Rannsóknin sýnir að eftirköst húsnæðisverðbólgu sem sprakk voru meiri og langvinnari eftir því sem ójafnvægið í þjóðarþúskapnum í aðdragandanum var meira. Áhrif á hagvöxt voru meiri í löndum þar sem mikil framleiðsluspenna var til staðar þegar bólan sprakk og þar sem útlánvöxtur og viðskiptahalli hafði verið mikill.

### Líklegr framvinda hér á landi

Eins og fram kemur á mynd 1 hefur raunverð húsnæðis hér á landi hækkað meira en á Írlandi og í Bandaríkjunum en þó minna en í Bretlandi, á Spáni og Nýja-Sjálandi, svo að nefnd séu þau lönd þar sem áhrif sprunginnar húsnæðisverðbólgu eru talin geta orðið hvað verst.<sup>6</sup> Íslenskir lánamarkaðir hafa þrængst til muna, framboð íbúðarhúsnæðis aukist og úrvalsvisitala hlutabréfa hefur lækkað um ríflega fjórðung það sem af er ári. Seðlabankinn spáir að verg landsframleiðsla muni dragast saman um tæp 3% frá meðaltali ársins 2007 fram til meðaltals ársins 2010 og að þá nemi framleiðslulaki rúmlega 4%. Bankinn telur jafnframt að lækkunarhrina húsnæðisverðs að raunvirði verði ekki afstaðin um það leyti. Nafnverð húsnæðis tekur að hækka aftur síðla árs 2010 en raunverð heldur seinna.

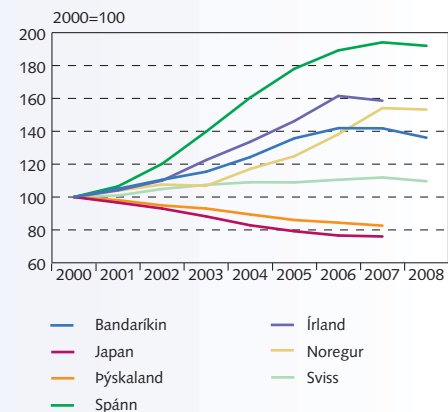
Þó að óvissan sé vissulega mikil, m.a. um þróun á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, bendir flest til þess að áhrifin á íslensk- an þjóðarþúskap geti orðið í meira lagi í alþjóðlegum samanburði og meiri en áður í sögulegum samanburði. Í ljósi undangenginna húsnæðiskreppa og miðað við það ójafnvægi sem fyrir var í þjóðarþúskapnum í aðdragandanum er heldur ekki óraunhæft að gera ráð fyrir að þróunin verði jafnvel verri í tilvikum Íslands. Frávíkisdæmi í rammagrein IX-2 lýsir mögulegri þróun þar sem samdráttur innlends húsnæðismarkaðar verður meiri en gert er ráð fyrir í grunnspá.

Mynd 2  
Vísitölur húsnæðisverðs að raunvirði<sup>1</sup>



1. Tölur fyrir árið 2007 eru meðaltöl fyrirliggjandi ársfjórðunga þeirra landa sem ekki fást gögn frá, fyrir allt árið 2007 og tölur fyrir árið 2008 eru m.v. fyrsta ársfjórðung.  
Heimildir: Fasteignamat ríkisins, OECD.

Mynd 3  
Vísitölur húsnæðisverðs að raunvirði<sup>1</sup>

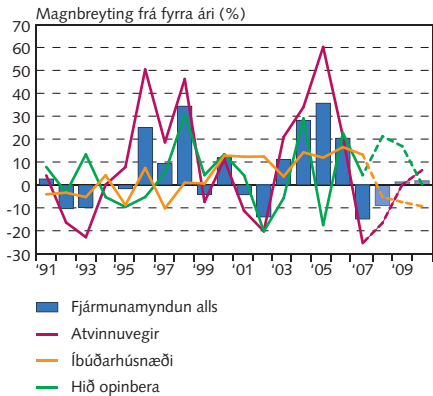


1. Tölur fyrir árið 2007 eru meðaltöl fyrirliggjandi ársfjórðunga þeirra landa sem ekki fást gögn frá, fyrir allt árið 2007 og tölur fyrir árið 2008 eru m.v. fyrsta ársfjórðung.  
Heimild: OECD.

3. Raunverð hefur lækkað um 20% í Þýskalandi og um 26% í Japan frá aldamótum.  
4. Sjá skýrslur Goldman Sachs, *Global Economics Weekly*, frá 16. apríl, 23. apríl og 14. maí 2008.  
5. Goldman Sachs, *Global Economics Weekly*, 16. apríl og 14. maí 2008. Skoðuð eru þau tilvik meðal OECD-landa eftir árið 1970 þar sem raunverð húsnæðis hefur lækkað um meira en 15%. Sjá einnig kafla III í *World Economic Outlook*, IMF, apríl 2003 og 2008.  
6. Nafnverðshækkunin hefur hins vegar verið meiri hér á landi en í Bretlandi, Írlandi og á Spáni.

Mynd IV-7

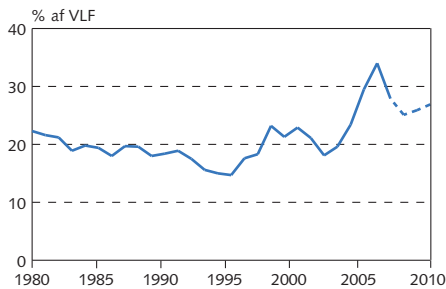
Þróun fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 1991-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

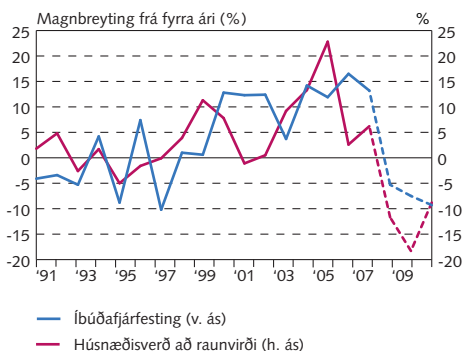
Fjármunamyndun sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1980-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

Þróun íbúðafjárfestingar og raunvirðis húsnæðis 1991-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Helstu drifkraftar innlendrar uppsveiflu á íbúðamarkaði undanfarin ár voru gríðarlegur vöxtur ráðstöfunartekna, lækkun útlánsvaxta, aukið framboð erlends lánsfjár, hækkun hámarkslána og veðhlutfalla, lenging lánstíma, auknir möguleikar á endurfjármögnun skulda og lóðaskortur. Væntingar um áframhaldandi hækkun íbúðaverðs og spákaupmennska mögundu uppsveifluna eins og víða annars staðar. Húsnæðisverðbólga myndaðist. Flestir þessir drifkraftar eru að ganga til baka. Lækkun íbúðaverðs um 30% að raunvirði er nálægt meðalhjöðnun verðlags í kjölfar sambærilegra húsnæðisverðbólga í fimm-tán OECD-ríkjum.<sup>3</sup> Í spá Seðlabankans í apríl var gert ráð fyrir að verðhjöðnunin hér yrði í meðallagi þótt vissulega væri gengið út frá því að aðlögunin yrði hraðari en að meðaltali. Ójafnvægið í þjóðarbúskapnum, gríðarlegur útlánvöxtur og viðkvæmni efnahagslífsins fyrir áhrifum lánsfjárræppunnar gefur tilefni til að ætla að lækkun íbúðaverðs gæti orðið yfir meðallagi hér á landi.<sup>4</sup>

### ... enda benda nýleg gögn í sömu átt

Ýmsar vísbendingar, t.d. nýjustu gögn um þróun íbúðafjárfestingar, gefa tilefni til að ætla að aðlögun íbúðaverðs geti orðið hraðari en í aprílspánni. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar sýna 13,5% samdrátt íbúðafjárfestingar á fyrsta fjórðungi ársins í kjölfar 16% vaxtar á fjórðungnum á undan. Hins vegar er líklegt að þessar tölur ofmeti samdrátt íbúðafjárfestingar nokkuð.<sup>5</sup>

Vaxandi vísbendingar eru um offramboð íbúðarhúsnæðis. Óseldum eignum fjölgar í hlutfalli við veltu (sjá mynd IV-10). Könnun Seðlabankans meðal stærstu byggingarverktaka landsins, sem framkvæmd var í júní, bendir einnig til snarps samdráttar íbúðafjárfestingar á þessu ári. Fjöldi íbúða í byggingu um síðustu áramót var u.þ.b. helmingi minni hjá þeim sem tóku þátt í könnuninni en ári áður og þeir áætluðu að hefjast handa við ríflega þriðjung þess byggingarmagns sem þeir byrjuðu á í fyrra. Hverfandi hluta óseldra íbúða hefur verið breytt í leiguhúsnæði enn sem komið er.

Yfirlýsing ríkisstjórnarinnar um aðgerðir á fasteigna- og fjármálamarkaði, sem gefin var út 19. júní sl., gefur tæpast tilefni til endurskoðunar á spá Seðlabankans um íbúðaverð. Aðgerðirnar gætu þó hægt á þróuninni og haft áhrif á hvernig lækkunin skiptist eftir staðsetningu, stærðar- og aldursflokkum íbúða, en aðlögun á íbúðamarkaði mun eiga sér stað engu að síður. Þær gætu hugsanlega minnkað líkurnar á því að samdrátturinn á íbúðamarkaði verði eins mikill og lýst er í fráviksdæminu í rammagrein IX-2. Það er þó ekki víst vegna þess að þær koma fyrr fram en æskilegt væri. Hærrí lánshlutföll nú gætu t.d. leitt til þess að fleiri einstaklingar verði með neikvætt eigið fé í

3. Sjá Goldman Sachs, *Global Economics Weekly*, 16. apríl, 23. apríl og 14. maí 2008.

4. Í fráviksspá í síðasta hefti *Peningamála* var reiknað með meiri lækkun húsnæðisverðs en í grunnspánni og mun meiri samdrætti íbúðafjárfestingar. Áþekkt fráviksdæmi er birt í þessu hefti *Peningamála*, sjá rammagrein IX-2 bls. 51-53.

5. Minnkandi velta á íbúðamarkaði dregur úr hvata byggingaraðila til að láta skrá íbúðarhúsnæði sem tilbúið til notkunar. Því er líklegt að algengt sé að nær fullbúið húsnæði sé enn skráð sem fokhelt. Sú fjárfesting sem þegar hefur átt sér stað getur því verið verulega vanmetin í fyrstu tölum af þessum sökum en algengt er að u.þ.b. 40% munur sé á skráðu verðmæti íbúða á milli þessara tveggja skilgreindu byggingarstiga.



húsnæði á botni lægðarinnar sem gæti tafið bata. Líklegast er þó að áhrifin verði ekki mjög mikil.

Í grunnspánni er gert ráð fyrir rúmlega 5% samdrætti íbúðafjárfestingar í ár og enn meiri samdrætti á árunum 2009 og 2010. Í spánni lækkar hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu í 5% sem er nálægt metnu langtímaþvægi.<sup>6</sup>

### Spáð er rúmlega 1% hagvexti í ár en samdrætti á árunum 2009 og 2010

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var liðlega 1% hagvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins. Miklu hagvaxtarskeiði er að ljúka og samdráttartímabil er framundan. Undangengin fimm ár hefur verg landsframleiðsla vaxið um tæplega 30% á föstu verði sem var borinn uppi af 44% vexti innlestrar eftirspurnar. Í ár er gert ráð fyrir að bæði einkaneysla og fjárfesting dragist saman og samdráttur innlestrar eftirspurnar nemi u.þ.b. 2%. Samkvæmt grunnspánni eykst útflutningur nokkuð, annars vegar vegna gengislækkunar krónunnar en einnig vegna aukins útflutnings áls. Spáð er að hagvöxtur í ár verði rúmlega 1%. Á árunum 2009 og 2010 er á heildina litið spáð svipuðum samdrætti og í síðustu spá, eða u.þ.b. 2% á hvoru árinu fyrir sig. Samdráttinn verður hins vegar að skoða í samhengi við gríðarlegan vöxt undanfarin ár (sjá töflu IV-1).

Tafla IV-1 Breytingar á mismunandi tímabilum (%)

	2002-2007 <sup>1</sup>	2007-2010 <sup>2</sup>
Einkaneysla	39,4	-15,7
Samneysla	15,6	11,4
Fjármunamyndun	97,9	-6,1
Atvinnuvegafjárfesting	134,4	-11,1
Íbúðafjárfesting	74,7	-20,5
Opinber fjárfesting	28,4	42,1
Þjóðarútgjöld	43,8	-7,4
Útflutningur vöru og þjónustu	32,5	7,7
Innflutningur vöru og þjónustu	78,3	-7,1
Verg landsframleiðsla	28,4	-2,8
Ráðstöfunartekjur <sup>3</sup>	26,7	-10,8
Húsnæðisverð að nafnvirði	103,5	-18,8
Húsnæðisverð að raunvirði	65,5	-34,2

1. Breyting frá meðaltali ársins 2002 til meðaltals ársins 2007.
2. Breyting frá meðaltali ársins 2007 til meðaltals ársins 2010 í grunnspá Seðlabankans.
3. Ráðstöfunartekjur eru mat Seðlabankans.

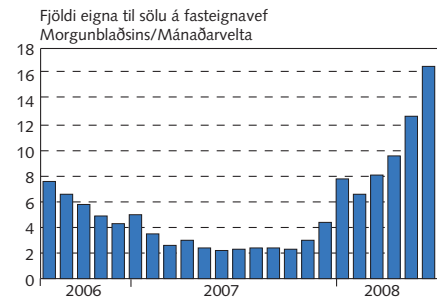
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Framleiðsluspenna hjaðnar hratt en minni slaka er spáð á næstu árum vegna hægari vaxtar framleiðslugetu

Framleiðsluspenna hjaðnar ört og verður neikvæð um miðbik næsta árs gangi spáin eftir. Aðrar vísbendingar, t.d. könnun meðal forsvarsmanna 400 stærstu fyrirtækja landsins, gefa einnig tilefni til að ætla að framleiðsluspenna hjaðni ört. Hlutfall fyrirtækja sem segjast skorta

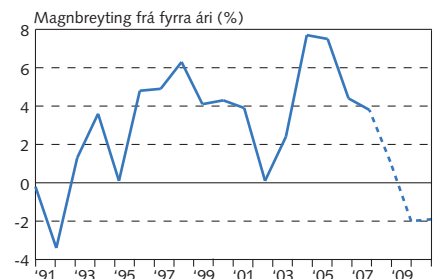
6. Sjá Lúðvík Eliasson og Þórarinn G. Pétursson (2008), „The residential housing market in Iceland: Analysing the effects of the recent mortgage market restructuring”, *Housing Studies*, væntanleg.

Mynd IV-10  
Óseldar fasteignir  
Ágúst 2006 - júní 2008



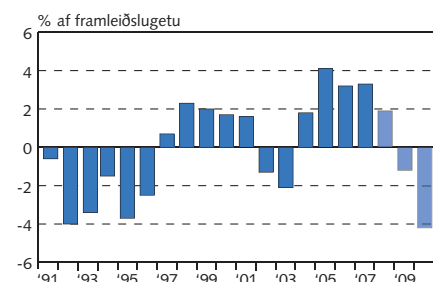
Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Morgunblaðið, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11  
Hagvöxtur 1991-2010<sup>1</sup>



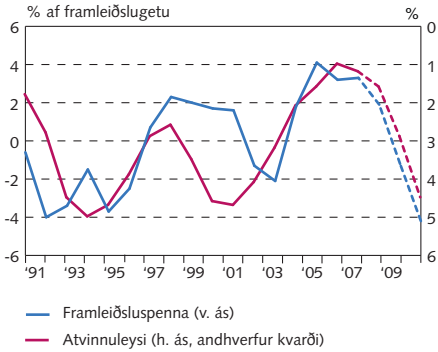
1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12  
Framleiðsluspenna 1991-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13  
Framleiðsluspenna og atvinnuleysi  
1991-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

starfsfólk hefur lækkað úr ríflega helmingi fyrir tæpu ári niður í tæplega fimmtung nú. Verri hagvaxtarhorfur leiða til þess að metin framleiðsluspenna í ár lækkar í tæplega 2%. Slaki myndast á næsta ári og verður mestur á síðari hluta ársins 2010. Slakinn verður ekki alveg eins mikill og nær hámarki nokkru fyrr en í aprílspánni. Í síðustu spá jókst framleiðslulakinn út spátímabilið. Ástæða þess að það gerist ekki nú er að mat á vexti framleiðslugetu hefur lækkað vegna aukinna áhrifa alþjóðlegrar lánsfjáarkreppu og hækkunar hrávöru- og orkuverðs. Fjármagnsstofninn vex því hægar og framleiðni sömuleiðis.

## V Fjármál hins opinbera

Útlit er fyrir heldur verri afkomu hins opinbera en spáð var í síðustu *Peningamálum*. Helsta ástæðan er meiri samdráttur einkaneyslu en þá var gert ráð fyrir.

### Tekjur dragast saman og útgjöld aukast ...

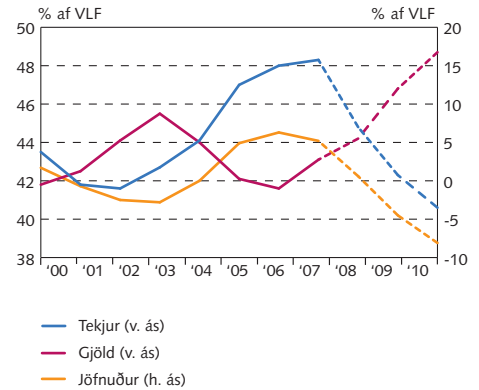
Samkvæmt nýlegri áætlun Hagstofu Íslands um búskap hins opinbera á fyrsta ársfjórðungi 2008 voru tekjur hins opinbera heldur lægri að raungildi en á sama fjórðungi í fyrra. Gjöld hins opinbera eru talin hafa hækkað um 2% umfram verðlag frá fyrsta ársfjórðungi 2007 til jafnlangdar í ár. Engu að síður er áætlað að 16 ma.kr. afgangur hafi verið á rekstri hins opinbera á ársfjórðungnum, töluvert meiri en hér er spáð á árinu öllu.

### ... út spátímabilið

Útlitið í búskap hins opinbera er í stórum dráttum óbreytt frá síðustu *Peningamálum*. Talið er að afkoma hins opinbera verði í járnnum í ár, en versni eftir því sem líður á spátímabilið og hallinn verði um 8% af landsframleiðslu í lok spátímans. Verri afkoma skýrist fyrst og fremst af áhrifum efnahagssamdráttarins á skatttekjur ríkissjóðs sem áætlað er að dragist saman um 17% milli árána 2007 og 2010 á föstu verði. Tekjur ríkissjóðs af fjármagnstekjuskatti og tekjuskatti lögaðila eru taldar lækka um 30-40 ma.kr. á verðlagi ársins 2008 og tekjur af neyslusköttum um 40 ma.kr. Samdráttur tekna af fjármagnsskatti stafar af mjög breyttum aðstæðum á fjármálamarkaði, en samdráttur neysluskatta skýrist af miklum samdrætti einkaneyslu og minnkandi kaupum á vörum sem bera háa skatta, einkum bílum og annarri varanlegri neysluvöru. Skatttekjur sveitarfélaga dragast einnig saman, þó mun minna eða um 4½% að raunvirði, einkum vegna samdráttar í byggingastarfsemi.

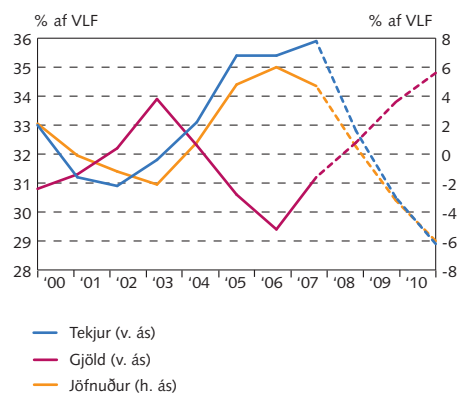
Útgjöld hins opinbera aukast um 70 ma.kr. milli árána 2007 og 2010 á verðlagi þessa árs, en það skýrist að nokkru leyti af áðurnefndum samdrætti. Áætlað er að hlutur opinberra útgjalda af landsframleiðslu aukist úr 43% árið 2007 í 48½% árið 2010. Er þá miðað við að vöxtur samneyslu verði ámóta og á árunum 2000-2007, 3½-4% á ári og útgjöld til hennar hækki um nærfellt 40 ma.kr. frá 2007 til 2010 á verðlagi ársins 2008. Gert er ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera verði sem næst í samræmi við nýlegar áætlanir fjármálaráðuneytisins, þ.e. aukist um 20% í ár og litlu minna á því næsta og verði nær 6½% af landsframleiðslu og haldist óbreytt árið 2010. Tilfærsluútgjöld aukast vegna samdráttarins, mest útgjöld ríkissjóðs vegna almannatrygginga. Ástæðan er einkum lakara atvinnuástand, en einnig koma til framkvæmda fyrirheit sem gefin voru í tengslum við kjarasamninga undanfarin misseri um hækkuð atvinnuleysisbóta og aukin framlög til barna- og vaxtabóta. Ofangreind afkomuþróun felur í sér að skulda- staða hins opinbera versnar og vaxtakostnaður umfram vaxtatekjur eykst úr nánast engu árið 2007 í u.þ.b. 20 ma.kr. árið 2010.

Mynd V-1  
Fjármál hins opinbera 2000-2010<sup>1</sup>



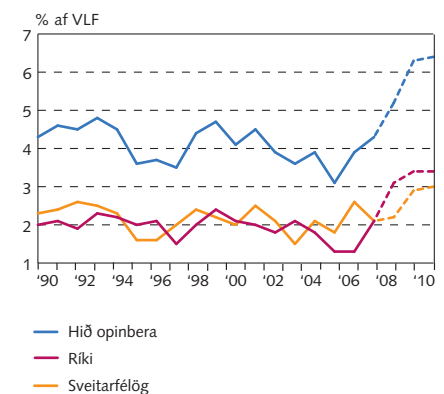
1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2  
Fjármál ríkissjóðs 2000-2010<sup>1</sup>  
Með almannatryggingum



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

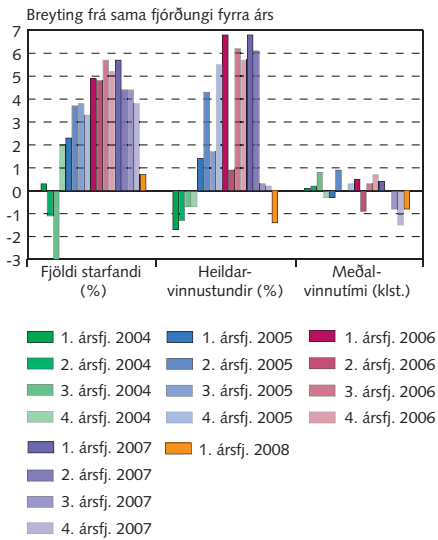
Mynd V-3  
Fjárfesting hins opinbera 1990-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

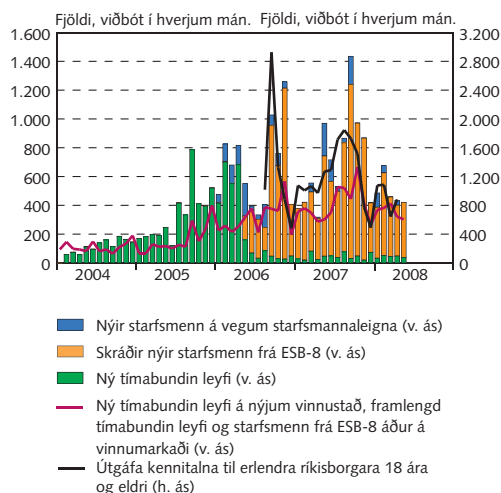
Mynd VI-1

Breytingar á vinnuafli  
2004-2008



Mynd VI-2

Útgáfa kennitalna og erlendir starfsmenn  
skráðir hjá Vinnumálastofnun



## VI Vinnumarkaður og launaþróun

Merki um minnkandi spennu á vinnumarkaði eru enn ekki orðin skýr í gögnum, þótt fréttir berist af uppsögnum. Atvinnuleysi er hverfandi og innflutningur vinnuafls var enn töluverður í maí. Samdráttur í útgáfu kennitalna bendir þó til þess að draga muni úr innflutningi vinnuafls og atvinnuleysi gæti aukist hratt á seinni hluta ársins. Reyna mun á forsenduákvæði kjarasamninga á næsta ári, en í grunnspánni er ekki gert ráð fyrir því að niðurstaða endurskoðunarinnar hafi í för með sér verulegan viðbótarlaunakostnað. Afleiðingar þess eru hins vegar skoðaðar í frávíksspá.

### Samdráttur vinnuagns

Heildarvinnustundum fækkaði á fyrsta fjórðungi þessa árs samkvæmt niðurstöðum vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands, í fyrsta skipti frá því á síðasta fjórðungi ársins 2004. Styttri vinnuvika skýrir fækkun heildarvinnustunda en fólki á vinnumarkaði fjölgaði einnig óverulega miðað við það sem verið hefur undanfarin þrjú ár. Á seinni hluta síðasta árs dró verulega úr fjölgun heildarvinnustunda miðað við það sem var á árunum 2005-2006 vegna styttri vinnuviku þótt fólki við vinnu fjölgaði verulega. Skýringa á styttri vinnutíma virðist hafa verið að leita á framboðshliðinni þar sem þeir sem unnu minna í viðmiðunarvikunni en þeir gera að staðaldri sögðust gera það vegna þess að þeir tóku eitthvert frí í viðmiðunarvikunni. Veruleg aukning kaupmáttar launa og ráðstöfunartekna undanfarin ár og sterk staða launafólks vegna langvarandi umframeftirspurnar eftir vinnuafli hefur líklega ýtt undir frítöku. Svipuð þróun var undanfari viðsnúnings á vinnumarkaði á árinu 2001; þ.e.a.s. fækkun vinnustunda en fjölgun fólks í vinnu. Árið 2002 fækkaði svo bæði vinnustundum og fólki við vinnu á sama tíma og atvinnuleysi jókst.

### Enn ekki skýr merki um viðsnúning á vinnumarkaði ...

Tölur um innflutning vinnuafls benda ekki til að fækkun heildarvinnustunda á fyrsta fjórðungi ársins hafi stafað af minni eftirspurn eftir vinnuafli. Fyrstu fjóra mánuði ársins voru nýskráningar starfsmanna fleiri en á sama tímabili árið á undan. Í maí voru nýskráningar hins vegar færri en á sama tímabili í fyrra. Innflutningur vinnuafls var þó enn mikill í maí og endurskráningar erlendra starfsmanna fleiri það sem af er ári en á sama tíma í fyrra. Skráð atvinnuleysi stóð í stað það sem af er ári, nálægt 1%.

### ... en vísbendingar um að dregið hafi úr eftirspurn ...

Tölur um útgáfu kennitalna benda þó til að dregið hafi úr vinnuafleftirspurn. Um fimmtungi færri kennitölur til 18 ára og eldri voru gefnar út fyrstu fimm mánuði ársins en á sama tíma í fyrra. Þar sem starfsmaður þarf kennitölu til að fá vinnu má gera ráð fyrir að áfram dragi úr skráningu erlendra starfsmanna hjá Vinnumálastofnun á næstu mánuðum.

### ... og að atvinnuleysi gæti aukist hratt á haustmánuðum

Upplýsingar frá vinnumiðlunum, Vinnumálastofnun og aðilum vinnumarkaðarins benda einnig til að minni eftirspurn komi fljótlega fram í auknu atvinnuleysi. Tilkynningum um uppsagnir starfsmanna virðist

hafa fjölgað, sérstaklega í mailok, og fyrirspurnum um hvernig beri að standa að uppsögnum hefur fjölgað. Vanskil fyrirtækja hafa aukist og farið er að bera á því að starfsmönnum sé sagt upp starfi og boðin endurráðning á verri kjörum.

Niðurstöður könnunar sem gerð var meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins í júní benda einnig til þess að draga muni úr vinnuafslþörf á næstunni. Um fjórðungur fyrirtækja hyggst fækka starfsmönnum á næstu sex mánuðum en aðeins fimmtungur í sambærilegri könnun í mars. Aðeins 16% fyrirtækja vilja fjölga starfsmönnum nú en um fjórðungur í mars. Mest hefur dregið úr þörf fyrirtækja til að fjölga starfsmönnum í þeim greinum þar sem hún hefur verið mikil að undanfögnu, þ.e. í fjármála- og tryggingastarfsemi og sérhæfðri þjónustu. Hins vegar jókst hlutfall fyrirtækja í sjávarútvegi sem vill fjölga starfsmönnum úr 4% í 25%. Um 80% fyrirtækja taldi vera nægt framboð á starfsmönnum nú en um helmingur í sambærilegri könnun í fyrra, og ólíkt því sem verið hefur undanfarið var ekki munur á afstöðu fyrirtækja eftir staðsetningu.

Samkvæmt væntingavísitölu Gallup í júní sl. hefur mat á atvinnuástandinu lækkað töluvert frá því í apríl og ekki mælst lægra síðan í janúar 2003, en þá var atvinnuleysi tæplega 4%.

Ástandinu svipar nokkuð til ástandsins í haustbyrjun árið 2001. Atvinnuleysi var þá 1% og hafði verið við það undangengið ár, en jókst síðan hratt næsta hálfu árið og var orðið 2,4% í janúar.

### Erlendir starfsmenn fara úr landi

Þar sem engin skráning er á fólki þegar það yfirgefur landið er lítið vitað um í hve miklum mæli erlendir starfsmenn sem hafa komið hingað til vinnu fara aftur af landi brott. Útgáfa Vinnuálastofnunar á E-301-vottorðum gæti þó gefið vísbendingu þar um.<sup>1</sup> Útgáfa slíkra vottorða jókst verulega í fyrra og það sem af er ári hafa verið gefin út nánast jafnmörg vottorð og allt árið í fyrra. Þessi mikla aukning, bæði í fyrra og í upphafi árs, skýrist hins vegar að mestu leyti af verklokum við álversframkvæmdir fyrir austan. Bechtel, ólíkt flestum öðrum atvinnurekendum, hefur sótt um þessi vottorð fyrir starfsmenn sína þegar verkefnum þeirra hér á landi er lokið. Útgáfa E-301-vottorða undanfarna mánuði virðist hins vegar í auknum mæli vera vegna annarra en starfsmanna Bechtel.

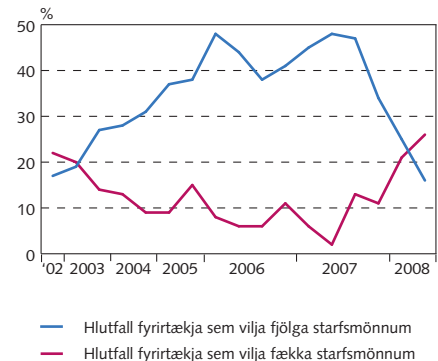
Samkvæmt upplýsingum frá vinnumiðlunum fara flestir erlendir starfsmenn fljótlega úr landi ef ekki er vinnu að fá enda hafa atvinnu- og tekjumöguleikar batnað hratt í Póllandi undanfarið en þaðan er mikill meirihluti þeirra erlendu starfsmanna sem hingað hafa komið. Gengislækkun íslensku krónunnar undanfarið dregur einnig úr kaupmætti launa þeirra starfsmanna sem senda hluta launa sinna til heimalandsins.

### Atvinnuleysi nálægt sögulegu hámarki í lok spátímans

Atvinnuleysi var minna á vormánuðum en gert var ráð fyrir í síðustu spá, en nú er því spáð að það aukist hratt í lok sumars og haustbyrj-

Mynd VI-3

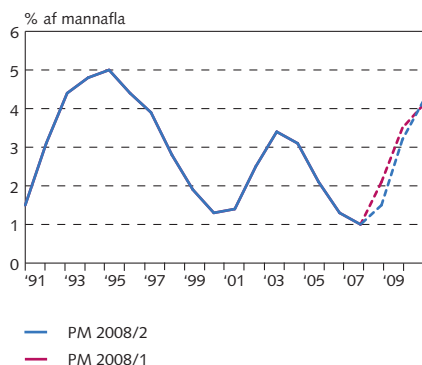
Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsmönnum á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

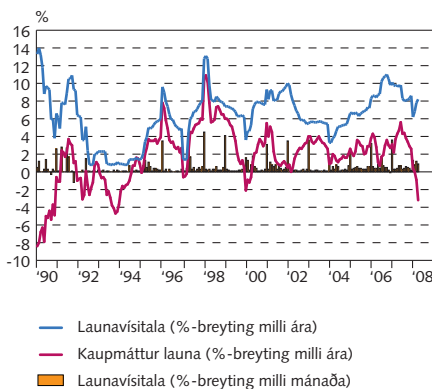
1. E-301-vottorð eru gefin út til einstaklinga sem ætla að leita að vinnu í öðru EES-landi og vottar að viðkomandi hafi verið atvinnuleysistryggður í landinu sem gefur út vottorðið.

Mynd VI-4  
Atvinnuleysi 1991-2010<sup>1</sup>



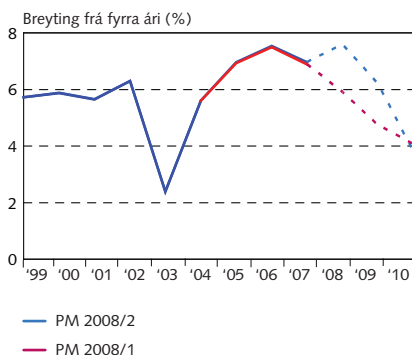
1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimildir: Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-5  
Laun og kaupmáttur  
Launavísitala Hagstofu



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-6  
Launakostnaður á framleidda einingu  
1999-2010<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

un. Þar sem erlendir starfsmenn virðast mikið til fara úr landi þegar þeir missa vinnuna er gert ráð fyrir að minni eftirspurn eftir vinnuafli komi ekki fram af fullum þunga í auknu atvinnuleysi framan af spátímabilinu. Því er áætlað að atvinnuleysi verði um ½ prósentu minna í ár en samkvæmt spánni sem birt var í síðustu *Peningamálum*. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi aukist hratt í takt við minni umsvif í þjóðarþúskapnum og að það verði nálægt því sögulega hámarki sem það náði um miðjan síðasta áratug í lok spátímabilsins.

### Samdráttur kaupmáttar ekki jafn mikill frá árinu 1993

Launavísitala Hagstofu Íslands hefur hækkað litillega meira en áætlað var í síðustu spá bankans. Virðist sem það stafi ekki af meiri launaþrýstingi frá vinnumarkaði heldur hafi launahækkunar nýgerðra kjarasamninga á almennum vinnumarkaði komið fyrr fram en áætlað var. Tólf mánaða breyting kaupmáttar launa var neikvæð í apríl í fyrsta skipti frá árinu 2000 og í maí nam samdráttur kaupmáttar 3,9% og hefur hann ekki dregist jafn mikið saman frá haustmánuðum 1993.

Nýgerðir kjarasamningar félaga innan Alþýðusambands Íslands (ASÍ), Bandalags starfsmanna ríkis og bæja (BSRB), Kennarasambands Íslands (KÍ) og Bandalags háskólamanna (BHM) við ríki og sveitarfélög fela í sér heldur meiri hækkun launa en gert var ráð fyrir í spánni sem birt var í apríl. Samningarnir taka gildi í maí og júní og eru til tæplega eins árs og verða því lausir stuttu eftir að kemur til endurskoðunar forsendna kjarasamninga stærstu aðila á almennum vinnumarkaði.

### Meiri líkur á að reyni á forsenduákvæði samningsins

Forsenduákvæði samningsins eru tvö: að farið verði að draga úr verðbólgu á seinni hluta þessa árs og í upphafi næsta árs og að kaupmáttur á almennum vinnumarkaði haldist að minnsta kosti óbreyttur á tímabilinu janúar til desember 2008. Samkvæmt verðbólguáætlun Seðlabankans verður verðbólga töluvert umfram forsendur samningsins á viðmiðunartímabili hans og því nánast óhugsandi að forsendur kjarasamninganna haldi.

Eins og í síðustu spá er því gert ráð fyrir að reyni á forsenduákvæði kjarasamninganna á næsta ári, en þó er ekki gert ráð fyrir að það hafi í för með sér svo miklar launahækkunar að kaupmáttur launa verði varinn. Kostnaðaráhrif endurskoðunarinnar í upphafi næsta árs eru þó metin heldur meiri en í síðustu spá. Meiri launahækkunar á þessu og næsta ári og minni framleiðni hafa í för með sér um 1½ prósentu meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu í ár og á næsta ári en í spánni sem birt var í apríl. Gert er ráð fyrir að launakostnaður hækki hægar eftir því sem líður á spátímans, enda eykst beinn kostnaðarauki vegna kjarasamninga hægar eftir því sem líður á samningstímabilið. Einnig er gert ráð fyrir að dragi úr launaskriði með auknu atvinnuleysi. Þróun launakostnaðar verður því í samræmi við verðbólguáætlun í lok spátímans gangi spáin eftir.

### Veruleg endurskoðun kjarasamninga kallar á viðbrögð peningastefnunnar

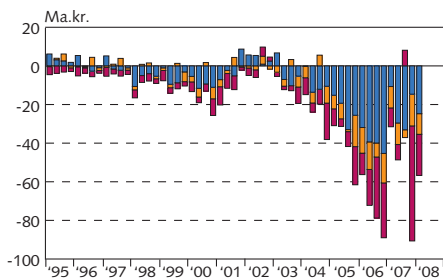
Launakostnaður gæti hins vegar hækkað meira en gert er ráð fyrir í spánni ef hægar dregur úr spennu á vinnumarkaði. Verði reynt

að verja kaupmátt launa við endurskoðun kjarasamninga á næsta ári gæti víthringur víxlverkana launa og verðbólgu farið af stað. Viðbrögð peningastefnunnar þyrftu þá að vera kröftug til að rjúfa hann. Í fráviksdæmi í rammagrein IX-2 í *Peningamálum* 2008/1 var sýnt dæmi um möguleg viðbrögð peningastefnunnar ef reynt yrði að verja kaupmátt launa miðað við verðbólguþá sem þá lá fyrir. Svipað fráviksdæmi er í þessu hefti *Peningamála*. Verði launahækkunir í takt við forsendur fráviksdæmisins er útlit fyrir að verðbólguþrýstingur frá launum verði meiri en í grunnspá og stýrivextir þurfi að hækka enn frekar og lækki hægar.

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar<sup>1</sup>

1. ársfj. 1995 - 1. ársfj. 2008



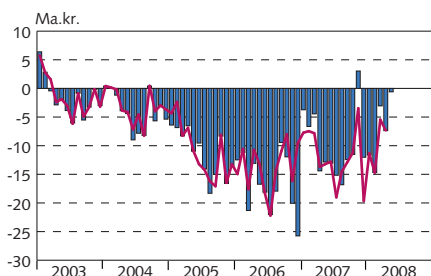
■ Vöruskiptajöfnuður  
■ Þjónustujöfnuður  
■ Þáttatekujöfnuður

1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2

Vöruskiptajöfnuður

Mánaðarlegar tölur á föstu gengi



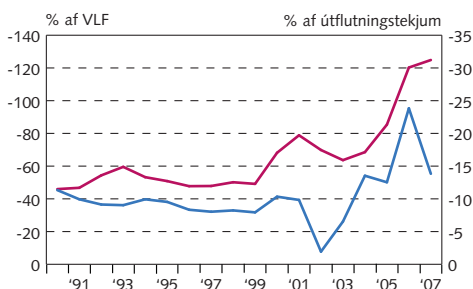
■ Vöruskiptajöfnuður  
— Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3

Hreinar vaxta- og arðgreiðslur og hrein erlend staða þjóðarbúsins

Árlegar tölur 1990-2007



— Hreinar vaxta- og arðgreiðslur (h. ás)  
— Hrein erlend staða (v. ás)

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## VII Ytri jöfnuður

Viðskiptajöfnuðurinn var neikvæður um tæpa 57 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins 2008. Hafði hallinn dregist saman um 34 ma.kr. frá fyrri ársfjórðungi en var mun meiri en á sama ársfjórðungi í fyrra. Mest munaði þar um 38 ma.kr. minni halla á þáttatekujöfnuði, en tekjur jukust vegna jákvæðrar ávöxtunar hlutfjár erlendis. Þjónustuhallinn minnkaði um 6 ma.kr., en vöruskiptahallinn jókst hins vegar um 10 ma.kr. frá fyrri ársfjórðungi. Miklar sveiflur einkenna ársfjórðungsleg uppgjör viðskiptajafnaðar. Því verður að túlka niðurstöður einstakra ársfjórðunga af mikilli varúð. Áhrif gengislækkunar krónunnar á greiðslujöfnuð verða ekki komin fram að fullu fyrr en síðar á árinu.

### Dregur úr innflutningi

Próun óreglulegra liða í vöruskiptum hafði ekki mikil áhrif á vöruskiptahallann á fyrstu þrem mánuðum ársins. Inn- og útflutningur skipa og flugvéla, sem oft veldur miklum sveiflum, var hverfandi. Slík viðskipti skýrðu hins vegar að hluta lítinn vöruskiptahalla á fyrsta fjórðungi síðasta árs. Próun á jöfnuði þáttatekna var mun jákvæðari en búist var við á fyrsta ársfjórðungi, einkum sökum betri ávöxtunar hlutfjár erlendis.

Raunvöxtur útflutnings vöru og þjónustu á fyrsta ársfjórðungi var í samræmi við spá Seðlabankans, en magnaukning innflutnings vöru og þjónustu var töluvert minni. Það skýrist einkum af mun minni innflutningi skipa og flugvéla, sem er mjög óreglulegur, en á sama tíma í fyrra. Samkvæmt gögnum um vöruviðskipti í apríl og maí hefur dregið hraðar úr innflutningi á öðrum ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í aprílspánni. Útflutningur á öðrum ársfjórðungi stefnir hins vegar í að aukast mun meira en spáð var. Því er útlit fyrir hagstæðari vöruskiptajöfnuð á öðrum ársfjórðungi en þeim fyrsta.

Á fyrsta ársfjórðungi var halli á þjónustuviðskiptum um 0,4 ma.kr. minni en á sama tíma í fyrra. Þótt halli á þjónustuviðskiptum hafi lítið breyst á milli ára jukust bæði þjónustutekjur og -gjöld verulega. Þjónustutekjur af erlendum ferðamönnum jukust mikið á fyrsta ársfjórðungi m.v. sama tíma árið áður, þrátt fyrir litla fjölgun ferðamanna það sem af er ári. Ferðaútgjöld Íslendinga erlendis jukust einnig verulega.

### Halli þáttatekujafnaðar dregst saman

Jöfnuður þáttatekna var neikvæður um 20,2 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi, sem er töluvert minna en á síðasta ársfjórðungi 2007 þegar hann var neikvæður um 58,2 ma.kr. en mun meira en ársfjórðungana þar á undan. Helsta skýringin eru auknar tekjur af ávöxtun erlends hlutfjár í eigu Íslendinga. Ávöxtun hlutfjár var neikvæð um 13,1 ma.kr. á síðasta ársfjórðungi ársins 2007, þegar tap var á rekstri fyrirtækja í eigu innlendra aðila erlendis og endurfjárfestur hagnaður því neikvæður, en tap bókfærast sem neikvæður endurfjárfestur hagnaður. Á fyrsta ársfjórðungi ársins 2008 var ávöxtun hlutfjár hins vegar jákvæð um 29,7 ma.kr. Ávöxtunin var að mestu leyti fólgin í s.k. endurfjárfestum hagnaði, sem var 23,8 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi 2008.



### Hrein erlend staða versnaði mjög á fyrsta fjórðungi ársins

Hrein staða þjóðarbúsins við útlönd var neikvæð um 2.212 ma.kr. í lok fyrsta ársfjórðungs 2008 og hefur versnað mikið frá ársfjórðungnum á undan. Erlendar eignir jukust um 1.279 ma.kr. eða 20% m.v. ársfjórðunginn á undan en erlendar skuldir jukust um 1.907 ma.kr. eða 24% á sama tíma. Þessa aukningu má að mestu leyti rekja til gengislækkunar krónunnar, þ.e.a.s. hækkunar á verði erlendra gjaldmiðla um tæplega 30% á milli tímabila.

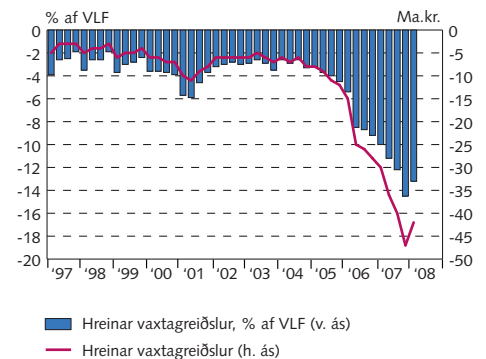
Af erlendum eignum jókst erlend skuldabréfaeign hlutfallslega mest eða um 32% og fjáreign í formi lána um 29%. Gjaldreyrisforði Seðlabankans jókst um 35% frá árslokum 2007 í krónum talið. Á skuldahliðinni var aukning erlendra skammtímalána hlutfallslega mest eða sem nam 60% á milli ársfjórðunga. Erend langtímalán jukust einnig töluvert eða um 25% og skuldabréfaeign erlendra aðila á Íslandi jókst um 26%. Á sama tíma dróst hlutabréfaeign erlendra aðila á Íslandi saman um 24%.

Þess ber að geta að bein fjármunaeign Íslendinga erlendis og erlendra aðila hérlandis er færð á bókfærðu virði samkvæmt alþjóðlegum stöðlum. Almennt er hins vegar gert ráð fyrir að eignaverð hækki til lengri tíma lítið og ef hlutfall beinnar fjárfestingar er hátt í erlendri stöðu þjóðarbúsins er líklegt að opinberar hagtolur um hreina erlenda stöðu endurspegli ekki fyllilega markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda. Niðurstöður greiningar sem birt var í grein eftir Daníel Svavarsson í síðustu *Peningamálum* benda til þess að áætlað markaðsvirði bæði beinnar erlendar fjármunaeignar á Íslandi og beinnar fjármunaeignar Íslendinga erlendis séu að meðaltali rúmlega tvöfalt skráð bókfært virði. Erfitt er þó að staðreyna það mat á markaðsvirði þar sem óskráð félög eru ekki seld á skráðum markaði.<sup>1</sup>

### Mikil óvissa um þróun þáttatekna á komandi misserum

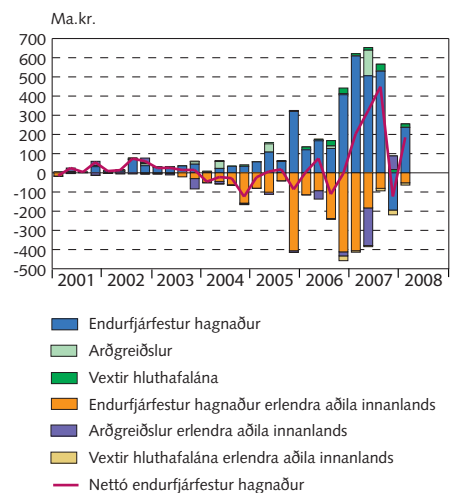
Þróun hreinna þáttatekna á komandi misserum er háð mikilli óvissu. Halli á jöfnuði þáttatekna mun vera töluverður næstu árin, en hversu mikill hann verður ræðst af verðmæti þeirra eigna sem innlendir aðilar hafa keypt erlendis undanfarin ár. Næsta víst er að vaxtajöfnuðurinn verður óhagstæðari. Vaxtagjöld af miklum erlendum skuldum þjóðarbúsins munu aukast, líklega meira en vaxtatekjur af eignum, auk þess sem hrein skuldastaða var neikvæð um sem nemur 309% af landsframleiðslu í lok fyrsta ársfjórðungs 2008. Meiri óvissa ríkir um þróun ávöxtunar erlendar hlutafjareignar í eigu innlendra aðila. Hlutabréfaverð hefur víðast hvar lækkað töluvert á þessu ári. Líklegt er að ávöxtun erlendar hlutafjareignar verði lítil á árinu. Arðsemi innlendra fyrirtækja hefur einnig áhrif á þáttatekjur þar sem arðgreiðslur til erlendra hluthafa teljast til gjalda. Góð arðsemi íslenskra fyrirtækja í eigu erlendra aðila hefur því alla jafna neikvæð áhrif á þáttatekjujöfnuð. Þrátt fyrir að almennt sé búist við versnandi afkomu ýmissa fyrirtækja, er gert ráð fyrir góðri afkomu álfyrirtækja í ljósi hás álverðs á heimsmarkaði og er stærstur hluti beinnar fjármunaeignar erlendra

Mynd VII-4  
Hreinar erlendar vaxtagreiðslur  
1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-5  
Arður af fjárfestingu  
1. ársfj. 2001 - 1. ársfj. 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Sjá nánari umfjöllun um erlenda stöðu þjóðarbúsins í grein eftir Daníel Svavarsson í *Peningamálum* 2008/1, bls. 89-99.

aðila á Íslandi í tengslum við álframleiðslu. Því er gert ráð fyrir að þróun ávöxtunar innlendrar hlutafjareignar í eigu erlendra aðila verði til þess að auka hallann á þessu ári frekar en að draga úr honum.

### **Viðskiptahalli meiri en í fyrri spá**

Í grunnsþá Seðlabankans er viðskiptahallinn meiri en í fyrri spá. Spáð er að hallinn nemi 17,4% af landsframleiðslu á þessu ári. Það skýrist einkum af hærra verðmæti innflutnings en áður var spáð. Þótt innflutningur að magni til muni dragast saman enn frekar á árinu en áður var spáð, er verðmæti hans meira til að byrja með. Gert er ráð fyrir að gengi krónunnar verði lægra á þessu ári en í fyrri spá og veldur það því að verðmæti innflutningsins eykst í krónum talið. Á móti kemur að gert er ráð fyrir að halli á þáttatekjujöfnuði verði minni en í fyrri spá sökum hlutfallslega lítils halla á fyrsta ársfjórðungi. Þó er því spáð að hallinn fari vaxandi út árið í ljósi versnandi viðskiptakjara og lakari ávöxtunar hlutafjár. Spáð er nokkru meiri viðskiptahalla á næstu tveimur árum en í aprílspánni þótt áfram gildi að hallinn fari smám saman minnkandi.

## VIII Verðlagsþróun

Verðbólga hefur aukist hratt undanfarna mánuði, mun meira en spáð var í síðustu *Peningamálum*, og mældist 12,7% í júní. Mikill verðbólguþrýstingur hefur birst í langflestum undirþáttum vísitölu neysluverðs. Áhrif gengislækkunar krónunnar á fyrsta fjórðungi þessa árs á verðlag innfluttrar vöru voru töluvert meiri og komu hraðar fram en búist var við. Hugsanlegt er að uppsafnaður dulinn kostnaðarþrýstingur vegna launahækkana, hækkunar olíu- og matvælavæðs á heimsmarkaði o.fl. hafi komið fram þegar gengi krónunnar féll. Þjónustuverðbólga hefur einnig aukist mikið frá því í mars sl. Minni hækkun húsnæðisliðar hefur vegið á móti, enda hefur íbúðaverð lækkað á síðustu mánuðum.

### Verðbólga hefur ekki verið meiri síðan árið 1990

Á þessu ári hefur vísitala neysluverðs hækkað um 1,5% að meðaltali milli mánaða. Verðbólga var 7% á fyrsta fjórðungi þessa árs og í síðustu *Peningamálum* var spáð að hún yrði 9,7% á öðrum fjórðungi ársins. Í reynd var verðbólgan rúmum tveimur prósentum meiri eða 12% og hefur ekki verið meiri síðan árið 1990. Undirliggjandi verðbólga miðað við kjarnavísitölu 3 mældist rúmlega 10% í júní. Hún hefur ekki aukist jafn hratt og heildarverðbólgan þar sem áhrif hækkunar raunvaxta og verðhækkunar búvöru, ávaxta, grænmetis og bensíns eru undanskilin, en hefur þó aukist um þrjár prósentur frá marsmánuði.

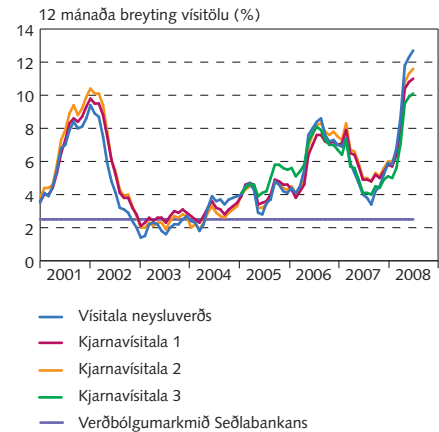
Samsetning verðbólgunnar hefur einnig breyst eftir að húsnæðisverðbólga tók að hjaðna og gengi krónunnar lækkaði. Verðhækkun innfluttrar vöru skýrir nú tæplega 40% af tólf mánaða verðbólgu og vægi húsnæðisþáttarins hefur minnkað. Verðbólga án húsnæðis hefur því aukist mjög hratt og mældist rúmlega 12% í júní samanborið við 2,3% í ársbyrjun.

### Veruleg kólnun á húsnæðismarkaði

Umsvif á húsnæðismarkaði hafa dregist verulega saman frá áramótum og velta verið með minnsta móti. Árstíðarleiddrið íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hafði í maí lækkað um 2½% að nafnvirði frá ársbyrjun og um 7% að raunvirði. Verð á landsbyggðinni hefur þróast með svipuðum hætti. Því hefur dregið úr árshækkun íbúðaverðs á öllu landinu, sem nam rúmlega 7% í júní.<sup>1</sup> Framboð lánsfjár bæði í innlendum og erlendum gjaldmiðlum hefur minnkað undanfarna mánuði og kaupmáttur ráðstöfunartekna dregist saman. Lausafjárkreppa og órói á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafa leitt til þess að innlendir viðskiptabankar hafa dregið úr útlánum og lækkað veðhlutföll. Lánsfjárefrtisþurn hefur því beinst í auknum mæli að íbúðalánasjóði og lífeyrissjóðum. Einnig hafa mikil verðbólga, sveiflur í gengi krónunnar og horfur um verðlækkun húsnæðis hugsanlega dregið úr lánsfjárefrtisþurn og áhuga einstaklinga á að kaupa húsnæði. Nýlegar breytingar er varða lánafyrirkomulag hjá íbúðalánasjóði munu þó auka lánsfjáradgang þar sem lánveitingin tekur framvegis mið af kaupverði eigna í stað brunabótamats auk þess sem hámarkslánsfjárhæð var hækkuð (sjá kafla III og IV).

1. Samkvæmt vísitölu markaðsverðs hjá Hagstofu Íslands.

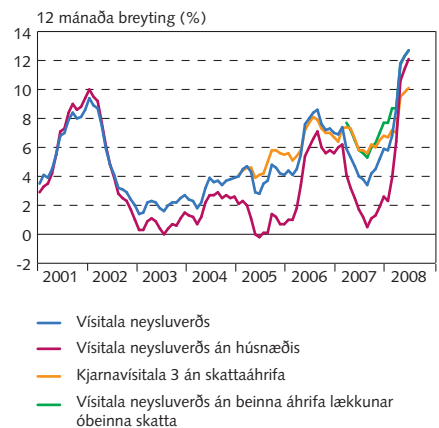
Mynd VIII-1  
Verðbólga janúar 2001 - júní 2008<sup>1</sup>



1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opimberrar þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

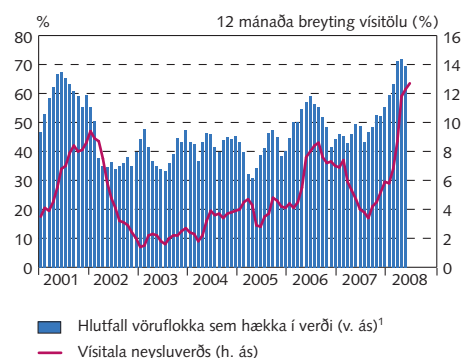
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2  
Verðbólga á ýmsa mælikvarða  
janúar 2001 - júní 2008



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3  
Dreifing verðhækkana vísitölu neysluverðs  
janúar 2001 - júní 2008

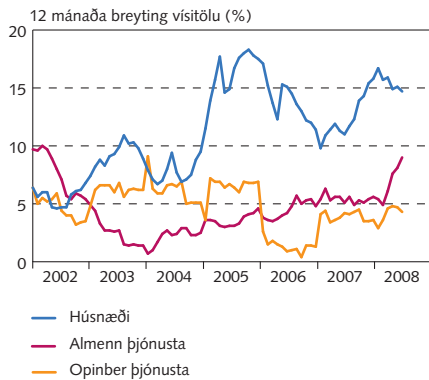


1. Notað er 3 mánaða miðsett meðaltal.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

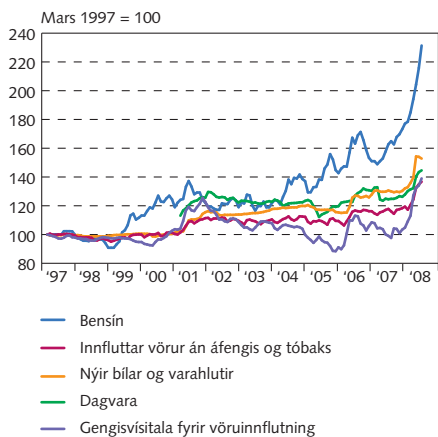
Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta  
janúar 2002 - júní 2008



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

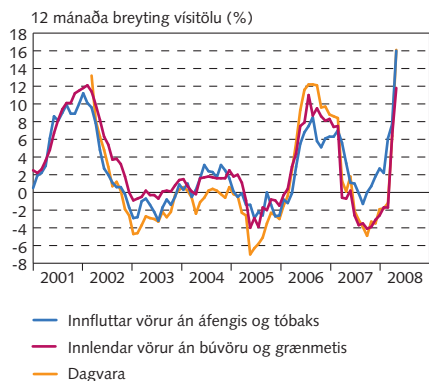
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar  
vöru mars 1997 - júní 2008



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Vöruverð janúar 2001 - júní 2008



Heimild: Hagstofa Íslands.

Hagstofa Íslands notar þriggja mánaða hlaupandi meðaltal til að mæla markaðsverð húsnæðis. Áhrifin af lækkun húsnæðisverðs eru því nokkurn tíma að skila sér í mældri verðbólgu auk þess sem lítil velta gerir mælingar á fasteignaverði vandasamari þar sem stuðst er við svo fáa kaupsamninga. Einnig eru áhrif íbúðaverðslækkunar vegin upp af áhrifum hækkunar raunvaxta á húsnæðisliðinn. Þau hafa numið rúmri prósentu sl. tólf mánuði en fara nú minnkandi. Greidd húsaleiga hefur hækkað um rúm 16% sl. tólf mánuði og hefur undanfarna mánuði hækkað meira en kostnaður vegna eigin húsnæðis. Háir vextir, skertur lánsfjáraðgangur og mikil verðbólga gera húsnæðis kaup síður fýsileg og auka því eftirspurn eftir leigu húsnæði. Það gæti leitt til þess að húsaleiga hækki enn frekar. Aftur á móti eykst einnig framboð leigu húsnæðis við þessar aðstæður þegar illa gengur að selja húsnæði. Aukinn kostnaður vegna viðhalds húsnæðis hefur einnig dregið úr hjöðnun húsnæðisverðbólgunnar.

### Áhrif gengislækkunar krónunnar á verðlag innfluttrar vöru voru hröð og mikil

Gengi krónunnar lækkaði verulega í mars og aftur í júní en í millitíðinni var gengisflókt nokkuð mikið. Að meðaltali var gengi krónunnar 14% lægra á öðrum fjórðungi þessa árs en á fyrsta ársfjórðungi og um miðjan júní var það tæplega 30% lægra en á sama tíma fyrir ári. Meginskyringin á meiri verðbólgu undanfarna mánuði en spáð var í síðustu *Peningamálum* eru miklu meiri og hraðari gengisáhrif en búist var við og söguleg fordæmi gáfu til kynna. Verðlag innfluttrar vöru hefur hækkað um rúmlega 15% sl. tólf mánuði, þar af u.þ.b. 9½% síðan í mars.<sup>2</sup>

Ýmsar ástæður geta legið að baki þessum miklu gengisáhrifum (sjá rammagrein VIII-1). Gengisbreytingin er mjög mikil og lakar horfur á að hún gangi fyllilega til baka í bráð. Ef kaupmenn telja að gengislækkunin sé að mestu leyti varanleg eru þeir líklegri til að hleypa henni í auknum mæli út í verðlag. Gífurleg hækkun orku- og hrávöruverðs á heimsmarkaði hefur síðan magnað áhrifin. Hráolíu- og matvælavæð hefur aldrei verið hærra og hefur matvöruverð hér á landi hækkað um 16½% sl. tólf mánuði og eldsneytisverð um rúm 42%.<sup>3</sup> Innlendur kostnaður vegur nokkuð þungt í verðlagningu innfluttrar vöru. Ýmis innlendur kostnaður, t.d. launa- og húsnæðiskostnaður hækkaði verulega í fyrra, en sterkt gengi krónu vó á móti. Kostnaðurinn kemur því ekki fram fyrr en gengið fellur umtalsvert. Þegar stöðugar hreyfingar eru á verðlagi kann verðskyn neytenda einnig að dofna ásamt því að verðbólguvæntingar aukast. Það auðveldar fyrirtækjum að koma auknum kostnaði út í vöruverð. Samspil þessara og fleiri þátta kann að hafa leitt til þess að áhrif gengislækkunarinnar á verðlag orðu meiri en söguleg reynsla gaf vísbindingu um.

### Mikill þrýstingur á verðlag þjónustu

Þjónustuverðbólga hefur aukist mikið undanfarna mánuði. Í júní hafði verðlag almennrar þjónustu hækkað um 9% frá því fyrir ári,

2. Síðastliðna tólf mánuði hefur verð innfluttrar mat- og drykkjarvöru hækkað um 23% og verð nýrra bíla og varahluta um 17%.  
3. Hér er átt við almennt matvöruverð þ.e. bæði innlenda framleiðslu og innfluttar vörur.

sem er mesta árshækkun síðan vorið 2002. Áhrif launahækkana, sem áður voru vegin upp af sterku gengi, hafa því komið fram af fullum þunga. Hækkun lægstu launa í kjölfar kjarasamninga kann einnig að hafa sérstaklega mikil áhrif í þjónustugeiranum. Annar aðfangakostnaður hefur einnig hækkað mikið í kjölfar gengislækkunarinnar. Þessi áhrif eru enn ekki komin fram að fullu. Aukin þjónustuverðbólga hefur ekki einskorðast við fáeina flokka heldur komið fram í flestum greinum almennrar þjónustu. Innlend eftirspurn hefur haldið nokkuð sterk þar til nýlega og gert fyrirtækjum kleift að hleypa stórum hluta kostnaðaraukans út í verðlag. Líklegt er að reyni á forsenduákvæði kjarasamninga á næsta ári og leiði niðurstaða endurskoðunarinnar til launahækkana gæti verðlag þjónustu haldið áfram að hækka verulega (sjá kafla VI).

### Verðbólguvæntingar hafa verið sveiflukenndar

Verðbólguvæntingar hafa verið mjög sveiflukenndar undanfarna mánuði. Þær hækkuðu verulega í kjölfar gengislækkunar krónunnar í mars samhlíða óróa á fjármálamörkuðum og vaxandi áhættuálagi. Á tímabilinu 8. apríl til 1. júlí nam verðbólguálag á skuldabréfamarkaði að meðaltali 5,6% og hafði lækkað nokkuð frá því í byrjun apríl (sjá mynd VIII-7). Miðað við mun á framvirkum óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum standa væntingar um tólf mánaða verðbólgu eftir tvö ár í tæplega 6%. Væntingar um meðalverðbólgu á næstu fimm árum náðu hámarki í 7% um miðjan maí sl. en hafa lækkað nokkuð síðan. Væntingar um verðbólgu til mjög langs tíma hafa einnig aukist verulega þótt þá sé horft framhjá núverandi verðbólguþrýstingi (sjá mynd VIII-8).

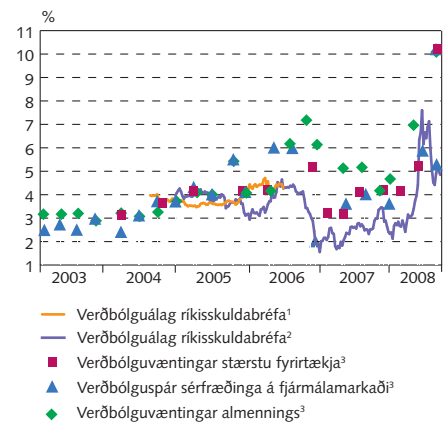
Samkvæmt könnun meðal sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerð var um miðjan júní sl. bjuggust þeir við meiri verðbólgu á þessu og næsta ári en í sambærilegri könnun í apríl (sjá viðauka 2). Meðalspá sérfræðinganna hljóðar upp á rúmlega 11% verðbólgu á þessu ári eða tveimur prósentum meira en þeir spáðu í apríl. Þeir búast við tæplega 5% verðbólgu á árinu 2009 samanborið við 4,3% í síðustu könnun. Spá fyrir árið 2010 er svipuð og síðast en greinendur vænta að verðbólga verði þá að meðaltali 3,3%.

Verðbólguvæntingar almennings jukust töluvert í könnun sem gerð var í maí sl. Almennitur gerði ráð fyrir að verðbólga á næstu tólf mánuðum yrði 10% samanborið við 7% í mars sl. Í könnun meðal stærstu fyrirtækja landsins í júní námu verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs einnig 10% og höfðu aukist úr 5% í mars.

Mynd VIII-7

### Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 1. júlí 2008

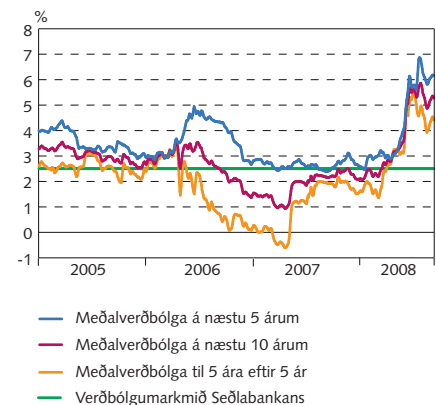


1. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF150914. 3. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.  
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-8

### Verðbólguvæntingar m.v. mun á óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum<sup>1</sup>

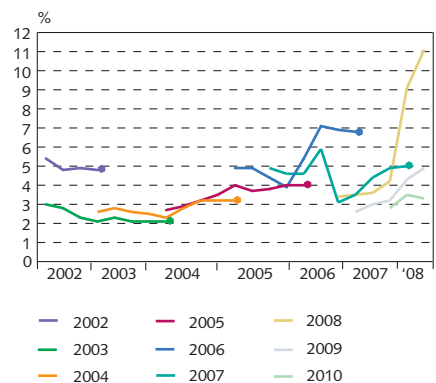
Daglegar tölur 10. janúar 2005 - 24. júní 2008



1. Væntingar um meðalverðbólgu á tímabilinu. Gul ferillinn sýnir væntingar um meðalverðbólgu til næstu fimm ára eftir fimm ár. Allir ferlarnir eru birtir sem fimm daga hreyfanlegar meðaltal.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-9

### Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði um verðbólgu milli ársmeðaltala<sup>1</sup>



1. Punktur sýna raunverulega verðbólgu hvers árs.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Rammagrein VIII-1

# Áhrif gengisbreytinga á verðbólgu

Verðbólga hefur mælst mun meiri undanfarna mánuði en spáð var í síðustu *Peningamálum*. Að miklum hluta má skýra það með meiri áhrifum gengislækkunar krónunnar en nýleg söguleg reynsla gefur til kynna. Stærð, hraði og varanleiki gengisbreytingar getur mögulega haft áhrif á hve mikil gengisáhrifin verða. Gengi krónunnar lækkaði snarpt um miðjan mars sl. og var í lok fyrsta ársfjórðungs u.þ.b. 25% lægra en ári áður. Eins og sjá má á mynd 1 hefur mikið flökt verið á gengisvísitölunni síðan þá. Gengið hefur þó haldist mjög lágt og um miðjan júní lækkaði það enn frekar. Verðhækkun innfluttrar vöru skýrir nú mikinn hluta verðbólgunnar í stað hækkunar húsnæðisverðs áður.

### Gengissveiflur hafa töluverð áhrif á verðbólgu hér á landi ...

Áhrif gengissveiflna á innlent verðlag og verðbólgu eru iðulega metin með svokölluðum „gengisleka“ (e. exchange rate pass-through), þ.e. mati á því hvaða áhrif varanleg gengislækkun af ákveðinni stærð hafi á verðlag og verðbólgu yfir tíma. Tafla 1 sýnir mat á gengislekanum hér á landi með þremur líkönum: einföldu kostnaðarlíkani, VAR-líkani á kerfisformi og þjóðhagslíkani Seðlabankans (QMM). Sýnd eru áhrif 10% varanlegrar gengislækkunar á ársverðbólgu. Tvö fyrstnefndu líkönin eru einnig endurmetin yfir styttra tímabil til að kanna hvort gengislekinn hafi minnkað eins og reyndin virðist vera í öðrum löndum (sjá t.d. Gagnon og Ihrig, 2004).

Tafla 1 Áhrif 10% varanlegrar gengislækkunar á ársverðbólgu (prósentufrávik frá grunnþæmi)

	Samtíma- áhrif	Eftir 1 ársfj.	Eftir 2 ársfj.	Eftir 3 ársfj.	Eftir 1 ár	Eftir 2 ár
Kostnaðarlíkan <sup>1</sup>	0,8 (0,6)	2,2 (1,6)	2,9 (1,8)	3,3 (1,9)	2,6 (1,3)	0,0 (0,2)
VAR-líkan <sup>2</sup>	0,8 (0,8)	2,5 (1,5)	2,9 (1,7)	3,5 (2,0)	3,2 (1,3)	0,7 (0,0)
QMM-líkani <sup>3</sup>	0,4 (0,4)	1,1 (1,1)	1,3 (1,3)	1,4 (1,5)	1,1 (1,2)	0,1 (0,6)

1. Einfalt kostnaðarlíkan (e. cost-push model) þar sem verðbólga ræðst af eigin tímátöfum, tímátöfum launa-breytinga og breytinga á innflutningsverðlagi í innlandri mynt metið fyrir tímabilið 1961-1990 (sjá Guðmundsson, 1990). Tölur í sviga eru endurmat fyrir tímabilið 1992-2008. 2. VAR-líkan á kerfisformi sem inniheldur innlenda og erlenda verðbólgu, gengisbreytingar, skammtímavexti og framleiðsluspennu var metið fyrir tímabilið 1985-2005 (sjá Þórarinn G. Pétursson, 2008). Tölur í sviga eru endurmat fyrir tímabilið 1990-2005. 3. Áhrif út frá þjóðhagslíkani Seðlabankans (QMM) þar sem peningastefnan bregst við í samræmi við einfalda Taylor-reglu. Tölur í svigum eru áhrif án peningastefnuviðbragða.

Eins og sjá má skilar 10% varanleg gengislækkun sér í um 2½-3 prósentum meiri ársverðbólgu um ári eftir gengislækkunina samkvæmt kostnaðarlíkaninu og VAR-líkaninu. Áhrifin eru nánast horfin eftir tvö ár. Þau virðast hins vegar hafa minnkað þegar líkönin eru endurmetin frá byrjun tíunda áratugar síðustu aldar í samræmi við reynslu annarra landa. Þjóðhagslíkan Seðlabankans (sem er einnig metið yfir styttra tímabilið) skilar svipuðum niðurstöðum: verðbólga er um 1½ prósentu meiri um hálfu ári eftir gengislækkunina og um 1 prósentu meiri eftir eitt ár en áhrifin eru nánast horfin eftir tvö ár.

### ... og virðast áhrifin vera meiri hér en víðast hvar annars staðar

Gengisáhrif virðast vera meiri hér á landi en í flestum stærri þróuðum löndum. Samkvæmt ofangreindu mati er verðlag um 4% hærra tveimur árum eftir gengisskellinn, sé miðað við kostnaðarlíkanið eða VAR-líkanið. Í rannsókn Þórarins G. Péturssonar (2008) kemur t.d. fram að sambærileg áhrif á evrusvæðinu séu um 2% að meðaltali og að þau séu hverfandi í Bandaríkjunum. Miðað við styttra tímabil eða QMM-líkanið hafa áhrifin heldur minnkað og eru um 2% en þau hafa einnig minnkað í öðrum löndum og eru því áfram töluvert meiri hér á landi en víðast hvar annars staðar.

Mynd 1

Gengi krónunnar<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 1. júlí 2008



1. Vísitala meðalgengis miðað við víða vöruskiptavog. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fyrir þessu geta verið margvíslegar ástæður.<sup>1</sup> Innflutningur er t.d. yfirleitt verðlagður í erlendum gjaldmiðli því að íslenska krónan er lítið notuð í alþjóðlegum viðskiptum. Í stærri löndum eins og í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu er hins vegar mikill meirihluti utanríkisviðskipta verðlagður í gjaldmiðlum viðkomandi svæða. Gengislækkun þeirra hefur því mun minni áhrif á verð innfluttrar vöru en hér á landi.<sup>2</sup> Smæð hagkerfisins veldur því einnig að innlendir framleiðendur í samkeppni við innflutning eru fáir. Staðkvæmd milli innfluttrar vöru og innlestrar framleiðslu er því óhjákvæmilega minni og því auðveldara að hleypa gengisbreytingum út í verðlag. Einnig má færa rök fyrir því að smáir og ófullkomnir fjármálamarkaðir hér á landi dragi úr möguleikum innflytjenda á að verja sig gagnvart gengissveiflum sem hleypa þeim því frekar út í verðlag.

### Ýmsir samverkandi þættir leiða tímabundið til mikilla gengisáhrifa

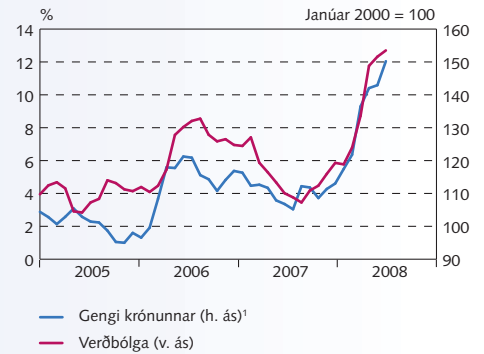
Undanfarna mánuði virðast gengisáhrifin hafa verið meiri en venjulega. Samspil margra þátta kann að skýra mikil áhrif nú. Í fyrsta lagi kann dulinn uppsafnaður kostnaðarþrýstingur að hafa verið til staðar sem var leystur úr læðingi þegar gengi krónunnar féll í mars. Laun hafa hækkað mikið undanfarin misseri og launakostnaður fyrirtækja aukist sem því nemur. Á meðan gengi krónunnar var tiltölulega hátt var erfitt fyrir þjónustufyrirtæki að hækka verð sem samsvarar þessum hækkunum vegna beinnar og óbeinnar samkeppni við innflutta þjónustu. Verðlag þjónustu einkaaðila hækkaði t.d. mun minna en ætla mætti út frá hækkun launavísitölu undanfarin ár. Auk áhrifa sterks gengis krónu er líklegt að mikil fjölgun erlendra starfsmanna á lágmarkslaunum hafi leitt til þess að launakostnaður jókst í reynd minna en launavísitalan gaf til kynna. Kjarasamningarnir í mars fólu hins vegar í sér mikla hækkun lágmarkstaxta, sem líklega hefur hækkað launakostnað margra þjónustufyrirtækja verulega á sama tíma og aðhald frá sterkri krónu dvínaði.

Í öðru lagi ástæða þess að verðtregða virðist hafa verið minni að undanförmu en stundum áður liggja í stærð gengisbreytingarinnar og varanleika hennar. Fyrirtæki halda nafnverði vara sinna oft óbreyttu í töluverðan tíma í senn þótt einhverjar breytingar verði á markaðsaðstæðum eða gengi. Ýmsar ástæður eru fyrir verðtregðu af þessu tagi. Því fylgir t.d. kostnaður að breyta nafnverði. Þetta er oft kallað matseðlakostnaður (e. menu cost). Hann getur t.d. falist í kostnaði við að prenta nýja vörulista eða kynningarbæklinga (t.d. af því tagi sem IKEA dreifir inn á hvert heimili) og kostnaði við að upplýsa neytendur um hið nýja verð. Það getur líka verið hætta á að markaðshlutdeild tapist ef keppinautar hækka verð hægar, jafnvel álitshnekkir ef hækkun umfram keppinauta vekur athygli. Til þess að það svari kostnaði að breyta verði til jafns við kostnaðartilefni þarf væntur hagnaðarauki vegna verðbreytingarinnar að vera meiri en kostnaðurinn. Ef gengislækkun er mikil og ekki talið líklegt að hún gangi til baka verður kostnaður við að breyta verði hlutfallslega lítill miðað við hagnað af herra verði. Mikil hækkun kostnaðar samtímis hjá öllum keppinautum dregur einnig úr áhrifum verðhækkunar á orðstír fyrirtækis. Tíðni verðbreytinga eykst því þegar gengisbreytingar eru miklar og verðbólga mikil (sjá t.d. Devereux og Yetman, 2002).

Í þriðja lagi er vert að hafa í huga að olíu- og hrávöruverð hefur hækkað umtalsvert á sama tíma og gengi krónunnar hefur lækkað. Hækkun orkuverðs hefur bæði bein áhrif á verðbólgu og leiðir til þess að innfluttar vörur verða dýrari vegna aukins kostnaðar við að flytja vörur til landsins.

Mynd 2

Verðbólga og gengi krónunnar  
janúar 2005 - júní 2008



1. Vísitala meðalgengis miðað við víða vöruskiptavog.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

1. Sjá umfjöllun í grein Þórarins G. Péturssonar (2008).

2. Í fyrra tilfellinu er talað um verðlagningu í framleiðendagjaldmiðli (e. producer currency pricing) en í því seinna um heimalandsverðlagningu (e. local currency pricing).

Í fjórða lagi hefur verið mjög þröngt um vik fyrir fyrirtæki að verja sig gagnvart gengissveiflum með framvirkum samningum á undanförunum mánuðum eftir að gjaldeyrisskiptamarkaðurinn fór úr skorðum. Þetta kann að hafa ýtt undir bæði örari og meiri miðlun gengisbreytinga út í verðlag en ella hefði orðið.

Í fimmta lagi kann ástæða þess að áhrifin koma hratt fram nú að liggja í því að traust á peningastefnuna hafi beðið hnekki. Ljóst er að máttur peningastefnunnar til þess að hafa áhrif á gengisþróun undanfarið hefur verið takmarkaður eftir að gjaldeyrisskiptamarkaður fór úr skorðum. Verðbólga getur aukist hratt og verðbólguvæntingar, jafnvel til langs tíma, tekið á rás. Niðurstöður ýmissa rannsókna á fylgni gengis og verðbólgu sýna að í þeim löndum þar sem peningastefnan er trúverðug og tekist hefur að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu hefur fylgnin á milli gengisveikingar og verðbólgu minnkað verulega (sjá t.d. Mishkin, 2008). Ef almenningur er sannfærður um að seðlabanki hafi viljann til þess að berjast gegn verðbólgu með öllum tiltækum ráðum og getuna til þess að ná því markmiði innan ásættanlega skamms tíma er ólíklegra að gengislækkun hafi annarrar umferðar áhrif á verðbólgu og áhrif á hana verða því skammvinnari.

#### Heimildir

- Devereux, M. B., og J. Yetman (2002), „Price setting and exchange rate pass-through: Theory and evidence“. Í bókinn *Price Adjustment and Monetary Policy*, 347-371, ráðstefna haldin í Seðlabanka Kanada, nóvember 2002. Ottawa: Kanadabanki.
- Gagnon, J. E., og J. Ihrig (2004), „Monetary policy and exchange rate pass-through“, *International Journal of Finance and Economics*, 9, 315-338.
- Guðmundur Guðmundsson (1990), „Tölfræðikönnun á verðbólgu á Íslandi árin 1962-1989“, *Fjármálatíðindi*, 37, 43-53.
- Mishkin, F., (2008), „Exchange Rate Pass-through and monetary policy“, NBER *Working Paper* No. 13889.
- Pórarinn G. Pétursson (2008), „How hard can it be? Inflation control around the world“, *Central Bank of Iceland Working Papers*, væntanleg.



## IX Verðbólguhorfur

Líkt og áður hefur komið fram var verðbólga á öðrum ársfjórðungi þessa árs meiri en spáð var í síðasta hefti *Peningamála*. Þótt merki séu um að hægt hafi á hjólum efnahagslífsins eru horfur á að verðbólga verði mjög mikil fram á næsta ár en taki þá að minnka hratt. Samkvæmt endurskoðaðri grunnsþá næst verðbólgu markmiðið á sama tíma og í aprílspánni, þ.e. á þriðja ársfjórðungi árið 2010. Til að það takist þarf að seinka vaxtalækkunarferlinu til byrjunar næsta árs og halda vöxtum háum lengur en talið var þörf á í apríl.

### Verðbólga nær hámarki á þriðja ársfjórðungi

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi 2008 var mun meiri en Seðlabankinn spáði í apríl. Spáð var 9,7% verðbólgu á fjórðungnum og að hún næði hámarki í 10,7% á þriðja ársfjórðungi. Í reynd mældist verðbólga 12% á öðrum ársfjórðungi ársins og horfur eru á að hún nái hámarki á þriðja fjórðungi og verði þá rúmlega 13%. Spáð er að verðbólga haldist yfir 12% fram á annan ársfjórðung næsta árs, en hjaðni þá tiltölulega hratt og verði við markmið á þriðja fjórðungi ársins 2010 (sjá mynd IX-1).

Eins og rakið hefur verið í kafla VIII og rammagrein VIII-1 kunna ýmsar ástæður að vera fyrir því hvers vegna verðbólga hefur mælst meiri en spáð var í apríl og lækkun gengis krónunnar komið mun hraðar fram í verðlagi en þá var talið líklegt. Hrávöruverðshækkunar hafa verið meiri en gert var ráð fyrir í aprílspánni. Þá er áætlað að launahækkunar á öðrum ársfjórðungi hafi verið nokkru meiri en spáð var í apríl.

Í aprílspánni var það talið til sérstakra áhættuþátta fyrir verðbólguhorfur til skamms tíma að mikil gengislækkun myndi koma hratt fram í verðlagi við núverandi skilyrði þegar verðbólga væri þegar orðin mikil og verðbólguvæntingar án sterkra kjölfestu. Auk þess var talin hætta á að launaverðbólga væri vanmetin. Þessir áhættuþættir hafa gengið eftir og skýra að miklu leyti verri verðbólguhorfur til skamms tíma.

### Minni framleiðsluspenna á fyrri hluta spátímabilsins ...

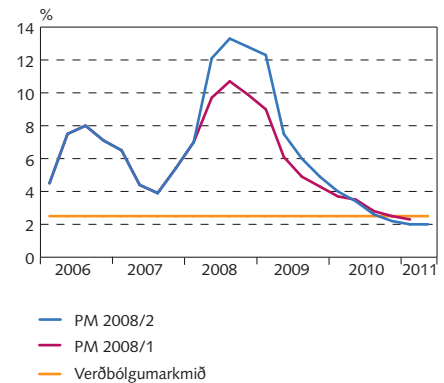
Samdráttur kortaveltu og nýskráningar bifreiða, lægsta mæling á væntingum heimila og fyrirtækja frá lokum árs 2001 og þróun eignaverðs og raunlauna benda til þess að hratt muni draga úr innlendri eftirspurn á næstunni.

Útlit er fyrir að framleiðsluspenna verði um 2% á þessu ári, sem er heldur minni spenna en gert var ráð fyrir í apríl. Því er spáð að spennan snúist í slaka á seinni hluta næsta árs, á svipuðum tíma og í aprílspánni, í takt við versnandi hagvaxtarhorfur. Slakinn nær síðan hámarki í byrjun árs 2011 og er nokkru minni en spáð var í apríl (sjá rammagrein IX-1).

### ... en undirliggjandi kostnaðarþrýstingur er enn mikill ...

Undirliggjandi verðbólguþrýstingur er hins vegar enn mikill. Líklegt er að orku- og matvæla-verð á heimsmarkaði hækki áfram, auk þess sem mikil óvissa ríkir um gengisþróunina. Gengi krónunnar var á öðrum

Mynd IX-1  
Verðbólga - samanburður við PM 2008/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ársfjórðungi lengst af á svipuðu róli og bankinn spáði í síðasta hefti *Peningamála*, en í júní lækkaði gengið verulega. Á öðrum fjórðungi þessa árs var talið að gengisvísitalan yrði um 150 stig en gengislækkun seinni hluta júnímánaðar leiddi til þess að hún varð heldur hærri. Á þriðja ársfjórðungi var gert ráð fyrir að hún yrði um 145 stig og myndi styrkjast smám saman fram á mitt árið 2009. Í grunnspánni nú er reiknað með að krónan verði veikari á spátímabilinu, eða að meðaltali um 155 stig á þriðja ársfjórðungi þessa árs en styrkist síðan hægt fram á seinni hluta árs 2010. Eftir það tekur gengi krónunnar að veikjast, enda lækka stýrivextir og vaxtamunur við útlönd minnkar hratt samkvæmt spánni.

Launakostnaður hefur hækkað mikið undanfarin ár, verðbólga er mikil og spenna á vinnumarkaði rénar hægt. Hætta er á að víxlhækkun launa og verðlags fari af stað við slíkar aðstæður. Reyna mun á endurskoðunarákvæði kjarasamninga snemma á næsta ári vegna mikillar verðbólgu og kaupmáttarrýrnunar undanfarið. Það gæti leitt til óhagstæðari verðbólguþróunar á árinu 2009 en í grunnspánni (sjá rammagrein IX-2).

#### ... og verðbólguvæntingar haldast háar

Verðbólguvæntingar haldast háar meginhluta spátímans og eru ekki við markmið fyrr en nokkru eftir að verðbólga nær því, enda ráðast þær að nokkru af sögulegri verðbólgu. Ef verðbólguvæntingar yrðu framsýnni eða ef verðbólgu markmiðið fæli í sér öflugri kjölfestu er líklegt að takast mætti að ná verðbólgu í markmið fyrr en í grunnspánni.

#### Lækkun húsnæðisverðs er mikilvægur þáttur í hjöðnun verðbólgu á næstu árum

Eins og í undanförunum spám Seðlabankans er gert ráð fyrir að húsnæðisverð fari smám saman lækkandi, enda hefur það hækkað gríðarlega á undanförunum árum. Lækkunin kom hægar fram en gert var ráð fyrir í fyrri spám en spáin um þróun húsnæðisverðs á öðrum ársfjórðungi hefur í stórum dráttum gengið eftir. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að lækkun húsnæðisverðs á næstu árum verði svipuð og í aprílspánni. Þessi lækkun húsnæðisverðs gegnir lykilhlutverki í hjöðnun verðbólgu á næstu árum í gegnum samdrátt einkaneyslu og með beinum hætti í gegnum húsnæðislið neysliverðsvísitölunnar.

#### Óvissar horfur

Verðbólguþróun byggjast að miklu leyti á haglíkönum. Þau eru ávallt ófullkomin lýsing á þjóðarbúskapnum m.a. vegna þess að þau eru metin út frá sögulegum gögnum sem spanna umtalsverðar kerfisbreytingar í þjóðarbúskapnum. Í mörgum tilvikum þarf að gefa sér forsendur um þróun mikilvægra efnahagsstærða, sem hafa veruleg áhrif á efnahagsþróunina. Þess vegna er jafnan lögð mikil áhersla á óvissumat í spám Seðlabankans.

Áhersla hefur verið lögð á óvissu um gengis- og launaþróun í síðustu spám. Í apríl voru taldar talsverðar líkur á að gengis- og launaþróunin yrði óhagstæðari á spátímanum en gert var ráð fyrir í grunnspánni. Þessir áhættuþættir hafa þegar komið fram að nokkru

Í þessari rammagrein er greint frá helstu breytingum á verðbólguþá frá því í *Peningamálu* 2008/1 og grunnsþáin nú borin saman við líkindadreifingu síðustu grunnsþár.

Verðbólguhorfur hafa versnað frá síðustu spá, þó sérstaklega til skemmri tíma. Í spánni stuðlar það að minni framleiðsluspennu og því minni verðbólgu síðar á spáferlinum. Ástæðan er að vegna verðbólgunnar dregst kaupmáttur ráðstöfunartekna meira saman en spáð var í apríl, en það leiðir til þess að samdráttur einkaneyslu verður meiri en áður var talið. Það hjálpar til við að halda aftur af verðbólgu þegar líður á spátímann. Í síðustu *Peningamálu* var gert ráð fyrir að stýrivextir næðu hámarki í 15,75% og tækju smám saman að lækka þegar líður á árið. Bankastjórn Seðlabankans ákvað hins vegar að hækka vexti í 15,5%. Nú er gert ráð fyrir að vextir haldist óbreyttir í því stigi og lækki ekki fyrr en í byrjun næsta árs. Með þessum stýrivaxtaferli næst verðbólguþámið á sama tíma og gert var ráð fyrir í síðustu spá.

### Gengi krónunnar heldur lægra en gert var ráð fyrir í apríl

Gengisferill krónunnar sem reiknað er með í grunnsþánni er ekki fjarri ferlinum í síðustu grunnsþá. Gengi krónunnar verður þó lægra framán spátímanum, því að þróunin undanfarið bendir til þess að dregið hafi úr líkum á því að krónan styrkist fram á næsta ár. Í apríl var gert ráð fyrir að aðgerðir Seðlabankans og stjórnvalda til að bæta virkni innlendra fjármálamárkada, háir vextir og lágt raungengi styddu við gengi krónunnar. Það hefur ekki gengið eftir. Hins vegar styrkist krónan heldur þegar líða tekur á næsta ár og er í svipaðri stöðu í lok spátímabilsins og gert var ráð fyrir í aprílspánni (mynd 1).

### Minni framleiðsluspenna á þessu ári en í síðustu grunnsþá, en horfur fyrir næstu tvö ár svipaðar ...

Eins og rakið er í kafla IV eru hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár heldur lakari en talið var í apríl. Í grunnsþánni er gert ráð fyrir því að hagvöxtur næstu tveggja ára verði svipaður og þá var spáð, en innlend eftirspurn verði heldur veikari á spátímanum. Það dregur úr verðbólguþrýstingi. Á móti vegur hins vegar að vöxtur framleiðslugetu á þessu og næsta ári er talinn verða heldur minni en í síðustu spá, vegna neikvæðra áhrifa hækkana orku- og hrávöruverðs og lánsfjárekreppunnar, sem talin eru vara lengur en spáð var í apríl. Framleiðsluspenna í ár verður því nokkru minni en talið var í apríl, en spáin fyrir árin 2009-2010 er svipuð (sjá mynd 2). Hámark framleiðslulakans er þó heldur minna og næst fyrr.

### ... en vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu heldur meiri

Hægari vöxtur framleiðslugetu kemur fram í hægari framleiðnivexti, sem ekki nær sér á strik fyrr en líða tekur á spátímann. Að auki eru horfur á að launahækkunarverði meiri á þessu og næsta ári en talið var í apríl. Hægari aukning atvinnuleysis og meiri verðbólga (sjá kafla VI) eru meginskýringarnar. Meiri launavöxtur og minni vöxtur framleiðni leiða til þess að launakostnaður á framleidda einingu eykst og þar með verðbólga.

### Skammtímaverðbólguhorfur hafa enn á ný versnað

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa versnað enn frekar frá síðustu *Peningamálu*. Í grunnsþánni nær verðbólga hámarki í rúmlega 13% á þriðja fjórðungi ársins, samanborið við 11% í aprílspánni. Eins og sjá má á mynd 3 var í apríl talið mjög ólíklegt að verðbólga á þessu ári yrði svo mikil.

Samkvæmt endurskoðaðri grunnsþá mun verðbólga haldast áfram mjög mikil fram á næsta ár, en taka að minnka tiltölulega hratt þegar líður á árið, þótt áfram verði hún nokkru meiri en í aprílspánni allt fram á árið 2010. Áfram er því spáð að verðbólga verði komin í

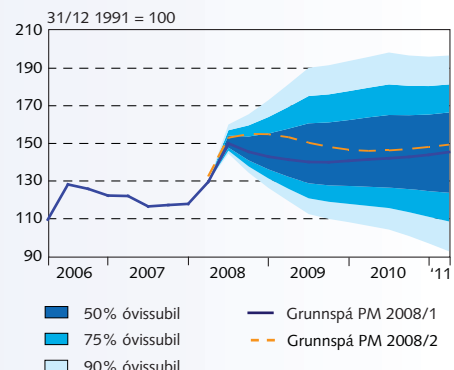
## Rammagrein IX-1

### Breytingar á verðbólguþá frá *Peningamálu* 2008/1

Mynd 1

Gengisvísitala

Grunnsþá og óvissumat PM 2008/1 ásamt grunnsþá PM 2008/2

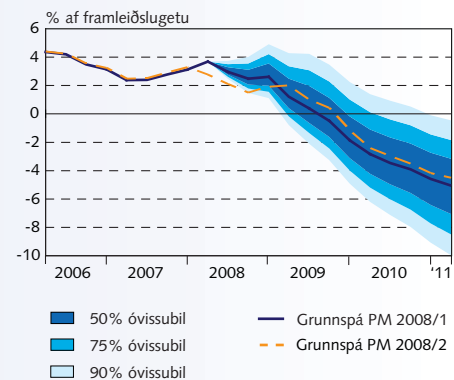


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Framleiðsluspenna

Grunnsþá og óvissumat PM 2008/1 ásamt grunnsþá PM 2008/2

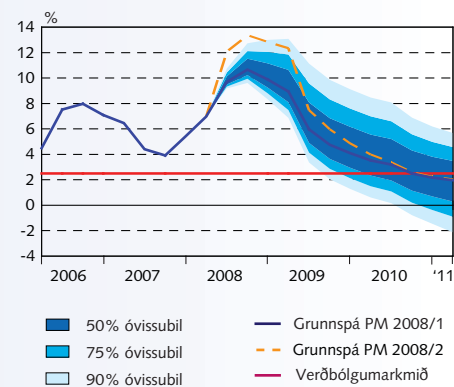


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Verðbólga

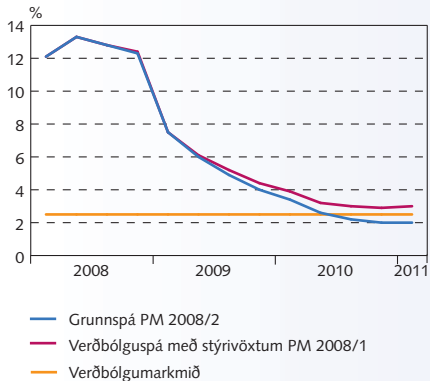
Grunnsþá og óvissumat PM 2008/1 og grunnsþá PM 2008/2



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4  
Verðbólga

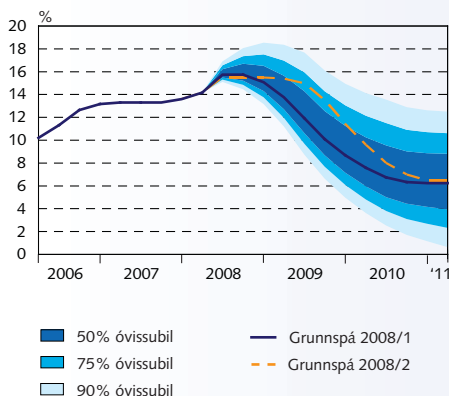
Grunnspá og spá með stýrivöxtum PM 2008/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5  
Stýrivextir

Grunnspá og óvissumat PM 2008/1 ásamt grunnspá PM 2008/2



Heimild: Seðlabanki Íslands.

markmið á þriðja ársfjórðungi 2010 og verði lítillega undir markmiði í lok spátímans. Verðbólgan eykst síðan á ný og er aftur komin í markmið í lok árs 2011.

### Áhrif á stýrivaxtaferil grunnspárinnar

Með versnandi verðbólguhorfum dregur úr aðhaldsstigi peningastefnunnar að öðru óbreyttu, þ.e.a.s. raunstýrivextir lækka. Á móti vegur að aðstæður á innlendum og erlendum fjármálamörkuðum hafa versnað og leitt til þess að fjármálaskilyrði heimila og fyrirtækja hafa líklega versnað þrátt fyrir lægri raunstýrivexti (sjá kafla III).

Í síðustu *Peningamála* var gert ráð fyrir að stýrivextir yrðu hæstir 15,75% á öðrum ársfjórðungi þessa árs. Bankastjórn Seðlabankans ákvað að hækka stýrivexti í 15,5% við útgáfu síðustu *Peningamála* og halda þeim óbreyttum á vaxtaákvörðunarfundi 22. maí sl. Til að varpa ljósi á hvort stýrivaxtaferill síðustu *Peningamála* hefði dugað til að koma verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma er miðað við stýrivexti sem ná hámarki í 15,5%, en fylgja vaxtaferli síðustu *Peningamála* frá fjórða ársfjórðungi (stýrivaxtaferill aprílspárinnar gefur nánast sömu niðurstöðu). Eins og sjá má á mynd 4 hjaðnar verðbólga heldur hægar en í grunnspánni og nær lágmarki í um 3% snemma árs 2011, er hún tekur aftur að aukast. Verðbólguþmarkmiðið myndi því ekki nást innan spátímans og hætta væri á að verðbólga tæki aftur að aukast í lok hans. Stýrivaxtastig síðustu spár hefði því ekki dugað til að veita verðbólguvæntingum nægilega trausta kjölfestu.

Samkvæmt stýrivaxtaferli grunnspár haldast stýrivextir óbreyttir í 15,5% fram á fyrsta fjórðung næsta árs. Þeir lækka tiltölulega hægt fram á mitt næsta ár, en með vaxandi hraða eftir það. Þeir haldast þó töluvert hærrí en í aprílspánni fram á mitt ár 2010 en enda í svipaðri stöðu. Í lok spátímans eru stýrivextirnir líklega aðeins undir hlutlausri stöðu. Stýrivaxtaferill nýrrar grunnspár er þó innan 50% líkindadreifingar síðustu spár meginhluta spátímabilsins (sjá mynd 5).

leyti og eru því fölgirnir í grunnspánni nú, en töluverð hætta er á að áhrifin verði enn meiri. Einnig var talið að samdráttur í byggingariðnaði gæti orðið hraðari og meiri en fólst í aprílspánni og atvinnuleysi ykist meira. Samdráttur íbúðafjárfestingar virðist koma hraðar fram, samkvæmt tölum fyrir fyrsta ársfjórðung, en spáð var í apríl. Þá voru taldar töluverðar líkur á að miðlun peningastefnunnar yrði hraðari og að drægi fyrr úr verðbólgu en í grunnspánni. Stýrivextir hefðu þá getað lækkað fyrr.

Miðlun peningastefnunnar hefur að því leyti verið veikari en reiknað var með í síðustu spá, að millibankamarkaður og markaður fyrir skiptasamninga hafa ekki virkað sem skyldi, auk þess sem vaxta-myndun á skuldabréfamarkaði hefur ekki verið með eðlilegum hætti vegna skorts á skuldabréfum á stutta enda vaxtarófsins. Þetta hefur leitt til þess að gengi krónunnar hefur lækkað og ýtt undir verðbólgu. Á hinn bóginn hefur áfram dregið úr framboði lánsfjár. Sérstaklega

er orðið erfiðara fyrir heimili og fyrirtæki að taka erlend lán. Þeim sem finna fyrir aðhaldi peningastefnunnar hefur því fjölgað, auk þess sem lækkun á gengi krónunnar hefur mikil áhrif á efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja. Enn eru taldar töluverðar líkur á því að áhrif peningastefnunnar á raunhagkerfið verði meiri en í grunnspánni vegna takmarkaðs aðgengis heimila og fyrirtækja að lánsfé. Þar með er ekki sagt að það hjálpi umsvifalaust við að koma böndum á verðbólguna, þar sem gengi krónunnar getur lækkað enn frekar, enda er grunnorsökin erfiðleikar bankanna við lánsfjáröflun á erlendum mörkuðum.

Óvissuþættir núverandi spár eru í meginatriðum taldir þeir sömu og í síðustu spá (sjá töflu IX-1). Óvissan hefur hins vegar aukist enn frekar, sérstaklega hvað varðar skammtímahorfur um þróun gengis og verðbólgu. Sem fyrr eru taldar töluverðar líkur á lægra gengi á spátímanum en gengið er út frá í grunnspánni. Auk þess er talin aukin hættu á að laun hækki meira, enda stefnir kaupmáttarskerðingin sem launþegar munu standa frammi fyrir í árslok í það að verða meiri en áður var spáð. Samdráttur á húsnæðismarkaði gæti einnig orðið fyrr á ferðinni en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Þrátt fyrir nýlega boðaðar breytingar á reglum Íbúðalánasjóðs er ekki talið að þær muni koma í veg fyrir að aðlögun húsnæðisverðs haldi áfram, þótt þær gætu tafið hana og hugsanlega minnkað líkur á miklum samdrætti.

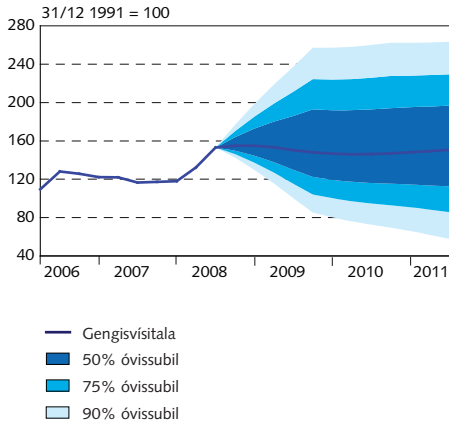
Eins og í apríl eru mikilvægustu óvissuþættir spárinnar samspil gengis- og launaþróunar annars vegar og húsnæðismarkaðurinn hins vegar. Þess vegna er gerð grein fyrir þeim sérstaklega með tveimur fráviksdæmum í rammagrein IX-2. Fyrra fráviksdæmið sýnir hvernig verðbólga og stýrivextir gætu þróast ef veikara gengi leiðir til þess að launahækkunar verða meiri en spáin gerir ráð fyrir. Í síðara fráviksdæminu er húsnæðisverð lægra og samdráttur í byggingariðnaði meiri sem leiðir til aukins atvinnuleysis og meiri efnahagssamdráttar.

Tafla IX-1 Helstu ósamhverfir óvissuþættir grunnspár

Óvissuþáttur	Skýring
Gengisþróun	Mikill viðskiptahalli, endurmat alþjóðlegra fjárfesta á áhættu og vandamál á innlendum fjármálamörkuðum gætu ýtt undir enn frekari gengislækkun krónunnar.  Hætta er á því að mikil verðbólga geti haft meiri áhrif á verðákvarðanir fyrirtækja en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Það gæti t.d. komið fram í hraðari og meiri áhrifum gengislækkunar á innlent verðlag.
Launakostnaður	Launahækkunar vegna nýgerðra kjarasamninga gætu orðið meiri en gert er ráð fyrir í grunnspá í tengslum við endurskoðunarákvæði samninganna.
Íbúðamarkaður	Húsnæðisverð gæti lækkað hraðar, samdráttur á byggingamarkaði orðið meiri og atvinnuleysi aukist meira.
Miðlunarferli peningastefnunnar	Verði miðlun peningastefnunnar hraðari getur verðbólga hjaðnað hraðar og stýrivextir lækkað fyrir.

Mynd IX-2  
Gengisvísitala

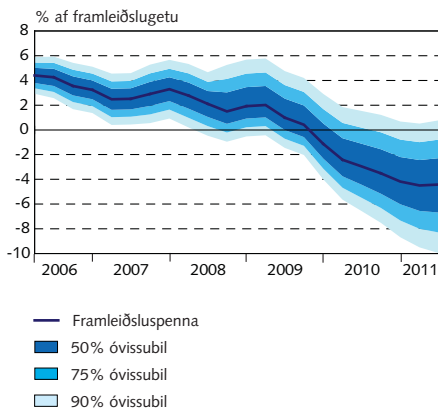
Spátímabil 3. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-3  
Framleiðsluspenna

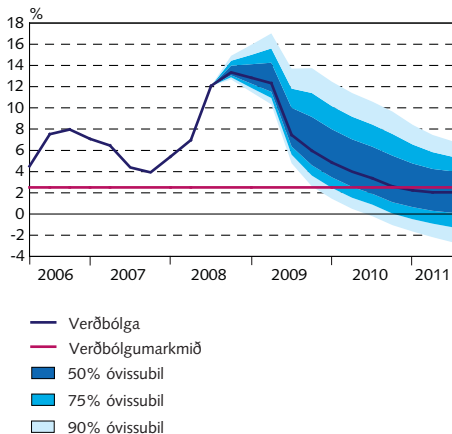
Spátímabil 3. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-4  
Verðbólga

Spátímabil 3. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð ...

Við mat á efnahagshorfum er horft til óvissumats grunnspárinnar ekki síður en til grunnspárinnar sjálfar. Reiknuð er líkindadreifing framleiðsluspennu, gengis krónunnar, verðbólgu og stýrivaxta. Breidd líkindadreifingarinnar varpar ljósi á hve mikil óvissan er og lögun hennar endurspeglar mat á því hvaða áhættuþættir eru taldir hafa yfirhöndina. Eins og grunnspáin sjálf er mat á óvissuþáttum hins vegar háð mikilli óvissu. Þetta á sérstaklega við um þróun ytri stærða og stjórnvaldsákvæðanir sem geta haft veruleg áhrif á efnahagsframvinduna, t.d. ákvæðanir um stóriðjufjárfestingu.

Eins og endranær ríkir mikil óvissa um þróun gengis krónunnar og endurspeglast það í líkindadreifingu spárinnar (sjá mynd IX-2). Til skamms tíma litið eru taldar meiri líkur á lægra gengi krónunnar heldur en hækkun þess umfram það sem reiknað er með í grunnspánni. Raunverulegur vaxtamunur við útlönd á markaði fyrir gjaldmiðlasamninga hefur horfið. Eftirspurn eftir krónum hefur því dregist verulega saman. Um miðbik spátímabilsins eru einnig taldar töluverðar líkur á að gengi krónunnar verði lægra en í grunnspánni en undir lok þess, þegar þjóðarbúskapurinn nálgast jafnvægi, verður dreifingin samhverf. Eins og áður hefur komið fram hefur óvissa um gengisþróunina aukist frá aprílspánni.

Búist er við því að framleiðsluspenna hverfi á seinni hluta árs 2009. Óvissuþáttur er sem fyrr skekkt upp á við á fyrri hluta spátímabilsins því að hætta er talin á að framleiðsluspenna sé vanmetin í sögulegum gögnum. Dreifingin verður hins vegar samhverf er líður á spátímabilið (mynd IX-3). Þar vegast á líkur á meiri samdrætti vegna veikari húsnæðismarkaðar og minni samdrætti vegna meiri launahækkana líkt og fráviksdæmin gefa til kynna. Einnig er nú birt mat á óvissu um sögulega þróun framleiðsluspennu sem endurspeglar óvissu vegna áðurnefndrar endurskoðunar á sögulegum gögnum og óvissu tengda matsaðferðum.

Á mynd IX-4 má sjá að nokkrar líkur eru á því að verðbólga á næstu ársfjórðungum verði meiri en samkvæmt grunnspánni. Þar ráða mestu fyrrgreindar líkur á áframhaldandi gengislækkun krónunnar og meiri undirliggjandi kostnaðarþrýstingi. Í samræmi við aukna óvissu um gengisþróunina er talið að óvissa um verðbólguþróunina hafi aukist frá aprílspánni. Um helmingslíkur eru á að verðbólga verði á bilinu 1-5½% þegar verðbólguþáttur næst samkvæmt grunnferlinum á þriðja ársfjórðungi 2010. Sáralitlar líkur eru á því að verðbólguþáttur næst samkvæmt grunnferlinum á þriðja ársfjórðungi 2010. Sáralitlar líkur eru á því að verðbólguþáttur næst samkvæmt grunnferlinum á þriðja ársfjórðungi 2010.

### ... og því talsverðar líkur á að þörf sé fyrir aðhaldssamari peningastefnu en felst í grunnspá

Óvissa við mat á þjóðhags- og verðbólguhorfum endurspeglast í óvissu um hvernig stýrivaxtaferil þarf til þess að ná verðbólguþáttinum innan viðunandi tíma. Verði efnahagsframvindan eða miðlun peningastefnunnar með öðrum hætti en gert er ráð fyrir í grunnspánni þurfa stýrivextir að taka mið af því.

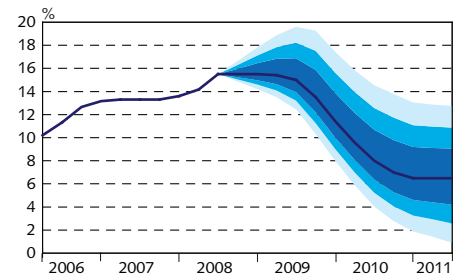
Þar sem verðbólguhorfur hafa versnað nokkuð frá aprílspánni, sérstaklega til skamms tíma, þarf að halda vöxtum háum lengur en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Stýrivextir verða að meðaltali 15,5%

fram að fyrsta fjórðungi 2009 er þeir taka smám saman að lækka. Vaxtalækkunarferlið hefst því um hálfu ári síðar en gert var ráð fyrir í apríl. Samkvæmt spánni nú haldast stýrivextir háir fram á árið 2010, en á seinni hluta þess árs eru þeir komnir í u.þ.b. hlutlausu stöðu. Í ljósi áhættumats grunnspárinnar eru hins vegar taldar töluverðar líkur á að hækka þurfi vexti enn frekar. Fyrri fráviksdæmið í rammagrein IX-2 styður þá ályktun, en samkvæmt því þurfa vextir að hækka enn frekar og lækka seinna en í grunnspánni. Seinna fráviksdæmið gefur hins vegar til kynna að vextir gætu lækkað hraðar á næsta ári verði samdrátturinn í efnahagslífinu meiri en í grunnspánni. Þar þarf peningastefnan þó að taka tillit til gagnstæðra áhrifa samdráttar á húsnæðismarkaði og gengislækkunar krónunnar á verðbólgu.

Líkindadreifing stýrivaxtaferilsins hefur áþekka lögun og lík- indadreifing verðbólgu. Mynd IX-5 sýnir að verulegar líkur eru á að vextir verði á bilinu 15¼-16% að meðaltali á þriðja fjórðungi þessa árs. Á fjórða ársfjórðungi eru samsvarandi líkur á að vextir verði á bilinu 15-16½%. Þegar líða tekur á spátímabilið er óvissubilið orðið mjög breitt, sem undirstrikar mikla óvissu um framvindu efnahagsmála um þessar mundir.

Mynd IX-5  
Stýrivextir

Spátímabil 3. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2011



— Stýrivextir  
■ 50% óvissubil  
■ 75% óvissubil  
■ 90% óvissubil

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Breytingar á forsendum um þróun mikilvægra þátta efnahagslífsins og atburðir sem ekki er hægt að sjá fyrir valda því að raunveruleg efnahagsframvinda vikur stundum verulega frá spám. Því er mikilvægt að meta hversu nærmar niðurstöður eru fyrir frávikum lykilstærða efnahagslífsins frá því sem gert er ráð fyrir í spám. Hugsanleg frávik eru vitanlega margvísleg, en reynt er að meta nánar helstu áhættuþættina hverju sinni í fráviksdæmum.

Eins og í síðustu *Peningamálum* eru tveir helstu áhættuþættir grunnspárinnar taldir felast í óhagstæðari gengisþróun en gert er ráð fyrir í grunnspánni og samspili hennar við launaþróun annars vegar og snarpari samdrætti á innlendum íbúðamarkaði en reiknað er með í grunnspánni hins vegar.

### Frekari gengislækkun og hækkun launa gæti kallað á hærri stýrivexti

Eins og rakið var í síðustu *Peningamálum* er töluverð hættu á að í hönd fari víxlverkun gengislækkana og launahækkana með alvarlegum afleiðingum fyrir verðbólguhorfur og almennan stöðugleika í þjóðarþúskapnum. Til að koma í veg fyrir slíkan vítahring var lögð áhersla á að peningastefnan þyrfti að grípa inn í til að skapa verðbólguvæntingum nægilega trausta kjölfestu. Þau skilaboð eiga enn við.

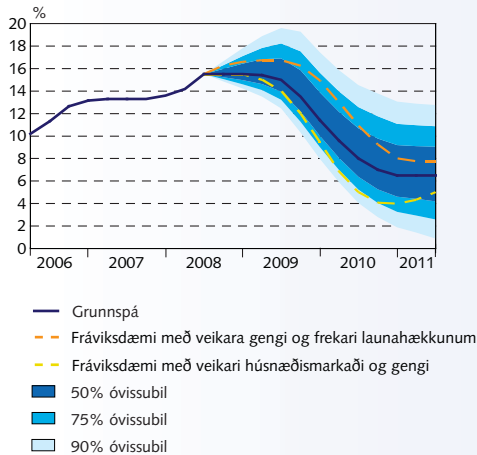
Með sama hætti og í apríl eru dekkri horfur um gengi krónunnar í þessu fráviksdæmi og helst gengisvísitalan í um 170 stigum út þetta ár en fer þá heldur lækkandi og er á bilinu 150-160 stig það sem eftir lifir spátímans. Einnig er gert ráð fyrir að laun hækki snemma á næsta ári um rúmlega 4 prósentur til viðbótar því sem gert er ráð fyrir í grunnspá til að bæta upp samdrátt kaupmáttar launa sem verður á þessu ári. Auðveldlega má færa rök fyrir enn meiri launahækkunum og í kjölfarið enn frekari veikingu gengis krónunnar þótt á móti vegi vaxandi atvinnuleysi og þeir háu stýrivextir sem felast í grunnspá.

Eins og í sambærilegu fráviksdæmi í síðustu *Peningamálum* veldur samspil veikara gengis og meiri launahækkana aukinni verð-

## Rammagrein IX-2

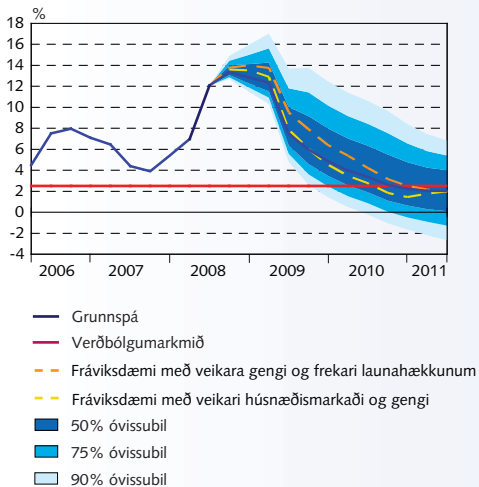
### Fráviksdæmi

Mynd 1  
Stýrivextir - fráviksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Verðbólga - fráviksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

bólgu. Horfur til næstu tveggja ára að gefnum stýrivaxtaferli grunnspár verða af þeim sökum óviðunandi. Til þess að koma í veg fyrir áframhaldandi víxlverkun eru stýrivextir hækkaðir og verða 16,75% í byrjun næsta árs. Þeim er síðan haldið töluvert hærra út spátímann en í grunnspá (sjá mynd 1). Það kemur þó ekki í veg fyrir að verðbólga verði um 2 prósentum meiri en í grunnspá um mitt næsta ár. Stýrivaxtaferill fráviksdæmisins tryggir hins vegar að verðbólga er við markmið í lok spátímans (sjá mynd 2).

### Snarpari samdráttur á íbúðamarkaði gefur færi á hraðari lækkun stýrivaxta

Í seinna fráviksdæminu eru rakin möguleg viðbrögð peningastefnunnar við enn hraðari kólnun á innlendum húsnæðismarkaði. Eins og rakið var í síðustu *Peningamálum* hefur húsnæðisverð víða um heim þegar tekið að lækka og dregið hefur úr umsvifum í byggingaríðnaði. Svipaðrar þróunar er farið að gæta hér á landi.

Eins og í aprílspánni er gert ráð fyrir því í fráviksdæminu að yfirstandandi lánsfjárræppa og hækkandi áhættuálag á fjármagn valdi svipaðri nafnlækkun húsnæðisverðs og gert var ráð fyrir í fráviksdæmi aprílheftisins. Lækkun raunverðs er einnig svipuð og í apríl, eða hátt í 40% á spátímanum. Eins og rakið var í aprílheftinu er þessi þróun í takt við samdráttinn á húsnæðismarkaði á Norðurlöndunum í byrjun tíunda áratugar síðustu aldar. Lækkunin er einnig í samræmi við reynslu annarra OECD-ríkja af leiðréttingu húsnæðisverðs eftir mikla hækkun (sjá kafla IV og rammagrein IV-2). Í þessu fráviksdæmi er auk þess gert ráð fyrir því að íbúðafjárfesting dragist meira saman en í grunnspá og verði um 3% í hlutfalli af landsframleiðslu í lok spátímans. Samdrátturinn á byggingarmarkaði mun jafnframt auka atvinnuleysi meðal byggingarverkamanna umfram það sem gert er ráð fyrir í grunnspánni, þótt sumir þeirra hverfi af landi brott. Samkvæmt þessu yrði atvinnuleysi næstum 6% í lok spátímans eða um prósentu meira en í grunnspánni. Gert er ráð fyrir að þessi hraða kólnun á innlendum húsnæðismarkaði fari saman við enn veikara gengi krónunnar en í grunnspá. Í fráviksdæminu helst því gengi krónunnar áfram veikt og er um 5% lægra en í grunnspá út spátímabilið.

Veikara gengi krónunnar takmarkar svigrúm Seðlabankans til að lækka vexti þótt íbúðamarkaðurinn, og efnahagslífið í heild, dragist hraðar saman en í grunnspánni. Framan af yfirgnæfa áhrif lægra gengis áhrif hraðari samdráttar. Verðbólga er því heldur meiri en í grunnspá fram á mitt næsta ár en þá fer að draga hraðar úr henni. Stýrivextir haldast óbreyttir fram á fyrsta fjórðung næsta árs en taka þá að lækka hraðar en í grunnspá. Í lok spátímans eru þeir orðnir um 1,5 prósentum lægri (sjá mynd 1). Þannig tekst að tryggja að verðbólga verði við markmið í lok tímabilsins u.þ.b. ársfjórðungi fyrir en í grunnspánni (sjá mynd 2).

### Trúverðugleiki hefur áhrif á þörf fyrir viðbrögð peningastefnunnar við frávikum

Fráviksdæmin sýna í hnotskurn þann vanda sem peningastefnan á við að etja í glímunni við verðbólgu. Annars vegar stendur Seðlabankinn frammi fyrir því að annarrar umferðar áhrif gengislækkunar krónunnar og verðhækkana olíu-, hrá- og matvöru leiði til þrálátrar verðbólgu. Hins vegar stendur bankinn frammi fyrir verulegum efnahagssamdrætti sem æskilegt væri að milda. Svigrúmið til þess er hins vegar afar takmarkað vegna þess hve verðbólguvæntingar eru háar og óstöðugar.

Fráviksdæmin ber þó ekki að skoða sem spár heldur tæki til þess að varpa ljósi á áhrif helstu óvissupátta grunnspárinnar á verðbólguhorfur og hugsanleg viðbrögð peningastefnunnar við frávikum. Hve sterk viðbrögðin þurfa að vera ræðst að nokkru leyti af



trúverðugleika peningastefnunnar. Skorti traust á að Seðlabankinn hafi vilja og getu til þess að halda verðbólgu í nánd við markmið þarf kröftugri viðbrögð. Frávíkisdæmin sýna hvernig Seðlabankinn getur brugðist við óvissuþáttum með kerfisbundnum og fyrirsjáanlegum hætti. Þau gegna því mikilvægu hlutverki við að uppfærða markaðsaðila og almenning um mótun peningastefnunnar en það ætti að stuðla að meiri skilvirkni hennar.

## Viðauki 1

# Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2008/2

Tafla 1 Þjóðhagsspá<sup>1</sup>

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram			
		Spá			
	2007	2007	2008	2009	2010
<i>Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar</i>					
Einkaneysla	746,6	4,2 (4,2)	-0,9 (0,3)	-7,7 (-7,0)	-7,8 (-6,6)
Samneysla	314,4	3,3 (3,3)	3,5 (3,5)	4,0 (4,0)	3,5 (3,5)
Fjármunamyndun	351,6	-14,9 (-14,9)	-9,0 (-5,2)	1,3 (-0,4)	1,8 (-2,4)
Atvinnuvegafjárfesting	213,1	-25,4 (-25,4)	-16,6 (-16,2)	0,1 (4,1)	6,4 (1,9)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	90,6	13,2 (13,2)	-5,3 (5,7)	-7,5 (-11,9)	-9,3 (-7,2)
Fjárfesting hins opinbera	47,9	4,3 (4,3)	21,2 (29,4)	16,9 (1,5)	0,3 (-10,6)
Þjóðarútgjöld	1.415,6	-2,3 (-2,3)	-1,9 (-0,3)	-3,3 (-3,3)	-2,7 (-3,2)
Útflutningur vöru og þjónustu	451,7	18,1 (18,1)	4,7 (4,5)	-1,0 (0,2)	3,9 (4,2)
Innflutningur vöru og þjónustu	587,9	-1,4 (-1,4)	-4,1 (-2,6)	-4,2 (-2,2)	1,1 (-0,6)
Verg landsframleiðsla	1.279,4	3,8 (3,8)	1,1 (2,2)	-2,0 (-2,5)	-1,9 (-1,5)
<i>Aðrar lykilstærðir</i>					
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-15,6 (-15,6)	-17,4 (-16,6)	-13,3 (-12,2)	-10,7 (-9,9)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		3,3 (3,1)	1,9 (2,6)	-1,2 (-1,9)	-4,2 (-4,6)
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala)		7,0 (6,9)	7,6 (5,9)	6,2 (4,7)	3,8 (4,1)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)		5,8 (5,8)	-5,3 (-3,1)	-5,4 (-3,2)	-0,3 (0,8)
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,0 (1,0)	1,5 (2,1)	3,2 (3,5)	4,2 (4,1)
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla (31/12 1991 = 100)		118,4 (118,4)	148,8 (142,6)	149,5 (140,5)	146,8 (142,6)

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2008/1.

Tafla 2 Verðbólgu- og stýrivaxtaspa (%)<sup>2</sup>

Ársfjórðungur	Stýrivextir	Verðbólga	Verðbólga (br. frá fyrri
		(br. frá sama tíma ári áður)	ársfjórðungi á ársgrundvelli)
		Mæld gildi	
2007:1	13,3 (13,3)	6,5 (6,5)	2,0 (2,0)
2007:2	13,3 (13,3)	4,4 (4,4)	5,8 (5,8)
2007:3	13,3 (13,3)	3,9 (3,9)	5,6 (5,6)
2007:4	13,6 (13,6)	5,4 (5,4)	8,4 (8,4)
2008:1	14,2 (14,2)	7,0 (7,0)	8,2 (8,2)
2008:2	15,5 (15,8)	12,0 (9,7)	27,0 (17,0)
		Spáð gildi	
2008:3	15,5 (15,8)	13,3 (10,7)	10,8 (9,3)
2008:4	15,5 (15,1)	12,8 (9,9)	6,4 (5,3)
2009:1	15,4 (13,8)	12,3 (8,9)	6,4 (4,6)
2009:2	15,0 (11,9)	7,6 (6,0)	6,7 (4,7)
2009:3	13,5 (10,1)	6,0 (4,8)	4,4 (4,4)
2009:4	11,4 (8,7)	4,9 (4,1)	2,0 (2,7)
2010:1	9,6 (7,6)	4,0 (3,5)	2,8 (2,3)
2010:2	8,0 (6,8)	3,4 (3,2)	4,2 (3,3)
2010:3	7,0 (6,3)	2,6 (2,5)	1,4 (1,6)
2010:4	6,5 (6,3)	2,2 (2,2)	0,6 (1,5)
2011:1	6,5 (6,3)	2,0 (2,0)	2,0 (1,4)
2011:2	6,5	2,0	4,2
Ársmeðaltal	Stýrivextir	Verðbólga	
2007	13,4 (13,4)	5,0 (5,0)	
2008	15,2 (15,2)	11,3 (9,3)	
2009	13,9 (11,1)	7,6 (5,9)	
2010	7,8 (6,7)	3,0 (2,8)	

2. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2008/1.

## Viðauki 2

# Könnun á mati sérfræðinga á fjármála- markaði á horfum í efnahagsmálum

Fyrir hverja útgáfu *Peningamála* gerir Seðlabankinn könnun á mati sérfræðinga á horfum í efnahagsmálum. Könnunin var gerð um miðjan júní og voru þátttakendur Askar Capital hf. og greiningardeildir Glitnis hf., Kaupþings hf. og Landsbanka Íslands hf. Helstu breytingar frá spá sömu aðila í apríl sl. eru að þeir spá minni hagvexti á spátímanum og meiri verðbólgu á þessu og næsta ári.

### Horfur á að verðbólga haldist mikil fram á næsta ár

Sérfræðingar spá meiri verðbólgu framan af spátímanum en áður enda hefur verðbólga aukist afar hratt að undanfögnu í kjölfar gengislækkunar krónunnar og vegna mikils undirliggjandi kostnaðarþrýstings. Horfur eru á að verðbólga verði áfram mikil fram á seinni hluta næsta árs að mati sérfræðinganna. Þeir spá því að verðbólga verði að meðaltali rúmlega 11% á þessu ári líkt og gert er ráð fyrir í grunnspá Seðlabankans. Flestir þeirra spá því að verðbólga hjaðni mjög hratt á næsta ári og verði að meðaltali tæp 5% á árinu 2009 og komin niður í 3½% á öðrum fjórðungi ársins 2010. Meirihluti sérfræðinganna býst við því að verðbólga verði í nánd við markmið í lok spátímans, þ.e.a.s. á öðrum ársfjórðungi 2011. Grunnspá Seðlabankans gerir ráð fyrir nokkru hægari hjöðnun verðbólgu þar sem hún verður að meðaltali 7½% árið 2009 en komin niður í 3½% á öðrum ársfjórðungi 2010 líkt og sérfræðingarnir gera ráð fyrir. Í grunnspánni næst verðbólgu markmiðið á seinni hluta ársins 2010.

### Hagvöxtur hverfandi framan af spátímanum

Ýmsar vísbendingar eru komnar fram um að farið sé að hægja nokkuð hratt á hagvexti, einkum vegna samdráttar fjárfestingar og kólnunar á fasteignamarkaði, þótt einkaneysla sé enn nokkuð sterk. Líkt og í síðustu könnun gera sérfræðingarnir ráð fyrir að hagvöxtur verði hverfandi á þessu ári og spá að meðaltali ½% hagvexti á árinu 2009 sem er prósentu minna en síðast. Tveir svarendur búast við samdrætti á þessu ári og einungis einn býst við samdrætti á því næsta. Þeir áætla að hagvöxtur glæðist nokkuð árið 2010 og verði að meðaltali rúmlega 2%. Samkvæmt grunnspá Seðlabankans verður rúmlega 1% hagvöxtur í ár en um 2% samdráttur árin 2009 og 2010. Sérfræðingarnir eru því mun bjartsýnni en Seðlabankinn.

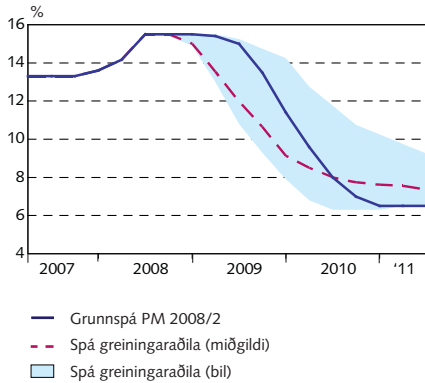
### Ólíkar spár um gengi krónunnar

Gengi krónunnar hefur lækkað töluvert síðan í mars og aftur í júní en verið afar sveiflukennt þar á milli. Að meðaltali spá sérfræðingarnir að gengisvísitalan verði 144 stig á þessu ári og u.þ.b. 140 stig út spátímann. Hins vegar eru þeir fremur ósammála um gengisþróunina og einn svarenda býst við töluverðri hækkun á gengi krónunnar út spátímann. Grunnspá Seðlabankans gerir ráð fyrir lægra gengi krónunnar á spá-

Mynd 1

Stýrivaxtaferill PM 2008/2 og spár greiningaraðila

Spátímabil 3. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

tímanum og að meðaltali tæplega 150 stiga gengisvísitölu á þessu og næsta ári.

### Flestir gera ráð fyrir lækkun stýrivaxta á seinni hluta þessa árs

Stýrivextir voru hækkaðir 10. apríl sl. um 0,5 prósentur í 15,5%. Sérfræðingarnir telja allir að stýrivextir hafi náð hámarki og búast flestir við að lækkunarferlið hefjist í lok þessa árs. Stýrivextir verði að meðaltali 15% á þessu ári og 12% á árinu 2009. Stýrivaxtaferill flestra greinenda er mjög svipaður þeim ferli sem lá til grundvallar grunnspá Seðlabankans í síðustu *Peningamálum*. Stýrivaxtaferillinn í núverandi grunnspá gerir hins vegar ráð fyrir að vöxtum verði haldið háum lengur en sérfræðingar reikna með og að ekki verði unnt að lækka þá fyrr en á fyrsta ársfjórðungi 2009.

### Kólnun á eignamörkuðum

Hlutabréfaverð hefur haldið áfram að lækka undanfarna mánuði. Sérfræðingar eru nú svartsýnni en áður um hlutabréfamarkaðinn. Að meðaltali spá þeir því að Úrvalsvísitalan standi í tæpum 5.000 stigum á öðrum ársfjórðungi 2009 og rúmlega 5.800 stigum ári síðar.

Sérfræðingarnir eru nokkuð ósammála um þróun húsnæðisverðs á spátímanum. Flestir búast við lækkun húsnæðisverðs á næstu tólf mánuðum, en svörin liggja á breiðu bili. Að meðaltali spá sérfræðingarnir að á öðrum ársfjórðungi 2009 hafi húsnæðisverð lækkað um 3½% frá fyrra ári en standi í stað fram á árið 2010. Einungis einn svarenda spáir því að húsnæðisverð lækki samfelld á næstu þremur árum.

Tafla 1 Yfirlit yfir spá sérfræðinga á fjármálamarkaði<sup>1</sup>

	2008			2009			2010		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	11,1	10,4	12,0	4,9	3,5	7,5	3,3	1,5	4,5
Hagvöxtur	0,1	-0,5	1,0	0,5	-2,5	3,5	2,3	1,4	3,8
Gengisvísitala erl. gjaldm. (ársmeðaltal)	144	142	148	140	128	154	139	125	150
Stýrivextir Seðlabankans (ársmeðaltal)	15,0	14,9	15,1	12,0	10,3	14,9	8,4	6,5	11,3
	2009:2			2010:2			2011:2		
Verðbólga	5,1	3,0	9,8	3,6	2,1	5,0	3,2	2,5	4,5
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	139	128	151	141	125	156	140	123	150
Stýrivextir Seðlabankans	12,5	10,8	15,3	8,5	6,3	11,8	7,6	6,5	9,3
Langtímanafnvextir <sup>2</sup>	8,6	7,2	11,0	7,9	6,8	10,5	7,2	6,8	7,5
Langtímaraunvextir <sup>3</sup>	4,2	3,8	4,5	3,8	3,4	4,5	3,7	3,0	4,5
Úrvalsvísitala Aðallista	4.959	4.000	5.350	5.860	5.000	6.341	6.851	6.000	7.583
Ársbreyting fasteignaverðs	-3,4	-8,6	1,6	0,2	-1,6	3,0	2,7	-3,8	6,6

1. Taflan sýnir breytingu milli ára í % nema að því er varðar gengi, vexti og Úrvalsvísitölu. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%), gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig) og Úrvalsvísitölu Aðallista (stig). Þátttakendur í könnuninni eru Askar Capital hf. og greiningardeildir Glitnis hf., Kaupþings hf. og Landsbanka Íslands hf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 19 0226). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í íbúðabréf (HFF150644).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Viðauki 3

# Ísland og Lettland: Þjóðhagsleg aðlögun og peningastefna

Athyglisvert er að bera árangurinn af hagstjórn á Íslandi saman við árangur annarra ríkja sem eiga við svipuð vandamál að stríða en búa við annað fyrirkomulag peningamála, t.d. fastgengisstefnu. Undanfarin ár hafa Ísland og Lettland þurft að glíma við mikla verðbólgu, sem stafar aðallega af mikilli innlendri eftirspurn, og mikinn viðskiptahalla. Mikill útlánavöxtur hefur orsakað eftirspurnardrífna verðbólgu í báðum löndunum og stuðlað að hækkun fasteignaverðs. Munurinn er hins vegar sá að á Íslandi er rekin sjálfstæð peningastefna með fljótandi gengi en í Lettlandi er í gildi fastgengisstefna gagnvart evrunni.

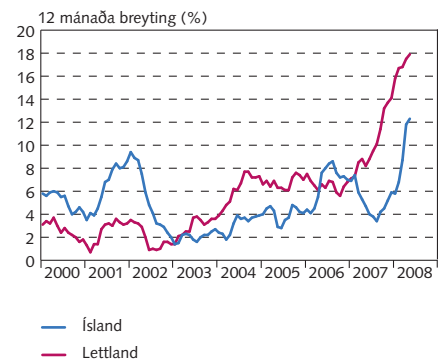
Frá því að Lettland öðlaðist sjálfstæði árið 1991 og til ársins 1998 var mikil verðbólga þar í landi. Hún stafaði fyrst í stað aðallega af nauðsynlegum breytingum þar í landi eftir áralangan áætlanabúskap. Við tók tímabil verðstöðugleika með ársverðbólgu nálægt 2% fram til ársins 2004. Fastgengisstefna hefur verið við lýði í Lettlandi frá árinu 1994. Þann 1. janúar 2005 var gengi lettneska gjaldmiðilsins fest við gengi evrunnar í stað myntkörfu sem samanstóð af Bandaríkjadal, evrunni, breska pundinu og japanska jeninu. Var það gert til að tryggja stöðugleika og auka erlenda fjárfestingu og útflutning, auk þess að auðvelda upptöku evrunnar síðar meir. Um svipað leyti hófst hins vegar, eins og á Íslandi, tímabil vaxandi verðbólgu. Frá 2004 hefur verðbólga aðeins einu sinni farið niður fyrir 6% og ársverðbólga í apríl 2008 mældist 17,5%, sem er mesta verðbólga frá því í ágúst árið 1996. Einkennin voru flest hin sömu og hér á landi. Viðskiptahallinn jókst úr 4,8% af landsframleiðslu árið 2000 í 22,8% af landsframleiðslu árið 2007. Útlán hafa aukist mjög hratt undanfarin ár en þau eru í mun meira mæli veitt í erlendum gjaldmiðlum, einkum evrum, en hér á landi. Árið 2007 voru 86% útlána í Lettlandi í evrum.

### Hin ósamrýmanlega þrenning

Kenningin um hina ósamrýmanlegu þrenningu segir að hvert ríki geti aðeins valið tvo af eftirfarandi þremur möguleikum: frjálst flæði fjármagns, sjálfstæða peningastefnu eða fast gengi.<sup>1</sup> Ástæðan er sú að ef ríki ákveður að hefja ekki flæði fjármagns og hafa fast gengi verður peningastefnan bundin af því að halda genginu föstu og er því í raun í höndum seðlabanka þess ríkis sem gjaldmiðillinn er festur við. Hækkun vaxta, t.d. til að stemma stigu við verðbólgu, leiðir til þess að fjármagn flæðir inn í landið og gengi gjaldmiðilsins hækkar, sem samrýmist ekki fastgengisstefnunni. Ísland og Lettland hafa bæði kosið að hindra ekki flæði fjármagns, en íslensk stjórnvöld kusu að hafa sjálfstæða peningastefnu en lettnesk stjórnvöld að hafa fast gengi. Það er eðlilegt í ljósi þess að stefna Lettlands er að taka upp evruna, helst ekki síðar

Mynd 1

Verðbólga á Íslandi og í Lettlandi  
Janúar 2000 - maí 2008

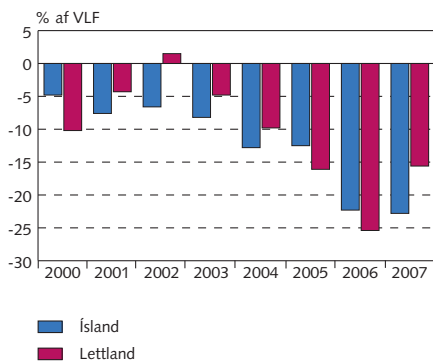


Heimildir: Hagstofa Íslands, Hagstofa Lettlands.

1. Mundell, Robert A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475-485.

Mynd 2

Viðskiptajöfnuður á Íslandi og í Lettlandi  
Hlutfall af vergri landsframleiðslu 2000-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Lettlands, Seðlabanki Íslands.

en árið 2012, en Lettland hefur verið aðili að Evrópusambandinu síðan árið 2004. Þess má geta að til að uppfylla þær kröfur sem gerðar eru fyrir aðild að Myntbandalagi Evrópu (EMU) verður viðkomandi ríki að ganga í ERM II, sem felur í sér að gengi gjaldmiðilsins megi ekki sveiflast meira en sem nemur  $\pm 15\%$  gagnvart evrunni í tvö ár fyrir inngöngu í myntbandalagið.<sup>2</sup> Sum ríki hafa þó kosið að hafa vikmörkin þrengri. Baráttan við verðbólguna er því háð með ólíkum vopnum á Íslandi og í Lettlandi. Verkefni peningastefnunnar er engu að síður það sama í löndunum tveimur, þ.e.a.s. að veita verðbólguvæntingum trúverðuga kjölfestu. Í Lettlandi er það gert með því að leitast við að tryggja fast gengi innlands gjaldmiðils gagnvart evru, sem leiðir til aðlögunar fyrir tilstuðlan versnandi samkeppnisstöðu vegna hækkandi raungengis sem hægir á hagvexti til lengdar. Á Íslandi er leitast við að veita verðbólguvæntingum kjölfestu með yfirlýstu verðbólgu markmiði og kerfisbundinni og gagnsæri framkvæmd peningastefnu.

### Aðgerðir stjórnvalda í Lettlandi

Þótt stjórnvöld í Lettlandi hafi ekki sjálfstæða peningastefnu og geti því ekki beitt henni að marki til þess að hafa áhrif á þróun efnahagsmála geta þau beitt almennri efnahagsstefnu til þess að hafa áhrif á eftirspurn. Í apríl 2007 hrundu stjórnvöld af stað herferð gegn verðbólgu sem miðaði að því að draga úr þenslu hagkerfisins. Herferðin fól í sér loforð stjórnvalda um að koma jafnvægi á ríkisfjármálin þannig að jöfnuður yrði á ríkissjóði árið 2008 og tekjuafgangur árin 2009 og 2010. Einnig lofuðu stjórnvöld að lækka ekki skatta á næstunni og gera skattalögin óhagstæðari spákaupmönnum. Mikilvægur þáttur þessarar herferðar eru þó reglugerðarbreytingar stjórnvalda á lánamarkaðnum. Stjórnvöld settu strangari reglur um útlán banka til einstaklinga og reyndu þar með að draga úr vexti útlána. Ennfremur vinna stjórnvöld nú að endurbótum á vinnu- og orkumarkaðnum og reyna hvað þau geta að stuðla að aukinni samkeppni og að útrýma einokun. Stjórnvöld hafa ennfremur heitið að takmarka launahækkanir í opinbera geiranum.

Eitt af fáum tækjum sem Seðlabanki Lettlands hefur til að hafa áhrif á útlánaþenslu er breyting bindiskylduhlutfalls. Á árunum 2005-2007, þegar útlánaþenslan var sem mest, hafði bindiskylduhlutfallið hins vegar takmörkuð áhrif til hækkunar útlánsvaxta bankanna eða til að hægja á vexti útlána þar sem þeir fóru að einhverju leyti framhjá reglunum, t.d. með langtíma fjármögnun í erlendum gjaldmiðlum. Bankinn hækkaði hlutfallið úr 6% upp í 8% í lok ársins 2005, en tók að lækka það aftur í byrjun þessa árs í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar, en bindiskylduhlutfallið stendur nú í 6%. Bankinn taldi að næg hjöðnun hefði orðið á útlánamarkaði til að réttlæta þessa lækkun, en þess má geta að bindiskylduhlutfall bankans verður að vera jafnt bindiskylduhlutfalli evrópska seðlabankans, þ.e. 2%, áður en Lettland tekur upp evruna. Ljóst er að nokkuð hefur hægt á efnahagsumsvifum í Lettlandi á síðustu mánuðum, en hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi 2008 var neikvæður um 1,9%.

2. Sjá nánari umfjöllun í viðauka 4 í þessu hefti *Peningamála*.

## Vandinn við val á gengisfyrirkomulagi fyrir lítil, ört vaxandi opin hagkerfi með frjálst flæði fjármagns

Lettneska hagkerfið hefur vaxið með gífurlegum hraða undanfarin ár, verg landsframleiðsla á föstu verðlagi jókst um rúmlega 10% árið 2007 og rúmlega 12% árið 2006. Fyrir því má færa rök að fastgengisstefna henti illa landi í svo hraðri þróun. Hún felur í sér, þegar gengið er bundið við gjaldmiðla þróaðra ríkja með minni hagvöxt, að nafnvextir verða lágir miðað við vöxt landsframleiðslunnar. Hækkun hlutfallslegs verðlags eða raungengis, sem er óhjákvæmileg þegar lönd efnast (svokölluð Balassa-Samuelsson-áhrif), kemur þá fram í hækkun verðlags í stað gengishækkunar. Stýrivextir Seðlabanka Lettlands hafa verið 6% frá því í maí 2007, en voru í kringum 3-5% frá árinu 1997. Í því felst að raunvextir í Lettlandi hafa verið neikvæðir síðan árið 2004, þegar verðbólga þar í landi komst aftur á skrið. Neikvæðir raunvextir hafa ýtt undir gífurlegan vöxt útlána, sem kynti undir innlendri eftirspurn, verðbólgu og viðskiptahalla. Hækkun raungengis mun hins vegar að lokum hægja á vexti og lægja öldur verðbólgunnar er fram líða stundir að því gefnu að fastgengið bresti ekki. Um það er hægt að efast í ljósi viðskiptahallans, en á móti kemur að bakhjarl fastgengisstefnunnar er öflugri í Lettlandi en hann var á fastgengistímanum á Íslandi, því að fast gengi lettneska latsins er hluti af tvíhliða samkomulagi við evrópska seðlabankann. Einnig er gjaldeyrisforði Lettlands nokkuð mikill, eða jafn stór og peningamagn í umferð. Algengt er í löndum með myntráð, eins og í nágrennaríkjunum Eistlandi og Litháen, að seðlabankinn sé skyldugur til að viðhalda svo miklum gjaldeyrisforða. Mikill gjaldeyrisforði gerir Seðlabanka Lettlands mun auðveldara fyrir að halda gengi latsins föstu og byggir upp traust á gjaldmiðlinum því að auðveldara er að forðast áhlaup spákaupmanna.

Hinn kosturinn í stjórn peningamála er sjálfstætt fljótandi gjaldmiðill með verðbólguþröngum. Smáríki sem velja slíka umgjörð standa þó frammi fyrir þeim vanda að gengissveiflur eru líklegar til að hafa mun meiri áhrif á innlent verðlag en í stærri ríkjum.

## Baráttan við verðbólguna á Íslandi

Peningamálastjórn á Íslandi byggðist áratugum saman á ýmiss konar fastgengisstefnum sem fylgt var eftir með mistrúverðugum hætti. Fastgengisstefnan var komin í þrot árið 2001 og því var gengi krónunnar sett á flot og verðbólguþröngum tekið upp. Á undanförunum árum hefur Seðlabanki Íslands beitt ströngu peningalegu aðhaldi til að reyna að stemma stigu við verðbólgunni. Það hefur þó ekki gengið sem skyldi, eins og ítarlega hefur verið fjallað um á þessum vettvangi. Vandinn er því hinn sami og í Lettlandi þótt aðferðirnar við að ráða bót á honum séu ólíkar. Í báðum löndum er líklegt að erfitt tímabil aðlögunar sé framundan og verður fróðlegt að bera saman hvernig löndunum reidir af, þótt að ýmsu leyti sé ólíku saman að jafna.

## Viðauki 4

# Horfur um fjölgun evruríkja á komandi árum

Þann 1. maí 2004 gengu tíu ríki, Eistland, Kýpur, Lettland, Litháen, Malta, Pólland, Slóvakía, Slóvenía, Tékkland og Ungverjaland, í Evrópusambandið (ESB). Tæpum þremur árum seinna, 1. janúar árið 2007, bættust Búlgaría og Rúmenía í hópinn. Samkvæmt Maastricht-sáttmálanum ber ríkjum sem ganga í ESB að taka upp evru þegar nægilegum efnahagslegum stöðugleika hefur verið náð, þ.e.a.s. samleitniskilyrðin (e. convergence criteria) eru uppfyllt. Aðeins tveimur ríkjum, Danmörku og Bretlandi, hefur verið veitt formleg undanþága frá því. Því ber nýjum ESB-ríkjum auk Svíþjóðar að taka upp evru við fyrsta tækifæri.

### Maastricht-skilyrðin

Mikill undirbúningur þarf að eiga sér stað áður en unnt er að taka upp sameiginlegan gjaldmiðil. Aukin efnahagsleg samleitni þátttökuríkja Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU) er talin nauðsynleg forsenda þess að unnt sé að taka upp evru með árangursríkum hætti. Til að tryggja þessa samleitni þurfa þátttökuríkin að uppfylla ákveðin efnahagsleg skilyrði, gjarnan kölluð Maastricht-skilyrðin.<sup>1</sup> Skilyrðin lúta að meginþáttum efnahagsmála: verðbólgu, vöxtum, stöðugleika í gengismálum auk afkomu hins opinbera og skuldum þess.

Tafla 1 Maastricht-skilyrðin

Skilyrði	Lýsing
Verðstöðugleiki	Verðbólga skal ekki vera meira en sem nemur 1,5 prósentu meiri en í þeim þremur ESB-löndum er hafa hagstæðustu verðbólguþróunina.
Vaxtamunur	Nafnvextir langtímaskuldabréfa skulu ekki vera meira en 2 prósentum hærra en langtímaxvextir í þeim þremur ESB-löndum er hafa hagstæðustu verðbólguþróunina.
Stöðugleiki í gengismálum	Ríki skal hafa verið aðili að gengissamstarfi Evrópu (ERM II) í a.m.k. tvö ár án gengisfellingar. Gjaldmiðill ríkisins má ekki sveiflast um meira en $\pm 15\%$ í kringum það miðgildi sem ákvarðað er í ERM II.
Afkoma hins opinbera	Halli á rekstri hins opinbera má ekki vera meiri en sem nemur 3% af vergrí landsframleiðslu (VLF).
Skuldir hins opinbera	Skuldir hins opinbera mega ekki vera meiri en sem nemur 60% af VLF eða að skuldahlutfallið stefni nægilega hratt að því marki ef það er hærra en 60%.

1. Kennit við borgina Maastricht í Hollandi en sáttmálinn sem inniheldur upplýsingar um þau skilyrði sem ríki skulu uppfylla til að eiga kost á aðild að EMU var undirritaður þar.



Auk þessara efnahagslegu skilyrða þarf að uppfylla tiltekin skilyrði varðandi stofnanauppbyggingu og ber tilvonandi þátttökuríkjum að koma á ákveðnum skipulagsbreytingum á sviði peningamála sem miða að því að tryggja sjálfstæði seðlabanka gagnvart stjórnvöldum.<sup>2</sup>

### Nýju Evrópusambandsríkin<sup>3</sup>

Af þeim tíu ríkjum sem gengu í ESB árið 2004 höfðu sjö þeirra það markmið að taka upp evru eins fljótt og mögulegt væri. Eistland, Kýpur, Lettland, Litháen, Malta, Slóvakía og Slóvenía gengu því í ERM II fljótlega eftir inngöngu í ESB. Þrjú þessara ríkja hafa þegar tekið upp evru. Evra var tekin upp í Slóveníu þann 1. janúar árið 2007 og á Kýpur og Möltu ári seinna. Þau bættust þá í hóp þeirra tólf ríkja sem áður höfðu tekið upp evru.<sup>4</sup> Slóvakía mun verða sextánda ríkið til að taka upp evru, en þann 7. maí sl. tilkynnti Evrópuráðið (e. The European Commission) að Slóvakía uppfyllti öll Maastricht-skilyrðin og gæti því fylgt eftir þeim áætlunum sínum að taka upp evru 1. janúar 2009.

Eistland og Litháen höfðu sett sér það markmið að taka upp evru 1. janúar 2007 og Lettland 1. janúar sl. Ekkert þeirra náði að uppfylla Maastricht-skilyrðin í tæka tíð, aðallega vegna þess að erfiðlega hefur gengið að uppfylla skilyrðið um verðstöðugleika. Því urðu þau að hverfa frá áður settum markmiðum. Verðbólga hefur farið vaxandi í Eistlandi, Lettlandi og Litháen undanfarin misseri og verðbólguþrýstingur er enn til staðar, m.a. vegna ytri skilyrða eins og hás hrávöru- og olíuverðs. Samkvæmt spám mun verðbólga í þessum löndum ekki komast niður á stig sem samræmist Maastricht-skilyrðinu um verðstöðugleika fyrr en eftir árið 2009. Talið er að Litháen geti hugað að taka upp evru eftir árið 2010, Eistland frá og með árinu 2011 og innleiðing evru í Lettlandi ætti að geta orðið að veruleika einhvern tímann á árunum 2012-2014.

### Ríkin sem standa utan við ERM II

Eitt af fyrstu skrefum ríkis í átt að upptöku evru er innganga í ERM II. Af þeim tólf ríkjum sem gengið hafa í ESB frá árinu 2004 hafa Pólland, Tékkland, Ungverjaland og Búlgaría auk Rúmeníu ekki gengið í ERM II. Stjórnvöld í Tékklandi, Póllandi og Ungverjalandi hafa ákveðið að aðild að ERM II skuli vara í eins skamman tíma og mögulegt er til að samleitniskilyrðið um stöðugleika í gengismálum náist. Gengi gjaldmiðla þeirra þriggja landa mun því ekki vera fest við evru fyrr en u.þ.b. tveimur árum áður en upptaka evru er áætluð.

Pólland, Tékkland og Ungverjaland eiga það sameiginlegt, fyrir utan að hafa ekki gengið í ERM II, að halli á rekstri hins opinbera hefur verið umfram það sem skilyrðið um afkomu hins opinbera kveður á um. Þau vinna nú að úrbótum til að koma ríkisfjármálunum á réttan kjöl. Pólland er eina ríkið af nýju ESB-ríkjunum fyrir utan Slóvakíu, sem

2. Nánari upplýsingar um Maastricht-skilyrðin er m.a. að finna á heimasíðu Evrópusambandsins, [www.europa.eu](http://www.europa.eu).

3. Nánari upplýsingar um stöðu nýju ESB-ríkjanna sem fjallað er um í þessum undirkafla og kaflanum á eftir er að finna á heimasíðu seðlabanka hvers lands.

4. Þau 11 ESB-ríki sem hafa verið meðlimir EMU frá upphafi og tóku upp evru þann 1. janúar 1999 eru: Austurríki, Belgía, Finnland, Frakkland, Holland, Írland, Ítalía, Lúxemborg, Portúgal, Spánn og Þýskaland. Grikkland var tólfte ríkið til að taka upp evru, en hún var tekin upp þar þann 1. janúar árið 2001.

er nálægt því að uppfylla samleitniskilyrðið um verðstöðugleika. Þar til nýlega var verðbólga í Póllandi innan þeirra marka sem Maastricht-skilyrðið kveður á um. Verðbólga þar í landi hefur hins vegar farið vaxandi undanfarið vegna hækkunar á matvæla-, orku- og olíuverði, auk þess sem hærra launakostnaður hefur valdið auknum verðbólguþrýstingi. Samkvæmt spám mun verðbólga í Póllandi aftur komast niður á stig sem samrýmist Maastricht-skilyrðinu árið 2010. Stjórnvöld í Póllandi, Tékklandi og Ungverjalandi hafa ekki tiltekið nákvæma dagsetningu fyrir upptöku evru utan að segja að evra verði tekin upp eins fljótt og mögulegt er. Það er þó ljóst að upptaka evru mun ekki verða að veruleika fyrr en í fyrsta lagi árið 2011.

Búlgaría og Rúmenía gengu í ESB tæpum þremur árum seinna en ríkin sem rætt hefur verið um hér að ofan og því hefur þeim gefist styttri tími fyrir undirbúning að upptöku evrunnar en hinum löndunum tíu. Búlgaría og Rúmenía hafa þó metnaðarfullar áætlanir um upptöku evrunnar. Stjórnvöld í Búlgaríu stefna að því að ganga í ERM II fljótlega og að taka upp evru eins fljótt og unnt er. Stjórnvöld í Rúmeníu stefna að því að taka upp evru árið 2014.