

Gengisstöðugleiki brýnn á meðan efnahagur heimila og fyrirtækja er efldur á nýjan leik

Til skemmri tíma hefur peningastefnan það að meginmarkmiði að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Til lengri tíma er verðbólguþrámið hins vegar eftir sem áður meginmarkmið hennar. Að nokkru leyti hefur tekist að draga úr sveiflum í gengi krónunnar frá því að gjaldeyrismarkaðurinn tók aftur til starfa í byrjun desember 2008 og tekist hefur að koma í veg fyrir öfgakenndar gengissveiflur. Gengi krónunnar hefur þó sveiflast nokkuð frá þeim tíma. Afgangur af utanríkisviðskiptum hefur ekki stutt við krónuna að því marki sem vænst var. Þetta hefur gert peningastefnunni erfiðara um vik að stuðla að enduruppbyggingu efnahags heimila og fyrirtækja og hefur kallað á tiltölulega aðhaldssama peningastefnu í upphafi fjármálakreppunnar. Nú hefur verið dregið úr aðhaldinu, en ennþá er þörf á varkárni. Stýrivextir hafa verið lækkaðir um 2,5 prósentur frá síðustu útgáfu Peningamála. Með því að hindra óheft útlæði fjármagns stuðla tímabundin gjaldeyrishöft einnig að stöðugri gengi krónunnar. Þar sem fjárfestar telja íslenskar fjáreignir mjög áhættusamar væri þörf á mjög miklum vaxtamun við útlönd til að styðja við krónuna ef slíkra hafta nyti ekki við og líklega einnig þegar þeim verður aflétt að lokum. Meðan veruleg óvissa er ríkjandi um erlendar skuldir þjóðarinnar, stöðu ríkisfjármála og endurskipulagningu fjármálakerfisins eru gjaldeyrishöft forsenda þess að hægt sé að draga verulega úr aðhaldi í peningamálum. Óvissa í tengslum við alþjóðlegu fjármálakreppuna gefur þar að auki ekki tilefni til að hægt sé að aflétta þeim að svo komnu. Hún hefur magnast enn frekar frá útkomu Peningamála í janúar. Horfur um alþjóðlegan hagvöxt og alþjóðaviðskipti hafa verið endurskoðaðar verulega niður á við. Horfurnar fyrir útflutningsdrifinn hagvöxt á næstu misserum eru því háðar meiri óvissu en áður. Þetta felur í sér meiri samdrátt í framleiðslu á þessu ári sem frestar efnahagsbatanum miðað við það sem spáð var í janúar. Þessu til viðbótar er gert ráð fyrir verulega auknu aðhaldi í ríkisfjármálum í spánni, bæði í formi niðurskurðar ríkisútgjalda og aukinni skattbyrði næstu árin í því skyni að tryggja sjálfbærni í ríkisfjármálum. Atvinnuleysi mun þar af leiðandi haldast hátt lengur en spáð var í janúar. Ekkert lát mun verða á hjöðnun verðbólgunnar sem þegar er hafin. Því er spáð að verðbólga verði komin niður fyrir 10% þegar í sumar og að hún verði við verðbólguþrámið snemma á næsta ári. Flestar vísbendingar um verðbólguvæntingar styðja þetta og benda til væntinga um hraða hjöðnun verðbólgu. Engu að síður á enn eftir að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu.

I Verðbólguhorfur og stefnan í peningamálum

Gjaldeyriskreppan kemur hart niður á þjóðarbúskapnum

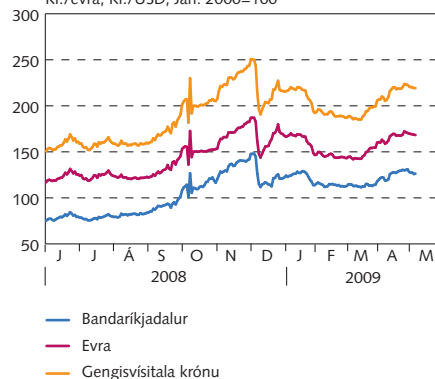
Líkt og gjaldmiðlar margra smárikja hefur gengi íslensku krónunnar lækkað verulega frá því í haust, í kjölfar alþjóðlegs fjármálaumróts. Krónan hefur þó orðið verr úti en flestir þeirra. Þetta er skiljanlegt í ljósi þess að innlenda bankakerfið hrundi nánast til grunna. Frá sama tíma fyrir ári hefur gengi krónunnar lækkað um tæplega 30% gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Gengislækkunin hefur aukið verulega á skuldabyrði þeirra heimila og fyrirtækja sem hafa tekið lán í erlendum gjaldmiðlum. Þetta hefur haft áhrif á gæði útlánasafns innlendra fjármála-fyrirtækja. Þannig hefur efnahagur þeirra einnig orðið fyrir miklu áfalli, sem hefur komið niður á getu þeirra og vilja til frekari lánveitinga.

Gengislækkunin hefur þar að auki leitt til mikillar aukningar verðbólgu og náði hún hámarki í 18,6% í janúar. Þetta hefur komið enn frekar niður á eftirspurn einkageirans með því að auka skuldabyrði af lánnum og draga úr kaupmætti ráðstöfunartekna.

Mynd I-1

Gengi evru, Bandaríkjadalur og gengisvísitala krónu

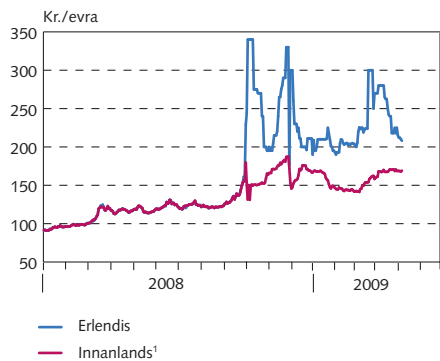
Kr./evra, Kr./USD, Jan. 2000=100



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Í þessari grein er byggt á gögnum sem lágu fyrir 6. maí 2009, en spáin er byggð á gögnum fram til 29. apríl.

Mynd 1-2
Tvöfaldur gjaldeyrismarkaður
Íslensku krónunnar¹
Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 6. maí 2009



1. Gengi innanlands er lokagengi dagsins.
Heimild: Reuters.

Þau skyndilegu straumhvörf fjármagnsinnflæðis sem urðu hér á landi sl. haust og gjaldeyriskreppan sem fylgdi í kjölfarið hafa leitt til mikillar aðlögunar eftirspurnar. Einkaneysla og fjárfesting drógust saman um tæplega fjórðung á síðasta fjórðungi ársins 2008 miðað við sama tíma árið áður. Samdráttur um tæplega 50% í innflutningi á vörum og þjónustu þýðir hins vegar að samdráttur í landsframleiðslu var mun minni, eða 1,5%. Nú er talið að eftirspurn og framleiðsla haldi áfram að dragast saman þar til að þjóðarbúskapurinn tekur smám saman að rétta úr kútnum á ný um mitt ár 2010.

Efnahagur heimila og fyrirtækja er viðkvæmur fyrir gengissveiflum ...

Í ljósi þess að gengislækkun krónunnar hefur veruleg áhrif á erlendar skuldir heimila, fyrirtækja og banka er brýnt að koma í veg fyrir enn stórfelldari lækkun gengisins. Styrking krónunnar í kjölfar snarprar lækkunar sl. haust var því mikilvæg til að draga úr umfangi efnahags-hrunsins. Raungengið er þó enn vel samkeppnishæft og raunar má halda því fram að töluverð styrking krónunnar væri í samræmi við hraðan bata í þjóðarbúskapnum eða gæti jafnvel stutt við hann. Hærra raungengi myndi draga úr skuldabyrði mjög skuldsettra fyrirtækja og heimila, sem sum eru jafnvel tæknilega gjaldþrota miðað við núverandi gengi og eiga því erfitt með að fá gjaldfrest og rekstrarfé.

... því er gengisstöðugleiki mikilvægt markmið peningastefnunnar

Til að stuðla að endurreisn efnahags heimila og fyrirtækja eru Seðla-bankinn, stjórnvöld og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn sammála um að veigamikill þáttur í áætluninni um efnahagsbata á Íslandi sé stöðugleiki krónunnar. Gengisstöðugleiki er líka mikilvægur þáttur í að koma að nýju á verðlagsstöðugleika á Íslandi. Þetta kallaði í upphafi á aðhaldssama peningastefnu og á tímabundin gjaldeyrishöft til að forðast óheft útlæði fjármagns. Í ljósi veikrar stöðu íslensks þjóð-arbúskapar og þeirrar efnahagsröskunar sem fylgir gjaldeyrishöftum eru báðar ráðstafanirnar óheppilegar en ómissandi liðir í áætlun sem miðar að því að styðja varanlegan efnahagsbata.

Það hefur torvelað framkvæmd peningastefnunnar að til varð tvöfaldur markaður með krónuna vegna gjaldeyrishaftanna. Viðskipti sem aðallega tengjast vöru- og þjónustuviðskiptum fara fram á opinbera innlenda gjaldeyrismarkaðnum, en einhver viðskipti milli erlendra eigenda íslenskra fjármálaafurða fara fram á markaði sem hefur þróast erlendis. Báðir markaðir eru mjög þunnir og tiltölulega lítil viðskipti geta auðveldlega valdið miklum verðbreytingum. Þetta skapar frekari hættu því að fáar fjármálaafurðir eru tiltækar til að draga úr þessum sveiflum og verja sig gegn þeim við núverandi aðstæður.

Munurinn á gengi krónunnar á innlendum markaði og aflandsmarkaði (e. offshore market) hefur minnkað á ný eftir að hafa aukist á fyrstu mánuðum ársins og nú er gengi krónunnar um 208 kr. gagnvart evru á aflandsmarkaðnum, eða u.þ.b. 23% lægra en á opinberum gjaldeyrismarkaði.

Ætíð er hætt við að gjaldeyrishöft haldi ekki fullkomlega

Á undanförunum mánuðum hefur komið í ljós að myndast hafa smugur framhjá gjaldeyrishöftunum. Viðskiptaaðilar hafa getað keypt krónur

á lágu verði á aflandsmarkaðnum og greitt útflytjendum í krónum í stað erlends gjaldeyris. Þetta skýrir að hluta hví aukinn afgangur á viðskiptum við útlönd hefur ekki styrkt krónuna að því marki sem vænst var. Takmarkað innflæði erlends gjaldeyris hefur því ekki nægt til að veða upp á móti útstreymi vaxtagreiðslna til erlendra eigenda íslenskra skuldabréfa, sem hefur valdið þrýstingi á krónuna til veikingar.

Vegna mikils þrýstings af fjármagni sem vill út úr landinu hefur Seðlabankinn í samvinnu við stjórnvöld og Alþjóðagjaldeyrissjóðinn undirbúið ráðstafanir sem gera fjárfestum sem eru tilbúnir til að losa um stöður sínar á því sem næst hvaða gengi sem er kleift að gera það á skipulagðan máta. Þegar þessar ráðstafanir hafa verið gerðar ættu þær að létta nokkuð þrýstingi af gjaldmiðlinum.

Forsendur þess að aflétta gjaldeyrishöftunum eru ekki enn fyrir hendi. Veruleg óvissa ríkir enn um erlendar skuldir þjóðarbúsins, stöðu ríkisfjármála og endurskipulagningu fjármálakerfisins. Væru gjaldeyrishöft afnumin að fullu áður en þessir þættir hafa skýrst og dregið hefur úr öngþveitinu í fjármálum heimsins gæti það leitt til stórfellds fjármagnsútlæðis með ófyrirsjáanlegum afleiðingum fyrir gengi krónunnar og verðbólgu. Því er ekki líklegt að höftunum verði aflétt á næstunni.

Umrótið á fjármálamörkuðum hefur áhrif á þann vaxtamun gagnvart útlöndum sem þarf til að styðja við gengi krónunnar

Ein af afleiðingunum fjármálakreppunnar er að mat fjárfesta á áhættu hefur breyst mikið. Þetta hefur leitt til þess að áhættuálag á allar tegundir fjármálaafurða hefur hækkað verulega, eins og sjá má t.d. í auknu vaxtaálagi á áhættulausar fjáreignir, t.d. milli peningamarkaðsvaxta og stýrivaxta, eða milli ávöxtunar af skuldum fyrirtækja og ávöxtunar á ríkisskuldabréfum.

Endurmat fjárfesta á áhættu kemur sérstaklega vel fram í vaxandi áhættuálagi á fjármálaafurðir landa – eins og Íslands – sem hafa orðið illa fyrir barðinu á fjármálakreppunni. Áhættuálagið endurspeglar meiri óvissu um efnahagshorfur á Íslandi en í flestum öðrum löndum, sérstaklega um sjálfbærni skulda hins opinbera. Þessi óvissa, ásamt undirliggjandi gjaldmiðlaáhættu, leiðir til þess að fjárfestar krefjast hærri ávöxtunar af íslenskum fjáreignum en áður.

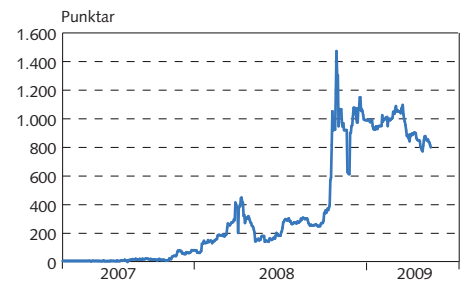
Einn mælikvarði á mat erlendra aðila á áhættu tengdri íslenskum verðbréfum er skuldatryggingarálagið sem endurspeglar kostnað fjárfesta við að tryggja sig gegn áhættu af vanskilum á skuldum íslenska ríkisins. Skuldatryggingarálagið er enn um 8–9 prósentur í samanburði við 2–3 prósentur í öðrum smáum iðnríkjum sem hafa orðið illa úti í yfirstandandi kreppe, svo sem Grikklandi, Írlandi og Portúgal.

Þar sem markaðurinn með þessar skuldatryggingar er tiltölulega þunnur og viðkvæmur fyrir misnotkun, leikur vafi á hversu áreiðanlega vísbendingu hann gefur um áhættuálagið. Samanburður á skuldatryggingarálaginu fyrir íslensk skuldabréf og skuldabréf annarra iðnríkja bendir þó til að áhættuálag íslenskra skuldabréfa sé verulegt. Nauðsynlegur vaxtamunur til að styðja við krónuna á þessu tímabili mikillar óvissu er því að sama skapi meiri.

Alþjóðlega fjármálakreppan kemur niður á alþjóðaviðskiptum

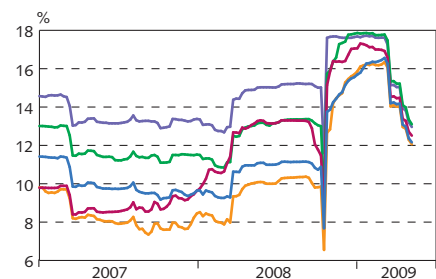
Þótt smám saman hafi dregið úr efnahagsumsvifum í heiminum árið 2008 versnuðu horfurnar skyndilega frá og með miðjum september-

Mynd I-3
Skuldatryggingarálag ríkisins
Daglegar tölur 29. mars 2007 - 5. maí 2009



Heimild: Bloomberg.

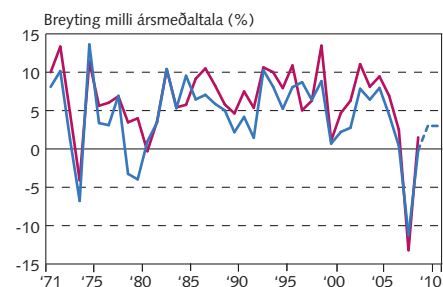
Mynd I-4
Skammtíamavaxtamunur¹
Daglegar tölur 4. janúar 2007 - 5. maí 2009



— Ísland/Evrusvæði
— Ísland/Bandaríkin
— Ísland/Bretland
— Ísland/Sviss
— Ísland/Japan

1. 3 mánaða millibankavextir.
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd I-5
Alþjóðaviðskipti



— Helstu viðskiptalönd Íslands¹
— Alþjóðaviðskipti²

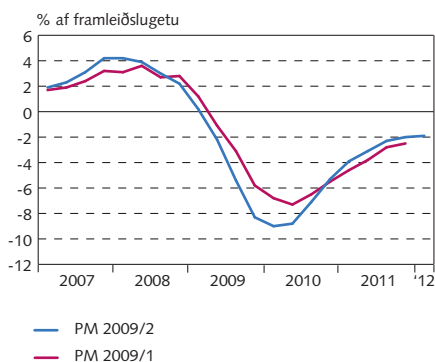
1. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.
2. Einfalt meðaltal vöruinnflutnings og -útflutnings í OECD-rikkjum og stærstu ríkjum utan OECD.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6
Hagvöxtur - samanburður við PM 2009/1



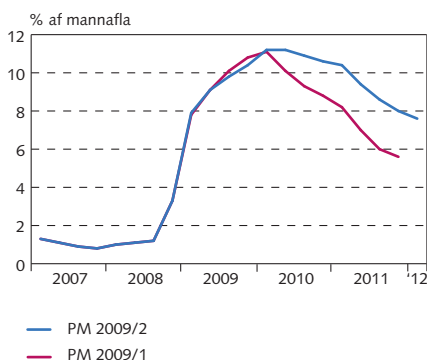
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2009/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2009/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

mánuði. Frá þeim tíma hafa áhrifin á heimsbúskapinn magnast þar sem auður heimila og fyrirtækja hefur snarminnkað og lánsfjákræppan dýpkað. Í síðustu spá Efnahags- og framfarastofnunar Evrópu (OECD) er gert ráð fyrir 2,7% samdrætti í heimsframleiðslu á þessu ári, sem er fyrsti samdráttur hennar í sextíu ár. Fjármálakreppan hefur komið sérlega harkalega niður á iðnframleiðslu og viðskiptum með samkeppnisvörur; af þessum sökum eru horfur á enn snarpari niðursveiflu í alþjóðaviðskiptum. Spáin kveður á um 13% samdrátt í alþjóðaviðskiptum og því er spáð að innflutningur helstu viðskiptaþjóða Íslands dragist saman í svipuðum mæli.

Aðlögun innlands þjóðarbúskapar er þegar hafin ...

Endurskipulagning efnahags heimila og fyrirtækja og aðlögun innlands þjóðarbúskapar er þegar hafin og endurspeglar bæði hve áföllin eru alvarleg og hve aðlögunarhæfni þjóðarbúskaparins er mikil.

Því er spáð að innlend eftirspurn dragist meira saman en gert var ráð fyrir í janúar þar sem spáð er veikari fjárfestingu og töluverðum samdrætti í útgjöldum hins opinbera, sem er mikilvægur liður í því aðhaldi í ríkisfjármálum sem þörf er á næstu árin. Landsframleiðsla mun því dragast meira saman en áður var gert ráð fyrir þótt meiri samdráttur innflutnings vegi á móti. Enn er því þó spáð að framleiðslulakinn nái hámarki um mitt ár 2010, áður en þjóðarbúið tekur við sér á ný.

Ofangreind þróun endurspeglar í horfum á vinnumarkaði. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi nái hámarki snemma árs 2010 en smám saman dragi úr því eftir það. Í ljósi þess hve þjóðarbúskapurinn hefur orðið fyrir miklum áföllum mun vera slaki á vöru- og vinnumarkaði fram á árin 2013–2014.

... og verðbólguþrýstingur er á hröðu undanhaldi

Horfur eru á að gengi krónunnar verði heldur veikara næstu þrjú árin en spáð var í janúar. Þetta endurspeglar m.a. verri horfur í heimsbúskapnum sem hægir á bata á greiðslujöfnuði við útlönd. Raungengið mun því lækka heldur meira á næstu misserum en gert var ráð fyrir í janúar.

Enda þótt gengi krónunnar hafi lækkað um 11,4% frá því í janúarspánni er líklegt að áhrifin á verðbólgu verði takmörkuð. Þótt eitthvað af gengislækkuninni eigi mögulega enn eftir að koma fram í verðlagi er líklegt, í ljósi snarps samdráttar innlendrar eftirspurnar, að lækkuninni verði mætt með minni álagningu. Með hliðsjón af slakanum á vinnumarkaði og versnandi afkomu fyrirtækja er einnig ólíklegt að gengislækkunin þrýsti á launahækkunir. Þess vegna er því spáð að hjöðnun verðbólgunnar sem hófst í janúar haldi áfram óhindruð. Horfur eru á því að verðbólgan fari niður fyrir 10% strax á þriðja fjórðungi þessa árs og muni verða við verðbólguþrýstingum snemma á næsta ári. Vísbendingar um verðbólguvæntingar af fjármálamarkaði og úr viðhorfskönnun stjórnenda fyrirtækja styðja þetta. Á hinn bóginn benda vaxandi verðbólguvæntingar sem komu fram í nýlegri viðhorfskönnun heimilanna og sveiflur í verðbólguvæntingum út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa til þess að verðbólguvæntingar verði áfram nærmar fyrir skammtíma hagvísu

og að enn eigi eftir að skapa þeim trausta kjölfestu. Með hliðsjón af veikum vinnu- og vörumarkaði um þessar mundir er þó ólíklegt að þetta feli í sér verulega hættu á annarrar umferðar áhrifum.

Nokkrar líkur eru á tímabundinni verðhjöðnun á næsta ári ef gengi krónunnar helst tiltölulega stöðugt. Langvarandi verðhjöðnun er hins vegar mjög ólíkleg. Núverandi stýrivaxtastig gefur verulegt svigrúm til lækkunar vaxta ef hætta skapast á langvarandi verðhjöðnun. Í ljósi þess hve þjóðarbúskapurinn er opinn fyrir alþjóðaviðskiptum og áhættuálag ofan á eignir í íslenskum krónum er hátt myndi slík slökun aðhalds væntanlega veikja krónuna og koma verðbólgunni aftur upp fyrir núllið. Með tilliti til þess hve stór hluti af innlendum fjárskuldbindingum er verðtryggður myndi verðhjöðnunarskeið heldur ekki leiða til þyngri raunskuldabyrði, eins og það mundi gera í löndum þar sem fjárskuldbindingar með föstum nafnvöxtum eru algengari.

Efnahagshorfur óvissar

Grunnspáin endurspeglar mat sérfræðinga Seðlabankans á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Afar mikil óvissa er hins vegar um þróunina.

Á myndum I-11 og I-12 eru bornar saman grunnspáin fyrir hagvöxt og verðbólgu, með tveimur fráviksferlum sem byggjast á ólíkum forsendum um þróun heimsbúskaparins, enduruppbyggingu efnahags heimila og fyrirtækja og endurskipulagningu bankakerfisins.

Í fyrra fráviksdæminu er alþjóðlega efnahagskreppan langvinnari en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Samdráttur alþjóðaviðskipta verður því meiri og eftirspurn eftir útflutningsvörum frá Íslandi dregst meira saman. Þetta mun gerast samfara því að gengi krónunnar lækkar enn meira en í grunnspánni. Jafnframt er gert ráð fyrir því að efnahagsbatinn innanlands verði enn hægari. Samdrátturinn verður því meiri og langærrí en í grunnspánni og mun hugsanlega hafa í för með sér fleiri gjaldprot fyrirtækja, kostnaðarsamari aðlögun atvinnugreina og meira og þrálátara atvinnuleysi. Í þessu dæmi verður verðbólguhjöðnunin enn meiri en í grunnspánni, þótt veikara gengi krónunnar dragi nokkuð úr áhrifum samdráttarins á verðbólgu.

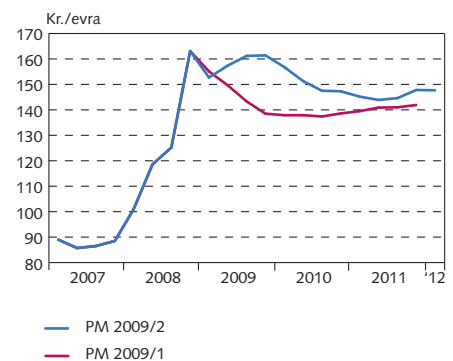
Í síðara fráviksdæminu er dregin upp jákvæðari mynd. Þar er gengið út frá því að heimsbúskapurinn og íslenski þjóðarbúskapurinn nái sér hraðar á strik en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Í þessu fráviksdæmi er samdráttur landsframléiðslu á þessu ári svipaður og í grunnspánni, en batinn er hins vegar hraðari. Gengi krónunnar er heldur sterkara en í grunnspánni og vinnur því gegn meiri verðbólguþrýstingi sem stafar af hraðari efnahagsbata.

Dregið hefur verið úr peningalegu aðhaldi en erfitt úrlausnarefni bíður peningastefnunnar

Frá útgáfu *Peningamála* 2009/1 í janúar hafa stýrivextir verið lækkaðir um alls 2,5 prósentur í 15,5%; fyrst um 1 prósentu 19. mars og síðan um 1,5 prósentur 8. apríl.

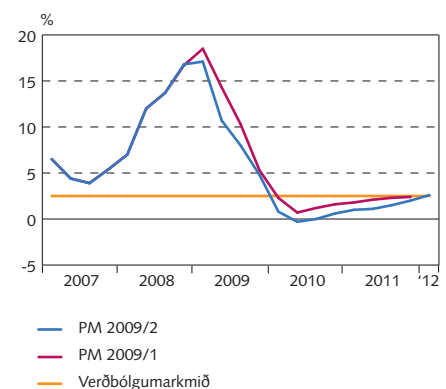
Þegar hefur því verið dregið úr aðhaldi í peningamálum þótt þau skref sem hafa verið stigin hafi einkennst af varkárni. Snarpur samdráttur í þjóðarbúskapnum kallar á að skjótt verði dregið úr peningalegu aðhaldi. Á hinn bóginn er mikilvægt að stuðla að gengisstöðugleika

Mynd I-9
Gengi evru - samanburður við PM 2009/1



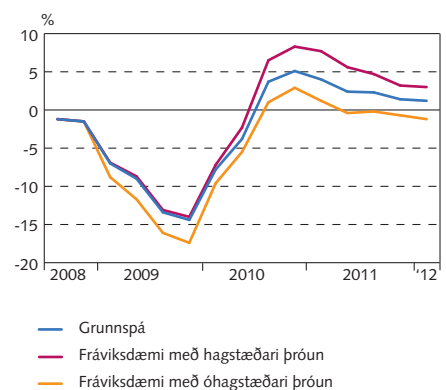
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10
Verðbólga - samanburður við PM 2009/1



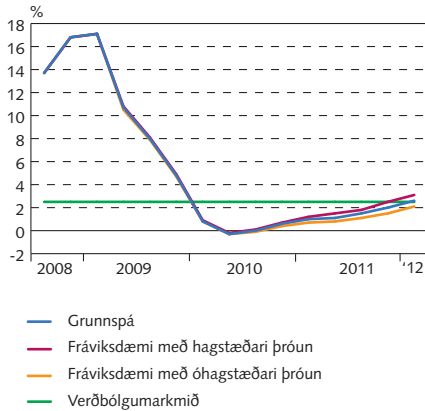
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11
Hagvöxtur - fráviksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12
Verðbólga - frávíksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

meðan á endurskipulagningunni stendur. Peningastefnunefnd Seðlabankans stendur því frammi fyrir erfiðum kostum. Með því að lækka stýrivexti í tiltölulega litlum en tíðum skrefum gefst tækifæri á að fylgjast með viðbrögðum gjaldeyrismarkaðarins við hverri lækkun.

Horfur eru á að áfram verði hægt að draga úr peningalegu aðhaldi. Umfangi stýrivaxtalækkana eru þó settar skorður af horfum um hjöðnun verðbólgunnar og óvissu um erlenda skuldastöðu þjóðarþúsins. Trúverðug áætlun um aðhald í ríkisfjármálum og enduruppbyggingu fjármálakerfisins er sömuleiðis mikilvægur áhrifaþáttur á hve ört verður hægt að slaka á peningalegu aðhaldi.

Fjármálakreppan dregur úr virkni peningastefnunnar

Vegna fjármálakreppunnar hefur lánsfjármýndun og verðlagning lánsfjár að miklu leyti farið úr skorðum. Það hefur dregið úr áhrifum stýrivaxta á aðra vexti og á fjármálamarkaði almennt. Í kjölfar fjármálakreppu auka ennfremur heimili og fyrirtæki yfirleitt sparnað og vinda ofan af efnahagsreikningum sínum. Við það að miðlunarhlutverk fjármálakerfisins fór úr skorðum og vegna lánsfjármálakreppunnar sem fylgdi í kjölfarið dró úr getu peningastefnunnar til að styðja við efnahagsbatann. Í spánni nú er gert ráð fyrir að miðlun peningastefnunnar færast smám saman í eðlilegt horf frá og með miðju ári 2010.

Árangursrík peningastefna er háð því að það takist að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu

Traust kjölfesta fyrir verðbólguvæntingar er forsenda þess að hægt sé að draga úr sveiflum í framleiðslu og atvinnu. Ljóst er af nýlegum atburðum á Íslandi að lítið traust á peningastefnunna hefur hindrað Seðlabankann í því að draga úr peningalegu aðhaldi eins hratt og annars hefði verið æskilegt. Traust kjölfesta verðbólguvæntinga er ekki síður mikilvæg í kjölfar kreppunnar en fyrir hana því að hún stuðlar að því að áhrif slökunar á peningalegu aðhaldi miðlist út í langtímavexti og dragi þannig úr lántökukostnaði.

Þótt gengisstöðugleiki sé tímabundið markmið peningastefnunnar nú er langtíamarkmiðið eftir sem áður að skapa verðbólguvæntingum kjölfestu með því að stuðla að lítilli og stöðugri verðbólgu. Til að svo megi verða mun Seðlabankinn byggja á verðbólguþámiðinu þegar fjármálakerfið verður að fullu starfhæft að nýju, nema ákvörðun verði tekin um annað. Bankinn mun endurskoða framkvæmd stefnunnar innan ramma verðbólguþámiðsins með það að markmiði að bæta árangur hennar í framtíðinni.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Hagvaxtarhorfur í heiminum hafa farið stöðugt versnandi frá árslokum 2008. Áhrif fjármálakreppunnar hafa komið fram í raunhagkerfinu með minnkandi neyslu og framleiðslu. Efnahagslægd sem hefur orðið samtímis um allan heim hefur leitt til lækkandi hrávöruverðs og minnkandi verðbólgu og einnig átt sinn þátt í lækkandi hlutabréfaverði. Veruleg röskun á framboði lausafjár til fjármögnunar milliríkjavíðskipta hefur haft skaðleg áhrif á alþjóðavíðskipti. Í stað ótta við aukna verðbólgu samfara samdráttarskeiði á síðasta ári óttast menn nú verðhjöðnun. Í sumum ríkjum, t.d. á Írlandi, í Japan og Bandaríkjunum, hefur verðlag þegar lækkað milli ára, en í öðrum, t.d. á evrusvæðinu, er verðbólga nálægt núlli. Vegna versnandi horfa í heimsbúskapnum er meiri óvissa um útflutningsdrifinn efnahagsbata á Íslandi. Ennfremur lækkar verð á helstu útflutningsafurðum og því munu viðskiptakjör versna. Lægra raungengi mun þó að nokkru bæta þetta upp þar sem samkeppnisstaða útflutningsatvinnuveganna hefur batnað.

Djúp efnahagslægd samtímis um allan heim ...

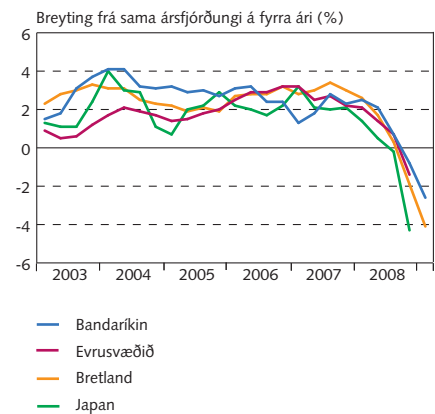
Frá útgáfu *Peningamála* í janúar hafa efnahagshorfur í heiminum versnað til muna. Heimsbúskapurinn er í djúpri efnahagslægd og allar vonir um að nýmarkaðs- og þróunarríki kæmst hjá niðursveiflunni hafa gufað upp. Fjöldmörg ríki hafa snúið sér til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og sótt um neyðaraðstoð.

Framleiðsla dróst saman milli ára í flestum stærri iðnríkjum á síðasta fjórðungi ársins 2008, allt frá 0,8% í Bandaríkjunum og nálægt 2% á evrusvæðinu og í Bretlandi til hvorki meira né minna en 4,6% í Japan. Svipaður samdráttur varð einnig á Norðurlöndum, á bilinu 2,4% í Finnlandi til 4,9% í Svíþjóð. Undantekningin er Noregur þótt hagvöxtur væri aðeins 0,4% á síðasta fjórðungi ársins 2008 miðað við sama tíma árið áður. Á fyrsta fjórðungi þessa árs dróst verg landsframleiðsla í Bandaríkjunum enn frekar saman, eða um 2,6%, og eins í Bretlandi, en þar var samdrátturinn 4,1%.

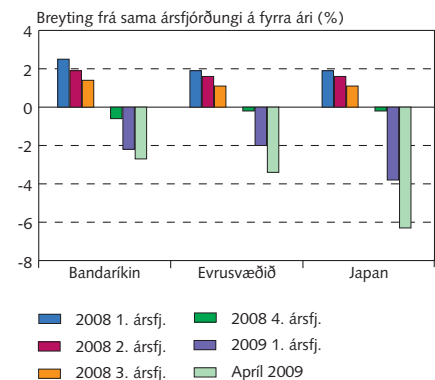
Haldið er áfram að endurskoða spár fyrir þetta ár niður á við og horfur eru á því að samdrátturinn magnist. Þess er vænst að landsframleiðsla í OECD-löndunum í heild dragist saman í fyrsta sinn frá því í síðari heimsstyrjöldinni, en að heimsframleiðslan, eins og OECD skilgreinir hana, dragist saman um 2,7% árið 2009. Samkvæmt skilgreiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á samdráttarskeiði, þ.e. minni vöxtur heimsframleiðslu en 3% á ári, er slíkt samdráttarskeið hafið. Í spá OECD er gert ráð fyrir að heimsframleiðslan taki smám saman aftur við sér árið 2010. Meðal helstu viðskiptalanda Íslands verður samdrátturinn enn meiri eða 4,4% í ár.

Samkvæmt spá OECD verða afleiðingar þessa samdráttarskeiðs þó ekki eins í öllum löndum. Þess er vænst að Japan verði einna verst úti þar sem framleiðsla muni dragast saman um 6,6% í ár og 0,5% 2010. Önnur stór hagkerfi innan OECD eru ekki langt á eftir, þar sem búist er við að framleiðsla í Bandaríkjunum, Bretlandi og á evrusvæðinu dragist saman um u.þ.b. 4% í ár. Þess er vænst að framleiðsla í þessum löndum verði álíka mikil á næsta ári og í ár.

Mynd II-1
Hagvöxtur
Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2009



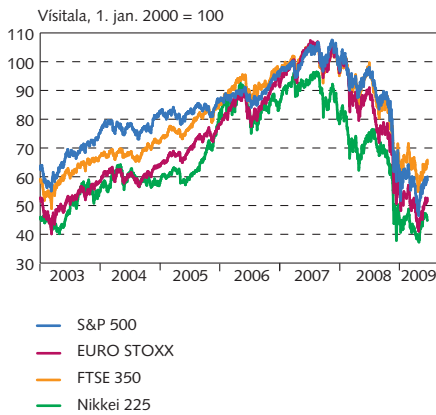
Mynd II-2
Hagvaxtarspár fyrir 2009
Súlurnar sýna hvenær spáin er gerð



Mynd II-3

Hlutabréfaverð

Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 1. maí 2009

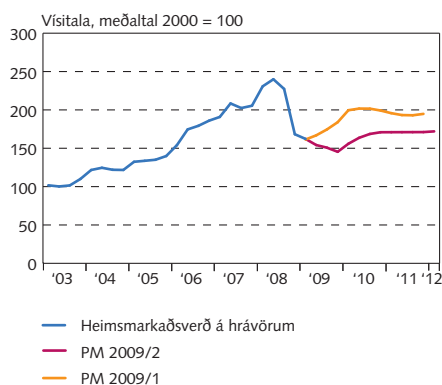


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-4

Heimsmarkaðsverð á hrávörum¹

Ársfjórðungslegar tölur 1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2012

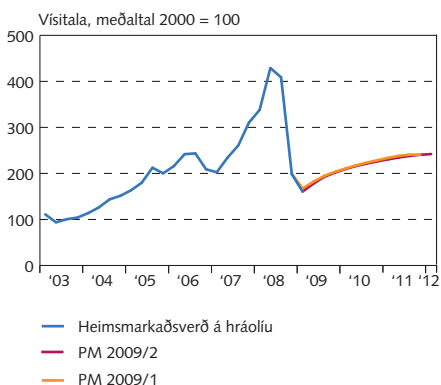


1. Verð á hrávörum án olíu í USD.
Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-5

Heimsmarkaðsverð olíu

Ársfjórðungslegar tölur 1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2012



Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Eftir því sem framleiðsla dregst saman er gert ráð fyrir að atvinnuleysi aukist. Í spá OECD er gert ráð fyrir að atvinnuleysi í OECD-löndunum verði í kringum 10% árið 2010, samanborið við 8,4% í ár. Þess er vænst að atvinnuleysi á evrusvæðinu nái 11,7% árið 2010 og 10,3% í Bandaríkjunum. Atvinnuleysi í Japan verður ekki eins mikið því að búist er við að það nái 5,6% árið 2010.

... samfara því að auður einstaklinga og fyrirtækja dregst verulega saman ...

Frá því að hlutabréfaverð í heiminum náði hámarki um mitt ár 2007 hafði það lækkað um u.þ.b. 50% snemma í mars. Í apríl hækkaði verð nokkuð aftur um leið og fjárveitingar opinberra aðila til að örva efnahagslífið og önnur úrræði sem margar ríkisstjórnir gripu til fóru að hafa áhrif. En ljóst er að langur tími mun líða þar til að hlutabréfaverð verður aftur sambærilegt við það sem það var um mitt ár 2007. Annar þáttur sem kemur harkalega niður á efnahag heimila er veruleg lækun húsnæðisverðs. Samfara samdrættinum í heiminum hefur húsnæðisverð lækkað verulega í mörgum löndum, svo sem í Bandaríkjunum, Bretlandi og á Spáni, vegna þess að húsnæðisbólur hafa sprungið. Þessir þættir hafa haft veruleg áhrif á fjárhag heimila og fyrirtækja sem leiðir til þess að efnahagslægdin dýpkar. Viðbrögð heimila við þessum þáttum hafa verið þau að auka sparnað og draga úr neyslu, aðallega á dýrum varanlegum neysluvörum. Það hefur valdið atvinnugreinum, svo sem bílaframleiðendum, auknum erfiðleikum. Viðbrögð fyrirtækja eru einnig að auka sparnað og draga úr skuldsetningu. Fjárfesting fyrirtækja dregst því saman. Efnahagslægdin í heimsbúskapnum dýpkar enn frekar eftir því sem neysla og fjárfesting minnka um allan heim.

... og svartsýni eykst

Svartsýni neytenda hefur aukist verulega í samræmi við aukið atvinnuleysi, samdrátt í framleiðslu, hert skilyrði fyrir lánveitingum og veikari efnahagsstöðu heimila. Hvorki á evrusvæðinu né í Bandaríkjunum hafa væntingar neytenda og fyrirtækja verið jafn litlar frá 1980. Það leiðir til þess að enn frekar dregur úr neyslu og fjárfestingu.

Verðfall á hrávörum og olíu

Olíuverð náði lágmarki í desember í fyrra en þá hafði það lækkað um þrjá fjórðu hluta frá því að það náði hámarki um mitt síðasta ár. Verðfallið má að miklu leyti rekja til minnkandi eftirspurnar af völdum niðursveiflunnar í heiminum. Olíumarkaðir hafa verið tiltölulega rólegir undanfarna mánuði og frá því í janúar hefur verð á hráolíu verið á bilinu 45–50 Bandaríkjadalir á tunnu. Meðalverð fyrstu fjórtán vikur ársins var 15% lægra en meðalverð á síðasta ársfjórðungi síðasta árs. Til að styðja við verðið hafa Samtök olíuframleiðsluríkja (OPEC) tilkynnt að þau hyggist draga úr framleiðslu og að nokkru leyti hrundið þeirri ákvörðun í framkvæmd. Af þeim sökum fer framvirkt verð smám saman hækkanði svo að verðið í árslok verður 20% hærra en um miðjan apríl. Á næstu tveimur árum er þess vænst að olíuverð hækki verulega, um 20% árið 2010 og 8% árið 2011, samkvæmt framvirku verði á hráolíu.

Hrávöruverð hefur lækkað samhliða olíuverði eftir því sem niðursveiflan í heimsbúskapnum hefur dýpkað. Orsakirnar fyrir þessum lækkunum eru að miklu leyti þær sömu: eftirspurn minnkar vegna fjármálakreppunnar og vegna samdráttar í fjárhag heimila. Munurinn á mánaðarlegu verði eins og það var hæst, um mitt síðasta ár, og eins og það var lægst, í desember í fyrra, var tæplega 50%. Síðan hefur verðið hækkað nokkuð að nýju, eða um 16% um miðjan apríl. Þó er þess vænst að verðið verði svipað og árin 2006 og 2007 út þetta ár.

Breytingar á verði á olíu og hrávörum hafa haft veruleg áhrif á heimsbúskapinn. Í upphafi síðasta árs olli verðhækkun á olíu og hrávörum því að verðbólga jókst um sinn í mörgum löndum, svo sem Bretlandi. Síðan hefur verð á þessum vörum lækkað verulega og þar með valdið því að dregið hefur úr mældri verðbólgu um allan heim. Vegna grunnáhrifa frá fyrri verðhækkun á olíu og neysluvörum er líklegt að verðhjöðnun verði í mörgum löndum þrátt fyrir óverulegar breytingar á kjarnaverðbólgu.

Seðlabankar beita óhefðbundnum úrræðum í peningamálum um leið og dregur úr verðbólgu

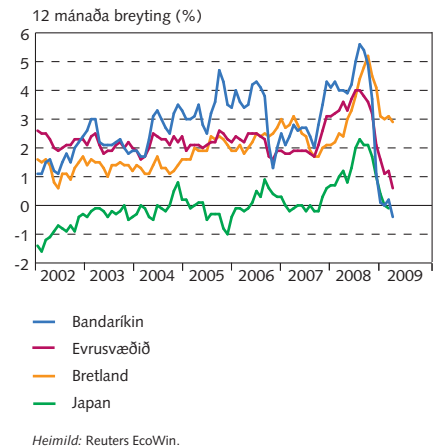
Eftir því sem efnahagslæðin dýpkar stefnir verðbólga í mörgum ríkjum í átt að núlli. Verðbólga í Bandaríkjunum mældist -0,4% milli ára í mars, sem er fyrsta lækkun milli ára í Bandaríkjunum frá árinu 1955, og þess er vænst að verðbólga í ár verði -0,4%. Verðhjöðnun hefur einnig orðið í Japan þar sem verðbólga mældist -0,3% milli ára í mars og því er spáð að verðbólga verði -1,2% fyrir árið í heild, en -1,3% árið 2010. Á evrusvæðinu jaðrar einnig við verðhjöðnun þar sem verð á neysluvörum hækkaði aðeins um 0,6% milli ára í mars, sem er sama hækkun og spáð er yfir allt þetta ár. Um allan heim dregur úr verðbólgu af sömu ástæðum: lægra verði á hrávörum og olíu sem og minnkandi eftirspurn. Aðeins í örfáum löndum, sérstaklega í Mið- og Austur-Evrópu, eykst verðbólga. T.d. í Póllandi hefur gengislækkun gjaldmiðils landsins, zloty, í febrúar valdið því að verðbólga hefur aukist tímabundið, en hún mældist 3,6% í mars. Gengi hryvnia, gjaldmiðils Úkraínu, hefur einnig lækkað þó nokkuð sem olli því að verðbólga þar í landi mældist meira en 20% í árslok. Þó er líklegt að verðbólga fari einnig minnkandi í þessum ríkjum um leið og gengi gjaldmiðla þeirra verður stöðugra.

Minnkandi verðbólga hefur veitt mörgum seðlabönkum svigrúm til að draga úr peningalegu aðhaldi. Til að forða því að efnahagshorfur í heiminum versni enn frekar hafa seðlabankar um allan heim haldið áfram tilslökun í peningamálum. Stýrivextir hafa verið snarlækkaðir og eru í sögulegu lágmarki í mörgum ríkjum. Seðlabanki Bandaríkjanna, Japansbanki og Englandsbanki hafa lækkað stýrivexti í nálægt núll. Þeir hafa því gripið til óhefðbundinna úrræða í peningamálum til að draga enn frekar úr peningalegu aðhaldi, t.d. með kaupum á ríkisskulda- og fyrirtækjabréfum. Stærð efnahagsreiknings seðlabanka er því líkleg til að vera mikil þar til að ástandið batnar.

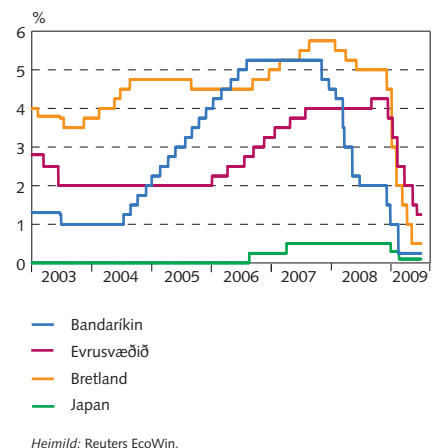
Alþjóðaviðskipti dragast hratt saman

Þar sem neysla og fjárfesting dregst saman um allan heim, gera alþjóðaviðskipti það einnig. Inn- og útflutningur flestra stærri landanna

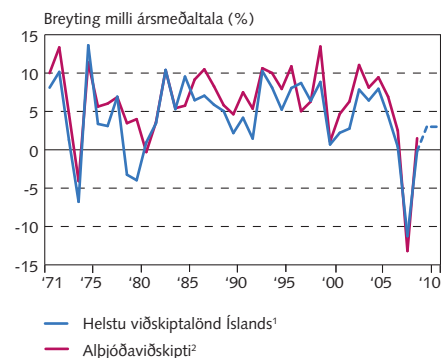
Mynd II-6
Alþjóðleg verðbólga
Mánaðarlegar tölur janúar 2002 - mars 2009



Mynd II-7
Stýrivextir erlendra seðlabanka
Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 1. maí 2009



Mynd II-8
Alþjóðaviðskipti



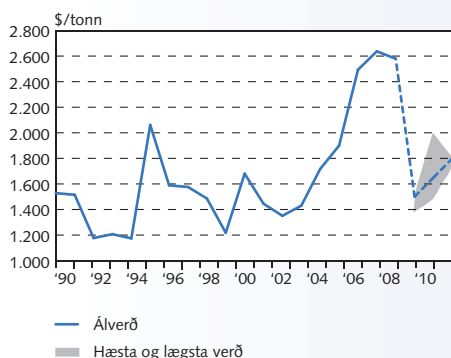
1. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.
2. Einfalt meðaltal vöruinnflutnings og -útflutnings í OECD-ríkjum og stærstu ríkjum utan OECD.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

hefur dregist saman og er Japan mest áberandi dæmi þess. Vegna þess hve alvarleg og samþætt núverandi niðursveifla er hafa lönd sem byggja hagvöxt sinn einkum á því að framleiða útflutningsvörur, eins og Japan og Þýskaland, orðið fyrir mestum framleiðslusamdrætti. Nýmarkaðs- og þróunarríki hafa verið sérstaklega háð innstreymi fjármagns og alþjóðaviðskiptum sem hafa blómstrað á undanförunum árum. Fjármálakreppan og heimssamdráttur hafa valdið umskiptum á þessum tveimur sviðum og hafa því komið sérlega illa niður á þessum ríkjum. Allar fyrri vonir um að nýmarkaðs- og þróunarríki myndu ekki dragast inn í efnahagslæggðina og gætu þar með haldið uppi eftirspurn í heiminum og skapað skilyrði fyrir útflutningsdrifinn efnahagsbata hafa brostrið. Alþjóðaviðskiptastofnunin spáði nýlega 9% samdrætti í alþjóðaviðskiptum á þessu ári. Ef sú spá rætist væri það í fyrsta sinn frá árinu 1982 sem heimsviðskipti dragast saman. Í nýrri spá OECD er gert ráð fyrir 13% samdrætti í alþjóðaviðskiptum á þessu ári og u.þ.b. 11% samdrætti í innflutningi helstu viðskiptalanda Íslands. Þessi hraði viðsnúningur í alþjóðaviðskiptum endurspeglar alvarleika heimskreppunnar og minnkandi lánsfjárframboð sem henni fylgir sem er forsenda eðlilegra milliríkjavíðskipta. Hann endurspeglar einnig hve hratt fjármálakreppan berst milli ríkja í gegnum sífellt nánari viðskiptatengsl.

Rammagrein II-1

Horfur um álverð

Mynd 1
Álverð



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011. Skyggða svæðið sýnir hæsta og lægsta gildi í spám greiningaraðila.
Heimildir: Danske Bank, Deutsche Bank, LME, Seðlabanki Íslands.

Fjármálakreppan í heiminum hefur valdið talsverðu umróti á hrávörumörkuðum almennt og sérstaklega á mörkuðum með jarðmálma. Verðið á helstu jarðmálum hækkaði mjög hratt á fyrra helmingi síðasta árs, álverð dróst aftur úr og náði hámarki í júlí s.l. Þegar það var 3.300 Bandaríkjadalir á hvert tonn. S.l. haust snarféll verðið og í lok árs hafði það lækkað um 50% frá því það var hæst í júlí. Áhrifin af fjármálakreppunni í heiminum eru tvíþætt; í fyrsta lagi varð minni aðgangur vogunarsjóða og hrávörukaupmanna að fjármagni til þess að þeir drógu sig að nokkru marki í hlé á mörkuðum með málma. Á hinn bóginn hefur vaxandi samdráttur í heimsbúskapnum, sérstaklega í byggingar- og bílaíðnaðinum þar sem notað er mikið af áli, leitt til minnkandi eftirspurnar eftir áli.

Undirliggjandi grunnforsendur munu eftir sem áður ráða mestu um verðþróunina á næstu mánuðum. Mjög hægðist á aukningu eftirspurnar í heiminum árið 2008 og eftirspurnin jókst um u.þ.b. 2% á því ári í stað 10% árið 2007. Spáð er um 3-4% samdrætti í heiminum árið 2009 samkvæmt greiningum á hrávörumarkaðinum.¹ Framleiðslan hefur á hinn bóginn aukist verulega á síðustu árum eða um 12% árið 2007 og ríflega 5% á síðasta ári. Framleiðsluaukningin, sem hefur að mestu verið í Kína, hefur verið meiri en aukning eftirspurnar á síðari árum. Framleiðslugetan hefur aukist hratt á undanförunum árum en á meðan hefur eftirspurn vaxið hægar. Þetta hefur leitt til aukins ójafnvægis milli framboðs og eftirspurnar og útkoman er sú að birgðir hafa skyndilega hlaðist upp í heiminum.

Birgðatölur hjá LME (London Metal Exchange) voru 1 milljón tonn á fyrsta helmingi ársins 2008 en hækkuðu hratt frá miðju ári 2008 og námu 3,7 milljónum tonna um miðjan apríl. En gert er ráð fyrir að ársnotkun sé um 23 milljón tonn í vestrænum iðnríkjum. Þegar þessi birgðastaða er metin með hliðsjón af notkun námu birgðirnar á fyrsta helmingi ársins 2008 2,5 vikna notkun en um miðjan apríl 8 vikna notkun. Það er því víxilverkun minnkandi eftirspurnar og mikillar birgðasöfnunar sem hefur þrýst niður verðinu undanfarna átta mánuði.

1. Commodity Monthly, Danske Bank, April 2009.

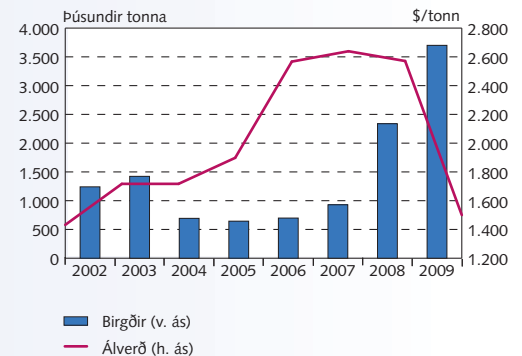
Afleiðingin af verðfalli frá síðasta hausti er sú að um þrjú fjórðu hlutar heimsframleiðslunnar eru reknir með tapi. Rökrétt viðbrögð eru að draga úr framleiðslu við þessar kringumstæður en framleiðsluniðurskurður hefur látið á sér standa. Fyrir því eru nokkrar gildar ástæður, það tekur langan tíma að draga úr álframleiðslu og hann er dýr með hliðsjón af tæknilegum kostnaði við að taka bræðsluker úr notkun. Þar að auki er raforkukostnaðurinn, sem er næststærsti kostnaðarliðurinn, yfirleitt fastur kostnaður. Enn fremur hefur framleiðslan í Kína að nokkru leyti verið ríkisstyrkt og stjórnvöld þar hafa undanfarið keypt kínverskt ál á yfirverði. Þetta hefur allt hægt á framboðsviðbrögðunum til að veða upp á móti minnkandi eftirspurn.

Ekki eru taldar miklar líkur á því að álverð nái sér aftur á strik á næstu mánuðum nema dregið verði verulega úr framleiðslu og birgðir minnki. Á hinn bóginn eru nú meiri líkur á því að verðið hafi náð lágmarki og taki smám saman að hækka á ný. Meðalverð fyrstu fjórtán vikur þessa árs er í kringum 1.400 Bandaríkjadali á tonn og framvirkt verð LME bendir til þess að meðalverð á þessu ári verði í kringum 1.470 Bandaríkjadali. Verðspár greiningaraðila og ráðgjafarfyrirtækja eru að meðaltali rétt undir 1.500 Bandaríkjadöllum á þessu ári.² Þar að auki hefur gengi Bandaríkjadals lækkað nokkuð að undanförunu, sem yfirleitt hefur jákvæð áhrif á hrávöruverð í Bandaríkjadöllum. Þá hefur verið tilkynnt um 14% (um 5,5 milljón tonna) framleiðslusamdrátt, byggðan á mati CRU, sem ekki er þó talinn duga til skamms tíma litið. Sumir greiningaraðilar (t.d. Davenport Equity Research og Norsk Hydro) hafa talið nauðsynlegt að skerða framleiðslu um allt að 8–10 milljón tonn á þessu ári eða um fjórðung af ársframleiðslunni í heiminum til að koma á jafnvægi milli framboðs og eftirspurnar svo að lokum taki að ganga á birgðir.

Þótt efnahagsbati í iðnríkjunum hefði jákvæð áhrif á álverð er líklegt að umframframleiðslugetan gæti unnið gegn verðhækkun. Gert er ráð fyrir að verð hækki aðeins óverulega á þessu ári og að verð muni ekki hækka að marki fyrr en á árinu 2010. Í þessari hagspá er gert ráð fyrir 9–10% verðhækkun 2010 og 2011 eftir 42% verðfall milli þessa árs og 2008. Við lok spátímabilsins mun álverð komast í 1.800 bandaríkjadali á tonn sem er svipað og verðið 2005. Þessar ályktanir eru dregnar af framreiknuðu verði LME og verðspám helstu greiningaraðila.

2. Platt's, Deutsche Bank, GFMS Metals Consulting, Danske Bank.

Mynd 2
Samband birgða og álverðs

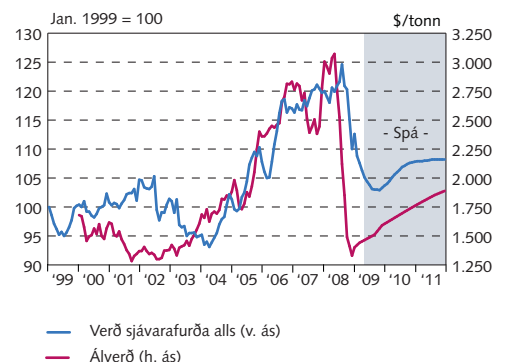


Heimildir: GFMS, London Metal Exchange.

Viðskiptakjör hafa versnað enn frekar ...

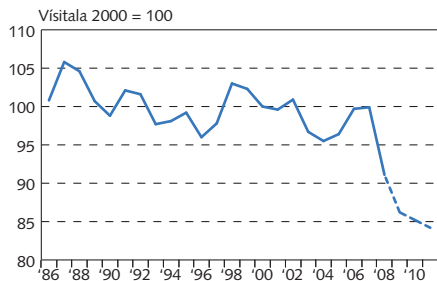
Álverð náði hámarki í júlí í fyrra og snarlækkaði eftir það – aðallega á síðasta fjórðungi ársins. Verðið hélt áfram að lækka fyrstu tvo mánuði ársins 2009, en þó hægar. Undanfarna tvo mánuði hefur verðið hækkað aftur og er nú svipað og í lok síðasta árs. Í febrúar í ár hafði verðið lækkað um 57% frá því að það var hæst í fyrra, en hafði síðan hækkað um 15% um miðjan apríl. Ástæðan fyrir þessari verðlækkun er mun minni eftirspurn af völdum niðursveiflunnar í heiminum og minnkandi alþjóðaviðskipta eins og fjallað var um hér að framan. Þar að auki hefur álframleiðsla vaxið hraðar en eftirspurn á undanförunum árum, sem hefur leitt til birgðasöfnunar og valdið þrýstingi til verðlækkunar (sjá rammagrein II-1).

Mynd II-9
Verð á sjávarafurðum (í erl. gjaldmiðli) og áli



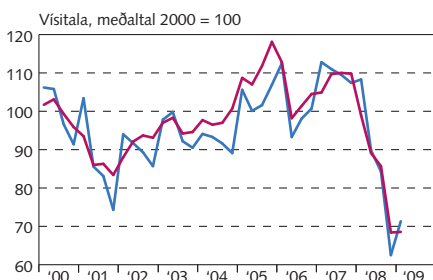
Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10
Viðskiptakjör¹
Árlegar tölur



1. Grunnspá Seðlabanka Íslands 2009-2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11
Raungengi
Ársfjórðungslegar tölur



— Hlutfallslegur launakostnaður
— Hlutfallslegt neysluerð

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Undanfarin fimm ár hefur verið á sjávarafurðum hækkað stöðugt og frá miðju ári 2004 til síðla hausts 2008 hafði það hækkað um þriðjung, mælt í erlendum gjaldmiðli. Þetta er umtalsverð hækking, sérstaklega í ljósi þess að sjávarafurðir eru fyrst og fremst neysluerður en ekki hefðbundnar hrávörur. Verð á tiltölulega dýrum afurðum, t.d. ferskfiski, þorski og saltfiski, hefur hækkað mest. Minnkandi eftirspurn í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur leitt til þess að verð á dýrustu afurðunum hefur lækkað verulega undanfarna mánuði. Verð á ódýrari afurðum hefur einnig lækkað, en ekki jafn mikið. Því var verð sjávarafurða 9,1% lægra á fyrsta fjórðungi þessa árs en á síðasta ársfjórðungi í fyrra. Markaðsaðilar telja að versta verðlækkunahrinan sé afstaðin og að verð á sumum helstu afurðunum muni jafnvel hækka eilítið á næstu mánuðum. Ólíklegt er þó að verð á sjávarafurðum muni hækka verulega fyrr en á næsta ári, í fyrsta lagi. Nú er gert ráð fyrir að verð á sjávarafurðum verði 12% lægra í ár en í fyrra, samanborið við 9% lækkingu í janúarspánni, og muni hækka um 1% árið 2010 í stað þess að haldast óbreytt.

Árið 2008 versnuðu viðskiptakjör um 9%. Ljóst er að verðbreytingar frá þeim tíma og væntingar um framtíðarþróun verðlags leiða til þess að þau munu versna enn frekar. Hér hafa áhrif lækkandi álverðs úrslitapýðingu þar sem ál er næststærsti liðurinn í vöruútflutningi í ár. Sjávarafurðir eru aftur orðnar stærsti flokkurinn og því hefur lækkandi verð á sjávarafurðum einnig áhrif, en lægra verð á eldsneyti ásamt lægra verði á aðföngum til iðnaðarframleiðslu stuðlar þó að því að bæta viðskiptakjörin. Að teknu tilliti til allra þessara þátta er þess vænst að viðskiptakjör versni um 5,3% á þessu ári og um 1,2% til viðbótar 2010, til samanburðar við 3,5% lækkingu 2009 og 0,9% 2010 í janúarspánni.

... og raungengi lækkar

Raungengi hefur ekki verið jafn lágt og nú síðan árið 1969, en það endurspeglar ekki aðeins fjármálakreppuna á Íslandi heldur einnig niðursveifluna í heiminum og versnandi viðskiptakjör. Lækkað raungengi ætti að bæta samkeppnishæfni innlendra útflutningsgreina þar sem hlutfallslegur kostnaður lækkar. Það ætti einnig að vega upp á móti versnandi verðlagshorfum fyrir útflutningsafurðir. Á móti kemur að lágt raungengi veldur innlendum samkeppnisrekstri vanda þar sem hann er oft á tíðum mjög skuldsettur í erlendri mynt. Til lengri tíma litið felur fjármálakreppan á Íslandi og mikill efnahagssamdráttur trúlega í sér að jafnvægisraungengið til meðallangs tíma lækkar sem verður til þess að styðja við útflutningsdrifinn hagvöxt þegar frá líður.

Meiri óvissa um útflutningsdrifinn efnahagsbata

Niðursveiflan í heiminum hefur komið sérlega illa niður á útflutningsatvinnuvegunum og minni eftirspurn í öllum helstu viðskiptalöndum Íslands eykur óvissu um útflutningsdrifinn efnahagsbata. Þessir þættir ásamt samdrætti í alþjóðaviðskiptum skapa íslenskum útflytjendum mjög erfiðar aðstæður. Þótt lágt raungengi muni styðja við vöxt útflutnings til lengri tíma er ljóst að nokkur tími mun líða áður en ástandið á útflutningsmörkuðum batnar. Janúarspáin um vöxt útflutnings var því líklega of bjartsýn. Horfur eru á að útflutningur á vörum

og þjónustu dragist saman um 3% á þessu ári frá fyrra ári, en aukist síðan óverulega árin 2010 og 2011. Þetta eru mun lakari horfur en kynntar voru í janúar, þegar gert var ráð fyrir lítills háttar vexti útflutnings á þessu ári og hröðum vexti á bilinu 4–5% árin 2010–2011.

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

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹			
	2008	2009	2010	2011
Útflutningur vöru og þjónustu	7,1 (10,3)	-3,0 (0,4)	0,7 (4,9)	2,1 (4,2)
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	-0,7 (-5,0)	0,0 (2,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Útflutningsframléiðsla stóriðju	60,7 (57,8)	3,0 (7,9)	2,0 (1,7)	7,0 (7,1)
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	-2,4 (0,0)	-12,0 (-9,0)	1,0 (0,0)	2,0 (0,0)
Verð áls í USD ²	-0,1 (-2,3)	-41,8 (-39,2)	10,0 (7,5)	9,1 (7,2)
Verð eldsneytis í USD ³	36,4 (36,5)	-47,0 (-45,7)	19,0 (17,9)	8,0 (10,5)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-8,9 (-7,4)	-5,3 (-3,5)	-1,2 (0,9)	-1,1 (0,4)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	3,4 (3,3)	-0,2 (1,2)	0,8 (1,8)	1,7 (2,3)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	1,1 (1,1)	-4,4 (-1,0)	-0,2 (1,1)	2,3 (2,3)
Skammtíma vextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁶	4,5 (4,5)	1,2 (2,6)	1,0 (2,5)	1,8 (3,2)

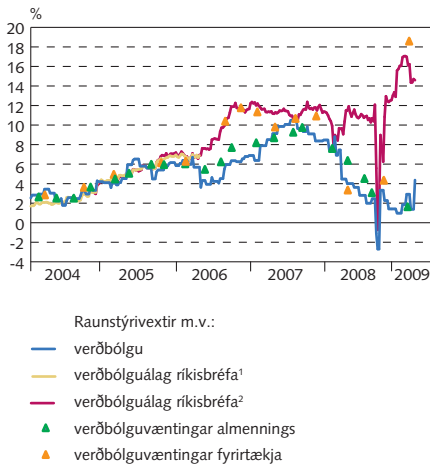
1. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamálum* 2009/1. 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði. 4. Spá frá OECD. 5. Spá frá OECD. 6. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Mynd III-1

Raunstýrivextir

Vikulegar tölur 6. janúar 2004 - 5. maí 2009

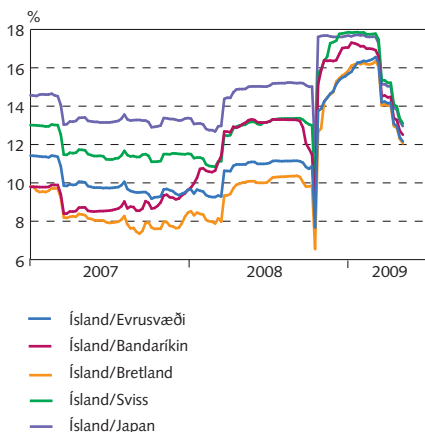


1. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RÍKB 13 0517 og RÍKS 15 1001. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RÍKB 13 0517 og HFF 150914.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Skammtíma vaxtamunur¹

Daglegar tölur 4. janúar 2007 - 5. maí 2009



1. 3 mánaða millibankavextir.
Heimild: Reuters EcoWin.

III Fjármálaleg skilyrði

Þrátt fyrir vaxandi afgang á viðskiptum við útlönd hefur gengi krónunnar farið lækandi frá miðjum marsmánuði eftir að hafa hækkað í kjölfar setningar gjaldeyrisreglna. Lækkunina má að líkindum rekja til nokkurra samverkandi þátta. Sumir þeirra eru tímabundnir og því má ætla að gengið geti styrkst á ný þegar frá líður. Velta á milli-bankamarkaði með gjaldeyri hefur hins vegar verið lítil, en af þeim sökum geta skammtímasveiflur í gengi krónunnar aukist. Gengi krónunnar á aflandsmarkaði hefur haldist lægra en á innlendum gjaldeyrismarkaði en munurinn hefur minnkað að undanfögnu. Veltan á þeim markaði er hins vegar einnig mjög lítil. Vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum hefur minnkað á sama tíma og skuldatryggingarálag ríkisins hefur farið lækandi. Innlán jukust eftir hrun bankakerfisins en aukningin hefur nú að hluta gengið til baka. Lánsfjárframboð er hins vegar mjög takmarkað.

Misvísandi vísbendingar um þróun raunstýrivaxta

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hafa stýrivextir verið lækkaðir tvívegis, samanlagt um 2,5 prósentur. Á sama tíma hefur verðbólga hjaðnað hratt. Miðað við liðna verðbólgu hafa raunstýrivextir haldist nánast óbreyttir en þeir hafa lækkað um rúmlega prósentu miðað við verðbólguvæntingar almennings. Í báðum tilvikum eru þeir tæplega 1,5%. Á sama tíma hafa raunstýrivextir miðað við verðbólguálag ríkisbréfa og verðbólguvæntingar fyrirtækja hins vegar hækkað verulega og aðhald peningastefnunnar því aukist á þann mælikvarða.

Mælikvarðar á verðbólguvæntingar gefa því misvísandi vísbendingar um aðhaldsstig peningastefnunnar. Það þarf ekki að koma á óvart á tímum þegar verðbólga breytist hratt og efnahagshorfur eru óvissar. Við slíkar aðstæður getur verið æskilegt að miða við vísbendingar um verðbólguhorfur frekar en liðna verðbólgu, þótt ekki megi horfa algerlega fram hjá henni eða væntingum sem virðast taka mið af henni, eins og verðbólguvæntingum heimila. Á heildina litið er hins vegar líklegt að verðbólguvæntingar fari ört lækandi og að raunstýrivextir muni hækka að óbreyttum stýrivöxtum.

Eftir setningu gjaldeyrisreglna undir lok nóvembermánaðar styrktist gengi krónunnar nokkuð og hjöðnuðu verðbólguvæntingar í kjölfar þess. Gengislækkun krónunnar frá miðjum marsmánuði hefur enn sem komið er ekki komið fram í auknu verðbólguálagi, en töluverð fylgni hefur jafnan verið á milli gengisþróunar, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Óvissa á skuldaþrefamarkaði hefur þó torvelað mat á verðbólguvæntingum, líkt og fjallað er um hér á eftir. Það sem af er ári hefur mæld verðbólga reynst lægri en spár höfðu gert ráð fyrir og hefur það eflaust áhrif til hjöðunar verðbólguvæntinga þrátt fyrir lækkun á gengi krónunnar.

Vaxtamunur við útlönd minnkar ...

Skammtíma vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum landsins, mældur út frá þriggja mánaða millibankavöxtum, hefur dregist saman undanfarna mánuði. Vextir á innlendum millibankamarkaði hafa lækkað meira en erlendir millibankavextir. Vaxtamunur er þó enn á bilinu

12–12½ prósentur gagnvart evru, Bandaríkjadal og bresku pundi. Þriggja mánaða millibankavextir hér á landi hafa lækkað um tæplega 5 prósentur frá áramótum. Hafa ber í huga að velta á millibankamarkaði hefur verið mjög lítil og einkum bundin við eins dags og viku millibankalán. Munur innlendra og erlendra stýrivaxta hefur einnig minnkað um allt að rúmlega þremur prósentum það sem af er ári.

Vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndunum hefur einnig dregist saman þegar miðað er við ríkisvixla. Helsta ástæða þess er lækun á ávöxtunarkröfu innlendra ríkisvixla. Eins og með millibankavexti þarf þó að taka tillit til þess að verðmyndun er ófullkomin og að engin virk viðskiptavakt er með ríkisvixla á eftirmarkaði hér á landi. Ennfremur hefur undanfarnar vikur verið leitast við að lengja í endurgreiðsluferli ríkisskuldabréfa sem virðist hafa haft áhrif til lækkunar á ávöxtunarkröfu ríkisvixla. Þar að auki hafa erlendir aðilar, sem hafa verið umfangsmiklir kaupendur ríkisvixla, haft tilhneigingu til að halda þeim fram að gjalddaga, en það hefur dregið úr skilvirkri verðmyndun þeirra.

... og skuldatryggingarálag ríkisins lækkar

Skuldatryggingarálag ríkisins hefur lækkað um rúmlega 6 prósentur frá því að það náði sögulegu hámarki við hrun bankakerfisins í októberbyrjun. Álagið er þó enn mikið eða tæplega 9 prósentur en lítil viðskipti liggja þar að baki. Varhugavert er því að álykta of mikið út frá þeim gögnum sem liggja fyrir um skuldatryggingarálag en það gefur samt sem áður vísbendingar um þróunina, t.d. í samanburði við önnur þróuð ríki. Þar sem álagið hefur orðið mest, t.d. á Írlandi, í Grikklandi og Portúgal, hefur það orðið 2–4 prósentur. Samanburður álags á vexti skuldabréfs ríkissjóðs sem gefið var út í evrum og er með gjalddaga á árinu 2011 og ávöxtunarkröfu sambærilegra erlendra ríkisskuldabréfa gefur áþekka niðurstöðu. Ávöxtunarkrafa þessa bréfs á eftirmarkaði hefur t.d. verið um og yfir 17 prósentum umfram ávöxtunarkröfu sambærilegs þýsks ríkisskuldabréfs. Munurinn endurspeglar óvissu um greiðslugetu íslenska ríkisins en einnig áhættuálag vegna grunns eftirmarkaðar.

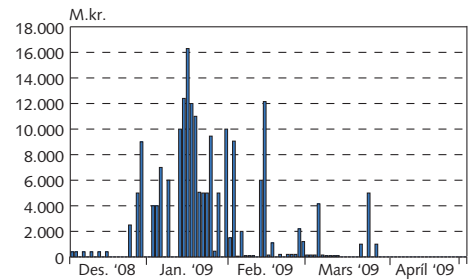
Mikinn vaxtamunur við útlönd þarf að skoða í samhengi við hátt áhættuálag sem fjárfestar krefjast ofan á skuldabréf gefin út af innlendum aðilum og í íslenskum krónum í samanburði við skuldabréf útgefin af erlendum aðilum og í öðrum gjaldmiðlum. Hátt áhættuálag á íslenskar fjáreignir felur í sér að meiri vaxtamunur þarf til að styðja við gengi krónunnar en ella væri, einkum þegar höft á fjármagnshreyfingum verða afnumin.

Lítill velta á gjaldeyrismarkaði eykur gengissveiflur

Eitt meginviðfangsefni innlendra stjórnvalda frá hruni bankakerfisins í október á síðasta ári hefur verið að endurreisa fjármálamarkaði og tryggja greiðslumiðlun við útlönd. Í þeim tilgangi setti Seðlabankinn fram tilmæli um tímabundna temprun gjaldeyrisviðskipta eftir bankahrunið í október. Hinn 28. nóvember voru tilmælin felld niður og þess í stað settar reglur um gjaldeyrisviðskipti sem heimiluðu öll gjaldeyrisviðskipti vegna almennra viðskipta og þáttgreiðslna en heftu fjármagnsflutninga til og frá landinu. Eftir setningu reglnanna hækkaði

Mynd III-3

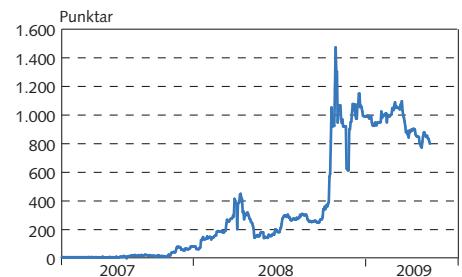
Velta á millibankamarkaði með krónum
Daglegar tölur 1. desember 2008 - 5. maí 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

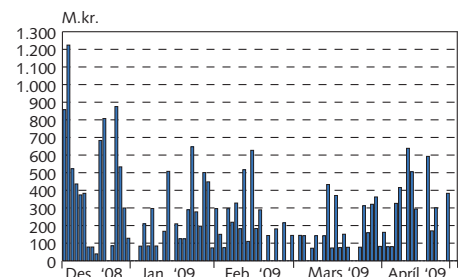
Skuldatryggingarálag ríkisins
Daglegar tölur 29. mars 2007 - 5. maí 2009



Heimild: Bloomberg.

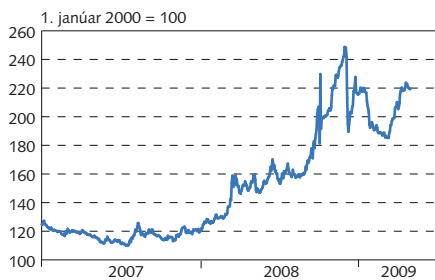
Mynd III-5

Velta á gjaldeyrismarkaði
Daglegar tölur 4. desember 2008 - 5. maí 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6
Gengisvísitala krónunnar
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 6. maí 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

gengi krónunnar töluvert, enda eyddu þær óvissu um fyrirkomulag gengismála og drógu úr líkum á stórfelldum fjármagnsflóttu. Í kjölfarið róaðist gjaldeyrismarkaðurinn, þótt umtalsverðar sveiflur hafi verið á gengi krónunnar. Frá miðjum marsmánuði hefur þó gengi krónunnar lækkað talsvert, eftir tímabil hækkunar.

Próun gengisins þarf að meta í ljósi þess að velta á innlendum millibankamarkaði með gjaldeyri hefur verið afar lítil. Hún hefur verið um 3,8 ma.kr. á mánuði að meðaltali það sem af er ári samanborið við 617,7 ma.kr. að meðaltali á mánuði á síðasta ári. Að minnsta kosti tvær ástæður liggja að baki lítilli veltu. Í fyrsta lagi er samkvæmt núgildandi gjaldeyrisreglum aðeins heimilt að eiga viðskipti með gjaldeyri vegna vöru- og þjónustuviðskipta sem og vegna greiðslna arðs, vaxta og launa. Í öðru lagi hafa bankar sem stunda nú gjaldeyrisviðskipti að miklu leyti getað mætt framboði og eftirspurn eftir gjaldeyri án þess að leita á millibankamarkað með gjaldeyri. Tregðu bankaanna til að gera upp viðskipti á millibankamarkaði má einnig rekja til takmarkaðrar veltu á markaðnum, sem leiðir til þess að litlar upphæðir geta haft veruleg áhrif á gengi krónunnar. Það leiðir svo til þess að enn frekar dregur úr virkni markaðarins og hætta á miklum gengissveiflum eykst. Í kjölfar þess að gjaldeyrisreglurnar voru settar myndaðist bil á milli gengis krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði og aflandsmarkaði með krónuna (sjá umfjöllun í rammagrein III-1).

Rammagrein III-1

Aflandsmarkaður með krónur

Opinber verðmyndun á íslensku krónunni á sér stað á innlendum millibankamarkaði í viðskiptum milli viðskiptavaka Seðlabanka Íslands. Frá fyrri hluta ársins 2005 hafa viðskipti erlendra banka haft töluverð áhrif á gengispróun íslensku krónunnar, en erlendir bankar eiga bæði viðskipti við innlenda banka og sín á milli. Viðskipti á milli tveggja erlendra banka með krónur eru nefnd aflandsviðskipti (e. offshore trading).

Viðskipti á millibankamarkaði og aflandsmarkaði voru nátengd fram að hruni bankanna, þegar millibankamarkaðurinn lagðist tímabundið af, enda tryggðu frjálsir fjármagnsflutningar að frávik í gengi krónunnar á milli markaðanna yrðu skamvinn. Skapaðist slíkur verðmunur myndaðist högnunartækifæri (e. arbitrage opportunity) sem tryggðu að verðmunurinn hyrfi fljótlega.

Viðskipti á aflandsmarkaðnum eiga sér stað í nokkrum viðskiptakerfum og í beinum viðskiptum (e. over the counter). Frá setningu neyðarlaganna hafa aflandsviðskiptin verið töluvert minni en áður og verðmyndun óstöðug. Gengi krónunnar á aflandsmarkaði ræðst að mestu leyti af uppgjörum fjármálagerna og markaðstengdum fréttum. Þegar markaðurinn hefur náð einhvers konar tímabundnu jafnvægi hefur gengi krónunnar verið á bilinu 190-210 krónur fyrir eina evru, en nokkrum sinnum hefur eftirspurn eftir krónum nánast horfið og gengið hriðlækkað. Sem dæmi má nefna að eftirspurn eftir krónum hvarf um miðjan nóvember 2008 og um miðjan mars sl. og eru dæmi frá þeim tíma um viðskipti á gengi sem var um og yfir 250 krónur fyrir hverja evru. Eftir setningu reglna um gjaldeyrisráðgjafi í upphafi desember hækkaði aflandsgengi krónunnar gagnvart evru og síðustu dagana í apríl glæddust viðskipti á ný.

Áætla má að gjaldeyrisvelta á aflandsmarkaði sé aðeins brot af heildarveltu með íslenskar krónur, en mest er veltan innan innlendra banka. Með setningu reglna um gjaldeyrisráðgjafi 28. nóvember 2008 voru viðskipti á milli innlends markaðar og aflandsmarkaðar

bönnuð. Gjaldeyriviðskipti milli innlendra aðila og erlendra aðila eru einnig mjög takmörkuð. Dæmi um leyfileg viðskipti á milli innlendra og erlendra aðila eru bein erlend fjárfesting og viðskipti vegna vaxtagreiðslna. Gjaldeyrishöftin hafa skapað högnunartækifæri án þess að markaðurinn geti leiðrétt verðmismun krónunnar á þessum tveimur mörkuðum. Því gæti verðmunurinn orðið viðvarandi á meðan höftin eru í gildi.

Áhrif aflandsmarkaðar á innlendan markað skiptast í bein og óbein áhrif. Beinu áhrifin eru þau að erlendir gjaldeyrir sem fæst fyrir útflutning skilar sér ekki á gjaldeyrismarkað hér á landi sem hefur í för með sér að gengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði er lægra en ella. Óbein áhrif aflandsmarkaðar með lægra gengi en á innlendum markaði eru þau að væntingar um mögulega lækun á gengi krónunnar á innlendum markaði í átt að gengi á aflandsmarkaði geta valdið því að löghlýðnir aðilar sem sinna skilaskyldu bíða með að selja gjaldeyrinn.

Án gjaldeyrishaftanna væri við núverandi aðstæður mikil hætta á því að gengi krónunnar á innlendum markaði lækkaði í það sem það er á aflandsmarkaði og jafnvel má færa rök fyrir því að það gæti lækkað vel umfram það og haldist mjög lágt um nokkurn tíma. Vegna þess að gengi krónunnar á aflandsmarkaði ræðst í mjög litlum viðskiptum gæti gengi krónunnar á þeim markaði hins vegar hækkað mjög hratt að gengi hennar á innlendum markaði þegar meira traust skapast um krónuna og möguleikar á viðskiptum innlendra og erlendra aðila aukast.

Gengi krónunnar lækkar þrátt fyrir vöruskiptaafgang

Afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði við útlönd ætti að hafa stuðlið að gengishækkun, að því tilskildu að öllum gjaldeyriskjóm af útflutningi sé skipt yfir í krónur. Þrátt fyrir afgang á vöruviðskiptum við útlönd frá september sl. og að líkindum einnig á þjónustujöfnuði hefur gengi krónunnar hins vegar lækkað um 15,5% frá miðjum marsmánuði og um 1,3% frá áramótum. Lækkunina má að öllum líkindum rekja til nokkurra samverkandi þátta. Sumir þeirra eru tímabundnir. Því má ætla að þegar frá líður fari viðskiptaflæðið að styðja betur við gengið.

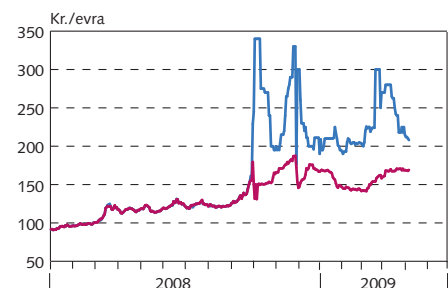
Innflæði gjaldeyrís ekki endilega í samræmi við þróun utanríkisviðskipta

Ein ástæða þess að gengi krónunnar hefur að því er virðist ekki endurspeglad þróun utanríkisviðskipta er að innflæði gjaldeyrís þarf ekki endilega að endurspeglar flæði viðskipta til skamms tíma litið. Alþjóðlega fjármálakreppan hefur raskað hefðbundinni fyrirgreiðslu milli viðskiptaaðila í alþjóðlegum viðskiptum. Greiðslufrestir hafa styst og erfiðara hefur reynst að afla bankaábyrgða. Líklegt er að áhrif þessa á íslensk innflutningsfyrirtæki séu sérstaklega mikil, því að lánstraust innlendra aðila hefur beðið hnekki. Að sama skapi virðist sem íslensk útflutningsfyrirtæki hafi neyðst til að veita lengri greiðslufresti til að viðhalda sölusamböndum. Þessar breytingar geta haft tímabundin áhrif til lækkunar krónunnar þegar útlæði gjaldeyrís eykst en innflæði minnkar. Þegar frá líður ætti þetta að jafnast út. Það gerir það samt sem áður erfiðara um vik að meta flæði gjaldeyrís út frá upplýsingum um vöru- og þjónustuviðskipti.

Mynd III-7

Tvöfaldur gjaldeyrismarkaður
Íslensku krónunnar¹

Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 6. maí 2009



— Erlendis
— Innanlands¹

1. Gengi innanlands er lokagengi dagsins.
Heimild: Reuters.

Þessu til viðbótar er óvíst hvort gjaldeyriskjör af útflytningi hafi skilað sér til landsins að fullu. Lítið er um að fyrirtæki hafi fengið undanþágu frá reglunum, en nokkur brögð virðast vera að því að farið sé í kringum reglurnar eða þær brotnar. Ávinningur útflytjenda af því að fara á svig við eða brjóta gjaldeyrisreglur getur verið umtalsverður. Dæmi eru um að útflytjendur hafi fengið greitt fyrir vörur og þjónustu í krónum sem keyptar hafa verið af erlendum aðilum á aflandsmarkaði. Við þessu var brugðist með breytingum á tolla- og gjaldeyrislögum þann 1. apríl s.l. sem leggja bann við að greitt sé fyrir útflytning í íslenskum krónum, en ætla má að nokkur tími líði áður en áhrif nýrra reglna koma fram.

Jafnvel þótt gert sé ráð fyrir að gjaldeyrisreglunum sé fylgt í hvívetna og gjaldeyris ekki seldur á aflandsmarkaði er ekki sjálfgefið að afgangur á utanríkisviðskiptum skili sér fyllilega í auknu framboði gjaldeyris á innlendum gjaldeyrismarkaði. Reglur um skilaskyldu gjaldeyris heimila að gjaldeyris sé geymdur á gjaldeyrisreikningum í íslenskum bönkum í stað þess að selja hann um leið og hans er aflað. Meðan gengisbundnar eignir bankanna eru langt umfram skuldbindingar er lítil hvati fyrir bankana að takmarka skuldbindingar sínar í erlendum gjaldeyri. Þess sjást þó lítil merki að háar fjárhæðir hafi safnast fyrir á gjaldeyrisreikningum hjá innlendum fjármálastofnunum.

Hluta gjaldeyriskjörna er varið til að standa við skuldbindingar í „gömlu“ bönkunum

Önnur ástæða þess að gengi krónunnar hefur veikt undanfarið er að eitthvað er um að fyrirtæki hafi notað gjaldeyriskjör til að standa við skuldbindingar sem þegar hafði verið efnt til fyrir setningu reglnanna gagnvart „gömlu“ bönkunum. Ólíklegt verður að teljast að gömlu bankarnir skipti gjaldeyri sem þeim er greiddur í íslenskar krónur því að þorri skuldbindinga þeirra er í erlendum gjaldeyri.

Lækkun á gengi krónunnar endurspeglar einnig útfærði gjaldeyris vegna vaxtagreiðslna til erlendra aðila

Gjaldyrisviðskipti eru ekki eingöngu sprottin af hreinum vöru- og þjónustuviðskiptum. Vaxtagreiðslur til erlendra aðila af skuldabréfum og erlendum lánum eru heimilar samkvæmt gjaldeyrislögum. Þótt ekki sé staðið við skuldbindingar gömlu bankanna gagnvart erlendum aðilum, standa eftir skuldbindingar hins opinbera og fyrirtækja.

Mestu máli skiptir líklega að við setningu reglnanna áttu erlendir fjárfestar töluvert af ríkistryggðum skuldabréfum, innstæðubréfum Seðlabankans og innstæðum í íslenskum bönkum. Reglur um gjaldyrisviðskipti heimila að þessir aðilar skipti vaxtagreiðslum sem til falla í erlendan gjaldeyri. Hugsanlegt er að nokkur hluti þessara greiðslna hafi verið endurfjárfestur hér á landi í stuttum ríkisverðbréfum og innstæðum. Vegna lítillar veltu á markaði er líklegt að þessar vaxtagreiðslur hafi haft áhrif á gengi krónunnar þótt óvíst sé hvort þær skýri lækkun á gengi krónunnar undanfarnar vikur að fullu. Slíkar vaxtagreiðslur geta komið til útgreiðslu síðar og þá farið að skipta meira máli fyrir framboð og eftirspurn á gjaldeyrismarkaði.

Áhrif stýrivaxta á vaxtagreiðslur til erlendra aðila ekki augljós

Undanfarið hefur verið töluverð umræða um að háir stýrivextir stuðli að lækkun á gengi krónunnar vegna þess að þeir stuðli að miklum vaxtagreiðslum til erlendra aðila og auki þar með eftirspurn eftir gjaldeyri. Hins vegar má færa rök fyrir því að áhrifin séu mun flóknari en margir vilja vera láta. Tengslin milli stýrivaxta og gjaldeyrisútlæðis eru raunar mjög óviss og erfitt að draga upp skýra mynd af þessu flókna samspili.

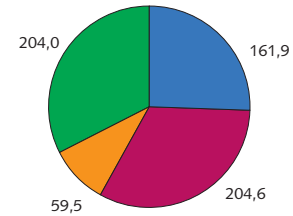
Vaxtagreiðslum vegna þeirra eigna sem erlendir fjárfestar eiga nú í íslenskum krónum má skipta í tvennt: Annars vegar eru vaxtaberandi eignir sem gera má ráð fyrir að stýrivextir Seðlabankans hafi fljótlega bein áhrif á, þ.e. innstæðubréf Seðlabankans og ríkisvixlar sem gefin eru út eftir vaxtabreytingu og innstæður í innlendum bönkum á breytilegum vöxtum sem taka mið af stýrivöxtum. Hins vegar eru eignir sem stýrivextir hafa aðeins óbein eða a.m.k. mun minni áhrif á, t.d. útistandandi skuldabréf af ýmsu tagi. Í síðarnefnda flokknum geta áhrifin orðið mjög lítil eða vaxtalækkun jafnvel haft í för með sér auknið gjaldeyrisústreymi, eins og rakið er hér að neðan.

Einnig má skipta erlendum fjárfestum í tvo hópa: Aðila sem hafa fjárfest hér á landi til skamms tíma til að nýta sér skammtímavaxtamun undangenginna ára og aðila sem fjárfest hafa hér á landi til lengri tíma litið. Gera má ráð fyrir að þeir aðilar sem fjárfest hafa með langtímasjónarmið að leiðarljósi hafi fremur leitast við að fjárfesta í lengri skuldabréfum, t.d. í verðtryggðum íbúðabréfum og ríkisskuldabréfum á gjalddaga á árinu 2019. Líklegt er hins vegar að þeir aðilar sem fjárfest hafa í skuldabréfum með skammtímaávinning í huga hafi fremur kosið skemmri skuldabréf og innstæður. Stærstur hluti erlendra aðila sem hafa fjárfest í ríkisskuldabréfum eiga skemmstu ríkisskuldabréfin. Erlendir aðilar eiga um 70 ma.kr. í flokki ríkisskuldabréfa sem eru á gjalddaga í júní á þessu ári. Þegar þessi skuldabréf koma á gjalddaga þurfa erlendir aðilar að endurfjárfesta höfuðstól skuldabréfanna og líklegt er að einhver hluti þess fjár muni leita í innstæður og nýútgefin skuldabréf (sjá umfjöllun í rammgrein III-2).

Gera má ráð fyrir að stýrivextir hafi hverju sinni áhrif á ávöxtunarkröfu útgefinna skuldabréfa. Til lengri tíma litið munu stýrivextir Seðlabankans því hafa áhrif á vaxtagreiðslur til erlendra aðila. Þó verður að hafa í huga að áhrif einstakra vaxtabreytinga markast mjög af því hvort þær séu meiri eða minni en markaðsaðilar höfðu þegar gert ráð fyrir og feli því í sér nýjar upplýsingar. Almennt er talið að langtímavextir ráðist af núverandi skammtímavöxtum og þeim skammtímavöxtum sem vænst er út líftíma skuldabréfsins. Vaxtagreiðslur útistandandi bréfa tengjast því væntingum um stýrivexti á líftíma bréfanna frekar en stýrivaxtastiginu nú. Vaxtagreiðslur af nýjum bréfum, þ.e. bréfum gefnum út eftir vaxtabreytingu, ráðast því ekki einungis af stýrivöxtum nú heldur væntingum um þá á næstu misserum. Vaxtalækkun nú ætti því einungis að hafa áhrif á vexti nýrra bréfa eða ávöxtunarkröfu skuldabréfa á eftirmarkaði að því marki sem lækkunin er umfram væntingar markaðsaðila. Væntingar um umtalsverðar vaxtalækkanir eru nú þegar fólgnar í ávöxtunarkerfinum. Ýmislegt annað getur þó haft áhrif á ávöxtunarkröfu skuldabréfa til langs tíma, t.d. virkni skuldabréfamarkaða og vanskilaáhætta. Þá getur mikið eða lítið framboð skuldabréfa breytt ávöxtunarkröfunni.

Mynd III-8

Eignir erlendra aðila í ríkistryggðum skuldabréfum og innstæðum í ma.kr. í aprilmánuði¹

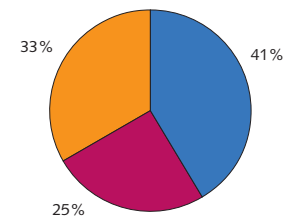


■ Verðtryggð
■ Överðtryggð
■ Innstæðubréf í SÍ
■ Innlendar innstæður

1. Þetta er mat á eign erlendra aðila en hafa ber í huga að innlendir aðilar gætu flokkast sem erlendir ef varsla bréfanna fer fram hjá erlendum banka.
Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Eign erlendra aðila í innstæðum og ríkistryggðum skuldabréfum

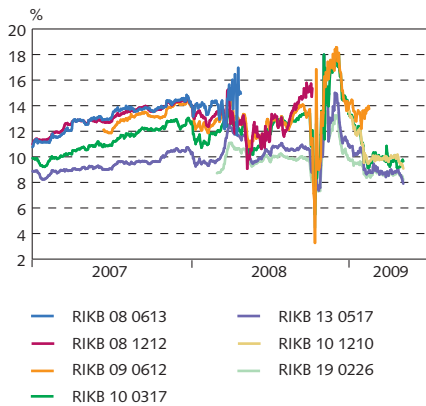


■ Innstæður í innlendum bönkum og innstæðubréf SÍ
■ Ríkistryggð verðbréf á gjalddagi innan 1 árs
■ Ríkistryggð verðbréf á gjalddaga eftir meira en 1 ár

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 30. apríl 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vaxtalækkun getur minnkað framtíðarústreymi vegna nýrra skuldabréfa (einkum til skamms tíma). Hins vegar gæti hún aukið tímabundið gjaldeyrisústreymi vegna vaxtagreiðslna af útistandandi bréfum. Lækki vextir umfram væntingar myndast gengishagnaður af útistandandi skuldabréfum sem heimilt er samkvæmt reglum að flytja úr landi. Því er ekki sjálfgefið að veruleg vaxtalækkun minnki útfærði til skamms tíma þótt hún geri það til langs tíma litið.

Að sama skapi er ekki hægt að gefa sér að vextir á innstæðum allra erlendra aðila fylgi stýrivöxtum. Samkvæmt upplýsingum Seðlabankans bera innstæður fyrrverandi jöklabréfaeigenda í erlendum bönkum oft mjög lága vexti og innstæður erlendu bankanna í innlendu bönkunum eru á umsömdum kjörum sem ekki eru endilega í beinum tengslum við stýrivexti.

Við mat á áhrifum stýrivaxtabreytinga á vaxtagreiðslur og gengi krónunnar er jafnframt rétt að hafa í huga að stýrivaxtabreytingar hafa einnig áhrif á hvata erlendra aðila til að endurfjárfesta í innlendum langtímaskuldabréfum bæði nú en einkum þó eftir að höftin hafa verið afnumin. Lækkun stýrivaxta ætti að hvetja þá sem ekki vilja komast úr landi á hvaða gengi sem er til þess að festa fé sitt í lengri skuldabréfum. Hins vegar gæti of hröð lækkun stýrivaxta grafið undan trú þeirra á gengisstöðugleika og þar með vakið efasemdir þeirra um verðbólguhorfur og fælt þá frá allri annarri fjárfestingu en í verð- og gengistryggðum skuldabréfum þegar að því kemur að höftin hverfa. Að lokum kann hröð lækkun stýrivaxta að hafa áhrif á hvata erlendra fjárfesta til að fara á svig við fjármagnshöftin.

Rammagrein III-2

Glímt við vandann vegna „ópolinmóðra fjárfesta“

Fram að þessu hefur verið þörf á bæði háum vöxtum og gjaldeyrishöftum til að tryggja gengisstöðugleika krónunnar. Útilokað er að losað verði hratt um gjaldeyrishöftin þar sem fjölmörg skilyrði þurfa að vera uppfyllt til að fjármagnshreyfingar á milli landa geti orðið frjálssar á nýjan leik.

Þrýstingur til fjármagnsústreymis frá fjárfestum sem sitja fastir með eignir sínar vegna gjaldeyrishaftanna veldur því að munur er á gengi í viðskiptum á aflandsmarkaðnum og gengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði, þrátt fyrir að stýrivextir séu 15,5% og gengi á innlendum markaði lægra en samræmist jafnvægisraungengi til miðlungs langs tíma.

Aflandsmarkaðurinn virðist þó vera heldur þunnur og sveiflukenndur. Greint var frá viðskiptum seint í apríl á genginu 215–220 kr./evru, en viðskipti í byrjun apríl höfðu verið á genginu rúmlega 250 kr./evru. Markaðsupplýsingar benda til að fjölmargir stórir fjárfestar muni ekki skipta eignum sínum á gengi á aflandsmarkaði sem er langt umfram gengi á gjaldeyrismarkaði innanlands.

Markaðsupplýsingarnar eru studdar niðurstöðum úr sundurliðun á verðbréfaeign erlendra aðila í íslenskum krónum (tafla 1). Eignunum hefur verið skipt eftir tegundum fjármálaafurða (lárétti ásinn) og með tilliti til fjárfestingarhneigðar fjárfesta (lóðrétti ásinn). Hið fyrrnefnda er byggt á gögnum Seðlabanka Íslands, en hið síðarnefnda er byggt á markaðsathugun og upplýsingum um hvers konar fjárfesta er um að ræða.

Bráðabirgðamat bendir því til að u.þ.b. 40% (um 250 ma.kr.) heildareigna erlendra aðila í verðbréfum og innstæðum í krónum séu í eigu aðila sem hafa verið flokkaðir sem „ópolinmóðir“ erlendir fjárfestar. Stór hluti af þeim eignum sem eftir eru tengist langtímabréf-

um og/eða fjárfestum sem líta til lengri tíma. Tölurnar endurspeglar meginþorra þeirra krónueigna sem gjaldeyrishöftin hamlar að streymi úr landi. Tekið er tillit til þeirra jöklabréfa sem eru þegar fallin á gjalddaga og verið breytt í aðrar fjármálaafurðir sem eru upptaldar í töflunni hér að ofan. Aðrar eignir í jöklabréfum sem munu brátt falla á gjalddaga eiga það sammerkt að bæði greiðandi og móttakandi eru erlendir aðilar og hafa því ekki áhrif á krónueignina.

Tafla 1 Mat á núverandi erlendum eigendum verðbréfa og innstæðna í íslenskum krónum (hlutfall af heild, %)

Gerð fjárfesta ¹	Íbúðabréf	Ríkisskuldabréf og -vixlar	Innstæðu- bréf Seðlabankans	Innstæður há bönkum
Verður að fara	0	24	30	25
Vill fara	5	24	30	30
Fer eftir aðstæðum	10	21	30	25
Eðlilegur hluti af verðbr.safni	20	21	5	10
Langtímasjónarmið	65	9	5	10

1. Skipting byggð á mati Seðlabankans og markaðsupplýsingum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Skammtímaeignirnar eru minni að vöxtum en áður var ætlað. Verði sú breyting að fjárfestar með skammtímasjónarmið og „úthneigð“ víki fyrir fjárfestum sem horfa til lengri tíma, t.d. þeim sem byggja á mati sínu á núverandi og framtíðarvaxtastigi, innlendum fjárfestingartækifærum og horfum í gengismálum, ættu að skapast forsendur fyrir hagfelldari samsetningu fjárfestahóps.

Vísbendingar eru um að einhverjar tilfærslur hafi þegar farið fram á aflandsmarkaðnum og þar sem skammtímastöðurnar eru takmarkaðar að vöxtum kann slík breyting að vera gerleg. Greining bankans bendir til þess að jafnvel ákvarðanir einstakra fjárfesta geti, í ljósi þess hve aflandsmarkaðurinn er þunnur, haft veruleg áhrif til þess að hækka aflands gengið í átt að genginu á innanlandsmarkaðinum.

Seðlabankinn hefur kannað úrræði sem geta stuðlað að því að gera samsetningu fjárfestahóps hagstæðari. Slík úrræði verða að lúta jafnræðissjónarmiðum og styrkja gjaldeyrisforða Seðlabankans enn frekar. Ef þau bera árangur stuðla þau að því að „þurrka upp“ aflandsmarkaðinn.

Fyrsta skrefið var stigið 6. maí sl. þegar bankinn bauð fyrir-tækjum sem hafa verulegar tekjur í erlendum gjaldeyri og eru með ný fjárfestingarverkefni á þróunum að sækja um langtímalán í krónum, en með endurgreiðslum í erlendum gjaldmiðli. Þessar umsóknir verða metnar á næstunni.

Seðlabankinn mun einnig fara yfir önnur úrræði sem þjóna sömu markmiðum.

Útflæði gjaldeyris vegna vaxtagreiðslna jöklabréfa er ekki hrein viðbót við útflæði tengt innlendum skuldabréfum

Rétt er að hafa í huga að við útgáfu jöklabréfa vörðu umsjónaraðilar með útgáfu bréfanna sig með fjárfestingu í íslenskum skuldabréfum, t.d. ríkisbréfum eða innstæðubréfum Seðlabankans. Vaxtagreiðslan sem rennur til endafjárfesta jöklabréfanna er því að uppruna vaxta-

greiðsla frá innlendum aðila sem færast af reikningi viðskiptabanka umsjónaraðilans til viðskiptabanka fjárfestisins. Á samsvarandi hátt eru fjármunir síðan færðir milli reikninga viðkomandi viðskiptabanka í innlendum bönkum (eða innan sama banka).

Við mat á mögulegum vaxtagreiðslum sem flætt geta út úr landinu er því ekki hægt að leggja saman vaxtagreiðslu af jöklabréfum og innlendum skuldabréfum, því að í grunninn er um sömu vaxtagreiðsluna að ræða. Þegar útgefandi jöklabréfsins greiðir erlendum endafjárfesti krónur þarf hann að afhenda samsvarandi fjárhæð í krónum sem fjárfestir getur selt fyrir gjaldeyri. Krónueign útgefandans minnkar því en krónueign erlenda endafjárfestisins eykst sem því nemur ákveði hann að halda krónunum eða helst óbreytt ákveði hann að nýta sér réttinn til að flytja vaxtagreiðsluna úr landi. Einföld samlagning á vaxtagreiðslum af jöklabréfum og af innlendum skuldabréfum leiðir því til ofmats á mögulegu útfærði gjaldeyris tengdu vaxtagreiðslum.

Óvissa á skuldabréfamarkaði torveldar túlkun á vaxtaþróun

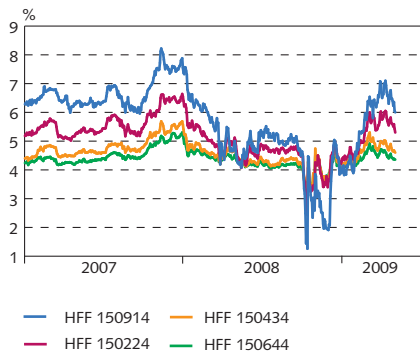
Eitt af brýnustu verkefnum stjórnvalda í kjölfar fjármálakreppunnar var að koma á eðlilegum skuldabréfaviðskiptum og tryggja virka verðmyndun á mörkuðum. Gerðir voru nýir samningar við aðalmiðlara um viðskiptavakt á eftirmarkaði með ríkisskuldabréf sem tóku gildi í desemberbyrjun eftir að hafa legið niðri í tæpa tvo mánuði. Aðalmiðlarar eru nú fjórir en voru áður sjö. Lágmarksviðmiðun sölutilboða í markflokka ríkisverðbréfa var lækkuð úr 100 m.kr. að nafnvirði í 50 m.kr. Einnig var slakað á verðmun á kaup- og sölutilboðum aðalmiðlara frá því sem áður var.

Með tilkomu viðskiptavaktar minnkaði bilið á milli kaup- og sölutilboða en mikil óvissa undanfarnar vikur hefur þó haft töluverð áhrif á verðmyndun skuldabréfa. Óvissa er um framboð skuldabréfa með ábyrgð ríkissjóðs, hvort bréfin verði verðtryggð eða óverðtryggð og hver líftími þeirra verður. Ekki hefur heldur verið gengið frá endurfjármögnun „nýju“ bankanna og því liggur ekki fyrir hvers eðlis og hversu mikið eiginfjárframlag ríkisins verður og hver fjármögnunarpörf ríkissjóðs verður í tengslum við hana.

Umræða um niðurfellingu skulda heimila og fyrirtækja og breytingu á þeirri vísitölu sem liggur til grundvallar verðtryggingu hefur e.t.v. einnig haft áhrif á verðmyndun á skuldabréfamarkaði. Breytingar á lögum um útgreiðslu viðbótarlífeyrissparnaðar höfðu einnig umtalsverð áhrif á ávöxtunarkröfu verðtryggðra íbúðabréfa þar sem töluverð óvissa ríkti í upphafi um umfang og fyrirkomulag útgreiðslunnar.¹ Líklega hefur setning laganna mun minni áhrif á eftirspurn eftir íbúðabréfum en talið var í fyrstu enda voru þau lög sem samþykkt voru mikið breytt frá upprunalegu frumvarpi. Þannig var hámark sett á fjárhæð sem leyfilegt er að greiða út, auk þess sem greiðslum úr sjóðunum er dreift á níu mánaða tímabil. Óvissa um setningu þessara laga hafði líklega áhrif á ávöxtunarkröfu verðtryggðra íbúðabréfa enda eru lífeyrissjóðirnir stærstu fjárfestar þessara bréfa og endurspegladist það í lækkingu ávöxtunarkröfu bréfanna í kjölfar setningar laganna.

Mynd III-11

Ávöxtun verðtryggðra langtímaskuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 30. apríl 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Nú þegar hafa rúmlega 20 þúsund aðilar sótt um fyrirfram útgreiðslu viðbótarlífeyrissparnaðar sem munu fá rúmlega 12,7 ma.kr. greidda út á næstu níu mánuðum.

Möguleg yfirtaka íbúðalánasjóðs á íbúðalánnum bankanna hefur einnig skapað óvissu þar sem ekki liggur fyrir í hve miklum mæli þeir munu nýta sér það úrræði, auk þess sem upplýsingar skortir um hversu stór hluti íbúðalánasafnsins sem mögulega yrði færður hafi verið fjármagnaður.

Frá útgáfu *Peningamála* í nóvember sl. hefur ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa farið lækandi, enda hafa verðbólguvæntingar sem og mæld verðbólga lækkað og stýrivextir sömuleiðis. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa hefur hins vegar hækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála* en það má að stórum hluta rekja til lækkandi verðbólguvæntinga (sjá einnig umfjöllun í kafla VIII).

Vaxtaferillinn bendir til þess að markaðsaðilar vænti áframhaldandi lækkunar vaxta

Út frá framvirkum vöxtum á óverðtryggðum ríkisskuldabréfum má álykta að síðustu stýrivaxtalækkunarir hafi verið í takt við væntingar markaðsaðila, enda hliðraðist ferillinn allur niður á við en lögun hans breyttist lítið. Niðurhallandi ferill endurspeglar væntingar markaðsaðila um frekari stýrivaxtalækkunarir en vegna þeirrar óvissu sem rakin er hér að ofan er erfitt að túlka nákvæmlega hversu mikilla lækkana er vænst.

Töluverð aukning innlána ...

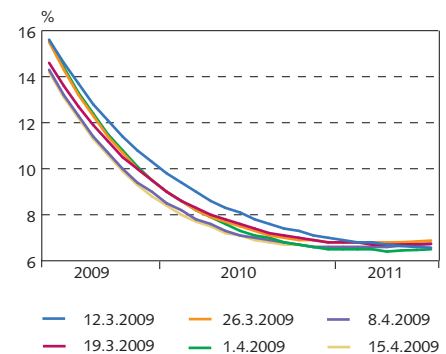
Fyrstu tvo mánuðina eftir hrún bankakerfisins jukust innlán um rúmlega 19%.² Heldur hefur dregið úr þeim á ný enda hefur staða heimila og fyrirtækja versnað, m.a. vegna hækkandi greiðslubyrðar lána og minnkandi atvinnu. Frá septemberlokum til loka febrúar nam innlánaaukning bankakerfisins þó rúmlega 15% eða rúmlega 216 ma.kr. Aukninguna má að stórum hluta rekja til fjögurra þátta:

Í fyrsta lagi má áætla að innlán hafi aukist um rúmlega 100 ma.kr. vegna útgreiðslna úr verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum eftir að þeim var lokað. Hér er því um tilfærslu milli eignaflokka að ræða fremur en hreina aukningu heildarinnlána.

Í öðru lagi hafa innlán aukist vegna flóttu í örugga fjárfestingu, sem kemur m.a. fram í minnkandi útgáfu fyrirtækjaskuldabréfa sökum þess að dregið hefur úr eftirspurn. Þegar þróun peningamagns er skoðuð þarf á sama hátt að taka tillit til þess að ólíklegt er að slík tilfærsla auki aðgang fyrirtækja að lánsfé þar sem framboð lánsfjár úr bankakerfinu hefur ekki aukist sem því nemur, eins og rakið er hér að neðan. Neyðarlögin, sem gerðu innstæður rétt hærra en áður, og loforð ríkisstjórnarinnar um fulla tryggingu innstæðna í innlendum útibúum bankanna hafa orðið til þess að draga fjármagn frá fyrirtækjaskuldabréfamarkaðnum í innlán.

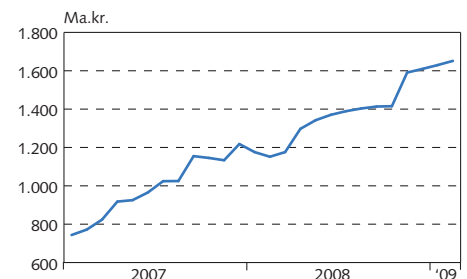
Þriðja ástæða þessarar miklu aukningar innlána er sú að ekki er lengur heimilt að fjárfesta í erlendum verðbréfum. Fjármagni hefur því verið beint í hefðbundin innlán. Framboð fjárfestingarkosta hefur einnig minnkað vegna hruns hlutabréfamarkaðarins og afskráningar fyrirtækja.

Mynd III-12
Framvirkir vextir á fjármálamarkaði



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13
Innlán bankakerfisins - innlendir aðilar¹
Mánaðarlegar tölur janúar 2007 - febrúar 2009



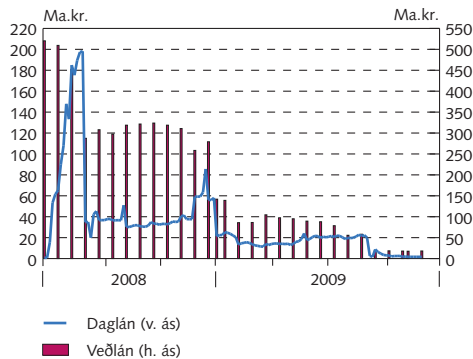
¹ Fyrir nýju bankana er um bráðabirgðatölur að ræða.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Fyrir nýju bankana er miðað við bráðabirgðatölur.

Mynd III-14

Daglán og veðlán Seðlabanka Íslands

Daglegar tölur 1. október 2008 - 22. apríl 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Að lokum kann tímabundin óvissa um útgreiðslu viðbótarlífeyrissparnaðar að hafa valdið því að lífeyrissjóðir hafi fremur fjárfest í innlánum en öðrum eignum sökum óvissu um útgreiðslur komandi mánaða. Innlán lífeyrissjóða jukust þannig um rúmlega 68 ma.kr. frá september fram til loka febrúarmánaðar, að hluta til vegna lokunar verðbréfa- og fjárfestingasjóða.³

... en lítið um ný útlán

Töluverð aukning innlána ætti að skapa bönkunum góða lausafjárstöðu. Þrátt fyrir það hefur lítið verið um ný útlán frá hruni bankakerfisins. Ástæða fyrir litlu framboði lánsfjár virðist því fremur vera óvissa um stöðu bankanna sjálfra, efnahagsreikninga þeirra og stöðu efnahagslífsins í heild fremur en skortur á lausafé.

Þar sem millibankamarkaður hefur verið nánast óvirkur, reiða bankar sig nú á lántökur í Seðlabankanum til að mæta breytingum á lausafjárstöðu sinni. Við hrun bankakerfisins minnkuðu dag- og veðlán við Seðlabankann verulega. Var það fyrst og fremst vegna falls stóru viðskiptabankanna og síðar, í kringum áramót, vegna yfirtöku ríkissjóðs á hluta af skuldum fjármálafyrirtækja við Seðlabankann. Það sama gerðist þegar Straumur, SPRON og Sparisjóðabankinn hættu starfsemi. Þar sem lántökur í Seðlabankanum hafa ekki aukist virðist ljóst að lausafjárskortur sé ekki fyrirstaða nýrra útlána.

Eitthvað var um að greitt hafi verið inn á lán til heimila á meðan óvissan var mest. Má það m.a. rekja til ótta um að ekki yrði staðið við yfirlýsingu stjórnvalda um fullar innstæðutryggingar. Einstaklingar óttuðust að tapa sparifé sínu og ákváðu frekar að greiða upp lán. Hraðari uppgreiðslu lána má að öllum líkindum einnig rekja til vaxandi verðbólguvæntinga í kjölfar snarprar lækkunar á gengi krónunnar.

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa versnað verulega

Þrátt fyrir að stýrivextir hafi farið lækkandi um allan heim hefur alþjóðlega fjármálakreppan leitt til versnandi fjármálalegra skilyrða heimila og fyrirtækja víðast hvar. Lánsloforð hafa verið innkölluð og ákvæðum lánasamninga breytt til hins verra fyrir skuldara. Aðgengi að lánsfé hefur snarversnað og vaxtaálag á stýrivexti hækkað.

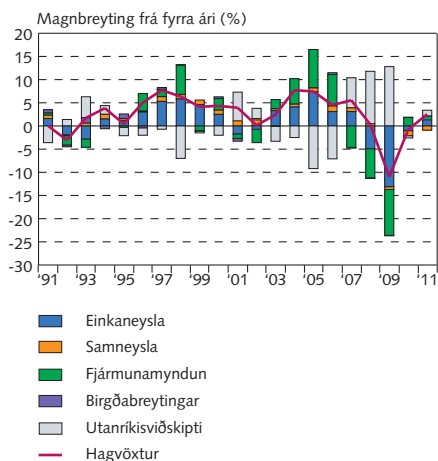
Sömu þróun má sjá hér á landi. Stýrivextir hafa lækkað en aðgengi að lánsfé eftir hrun bankakerfisins hefur minnkað verulega. Veð hafa rýrnað í kjölfar lækkunar húsnæðisverðs og fjárhagslegur auður tapast. Strax um mitt síðasta ár dró verulega úr útgáfu fyrirtækjaskuldabréfa og þá var farið að bera á erfiðleikum bankanna við fjármögnun.

Eftir hrun bankanna og hlutabréfamarkaðarins og setningu gjald-eyrisreglna hefur enn hert að. Auk þess sem „nýju“ bankarnir hafa verið tregir til að veita ný lán hefur verið erfitt og jafnvel ómögulegt fyrir fyrirtæki að leita á verðbréfamarkað eftir fjármagni. Eftirspurn eftir fyrirtækjaskuldabréfum er lítil sem engin og hlutabréfamarkaðurinn nánast óvirkur. Beinn aðgangur innlendra fyrirtækja að erlendu lánsfé er þar að auki torveldur í kjölfar setningar gjald-eyrisreglna. Jafnvel

3. Samkvæmt efnahagsyfirliti lífeyrissjóða.

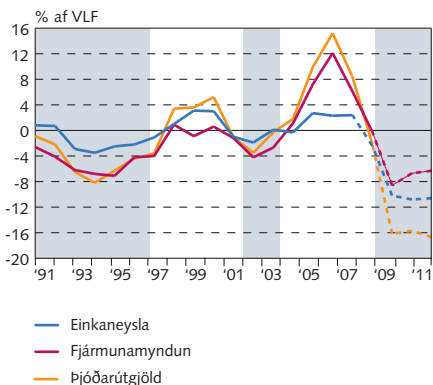
Þótt höftin væru ekki í gildi væri líklega mjög torvelt að afla erlends lánsfjár í umtalsverðum mæli á meðan alþjóðlegu fjármálakreppunni linnir ekki. Reglurnar og hrun bankakerfisins hafa þó líklega dregið úr áhuga erlendra fjárfesta á fjárfestingu hér á landi. Aðgengi heimila að lánsfé er einnig takmarkað. Þar sem næg veð eru fyrir hendi hafa heimilin þó aðgang að fasteignaveðlánnum, einkum frá Íbúðalánasjóði og lífeyrissjóðum.

Mynd IV-1
Hagvöxtur og framlag undirliða 1991-2011¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2
Hlutfall einkaneyslu, fjármunamyndunar og þjóðarútgjalda af VLF 1991-2011¹
Frávik frá meðaltali 1970-2007



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011. Skyggðu svæðin sýna tímabil þar sem framleiðslulaki er fyrir hendi skv. mati Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Þjóðarþúskaþurinn er í djúpri efnahagslægd. Atvinnuleysi hefur aukist ört og nálgast nú 10% í fyrsta sinn frá því að mælingar hófust. Sú snarpa aðlögun í þjóðarþúskaþnum sem nú fer fram endurspeglar alvarleika kreppunnar og sveigjanleika hagkerfisins. Samdráttur innlendar eftirspurnar er meiri en sem nemur samdrætti landsframleiðslu, verulega hefur dregið úr innflutningi og afgangur myndast á vöruskiptajöfnuði. Þetta auðveldar þjóðarþúskaþinu að standa undir greiðslubyrði erlendra skulda í fjarveru fjármagnsinnstreymis. Líkur eru á að innlent efnahagslíf verði áfram veikburða. Hagvöxtur mun þurfa að vera útflutningsdrifinn. Horfur fyrir erlenda eftirspurn hafa þó versnað frá því í janúarhefti *Peningamála* þar sem alþjóðaviðskipti dragast saman og útflutningsverð lækkar í þessari dýpstu efnahagslægd í heiminum frá því í Kreppunni miklu. Horfur í þjóðarþúskaþnum eru því háðar mikilli óvissu. Spáð er að landsframleiðsla nái lágmarki í upphafi næsta árs eftir að hafa minnkað um 20% frá því sem hún var mest á þriðja fjórðungi ársins 2007. Gert er ráð fyrir að efnahags- umsvif taki að aukast á öðrum fjórðungi næsta árs og hagvöxtur verði 2½% árið 2011. Verulegur framleiðslulaki verður allt spátímabilið.¹

Innlend eftirspurn dregst saman og verður veikburða meðan verið er að koma efnahag heimila og fyrirtækja í eðlilegra horf

Efnahagur heimila og fyrirtækja hefur orðið fyrir miklum skakkaföllum þar sem eiginfjárstaða hefur snarversnað, hagnaður fyrirtækja, atvinna og tekjur heimila minnkað, og greiðslubyrði skulda aukist. Í stað þess að kynda undir einkaneyslu og fjárfestingu með aukinni skuldsetningu leitast heimili og fyrirtæki nú við að vinda ofan af efnahagsreikningi sínum, m.a. með lækkun skulda. Þessi viðleitni er líkleg til að koma niður á einkaneyslu og fjárfestingu allt spátímabilið svo að hlutur þessara þátta í landsframleiðslu verður undir sögulegu meðaltali (sjá mynd IV-2). Líklegt er að eftirspurn eftir lánsfé haldist takmörkuð meðan stór hluti einkageirans er í viðkvæmri eiginfjástöðu og leitast við að vinda ofan af skuldsetningu sinni. Framboð lánsfjár verður einnig takmarkað þar til að endurskipulagningu bankakerfisins lýkur og fjármálamarkaðir starfa með eðlilegum hætti á nýjan leik. Langvarandi samdráttur í einkaneyslu, fjárfestingu og lántökum heimila og fyrirtækja kemur í kjölfarið á óvenjulega mikilli þenslu á undanförunum árum. Hlutur innlendar eftirspurnar í vergri landsframleiðslu var langt umfram sögulegt meðaltal (sjá mynd IV-2 og töflu IV-1), eigna- og lánsfjárnólur mynduðust og ósjálfbær skuldaföfnun átti sér stað sem studdist við öflugt fjármagnsinnstreymi þar sem bankarnir gegndu lykilhlutverki.

Einkaneysla mun dragast saman um tæpan fjórðung í ár ...

Hagvísar eins og velta, smásala, innflutningur neysluvarnings, væntingar neytenda og atvinnuleysi endurspeglar þá hröðu aðlögun sem nú stendur yfir hjá heimilum til að styrkja efnahag sinn á nýjan leik. Væntingavísitala Capacent Gallup hefur þó hækkað eilítið á undan-

1. Ítarlegri umfjöllun um þjóðhagsspána er að finna í Viðauka 1 á bls. 57.

förnum mánuðum (sjá myndir IV-3 og IV-4) en er þó nálægt sögulegu lágmarki. Snarpur samdráttur er greinilegur á vöru-, vinnu- og eignamörkuðum. Samdráttur einkaneyslu, sem hófst í ársbyrjun í fyrra, hefur aukist mjög eftir hrun bankakerfisins og því er spáð að hann verði 23½% á þessu ári. Gert er ráð fyrir að samdráttur einkaneyslu frá því að hún náði hámarki árið 2007 verði meiri og langvinnari en í niðursveiflunni á öndverðum tíunda áratug síðustu aldar (sjá mynd IV-5). Niðursveiflan verður líka mikil í samanburði við önnur lönd, en einkaneysla hefur tilhneigingu til að vera sveiflukenndari hér á landi en í öðrum þróuðum hagkerfum auk þess sem vöxturinn á tímabilinu 2003–2007 var óvenjulega mikill.²

... um leið og ráðstöfunartekjur snarminnka og sparnaður eykst

Þróun ráðstöfunartekna hefur mikil áhrif á einkaneyslu. Þetta kom vel fram í þeirri miklu þenslu sem var á árunum 2003 til 2007 sem og í samdrætti einkaneyslu í fyrra þegar kaupmáttur launa minnkaði verulega vegna mikillar verðbólgu og atvinna dróst saman. Hjöðnun verðbólgu færir í aukana en búist er við að enn frekar dragi úr atvinnu, nafnlaun hækki aðeins óverulega og tekjuskattar verði hækkaðir. Þess vegna er því spáð að kaupmáttur ráðstöfunartekna dragist saman um 15½% í ár og haldist nokkurn veginn óbreyttur á næsta ári þar til hann muni aukast lítils háttar árið 2011 (sjá mynd IV-6).

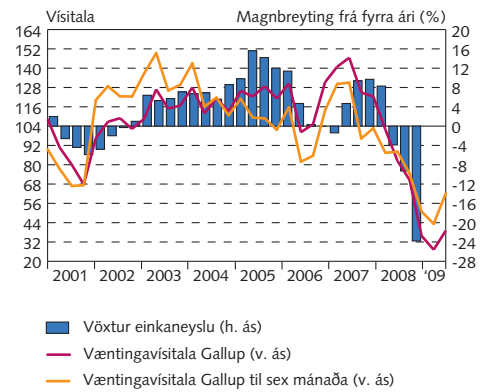
Líklegt er að sparnaður heimila aukist verulega eftir hrun bankakerfisins ef marka má reynslu annarra ríkja sem hafa farið í gegnum fjármálakreppur. Þetta eru rökrétt viðbrögð í kjölfar fjármálakreppu þegar heimili leitast við að koma efnahag sínum í eðlilegra horf. Heimili kjósa að efla fjármálaegan viðnámsþrótt sinn eftir þau miklu áföll sem þau hafa nýlega orðið fyrir og með hliðsjón af óvissum framtíðarhorfum. Lifeyriseign hefur dregist saman, eignir heimila í hluta-bréfasjóðum og ýmsum peningabréfasjóðum hafa minnkað verulega og húsnæðisverð lækkar hröðum skrefum. Ekki er líklegt að aðgangur að lánsfé verði aftur sá sami og áður. Með hliðsjón af öllu þessu má búast við auknum sparnaði í varúðarskyni.

Samdráttur íbúðafjárfestingar mun vara í þrjú ár og raunvirði húsnæðis lækka um 46% frá því sem það var hæst árið 2007

Reynslan sýnir að útgjöld sem miðast við áætlun til lengri tíma verða sérstaklega illa úti í kjölfar fjármálakreppu. Yfirleitt líða tvö ár áður en samdrætti íbúðafjárfestingar linnir.³ Þetta gefur til kynna að það tekur tíma að koma efnahag heimila í eðlilegra horf, draga úr offramboði óseldra íbúða og efla að nýju traust heimila á fjárhagslegu öryggi sínu áður en þau þora að leggja út í stórtæka fjárfestingu eins og fasteignakaup. Kreppan mun að líkindum hafa langvarandi áhrif á fasteignamarkaðinn ef miðað er við hve kreppan er alvarleg og þenslan í aðdraganda kreppunnar var mikil. Því er spáð að samdráttur íbúða-

Mynd IV-3
Einkaneysla og væntingavísitala Gallup¹

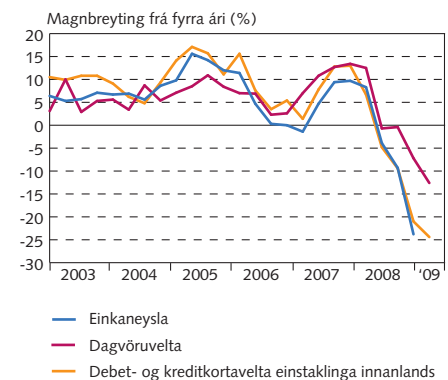
1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2009



1. Miðað er við þriggja mánaða meðaltal væntingavísitölu Gallup. Gildi vísitölu á 2. ársfj. 2009 er fyrir apríl.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-4

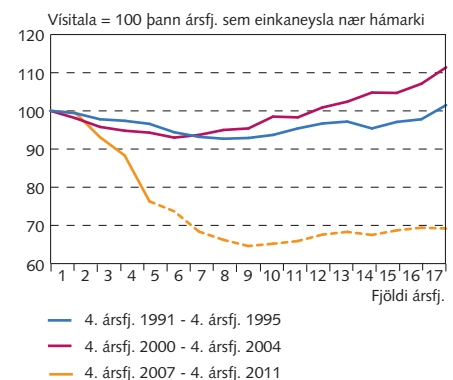
Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslu-kortaveltu 1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Þróun einkaneyslu eftir að hún náði hámarki 1991, 2000 og 2007¹

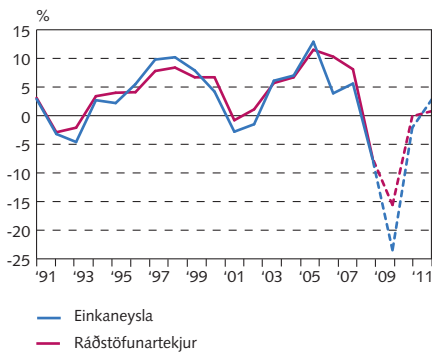


1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011. Árstíðarleiddrétt gögn.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Sjá t.d. mynd 2.2 í Collins, Charles og G. Russell Kincaid, (2003). „Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America“, *IMF Occasional Paper* 217, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Washington D.C.; og Þórarinn G. Pétursson, (2008). „How hard can it be? Inflation control around the world“, *Central Bank of Iceland Working Papers* No. 40.

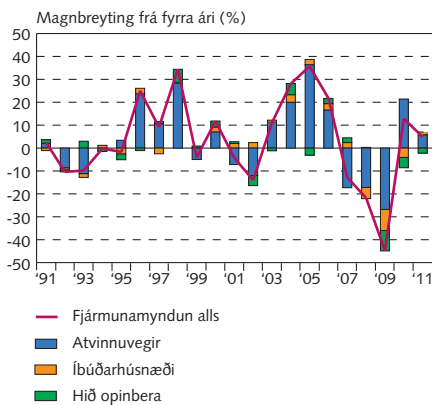
3. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009). „From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?“, 3. kafli í *World Economic Outlook*, apríl 2009, bls. 103–138.

Mynd IV-6
Próun einkaneyslu og ráðstöfunartekna
1991-2011¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7
Próun fjármunamyndunar og framlag helstu
undirflokka hennar 1991-2011¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fjárfestingar, sem hófst árið 2008, verði þrálátari en í dæmigerðri niðursveiflu og muni vara í þrjú ár og líklega verður lækkun húsnæðisverðs í meira lagi í samanburði við þá lækkun sem orðið hefur í öðrum fjármálakreppulöndum (sjá töflu IV-1).⁴

Íbúðaverð hefur þegar lækkað um nálægt 10% að nafnvirði og 25% að raunvirði frá því að það náði hámarki í október 2007, samkvæmt Fasteignaskrá Íslands. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að íbúðaverð muni lækka um u.þ.b. 32% að nafnvirði og 46% að raunvirði frá 2007 til 2011. Til samanburðar hefur húsnæðisverð í Bandaríkjunum lækkað um u.þ.b. 31% að nafnvirði frá því að það náði hámarki um mitt ár 2006 samkvæmt samsettum húsnæðisverðs-vísitölum S&P/Case-Schiller sem taka til 10 og 20 borga.⁵ Íbúðaverð í Finnlandi lækkaði um 52% að raunvirði frá 1989 til 1993 í kjölfar fjármálakreppunnar þar.

Ör samdráttur er í atvinnugreinum sem eru háðar innlendri eftirspurn en þau fyrirtæki sem framleiða samkeppnisvörur eru betur sett

Íslensk fyrirtæki standa frammi fyrir umfangsmiklum vanda í kjölfar hruns bankakerfisins. Verulegar breytingar á framboði lánsfjár koma illa niður á mjög skuldsettum fyrirtækjum sem reiða sig á utanaðkomandi fjármögnun starfsemi sinnar. Aðrar uppsprettur lánsfjár en bankar eru takmarkaðar hér á landi þar sem markaður með fyrirtækjaskuldabréf er úr skorðum og fjárfestar hafa aðgang að hárrí nafnávöxtun ríkisskuldabréfa og ríkistryggðum innlánnum. Lán í erlendum gjaldmiðlum voru algeng fyrir kreppuna, jafnvel í atvinnugreinum með takmarkaðar tekjur í erlendum gjaldmiðlum. Mikil lækkun á gengi krónunnar hefur í sumum tilvikum gert eigið fé fyrirtækja að engu og skilið þau eftir með óviðráðanlega skuldabyrði. Ennfremur hefur hrun skiptasamningamarkaða gert það að verkum að fyrirtækjum eru ekki lengur neinar leiðir færar til að verja sig gegn gjaldmiðlaáhættu svo að þau eru viðkvæmari en áður fyrir frekari gengissveiflum. Eftir því sem aðgangur að erlendu lánsfé hefur minnkað verða æ fleiri fyrirtæki fyrir áhrifum hárra innlendra nafnvaxta sem ganga frekar á tekjur þeirra. Atvinnugreinar sem eru háðar innlendri eftirspurn eftir vörum þeirra og þjónustu dragast hratt saman en fyrirtæki sem framleiða samkeppnisvörur eru betur sett. Staða fyrirtækja er mjög misjöfn eftir geirum. Fyrirtæki í t.d. fasteignaviðskiptum, byggingariðnaði og innflytjendur varanlegra neysluvara eru að verða fyrir hvað mestum samdrætti en þeim óx hvað mest ásmegin í uppsveiflunni fyrir hrundið.

Rekstrarvandi fyrirtækja, lánsfjárekappa og seinkun á endurskipulagningu bankanna dregur úr atvinnuvegafjárfestingu
Vænta má útbreidds rekstrarvanda í atvinnulífinu meðan fyrirtæki draga úr skuldsetningu og leitast við að styrkja efnahagsstöðu sína.

4. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2008). „The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy“, 3. kafli í *World Economic Outlook*, apríl 2008, bls. 1–30.
5. S&P/Case-Schiller húsnæðisvísitölum er ætlað að rekja verðþróun dæmigerðs húsnæðis einnar fjölskyldu í Bandaríkjunum. Vísitalan hefur grunnild 100 í janúar 2000. Gildi samsettrar vísitölu 10 borga í febrúar 2009 er 154,7 og samsettrar vísitölu 20 borga er 143,2 en báðar vísitölurnar náðu hámarki í yfir 200 stigum.

Gjaldþrotum mun halda áfram að fjölga. Frekari tafir á því að gera bankakerfið og fjármálamarkaðina starfhæf að nýju hefðu í för með sér frekari áhættu fyrir fyrirtæki. Sama máli gegnir um langvinnt tímabil með háum vöxtum og óhóflegum aukalegum gengissveiflum krónunnar.

Viðhorfskönnun Capacent Gallup sem gerð var í mars gefur til kynna svartsýni meðal stjórnenda í 400 stærstu fyrirtækjum landsins. Tæp 95% þátttakenda álíta efnahagsástandið nú vera slæmt, þótt fyrirtækin séu svolítið jákvæðari í garð efnahagsástandsins í framtíðinni. Tæp 30% fyrirtækja telja að ástandið muni batna á næstu sex mánuðum. Langflest fyrirtækin eða 73% búast við að fjárfestingarútgjöld þeirra dragist saman á þessu ári. Samdrátturinn er mest áberandi í verslun, byggingariðnaði og iðnframleiðslu.

Þess er vænst að almenn atvinnuvegafjárfesting, að undanskilinni fjárfestingu í áliðnaði og virkjunarframkvæmdum, dragist saman allt spátímabilið og hlutur hennar í landsframleiðslu minnki og verði innan við helmingur af sögulegu meðaltali (sjá myndir IV-7 og IV-8). Fjárfesting sem tengist álversframkvæmdum í Helgúvík mun að nokkru vinna upp á móti lækkun almennrar atvinnuvegafjárfestingar en því er spáð að hlutur fjármunamyndunar í landsframleiðslu verði minni en hann hefur verið síðan árið 1995. Áfram er óvissa um álversframkvæmdir í Helgúvík en vinna við að tryggja fjármögnun verkefnisins stendur yfir. Nýlega samþykkt lög frá Alþingi gætu auðveldað fjármögnunarferlið, enda er þar tryggð hagstæð skattameðferð í samræmi við fyrri álframleiðsluverkefni. Stækkun álbræðslunnar í Straumsvík tefst nokkuð miðað við janúarspána. Því er gert ráð fyrir að fjárfesting í ál- og orkuiðnaði aukist verulega í byrjun næsta árs.

Hið opinbera getur ekki vegið upp minnkandi umsvif einkaaðila með eftirspurnarhvetjandi aðgerðum

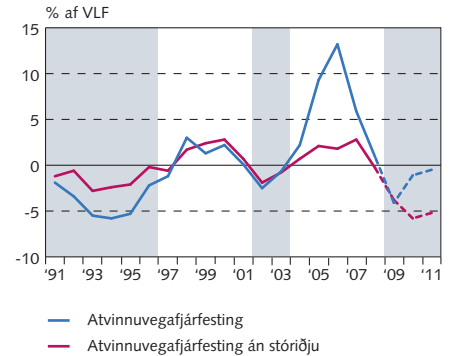
Rannsóknir sýna að umfangsmiklar ráðstafanir í ríkisfjármálum hafa oft lagt fram mikilvægan skerf til að tryggja efnahagsbata eftir fjármálakreppur. Svigrúm í ríkisfjármálum og árangur af eftirspurnarhvetjandi ráðstöfunum hins opinbera ræðst vegar af skuldum hins opinbera og óvissu um sjálfbærni skuldastöðunnar.⁶ Því verður ekki hægt að bæta upp minnkandi eftirspurn einkaaðila með aukinni samneyslu og fjárfestingu hins opinbera. Þvert á móti er þörf á aðhaldi í ríkisfjármálum til að verja sjálfbærni opinberra skulda þar sem efasemdir í þeim eignum geta tafið fyrir efnahagsbata með minni neysluútgjöldum, háum langtíma raunvöxtum, tregðu fjárfesta og veikara gengi.

Fjallað er um óvissu um horfur í ríkisfjármálum í kafla V. Eins og þar er útskýrt er gert ráð fyrir að aðhaldsaðgerðir í ríkisfjármálum muni felast jöfnum höndum í niðurskurði útgjalda og skattahækkunum. Því er spáð að samneysla dragist saman allt spátímabilið en hlutur hennar í landsframleiðslu verður engu að síður mestallt tímabilið fyrir ofan sögulegt meðaltal (sjá mynd V-6). Gert er ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera dragist saman um nálægt 48% á þessu ári og um fjórðung árið 2010 og yrði hún þá langt undir sögulegu meðaltali.

Mynd IV-8

Hlutfall atvinnuvegarfjárfestingar af VLF 1991-2011¹

Frávik frá meðaltali 1970-2007

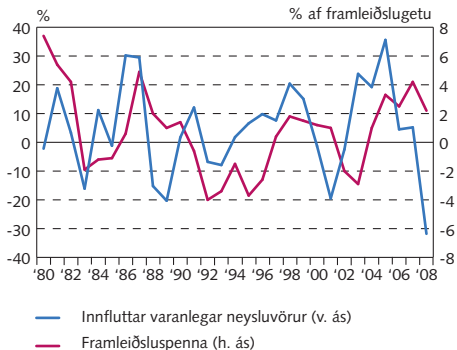


1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011. Skyggðu svæðin sýna tímabil þar sem framleiðsluslaki er fyrir hendi skv. mati Seðlabankans. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

6. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009). „From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?“, 3. kafli í *World Economic Outlook*, apríl 2009, bls. 103–138.

Mynd IV-9

Þróun framleiðsluspennu og kaupa
á innfluttum varanlegum neysluvörum¹



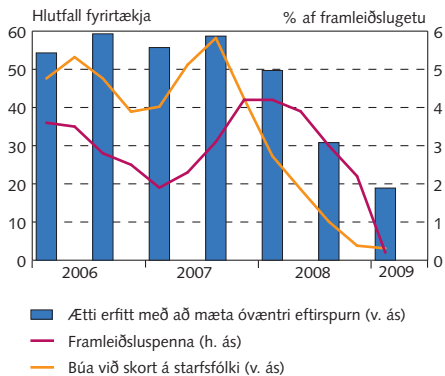
1. Til varanlegra neysluvara þar sem innfluttar vörur og aðföng eru líklegar til að veða þungt eru húsgögn, heimilsbúnaður, ökutæki, símtæki, sjónvörp, myndbönd, tölvur o.fl. Framleiðsluspenna er mat Seðlabankans.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

Vísendingar um notkun framleiðsluþátta
og þróun framleiðsluspennu¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2009

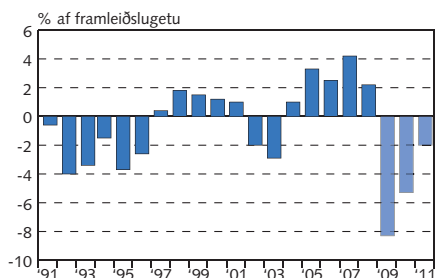


1. Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Framleiðsluspenna er mat Seðlabankans.

Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11

Framleiðsluspenna 1991-2011¹



1. Grunnspeá Seðlabankans 2009-2011.
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Sveigjanleiki hagkerfisins kemur fram í miklum samdrætti innflutnings sem beinir aðlöguninni að hluta úr landi ...

Íslenska hagkerfið er lítið og opið hagkerfi. Aðlögunin sem nú fer fram birtist því í miklum samdrætti innflutnings. Árlegur samdráttur innflutnings var 45% á fyrsta fjórðungi ársins. Gert er ráð fyrir að samdrátturinn haldi áfram þar til snemma á næsta ári þegar fjárfesting í ál- og orkuiðnaði eykst verulega. Neysla á innfluttum varanlegum neysluvörum fór að minnka áður en landsframleiðsla náði hámarki, sem er dæmigert einkenni á íslensku hagsveiflunni (sjá mynd IV-9), og gæti aukist snemma í bataferlinu.

Mikill samdráttur í innflutningi endurspeglar stóran hlut innflutnings í einkaneyslu hér á landi en einnig að stór hluti af samdráttaráhrifum nauðsynlegrar aðlögunar er að hluta beint úr landi. Samdráttur innflutnings helst í hendur við minnkandi innlenda eftirspurn en hann er líklegur til að verða meiri en nemur samdrætti innlendrar eftirspurnar þar sem sennilegt er að mikil gengislækkun krónunnar leiði til þess að heimili kjósi í enn ríkari mæli að kaupa vörur sem eru framleiddar innanlands í stað innfluttra vara en við hóflegri gengislækkanir. Ennfremur hefur hlutur innflutnings í einkaneyslu aukist í samræmi við aukna hnattvæðingu á undanförunum árum. Þessari þróun hefur nú verið snúið við, sem á móti hefur áhrif á þróun innflutnings.

... sem veldur því að landsframleiðsla dregst mun minna saman en innlend eftirspurn en framleiðsluslaki verður allt spátímabilið

Efnahagslæggðin nú mun fela í sér mesta samdrátt landsframleiðslu frá lokum síðari heimsstyrjaldar. Gert er ráð fyrir að landsframleiðsla dragist saman um 11% í ár. Hún dregst minna saman en innlend eftirspurn vegna jákvæðs framlags utanríkisviðskipta. Líkur eru á að efnahagsbatinn verði hægur. Hann verður bæði háður styrk erlendar eftirspurnar og árangri innlendra efnahagsaðgerða. Snörp aukning atvinnuleysis, sem er nú komið langt yfir jafnvægisstig, bendir til þess að verulegur framleiðsluslaci sé í þjóðarbúskapnum. Þetta staðfesta þær niðurstöður viðhorfskannana að mjög fá fyrirtæki finna fyrir skorti á vinnuafli eða ættu í erfiðleikum með að bregðast við óvæntri aukningu á eftirspurn (sjá mynd IV-10).

Hrun bankakerfisins, takmarkað framboð lánsfjár og mikil gengislækkun krónunnar hefur ekki aðeins dregið úr heildareftirspurn, eins og útskýrt var hér að framan, heldur einnig heildarframboði hagkerfisins. Þetta eykur óvissuna við mat á framleiðsluspennu. Það dregur úr framleiðslugetu hagkerfisins þegar færa þarf vinnuafli milli atvinnugreina. Til skamms tíma lítið felur þetta bæði í sér samdrátt mannauðs og tímabundinn kostnað meðan starfsfólk úr atvinnugreinum sem eiga undir högg að sækja fær þjálfun í nýjum störfum. Minna framboð lánsfjár hefur einnig neikvæð áhrif á framleiðslugetu, en það leiðir til viðtæks rekstrarvanda fyrirtækja, minnkandi veltufjármagns og þess að framleiðslufjármunir fara forgörðum. Því er gert ráð fyrir að framleiðslugeta dragist saman mestallt spátímabilið. Með hliðsjón af alvarleika kreppunnar og hægum bata er þess vænst að framleiðsluslaci verði bæði mikill og langvinnur og að hann nái hámarki á fyrri helmingi ársins 2010.

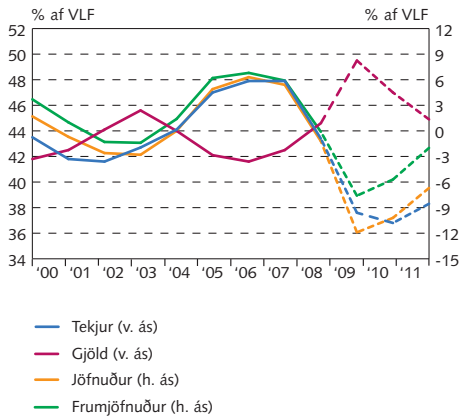
Tafla IV-1 Breytingar á mismunandi tímabilum (%)

	2002-2007 ¹	2007-2011 ²
Einkaneysla	40,6	-28,9
Samneysla	16,8	-8,2
Fjármunamyndun	104,9	-49,0
Atvinnuvegafjárfesting	140,7	-40,9
Íbúðafjárfesting	74,7	-61,3
Opinber fjárfesting	46,6	-67,8
Þjóðarútgjöld	46,5	-29,8
Útflutningur vöru og þjónustu	32,0	6,8
Innflutningur vöru og þjónustu	79,2	-46,4
Hagvöxtur	30,6	-9,2
Ráðstöfunartekjur	49,8	-21,4
Húsnæðisverð að nafnvirði	103,5	-32,3
Húsnæðisverð að raunvirði	65,5	-46,0

1. Breyting frá meðaltali ársins 2002 til meðaltals ársins 2007.

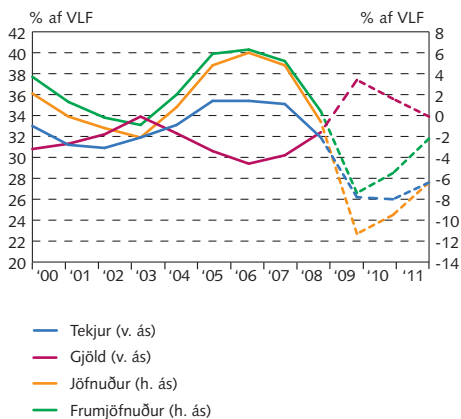
2. Breyting frá meðaltali ársins 2007 til meðaltals ársins 2011 í grunnspá Seðlabankans.

Mynd V-1
Fjármál hins opinbera 2000-2011¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2
Fjármál ríkissjóðs 2000-2011¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

V Fjármál hins opinbera

Stjórn opinberra fjármála verður mjög vandasöm í þeirri efnahagsniðursveiflu sem fylgir í kjölfar bankahrunsins á haustmánuðum. Stjórnvöldum er það þröngur stakkur skorinn að í raun er ekki hægt að tala um að fjármálastefna hins opinbera sé valfrjáls við núverandi aðstæður. Ekkert svigrúm er til að slaka á fjármálastefnunni til að draga úr samdrættinum. Þvert á móti verður nauðsynlegt að grípa til aðgerða til að draga úr þeim mikla hallarekstri sem ella yrði ef ekkert væri að gert og auka þannig enn frekar á niðursveifluna til skamms tíma lítið. Mjög erfitt yrði að fjármagna óheftan hallarekstur og hann yki á þær skuldir sem ríkissjóður situr uppi með í kjölfar bankahrunsins. Sífellt aukin vaxtabyrði vegna vaxandi skulda myndi leiða til æ meiri hallarekstrar sem aftur þyrfti að fjármagna með auknu skatt- og lánsfé þegar fram líða stundir. Það myndi grafa enn frekar undan láns hæfiseinkunn íslenska ríkisins. Opinber fjármál mega ekki við slíkri neikvæðri endurgjöf og því er brýnt fyrir langtíma vaxtarmöguleika að trúverðug aðgerðaáætlun stjórnvalda verði sett fram sem fyrst til að auka tiltrú á að opinber fjármál hér á landi séu sjálfbær, m.a. til að láns hæfiseinkunn verði ekki lækkuð enn frekar.

Aðgerða þörf til að tryggja sjálfbærni opinberra fjármála

Ljóst er að skera verður niður spáðum halla á rekstri á árunum 2009-2012 sem samsvarar í heild um 52% af landsframleiðslu ef óheftur. Aðgerðaáætlun stjórnvalda verður að leiða til árlegs bata á rekstri um a.m.k. 7½% af landsframleiðslu þegar allar aðgerðir hafa komið til framkvæmda árið 2012 til að leiðrétta frumjöfnuð. Mestur verður niðurskurðurinn að vera á árunum 2010 og 2011 til að koma í veg fyrir hraða uppsöfnun skulda. Uppsafnaður halli árána 2009-2012 næmi þannig 32% af landsframleiðslu eftir aðgerðir stjórnvalda. Stjórnvöld hafa hins vegar enn ekki gefið út yfirlýsingar um hversu umfangsmiklar aðgerðirnar verða eða að hvaða rekstrarþáttum þær beinast helst, en líklegt þykir að þær þurfi að taka á öllum þáttum rekstrar jafnt á tekju- og gjaldahlíð.

Í janúarhefti *Peningamála* voru ekki útfærðar þær aðgerðir sem grípa þyrfti til heldur látið nægja að benda á að aðgerða væri þörf af hálfu stjórnvalda varðandi fjármálastefnuna ef ekki ætti að tefla í tvísýnu sjálfbærni opinberra fjármála. Nú eru hins vegar mögulegar aðgerðir settar inn í grunnspá um afkomu hins opinbera á grundvelli þeirra almennu yfirlýsinga sem stjórnvöld hafa gefið út. Ekki er tekin afstaða til þess hvernig best væri að útfæra slíkar aðgerðir enda ekki á verksviði Seðlabankans að gera slíkt. En þar sem spágerðin þarf að styðjast við ákveðnar forsendur hefur sú leið verið valin til að allar óhlutdrægni sé gætt að láta aðgerðirnar koma annars vegar jafnt niður á tekju- og gjaldahlíð og hins vegar að bera niður í rekstri með sem jöfnustum hætti. Því er gert ráð fyrir að í aðgerðaáætlun stjórnvalda hafi skatttekjur verið auknar um 3,75% af landsframleiðslu á ári og að útgjöld hafi skerast um sama hlutfall af landsframleiðslu á ári að niðurskurði loknum. Á gjaldahlíðinni er gert ráð fyrir niðurskurði í samneyslu, fjárfestingu og tekjutilfærslum en að á tekjuhlið verði beinir skattar á heimili og fyrirtæki hækkaðir. Ekki er gert ráð fyrir hækkan

óbeinna skatta að þessu sinni en þess beðið að stjórnvöld gefi út frekari yfirlýsingar um hvað þau ætli sér í þá veru áður en slíkar skattahækkanir verða teknar inn í grunnspá.

Afkoman batnar hægum skrefum á spátímabilinu

Snarpur samdráttur skatttekna á sama tíma og útgjöld aukast vegna aukinna vaxtagreiðslna og tilfærsluútgjalda gerir það að verkum að afkoman árið 2009 verður sú versta sem mælst hefur og mun hallinn nema 11,9% af landsframleiðslu. Ekki var fyrirhugað að hefja aðhaldsaðgerðir í samræmi við sameiginleg markmið Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og stjórnvalda á þessu ári en þar sem heimtur skatttekna hafa reynt undir væntingum er nauðsynlegt að hefja aðhaldsaðgerðir strax. Niðurskurður um 20 ma.kr. hjá ríkissjóði í ár er innifalinn í ofangreindri afkomutölu. Frá og með árinu 2010 mun hallinn hins vegar taka að minnka hægum skrefum samhliða auknum þunga aðhaldsaðgerða samkvæmt aðgerðaáætlun stjórnvalda. Þannig er gert ráð fyrir því í grunnspá að afkoman verði bætt um rúmlega 45 ma.kr. árið 2010, aðra 40 ma.kr. árið 2011 og loks um tæpa 10 ma.kr. árið 2012. Þessar aðgerðir ásamt batnandi hag gera það að verkum að hallinn árið 2012 er áætlaður 2,9% af landsframleiðslu. Jafnframt er því spáð að frumjöfnuður verði jákvæður að nýju árið 2012. Frá þeim tíma verður því hægt að nýta jákvætt rekstrarframlag til að greiða niður skuldir ríkissjóðs.

Árið 2009 þegar afkoma hins opinbera er verst eru heildartekjur áætlaðar nema 37,6% af landsframleiðslu samanborið við 47,9% árið 2007 en þær taka að aukast aftur hægum skrefum uns þær nema tæplega 40% árið 2012. Samsvarandi þróun má sjá í heildarútgjöldum þótt með öfugum formerkjum sé, en áætlað er að þau nemi 49,5% af landsframleiðslu árið 2009 samanborið við 42,5% árið 2007 og taki aftur að lækka uns þau nemi 42,5% árið 2012.

Samneysla og tekjutilfærslur ekki niður fyrir söguleg viðmið

Þrátt fyrir þann mikla samdrátt sem gert er ráð fyrir í samneyslu og tekjutilfærslum fara þessar stærðir ekki niður fyrir þau sögulegu gildi sem sáust fyrir síðustu efnahagsuppsveiflu. Þannig er samneyslan árið 2011 eftir þriggja ára niðurskurð jöfn samneyslunni árið 2005 á föstu verðlagi. Hafa verður í huga að niðurskurðurinn á sér stað frá hæstu gildum sem samneyslan hefur náð. Tekjutilfærslurnar vaxa skarpt framan af og ná sögulegu hámarki í rúmlega 8% af landsframleiðslu árið 2010 og haldast yfir sögulegum viðmiðum út spátímabilið þrátt fyrir niðurskurð. Annað gildir um fjárfestingu því að hún mun falla niður fyrir söguleg viðmið á spátímabilinu. Eftir mikinn niðurskurð á þriggja ára tímabili mun fjárfesting nema tæplega helmingi af því sem hún hefur að meðaltali verið áratuginn þar á undan sem hlutfall af landsframleiðslu eða 1,7%.

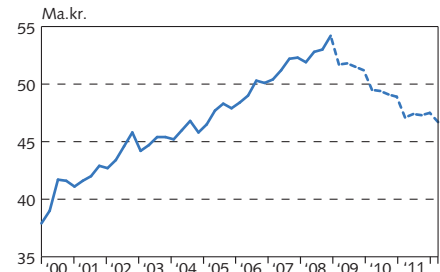
Skuldastaða verður sjálfbær

Enn ríkir mikil óvissa um það hve miklar opinberar skuldir verða út spátímamann. Skuldahlutfallið mun ráðast af því hve ríkissjóður hefur góðan aðgang að erlendri fjármögnun, sem yfirleitt er á lægri vöxtum en fást innanlands, og hver arðsemi þeirra eigna sem ríkið hefur tekið

Mynd V-3

Samneysla hins opinbera¹

Á föstu verðlagi, 1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2012

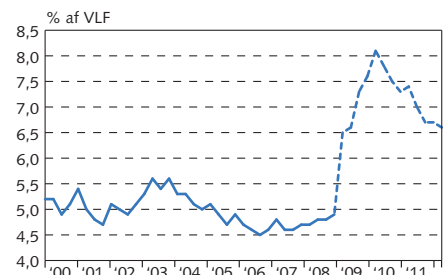


1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2009 - 1. ársfj. 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

Tekjutilfærslur til heimila¹

1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2012

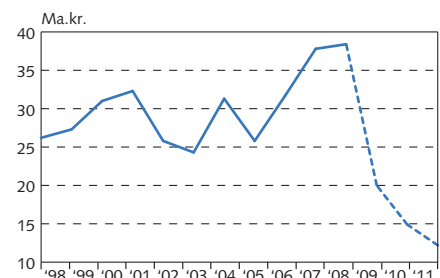


1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2009 - 1. ársfj. 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Fjárfesting hins opinbera 1998-2011¹

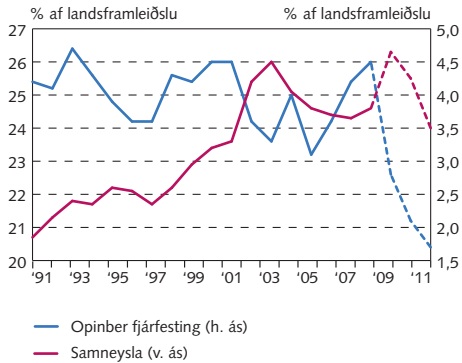
Á föstu verðlagi



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6

Hlutfall samneyslu og opinberrar fjárfestingar af landsframleiðslu að nafnvirði¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

yfir á fjármálamarkaði verður. Líklegt er þó að skuldirnar muni aukast framan af spátímanum vegna aukinna skuldbindinga og áframhaldandi hallarekstrar á samdráttartímabilinu. Þegar til lengri tíma er litið er hins vegar gert ráð fyrir að skuldahlutfallið fari í hægum skrefum lækkandi.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Eftirspurn eftir vinnuafli hefur haldið áfram að dragast saman á fyrsta fjórðungi ársins 2009 eftir þau straumhvörf sem urðu á vinnumarkaðnum á síðasta fjórðungi ársins 2008. Atvinnuleysi hefur aldrei aukist jafn hratt eða verið jafn mikið frá því að mælingar hófust. Minnkandi eftirspurn hefur ennþá aðeins leitt til minni atvinnuþátttöku í yngstu aldurshópunum. Minnkandi eftirspurn eftir vinnuafli hefur jafnframt þrýst launum niður og lækkuðu nafnlaun á almennum vinnumarkaði í fyrsta sinn á síðasta fjórðungi ársins 2008. Þeim samningsbundnu launahækkunum sem áttu að koma til framkvæmda í mars 2009 og endurskoðun á kjarasamningi aðila vinnumarkaðarins hefur verið frestað fram í júní 2009.

Atvinnuleysi í sögulegu hámarki

Atvinnuleysi hefur aldrei verið jafn mikið né aukist jafn hratt frá því að mælingar hófust. Skráð atvinnuleysi jókst úr 1,3% í september í 8,9% í mars. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi var 7,6% í mars. Fyrra hámark var í janúar 1994 þegar skráð atvinnuleysi var 7,5% og árstíðarleiðrétt atvinnuleysi 5,6%.

Aukning atvinnuleysis án fordæma

Hin mikla og hraða aukning atvinnuleysis á sér hvorki fordæmi á fyrri samdráttarskeiðum á Íslandi né í öðrum löndum sem hafa glímt við alvarlega fjármálakreppu (sjá rammagrein VI-1). Líta ber á þessa hröðu aukningu í ljósi þess að áður en erfiðleikarnir hófust hafði um mjög langt skeið ríkt umframspurn eftir vinnuafli. Atvinnuleysi hafði verið undir jafnvægisstigi (sem er metið u.þ.b. 3%) frá því í árslok 2004 og hafði sveiflast í kringum 1% síðustu tvö árin áður en kreppan skall á.

Ennfremur er núverandi kreppa í veigamiklum atriðum ólík hefðbundinni efnahagsniðursveiflu. Í dæmigerðri niðursveiflu eykst atvinnuleysi smám saman þegar minnkandi efnahagssumsvif smitast gegnum framleiðslukeðjuna. Fyrirtæki bregðast því ekki við fyrr en á síðari stigum samdráttarins með því að fækka starfsfólki. Í núverandi fjármálakreppu hefur atvinnuleysi aftur á móti aukist hratt snemma í niðursveiflunni. Verulegar uppsagnir urðu strax meðal bankastarfs- manna þegar fjármálastarfsemi var skorin niður og í atvinnugreinum sem voru nátengd eignaverðsbólunni, t.d. í byggingariðnaði og ýmsum þjónustugreinum.

Þessi mikla endurskipulagning vinnumarkaðarins kann að leiða til þess að jafnvægisatvinnuleysi aukist tímabundið meðan vinnuafli færir úr innanlandsgreinum í útflutnings- og samkeppnisatvinnugreinar.

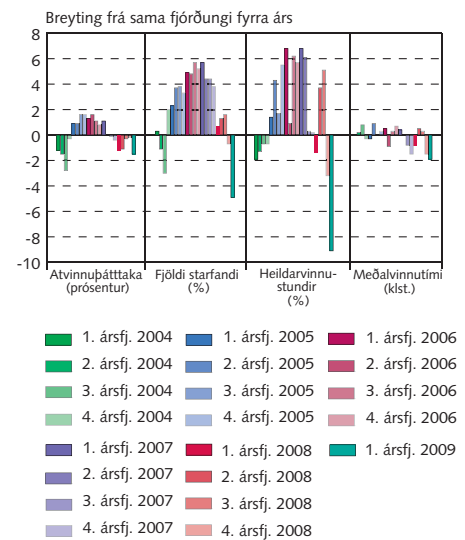
Önnur skýring á mikilli aukningu atvinnuleysis er að þeim sem eiga rétt á atvinnuleysisbótum fjölga vegna þess að starfsfólki sem hefur verið beðið um að vinna hlutastarf er gert auðveldara að sækja um atvinnuleysisbætur. Þar sem fimmtungur atvinnulausra í apríl var atvinnulaus að hluta hefði atvinnuleysi í samræmi við fyrra fyrirkomulag atvinnuleysisbóta verið talsvert undir 8% í mars.

Snarpur samdráttur heildarvinnustunda

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fækkaði heildarvinnustundum um rúmlega 9% á fyrsta fjórðungi ársins 2009 miðað

Mynd VI-1

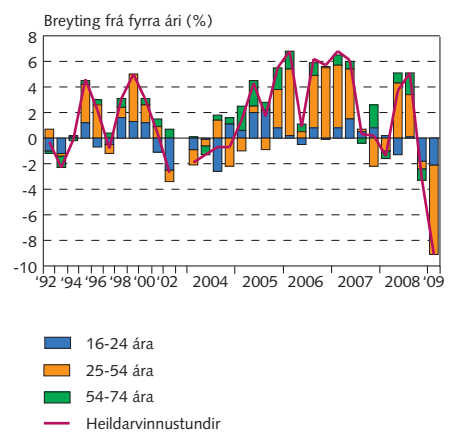
Breytingar á vinnuafli



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-2

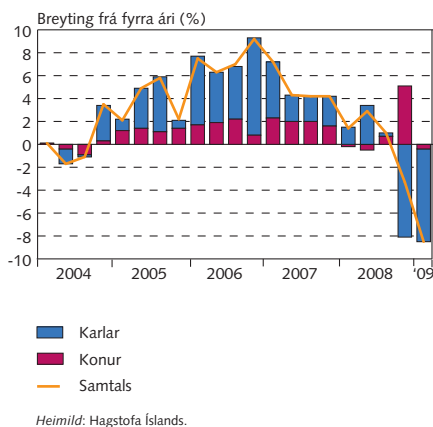
Framlag til breytinga á heildarvinnustundafjölda



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3

Breyting á fjölda starfandi



við sama tíma árið áður. Fækkun vinnustunda stafaði bæði af fækkun meðalvinnustunda í viku og fækkun fólks við vinnu í viðmiðunarvikunni.

Aðeins yngstu starfsmennirnir yfirgefa vinnumarkaðinn ...

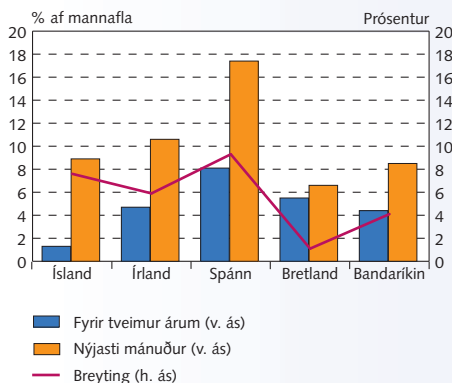
Viðbrögðin við minnkandi eftirspurn eru nokkuð mismunandi eftir aldurshópum. Minnkandi atvinnuþátttaka yngsta aldurshópsins (16–24 ára), líklega að stórum hluta námsmenn, skýrir að fullu 1,5 prósentum minni atvinnuþátttöku á fyrsta fjórðungi ársins 2009. Þessi hópur hverfur því af vinnumarkaði, eins og venja er þegar eftirspurn eftir vinnuafli minnkar. Kjarni vinnuaflsins, þ.e. aldurshópurinn 25–54 ára, hverfur hins vegar ekki af vinnumarkaðnum þegar hann missir atvinnuna heldur skráir sig atvinnulausan. Fækkun starfandi um 5% milli ára skýrist næstum að fullu af fækkun karla meðal starfandi. Fækkun yngsta launafólksins meðal starfandi skýrir rúmlega 40% af fækkuninni, sem er mun hærra hlutfall en 14% hlutdeild þess af starfandi fólki, en hlutur launafólks á aldrinum 25–54 ára var rétt undir hlutdeild þess (60%). Niðurstöðurnar staðfesta einnig að minnkandi eftirspurn hefur að nokkru verið mætt með því að fleira fólk vinnur hlutastarf þar sem rúmlega 4% fleiri starfsmenn voru í hlutastarfi á fyrsta fjórðungi ársins 2009 en á sama ársfjórðungi 2008.

Rammagrein VI-1

Atvinnuleysi í fjármálakreppum og heimssamdrætti

Mynd 1

Atvinnuleysi¹



1. Nýjasti mánuður sýnir marstölur fyrir öll lönd nema janúartölur fyrir Bretland.
Heimildir: Reuters EcoWin, Vinnuálfstafnun.

Rannsóknir sýna að jafnan er mikill munur á efnahagslæggðum sem tengjast fjármálakreppum og þeim sem tengjast öðrum áföllum.¹ Efnahagslæggðir sem tengjast fjármálakreppum eru alvarlegri og langvinnari en efnahagslæggðir sem tengjast áföllum af öðrum toga og bati eftir fjármálakreppur vill verða hægari. Í kjölfar fjármálakreppu er líklegt að vöxtur einkaneyslu verði veikari en þegar hagkerfi eru að ná sér eftir annars konar áföll og fjárfesting heldur áfram að dragast saman eftir að botni efnahagslæggðarinnar er náð meðan verið er að færa efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja í fyrra horf og tryggja eðlilegan aðgang að lánsfé. Atvinnuleysi heldur því áfram að aukast umfram það sem gerist í efnahagslæggðum af öðrum toga og gerir það jafnvel mun fyrr í niðursveiflunni.

Oft er verulegur munur á efnahagslæggðum sem verða á sama tíma í ýmsum löndum og öðrum efnahagslæggðum. Efnahagslæggðir sem fylgjast að eru dýpri og langvinnari en þær sem takmarkast við einstök svæði eða lönd og batinn veikir, sérstaklega vegna þess að útflutningur getur aðeins gegnt takmörkuðu hlutverki í batanum. Efnahagslæggðir sem tengjast bæði fjármálakreppum og heimssamdrætti eru afar fátíðar, en þær eru jafnan alvarlegar og langvinnar.

Atvinnuleysishorfur í samanburði við reynslu af öðrum fjármálakreppum

Niðursveiflan á Íslandi nú tengist mikilli fjármálakreppu og efnahags-samdrætti sem verður samtímis um allan heim. Því er líklegt að hún verði óvenjulega mikil og gera má ráð fyrir að batinn verði hægur. Raunhagkerfið hefur þegar brugðist hart við, eins og sjá má af hraðvaxandi atvinnuleysi og öðrum hagvísnum. Atvinnuleysi hefur þegar aukist um næstum 8 prósentur frá því í september 2008.

1. International Monetary Fund, (2009). „From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?“, 3. káfla í *World Economic Outlook*, apríl 2009, bls. 103–138.

Þótt aðlögun raunhagkerfisins sé þegar hafin er gert ráð fyrir að atvinnuleysi eigi enn eftir að aukast eftir því sem dregur úr framleiðslu og það muni gera tilfærslu starfsfólks milli starfsgreina hæga. Samkvæmt grunnsþánni sem birt er í þessu hefti *Peningamála* mun atvinnuleysi enn aukast á síðari hluta ársins og ná hámarki í 11% á fyrri helmingi ársins 2010. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi verði yfir 10% í um 1½ ár, frá síðasta fjórðungi þessa árs fram til fyrsta ársfjórðungs 2011, og verði áfram mjög mikið fram til 2013–2014. Þetta er nokkuð í takt við nýjustu spá OECD um að atvinnuleysi í OECD-ríkjum verði í hámarki 2010 eða snemma árs 2011 og muni ná tveggja stafa tölu í mörgum löndum, í fyrsta sinn frá því snemma á tíunda áratugnum.²

Athyglisvert er að bera þennan feril saman við reynslu annarra landa sem hafa glímt við alvarlegar fjármálakreppur. Samkvæmt nýlegri rannsókn á afleiðingum af bankakreppunni í Bandaríkjunum 1929 og bankakreppum í iðnríkjum og nýmarkaðsríkjum eftir síðari heimsstyrjöldina hefur atvinnuleysi aukist um 7 prósentur að meðaltali frá því að það var minnst til þess sem það var mest.³ Eins og alltaf dylur meðaltalið verulegan mun milli landa. Langmesta aukningin varð í Bandaríkjunum í heimskreppunni miklu, þegar atvinnuleysi jókst um rúmar 20 prósentur. Sú kreppa eftir stríðið sem komst næst þessu varð í Finnlandi þar sem atvinnuleysi jókst um 14 prósentur, en skammt á eftir fylgdu Kólumbía árið 1998 og Spánn árið 1977, en atvinnuleysi jókst þar um 12–13 prósentur. Á tíunda áratug síðustu aldar jókst atvinnuleysi einnig óvenju mikið í Svíþjóð, eða um 8 prósentur. Til samanburðar gerir grunnsþáin nú ráð fyrir að atvinnuleysi á Íslandi aukist um 10 prósentur frá þriðja ársfjórðungi 2008 (síðasta ársfjórðungnum áður en kreppan skall á) til fyrsta ársfjórðungs 2010 þegar búist er við að það nái hámarki.

Samanburður á atvinnuleysisferlinum í núverandi spá við þróun atvinnuleysis í kjölfar bankakreppna í Finnlandi og Svíþjóð (mynd 2) sýnir að gert er ráð fyrir að atvinnuleysi hér verði ekki jafn hátt og það varð í þessum löndum og að það minnki tiltölulega hratt miðað við það sem þar gerðist. Vöxtur framleiðslugetu dróst saman bæði í Finnlandi og Svíþjóð í fimm ár eftir að kreppan skall á vegna þess að kerfislægt atvinnuleysi jókst og undirliggjandi langtíma vöxtur starfa dróst saman.⁴ Kröftug alþjóðleg uppsveifla á seinni hluta tíunda áratugarins auðveldaði Svíþjóð og sérstaklega Finnlandi síðan að ná sér á strik eftir djúpan samdrátt.

2. OECD (2009). *Economic Outlook Interim Report* (mars 2009).

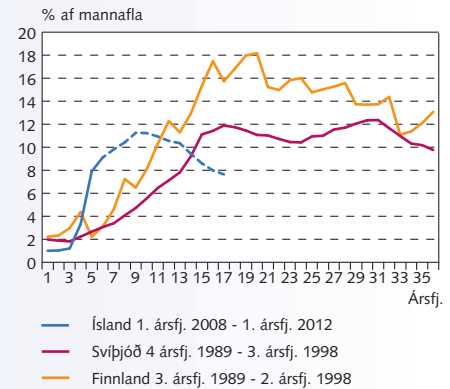
3. Reinhart, C. M., og K. S. Rogoff (2009). „The aftermath of financial crises“. *NBER Working Paper* 14656.

4. Haugh, D., P. Ollivaud and D. Turner (2009), *The Macroeconomic Consequences of Banking Crisis in OECD Countries*. OECD, Economics Department *Working Paper*, No. 683.

Mynd 2

Atvinnuleysi eftir bankakreppu¹

Fyrsti fjórðungur er þegar framleiðsluspenna nær hámarki áður en niðursveiflan hefst



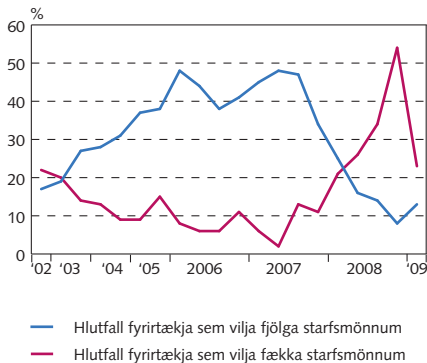
1. Grunnsþá Seðlabankans 1. ársfj. 2009 - 1. ársfj. 2012. Heimildir: Reuters EcoWin, Vinnuálagstofnun.

... en erlendir starfsmenn verða um kyrrt ...

Hið mikla innstreymi erlends starfsfólks til Íslands á undanförunum árum hefur aukið á óvissuna um atvinnuþróunina í kjölfar efnahags-erfiðleikanna. Þótt bráðabirgðatölur bendi til að erlendir ríkisborgarar hafi verið 10% færri í lok síðasta árs en um mitt árið, hefur það að heimalönd þeirra hafa í vaxandi mæli orðið fyrir barðinu á alþjóðlegu efnahagskreppunni, dregið úr líkum á að verulegur hluti ríkisborgara ESB-8-landanna snúi heim eftir atvinnumissi.

Mynd VI-4

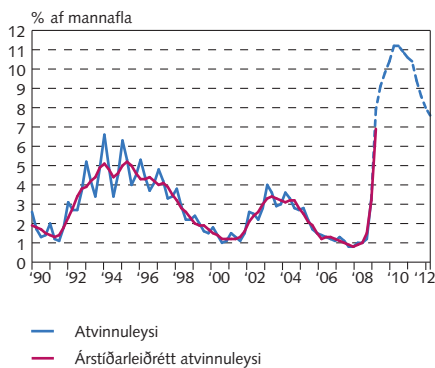
Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsmönnum á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-5

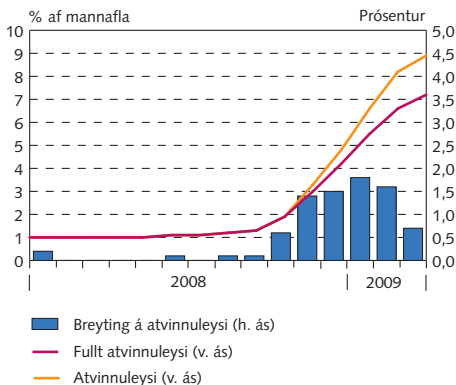
Atvinnuleysi¹



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2009 - 1. ársfj. 2012.
Heimildir: Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-6

Atvinnuleysi



Heimildir: Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Áætlað er að erlendir ríkisborgarar hafi verið í kringum 11% af vinnuaflinu árið 2008. Atvinnuleysistöður sýna að hlutfall erlendra ríkisborgara meðal atvinnulausra er hærra en hlutfall þeirra af vinnuaflinu, en það skýrist af því að þeir voru hlutfallslega fleiri í þeim atvinnugreinum sem hafa orðið verst úti af völdum kreppunnar, þ.e. byggingariðnaðinum og þjónustugreininum.

... sem og íslenskir ríkisborgarar

Það hefur endurspeglað sveigjanleika íslenska vinnumarkaðarins í árána rás að íslenskir ríkisborgarar hafa flust til og frá landinu eftir því hvernig árar. Ólíklegt er að þetta einkenni verði eins áberandi nú eins og í fyrri niðursveiflum þar sem heimskreppan mun hafa svipuð áhrif á eftirspurn eftir íslenskum og erlendum ríkisborgurum.

Fjórðungur fyrirtækja vill enn fækka starfsfólki

Væntingar almennings um atvinnuástandið hafa glæðst undanfarna mánuði samkvæmt væntingavísitölu Gallup, eftir að hafa náð lágmarki í janúar sl. Þetta er hins vegar ekki í samræmi við niðurstöður viðhorfskönnunar sem Capacent Gallup gerði í mars meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem gefur vísbendingu um að vinnumarkaðurinn eigi enn eftir að veikjast. Tæpur fjórðungur fyrirtækjanna ætlar enn að fækka starfsfólki, í samanburði við ríflegan helming í könnuninni í desember 2008. Flest fyrirtæki virðast þegar hafa gert nauðsynlegar breytingar á starfsmannafjölda, þar sem 64% ætla að halda óbreyttum fjölda starfsfólks, sem er fjölgun úr 40% í síðustu könnuninni í desember. Rétt tæpur fjórðungur fyrirtækja á stór-Reykjavíkursvæðinu lýsti áhuga á að fækka starfsfólki, en rúmlega helmingi færri á landsbyggðinni. Mesta breytingin á ráðningaráformum var í byggingariðnaðinum þar sem fimmtungur fyrirtækjanna vill nú ráða starfsfólk, andstætt 5% í desember.

Atvinnuleysi kann enn að aukast verulega

Hröð aukning atvinnuleysis er í samræmi við janúarspána. Enda þótt hægt hafi nokkuð á atvinnuleysisráningu seinni hluta marsmánaðar er því spáð nú í ljósi versnandi efnahagshorfa að atvinnuleysi haldi áfram að aukast á næstu misserum og verði um 11% frá upphafi næsta árs og haldist svipað þar til á fyrri hluta ársins 2011, minnki síðan smám saman eftir því sem efnahagsumsvif aukast en verði áfram vel yfir jafnvægisstigi allt spátímabilið.

Þrýstingur til lækkunar launa

Eins og rætt var hér að framan benda atvinnuleysistöður og niðurstöður vinnumarkaðskönnunarinnar til þess að fólk sem hefur misst vinnuna fari hvorki af vinnumarkaðnum né flytjist úr landi í neinum mæli. Þar sem minna framboð vinnuafls vegur ekki upp á móti minni eftirspurn ætti þrýstingur til lækkunar launa að vera talsverður. Nafnlaun, eins og þau eru mæld út frá launavísitölu Hagstofu Íslands, virðast þó ekki hafa breyst til samræmis við þetta. Vissulega kom fram lækkun (0,6%) nafnlauna milli mánaða í launavísitölu nóvembermánaðar í fyrsta sinn í tuttugu ára sögu launavísitölnnar. Ennfremur lækkuðu nafnlaun á almennum vinnumarkaði um 0,5% milli fjórðunga á síðasta fjórðungi

ársins 2008.¹ Á fyrsta fjórðungi ársins 2009 hækkuðu laun hins vegar um 0,9% frá ársfjórðungnum á undan. Nam árhækkunin í mars 5,5% og hefur ekki verið jafn lítil frá því í lok árs 2004. Það eru aðallega tvær skýringar á því hvers vegna launavísitalan sýnir ekki meiri lækkun nafnlauna. Í fyrsta lagi vega kjarasamningsbundnar launahækkanir í sumum fyrirtækjum og atvinnugreinum upp á móti launalækkunum í öðrum. Í öðru lagi mælir launavísitalan aðeins breytingar á föstum launum hjá þeim sem gegna sömu stöðu innan sama fyrirtækis. Hún sýnir því ekki áhrifin af því að skipt er um starf, innan fyrirtækis eða milli fyrirtækja, sem í niðursveiflu felur oftast í sér að starfsfólk sættir sig við lægri laun.

Aðrar leiðir til að draga úr launakostnaði

Atvinnurekendur sem vilja draga úr kostnaði geta gert það á annan hátt en að lækka föst laun. Hraðvaxandi atvinnuleysi sýnir að víða hefur starfsfólki verið fækkað. Annað úrræði sem atvinnurekendur geta gripið til er að biðja starfsfólk um að vinna styttri vinnutíma, en það er staðfest með tölum vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar fyrir fyrsta fjórðung ársins 2009. Þessi lausn var auðvelduð með breytingum á lögum um atvinnuleysisbætur sem áður er getið þar sem fólki í hlutastarfi er gert kleift að sækja um atvinnuleysisbætur.

Endurskoðun kjarasamninga frestað

Lækkun launakostnaðar er því líklega meiri en opinberar tölur sýna. Jafnframt var kaupmáttur launa 9% lægri á fyrsta fjórðungi ársins en á sama tíma í fyrra. Endurskoðun kjarasamninga aðila vinnumarkaðarins frá 2008, sem hefði átt að fara fram í febrúar, hefur einnig verið frestað fram í júní. Sama gildir um umsamdar launahækkanir sem áttu að taka gildi í mars sl.

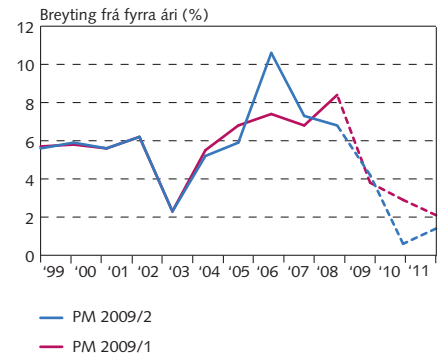
Seðlabankinn hefur gert ráð fyrir því í fyrri spám að endurskoðunarákvæði kjarasamninga yrðu virk og að þau myndu hafa í för með sér auknar hækkanir á launakostnaði, en þó ekki nægilegar til að viðhalda kaupmætti launa. Í spánni nú er gert ráð fyrir að aðeins lítill hluti af umsömdum launahækkunum í mars 2009 komi til framkvæmda á þessu ári og að endurskoðun til að tryggja kaupmátt komi ekki til álita miðað við versnandi atvinnuhorfur.

Þegar er tekið að draga úr atvinnuþátttöku og er gert ráð fyrir að sú þróun haldi áfram. Áætlað er að atvinnuþátttaka í ár verði um tveimur prósentum minni en í fyrra, og í lok spátímabilsins verði hún um 5 prósentum minni eða um 78%. Það er töluvert lægra þátttökuhlutfall en var á samdráttarskeiðinu í byrjun síðasta áratugar. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir að svo stór hluti vinnuafslins yfirgefi vinnumarkaðinn er áætlað að atvinnuleysi verði það mikið að það muni fyllilega halda launaskriði í skefjum. Launahækkanir árin 2009 og 2010 verða því óvenju litlar.

Eins og fjallað er um í kafla IV mun fjármálakreppan leiða til töluverðs samdráttar í framleiðslugetu þjóðarbúsins. Það gerir það

Mynd VI-7

Launakostnaður á framleidda einingu
1999-2011¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Þetta er í fyrsta sinn frá því að mælingar hófust í desember 1988 að vísitalan lækkar vegna lækkunar fastra launa. Fyrri dæmi tengjast dreifingu eingreiðslna yfir árið eða því að launahækkanir hafi verið teknar til baka með setningu bráðabirgðalaga.

að verkum að framleiðnivöxtur verður tiltölulega lítill á spátímabilinu, sérstaklega framan af. Launakostnaður á framleidda einingu mun því aðeins dragast lítillega saman á seinni hluta næsta árs þrátt fyrir óverulegar launahækkningar. Launakostnaður mun síðan taka að aukast á ný á fyrri hluta árs 2011, þegar efnahagslífið tekur við sér og næsta samningalota hefst, og vera kominn í takt við verðbólguþróunarmíðið í lok spátímans.²

2. Eins og sjá má á mynd VI-7, hafa orðið breytingar á sögulegum gögnum um þróun launakostnaðurs á framleidda einingu frá því sem reiknað var með í janúarhefti *Peningamála*. Mest munar um nokkru meiri vöxt launakostnaðar árið 2006. Breytingarnar má rekja til endurskoðunar Hagstofu Íslands á launakostnaði í ljósi nýrra talna úr ársreikningum fyrirtækja.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptahallinn á síðasta fjórðungi ársins 2008 var sá mesti sem hefur mælst á Íslandi á einum ársfjórðungi. Viðskiptajöfnuðurinn var neikvæður um 199,6 ma.kr., eða 50% af landsframleiðslu andstætt 113 ma. kr. á þriðja ársfjórðungnum. Þessi viðskiptahalli stafar fyrst og fremst af 232 ma.kr. halla þáttatekjujafnaðar sem jókst um 140 ma.kr. frá þriðja fjórðungi ársins 2008. Þáttatekjuhallann má rekja til taps Íslendinga af beinni fjárfestingu erlendis og aukins vaxtakostnaðar við erlendar skuldbindingar. Vöru- og þjónustujöfnuðurinn er þó orðinn jákvæður í fyrsta sinn frá 2003.

Vöru- og þjónustuviðskipti skila afgangi ...

Vöruskiptajöfnuður varð jákvæður í september 2008. Afgangurinn nam í heild 43,7 ma.kr. síðustu fjóra mánuði ársins 2008 og 14,6 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi 2009, miðað við fast gengi. Viðsnúninginn má að miklu leyti rekja til 40% samdráttar milli ára í innflutningi á vörum og þjónustu, bæði á síðasta fjórðungi ársins 2008 og fyrsta ársfjórðungi 2009. Þessi þróun er í meginatriðum í samræmi við spána í janúar.

Halli á þjónustuviðskiptum minnkaði nokkuð milli ára á síðasta fjórðungi ársins 2008, þegar tekjur af erlendum ferðamönnum jukust um tæplega 150% milli ára meðan ferðakostnaður Íslendinga erlendis dróst saman um 12% frá síðasta fjórðungi ársins 2007. Þótt horfur fyrir útflutning hafi verið endurskoðaðar niður á við frá janúar vegna versnandi efnahagsástands í heiminum (sjá kafla II) er gert ráð fyrir því í grunnspánni að jöfnuður á vöru- og þjónustuviðskiptum batni jafnt og þétt og skili afgangi sem nemur u.þ.b. 10% af vergri landsframleiðslu á spátímabilinu.

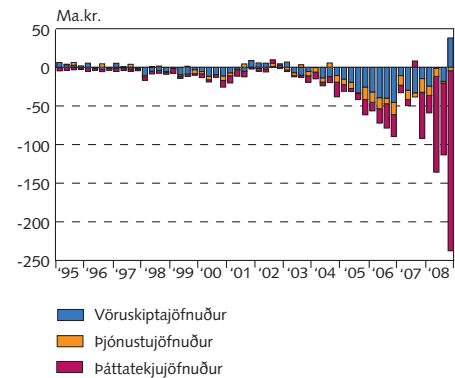
... en mikill halli er á jöfnuði þáttatekna

Þótt jöfnuður á vöru- og þjónustuviðskiptum væri orðinn jákvæður á síðasta fjórðungi ársins 2008 var viðskiptahallinn í heild sýnu meiri en í ársfjórðungnum á undan vegna verulegs halla á jöfnuði þáttatekna. Á síðasta ársfjórðungi var viðskiptajöfnuðurinn neikvæður um u.þ.b. 50% af vergri landsframleiðslu, en fyrir árið í heild var hann neikvæður um 35% af vergri landsframleiðslu, andstætt 16% árið áður. Óvissan við að meta og spá fyrir um þáttatekjur er óvenjulega mikil vegna yfirstandandi rekstrarerfiðleika fyrirtækja, en þegar búið verður að leysa vandamálin í tengslum við banka og fyrirtæki sem komust í þrot mun þróun vaxtagreiðslna sennilega reynast það sem helst ræður úrslitum um þáttatekjujöfnuðinn.

Í tekjuhlutanum nam afrakstur af vaxtagreiðslum 63 ma.kr., sem er 15% aukning frá ársfjórðungnum á undan. Engu að síður var arður og endurfjárfestur hagnaður neikvæður um 197 ma.kr., einkum vegna rekstartaps erlendra fyrirtækja í eigu Íslendinga sem er fært sem neikvæður endurfjárfestur hagnaður.

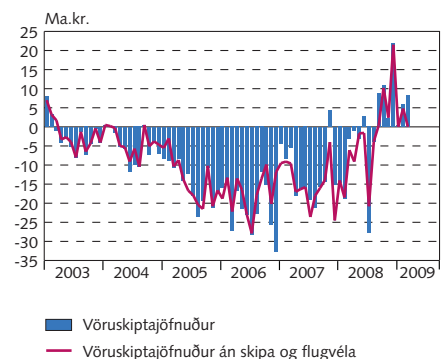
Í gjaldahlutanum var arður og endurfjárfestur hagnaður jákvæður um 96 ma.kr. á síðasta fjórðungi ársins 2008, sem er hækkun úr 8 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi og vegur að hluta upp á móti neikvæðum arði og endurfjárfestum hagnaði í tekjuhlutanum. Jákvæða gildið í gjaldahlutanum má rekja til neikvæðs endurfjárfests hagnaðar, eða

Mynd VII-1
Undirþættir viðskiptajafnaðar¹
1. ársfj. 1995 - 4. ársfj. 2008



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

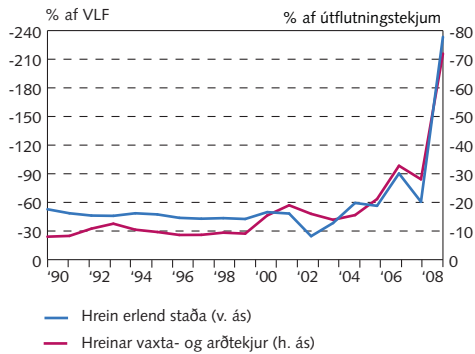
Mynd VII-2
Vöruskiptajöfnuður
Mánaðarlegar tölur á föstu gengi



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VII-3

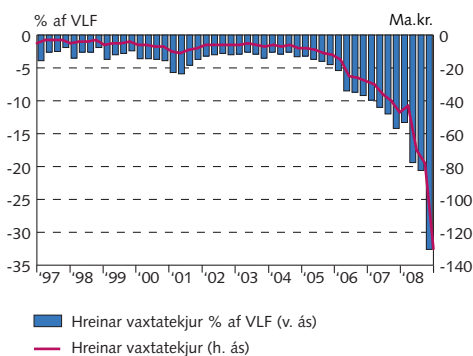
Hreinar vaxta- og arðtekjur og hrein erlend staða þjóðarbúsins
Árlegar tölur 1990 - 2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4

Hreinar erlendar vaxtatekjur
1. ársfj. 1997 - 4. ársfj. 2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

taps, íslenskra fyrirtækja í eigu erlendra aðila. Ennfremur voru vaxta-greiðslur neikvæðar um 193 ma.kr., sem er aukning um 60 ma.kr. frá ársfjórðungnum á undan.

Methalli viðskiptajafnaðar árið 2008

Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var neikvæður um 35 ma.kr. árið 2008, í samanburði við 135 ma.kr. árið 2007. Þessu til viðbótar var þáttatekjuhalli sem nam 468 ma.kr. í fyrra sem er aukning um 403 ma.kr. frá 2007. Mestöll aukningin stafar frá 242 ma.kr. hækkun á hreinum vaxta-greiðslum. Fyrir árið í heild var viðskiptahallinn 508 ma.kr., eða 35% vergrar landsframleiðslu, mesti árlegur viðskiptahalli á Íslandi til þessa.

Veruleg óvissa um þróun þáttatekna til langs tíma litið

Eins og nefnt var hér að framan er viðskiptahallinn á síðasta ársfjórðungi ársins 2008 sá mesti sem nokkru sinni hefur verið skráður hér á landi. Horfur eru á verulegum afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum samfara því að verulega dregur úr innlendri eftirspurn og innflutningi. Mesta óvissan í tengslum við viðskiptajöfnuðinn snýr að þróun þáttatekna.

Nú eru vaxtagreiðslur mikilvægasti liður þáttatekna. Launaliðurinn er óverulegur hluti þáttateknanna og ólíklegt að hann hafi nokkur áhrif. Arður og endurfjárfestur hagnaður sýnir um þessar mundir tap og mun sennilega halda því áfram um hríð. Búið er við að arður og endurfjárfestur hagnaður fari að skila sér aftur um leið og alþjóðlegu fjármálakreppunni lýkur og afrakstur af hlutfjármörkuðum í heiminum kemst aftur í eðlilegt horf. Fram að þeim tíma eru líkur á að frekara tap erlendra fyrirtækja í eigu Íslendinga hafi neikvæð áhrif á þáttatekjur.

Ekki er líklegt að liðurinn arður og endurfjárfestur hagnaður ein-kennist um langt skeið af háum neikvæðum tölum þar sem þær stafa að nokkru leyti af brunaútsölum fyrirtækja sem ramba á barmi gjaldþrots. Þegar þessi fyrirtæki komast í þrot eða rétta úr kútnum er sennilegt að þessi liður færast aftur í eðlilegra horf. Samkvæmt grunnspánni mun verða lítill háttar halli á viðskiptajöfnuði eða sem nemur 2% af vergri landsframleiðslu árið 2009, og fari í 2% afgang 2011.

Hrein erlend staða batnar smám saman

Annar mikilvægur liður, þótt hann sé ekki með í jöfnuði þáttatekna, er afskrift skulda. Þróun þessa þáttar mun líklega hafa úrslitabýðingu fyrir íslenskan þjóðarbúskap því að hann hefur áhrif á hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins.

Liður hreinna vaxtagreiðslna mun einnig hafa þýðingu. Vaxtatekjur munu líklega dragast saman vegna hruns stóru bankanna þriggja. Vaxtakostnaður mun aukast, en óvist er hversu mikið. Það er háð mörgum þáttum, svo sem endurheimt eigna og lausn lcesave-deilunnar, sem og þeim vaxtakjörum sem íslenskum stjórnvöldum bjóðast. Af sömu ástæðum er afar erfitt að meta og spá fyrir um hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins. Að gefnum nokkrum raunhæfum forsendum má þó halda því fram að hreinar skuldir Íslands séu nú innan við 140% af vergri landsframleiðslu og að skuldastaðan muni smám saman batna eftir því sem á spátímabilið líður (sjá rammagrein VII-1).

Mörg undangengin ár hefur verið halli á viðskiptum Íslands við önnur lönd. Þessi halli hefur verið fjármagnaður með erlendum lánum. Mynd 1 sýnir hreina erlenda stöðu í lok árs sem hlutfall af landsframleiðslu ársins.¹ Samkvæmt opinberum tölum Seðlabanka Íslands var hrein erlend staða neikvæð um 50% af vergri landsframleiðslu (VLF) fyrir fimmtán árum og hélst hlutfallið svipað alveg fram í byrjun þessarar aldar enda viðskipti við útlönd nálægt því að vera í jafnvægi á þeim tíma. Í kjölfar uppsveiflunnar í lok tíunda áratugar síðustu aldar hefur halli á viðskiptajöfnuði hins vegar smám saman vaxið og erlendar skuldir því aukist. Hrein erlend staða versnaði verulega og var komin í -237% af VLF á síðasta ári.

Auk viðskiptahallans sem hefur áhrif á erlendar lántökur og hagvöxtinn sem hefur áhrif á nefnara hlutfallsins, hefur afstaða gengis og innlends verðlags áhrif á hlutfallið. Ef gengi krónunnar er tiltölulega hátt miðað við innlent verðlag (og skuldir í erlendum gjaldmiðlum því tiltölulega lágur í krónum talið) mælist hlutfall hreinnar erlendar stöðu tiltölulega lágt. Þar sem skuldirnar eru reiknaðar á gengi í árslok en landsframleiðslan á meðalverðlagi ársins skiptir einnig máli hvernig staðan er í lok ársins miðað við meðaltalið á árinu. Gengi krónunnar var tiltölulega lágt miðað við innlent verðlag á árinu 2008 og sérstaklega var gengið í árslok lágt miðað við meðalverðlag á árinu. Þess vegna var hrein erlend staða sérstaklega lág í lok ársins 2008 þegar hefðbundin aðferð er notuð við að mæla þetta hlutfall. Sé hlutfallið á árunum fyrir 2008 endurmetið þannig að erlendu skuldirnar eru metnar á gengi í lok ársins 2008 og landsframleiðslan mæld á meðalverðlagi ársins 2008 breytist myndin verulega.² T.d. kemur í ljós að rekja má u.þ.b. helming lækkunar hlutfalls hreinnar erlendar stöðu úr -105% af VLF árið 2007 í -237% af VLF árið 2008 til lágs gengis krónunnar í lok ársins miðað við innlent verðlag.

Þróun erlendra eigna og skulda

Mynd 2 sýnir þróun erlendra eigna og skulda íslenskra aðila í hlutfalli af VLF og mismun þeirra, þ.e. hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins. Myndin byggist eingöngu á opinberum tölum Seðlabankans og línan sem sýnir hreina erlenda stöðu er alveg eins og á mynd 1.

Myndin sýnir að hrein erlend skuldastaða hins opinbera (Seðlabankans, ríkissjóðs og sveitarfélaga en án fyrirtækja í eigu hins opinbera eins og Landsvirkjunar og Orkuveitunnar) var mjög lág í lok árs 2007. Fjármálakreppan og hrun stóru innlendu bankanna sl. haust hafa hins vegar gerbreytt þessari stöðu.

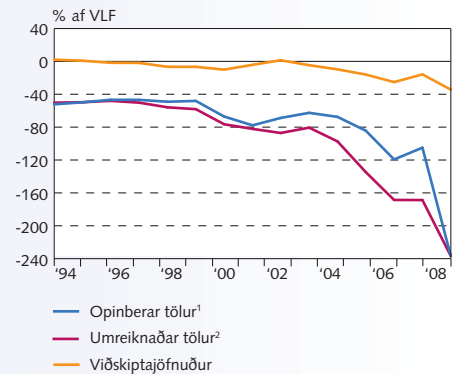
Undanfarið hefur verið unnið að því að endurmeta erlendar eignir og skuldir íslenskra aðila í ljósi upplýsinga um gjaldprot fyrirtækja. Þessari vinnu er ekki lokið enda hafa stór fyrirtæki orðið gjaldþrota á undanförunum vikum og ekki víst að þar með sé gjaldþrotahrinan afstaðin. Enn er ósamið við erlenda aðila um mikilvæga hluti eins og t.d. innlánsreikninga íslensku bankanna erlendis og ekki er búið að aflétta frýstingu eigna Landsbankans í Bretlandi. Þótt íslenskir aðilar hafi tapað gífurlegum eignum erlendis hafa útlendingar einnig þurft að afskrifa miklar skuldir íslenskra aðila. Hrein staða hins opinbera mun versna mikið en óvissara er um hreina stöðu einkaaðila og þar með þjóðarbúsins í heild.

1. Þ.e. eignir Íslendinga erlendis að frádrögnum skuldum og beinni fjárfestingu útlendinga hér á landi (e. international investment position).
2. Hér er miðað við að allar skuldir við erlenda aðila séu í erlendri mynt. Til skamms tíma var það bókstaflega rétt en síðustu árin hefur það færst í vöxt að erlend lán séu í íslenskum krónum. Í þessum útreikningum var viðskiptavegin gengisvísitala krónunnar notuð til að mæla gengisbreytingar. Svipuð þróun kemur í ljós sé notast við Bandaríkjadal í stað gengisvísitölu.

Rammagrein VII-1

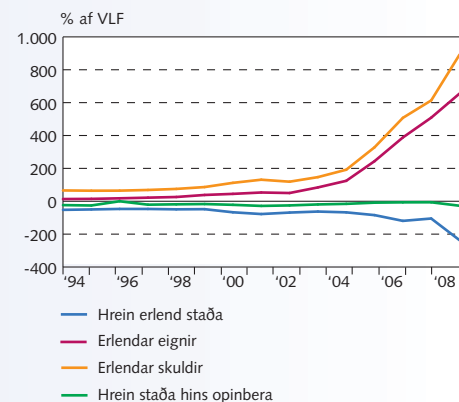
Erlend skuldastaða og þáttatekjuhallinn

Mynd 1
Hrein staða þjóðarbúsins
Árlegar tölur 1994-2008



1. Eignir og skuldir á gengi í árslok og VLF á verðlagi ársins. 2. M.v. verðlag VLF og gengisvísitölu (viðskiptavog).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Erlendar eignir og skuldir
Árlegar tölur 1994-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Próun jafnaðar þáttatekna

Hluti þeirra miklu eignabreytinga sem nú eiga sér stað í íslenskum þjóðarbúskap er skráður í opinberar skýrslur sem ávöxtun hlutafjár.³ Tap erlendra félaga í eigu íslenskra aðila telst t.d. neikvæð ávöxtun hlutafjár. Á síðasta ári var gífurlegt tap á slíkum félögum vegna erfiðrar fjárhagsstöðu þeirra og óhagstæðra markaðsaðstæðna. Tafla 1 sýnir að ávöxtun hlutafjár erlendis var neikvæð um 248 ma.kr. á árinu 2008. Af þeirri fjárhæð voru 197 ma.kr. skráðir á síðasta fjórðung ársins. Taflan sýnir gífurleg umskipti á árinu 2008 miðað við fyrri ár þegar ávöxtun hlutafjár erlendis nam háum fjárhæðum. Á síðasta ári urðu samsvarandi umskipti í ávöxtun hlutafjár í eigu útlendinga hér á landi sem var neikvæð um 102 ma.kr. á síðasta ári. Vegna neikvæðrar erlendar stöðu voru vaxtagjöld eðlilega meiri en vaxtatekjur og samanlagt var jöfnuður þáttatekna því neikvæður um 468 ma.kr. á árinu 2008 eða sem nemur 31,9% af VLF ársins. Þessi neikvæði jöfnuður þáttatekna olli því að vergar þjóðartekjur lækkuðu um tæplega þriðjung á árinu 2008 frá árinu áður.

Tafla 1

	2004	2005	2006	2007	2008
Jöfnuður þáttatekna	-38.829	-38.393	-87.213	-65.342	-468.042
Tekjur	32.944	91.153	180.829	322.267	-33.082
Laun	5.624	4.639	5.033	1.584	1.425
Ávöxtun hlutafjár	18.525	65.023	102.682	181.728	-247.771
Vaxtatekjur	8.795	21.491	73.114	138.955	213.264
Gjöld	-71.773	-129.546	-268.042	-387.609	-434.960
Laun	-817	-1.533	-2.728	-3.443	-2.621
Ávöxtun hlutafjár	-35.478	-66.606	-98.641	-91.394	102.459
Vaxtagjöld	-35.478	-61.407	-166.673	-292.772	-534.798

Svo mikið tap er vissulega mikið áhyggjuefni. Hins vegar er rétt að geta þess að þær tölur sem skráðar eru í jöfnuð þáttatekna segja ekki alla söguna um það hvaða áhrif hrun bankakerfisins hefur haft á íslenskan þjóðarbúskap þar sem sumar breytingar á eignum og skuldum eru skráðar sem breytingar á erlendri stöðu íslenska þjóðarbúskaparins án þess að hafa áhrif á jöfnuð þáttatekna. Þetta á sér t.d. stað þegar íslenskt fyrirtæki verður gjaldþrota og miklar skuldir í eigu erlendra kröfuhafa eru afskrifaðar. Þegar allt kemur til alls er það staða erlendra eigna og skulda þjóðarbúsins sem skiptir máli en ekki einungis þær breytingar sem skráðar eru í jöfnuð þáttatekna.

Áætlun um erlenda stöðu þjóðarbúsins í dag

Samkvæmt bráðabirgðatölum um stöðu erlendra lána innlendra aðila í lok fyrsta ársfjórðungs á þessu ári, þ.e. eftir að Straumur-Burðarás, SPRON, Sparisjóðabankinn og Baugur voru sett í greiðslustöðvun eða gjaldþrotameðferð, námu skuldir innlendra aðila við erlenda 2.500 ma.kr. eða sem nemur 175% af VLF ársins 2009 samkvæmt þjóðhagsspánni. Af þessum skuldum námu erlendar skuldir Seðlabanka, ríkissjóðs og sveitarfélaga 830 ma.kr., skuldir innlánsstofnana sem nú eru að mestu í opinberri eigu 300 ma.kr. og skuldir opinberra fyrirtækja um 500 ma.kr. Samtals námu skuldir þessara aðila um 1.630 ma.kr. Erlendar skuldir einkaaðila, þ.m.t. fyrirtækja í eigu erlendra aðila, námu 870 ma.kr. Búast má við að þessar skuldatalur hækki um u.þ.b. 600 ma.kr. síðar á þessu ári vegna lána sem

3. Ítarlega er fjallað um þær reglur sem gilda um færslur á eignatekjum og -gjöldum í jöfnuð þáttatekna í greinunum „Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur“, eftir Daniel Svavarsson og Pétur Örn Sigurðsson (*Peningamál 2007/2*) og „Áætlað markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda og áhrif breytinga á ytri skilyrðum á hreina erlenda stöðu“, eftir Daniel Svavarsson (*Peningamál 2008/1*).

ríkissjóður mun taka vegna greiðslna innlánstrygginga í nokkrum Evrópulöndum. Heildarskuld íslenskra aðila gæti þá numið um 3.100 ma.kr. eða um 220% af VLF ársins. Rétt er að geta þess að búist er við að hægt verði að endurgreiða stóran hluta af þessu 600 ma.kr. láni með andvirði erlendra eigna Landsbankans sem hægt verði að selja á næstu árum. Í greinargerð sem fjármálaráðherra kynnti 17. mars sl. er gerð grein fyrir áætlunum skilanevndar Landsbankans um að hægt verði að fá 527 ma.kr. fyrir eignir bankans sem hægt verði að nota til að endurgreiða þetta lán. Gangi þetta eftir verða hrein útgjöld vegna innlánstrygginganna því 73 ma.kr.⁴ Eins og bent er á í greinargerðinni eru allar slíkar áætlanir augljóslega mjög óvissar.

Á móti þessum skuldum eru erlendar eignir. Mikið af þeim eignum sem enn eru skráðar sem erlendar eignir íslenskra aðila eru væntanlega ekki mikils virði. Sumar aðrar eignir ættu hins vegar að vera nokkuð tryggar og rétt skráðar, t.d. gjaldeyrisforði Seðlabankans sem nemur 430 ma.kr. og erlendar eignir lífeyrissjóðanna sem nema 500 ma.kr. Þessir tveir liðir eru samtals 930 ma.kr. Ef þessar eignir eru dregnar frá 3.100 ma.kr. skuld fæst hrein skuld sem nemur 2.170 ma.kr. eða sem svarar rúmlega 150% af áætlaðri VLF ársins. Ef bætt er við eignum gömlu bankanna í Evrópu sem verða seldar til að greiða niður lán vegna innistæðutrygginga í þessum löndum sem nema 500 ma.kr., fæst hrein skuld sem nemur 1.670 ma.kr. eða sem svarar tæplega 120% af áætlaðri VLF ársins. Rétt er að geta þess að hrein erlend staða þjóðarbúsins er um 300 ma.kr. eða rúmlega 20% af VLF lakari vegna eigin fjár í fyrirtækjum á Íslandi sem eru í eigu erlendra aðila. Þetta gefur hreina erlenda stöðu sem nemur -140% af VLF ársins.

Rétt er að líta á þessar tölur sem efri mörk skuldabyrðarinnar því sennilegt er að hér séu einhverjar eignir vantaldar og gera má ráð fyrir að einhverjar skuldir til viðbótar muni falla brott vegna frekari gjaldþrota.

Í grunnspá þessa heftis *Peningamála* er gert ráð fyrir um 2% viðskiptahalla á þessu ári en að jafnvægi verði í viðskiptum við útlönd á því næsta. Frá og með þeim tíma fer að myndast vaxandi afgangur á viðskiptajöfnuði. Hrein skuldabyrði mun því lækka hratt á næstu árum. Áætlað er að skuldin hafi lækkað um 100 ma.kr. árið 2011 eða um 8% af VLF og lækki hratt eftir það. Allar slíkar áætlanir eru auðvitað mjög viðkvæmar fyrir þeim vaxtaforsendum sem miðað er við.

Áætlun um jöfnuð þáttatekna

Mögulegt er að neikvæð ávöxtun hlutafjár á þessu ári valdi því að jöfnuður þáttatekna verði töluvert neikvæður á þessu ári eins og í fyrra. Hins vegar má ætla að þegar yfirstandandi hrinu gjaldþrota lýkur verði ávöxtun erlendra verðbréfa í eigu íslenskra aðila erlendis (t.d. um 500 ma.kr. eignar lífeyrissjóðanna) nær því að teljast eðlileg og sömuleiðis ávöxtun eigna erlendra aðila hér á landi. Vaxtatekjur verða væntanlega litlar, eins og þær voru fyrir bankaútrásina, en vaxtagjöld munu ráðast af þeim erlendu lánum sem eftir verða þegar gjaldþrotahrinan er yfirstaðin. Í ljósi þessa er rétt að áætla jöfnuð þáttatekna út frá áætlunum um hreina stöðu þjóðarbúsins og þeim vaxtakjörum sem bjóðast frekar en að miða við mjög óvissar tölur um ávöxtun hlutafjár.

Lélegt lánshæfi íslenskra aðila veldur því að erlendar fjármálastofnanir krefjast hás áhættuálags ofan á lán til íslenskra aðila, jafnvel allt að 10 prósentur ofan á LIBOR-vexti. Verulegar líkur eru á því að hægt verði að fjármagna skuldir íslenskra aðila með mun hagstæðari kjörum vegna aðkomu erlendra stjórnvalda

4. Greinargerðin er birt á slóðinni http://www.island.is/media/frettir/thjodarbúskapur_fjarmal.1.pdf.

og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Í grunnsþá Seðlabankans er gert ráð fyrir að hægt verði að fjármagna erlendar skuldir opinberra aðila með lánum í erlendri mynt sem bera 4–5% vexti en verðbréfaeign erlendra aðila í íslenskum krónum muni bera nokkru hærri vexti fyrst í stað. Miðað við þessar forsendur gæti jöfnuður þáttatekna orðið neikvæður um nálægt 10% af landsframleiðslu næstu tvö ár en batnað hratt eftir það.

VIII Verðlagsþróun og verðbólguhorfur

Verðbólga hefur hjaðnað nokkru meira og hraðar en búist var við í *Peningamálum* í janúar sl. og nam rúmlega 17% á fyrsta ársfjórðungi, sem er tæplega 1½ prósentu minni verðbólga en spáð var. Gengi krónunnar var heldur sterkara á fyrsta ársfjórðungi en vænst var auk þess sem lækking húsnæðisverðs hafði meiri áhrif til hjöðnunar verðbólgu en búist var við. Einnig hefur alþjóðleg verðbólga hjaðnað verulega og hrávöruverð á heimsmarkaði er stöðugra eftir að hafa lækkað mikið á síðasta ári. Horfur eru á að verðbólga minnki hratt á næstu misserum enda samdráttur eftirspurnar mikill og vaxandi slaki í þjóðar-búskapnum. Verðbólguvæntingar hafa lækkað verulega og horfur eru á að verðbólga verði komin niður fyrir 10% á þriðja ársfjórðungi 2009 og nái verðbólgu markmiðinu snemma á næsta ári. Helsti óvissuþátturinn sem gæti leitt til meiri verðbólgu er gengi krónunnar en aðrir undirliggjandi þættir draga úr verðbólguþrýstingi.

Hjöðnun verðbólgu er hafin

Verðbólga náði hámarki í janúar sl. þegar hún nam 18,6% og hafði aukist afar hratt árið 2008, einkum vegna áhrifa gengislækkunar krónunnar. Í apríl hækkaði vísitala neysluverðs um 0,45% frá fyrri mánuði og nam tólf mánaða verðbólga 11,9%. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig minnkað og nam 13% í apríl.¹ Árstíðarleiðrétt þriggja mánaða verðbólga á ársgrunni mældist 0,8% í apríl sl. samanborið við 4,6% í mars og 19½% í janúar. Þrátt fyrir að vera afar sveiflukenndur mælikvarði á verðbólgu gefur hann vísbendingu um að hratt dragi úr verðbólgu.

Lækkun húsnæðisverðs mikilvægur þáttur í verðbólguhjöðnun

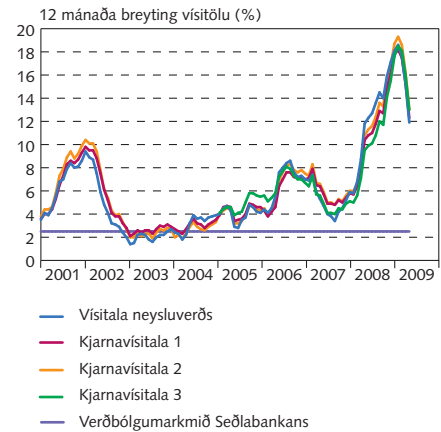
Fasteignamarkaðurinn er í djúpri lægð og er lækking markaðsverðs húsnæðis því farin að hafa meiri áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs. Lítil velta á húsnæðismarkaði og fjöldi makaskiptasamninga gerir mælingar á fasteignaverði vandasamari en áður. Sennilegt er að til-tölulega mikill fjöldi makaskiptasamninga leiði til þess að áhrifin af lækkun húsnæðisverðs séu lengur að skila sér í mældri verðbólgu. Erfitt er því að meta hversu mikið mælingar vanmeta raunverulega íbúðaverðslækkun. Húsnæðisverð hafði í apríl lækkað um rúm 12% að nafnvirði sl. tólf mánuði og um 22% að raunvirði, samkvæmt tölum frá Hagstofu Íslands um íbúðaverð á öllu landinu. Til samanburðar hafði húsnæðisverð í ársbyrjun lækkað um rúm 3% að nafnvirði und-angengna tólf mánuði.²

1. Undirliggjandi verðbólga er án áhrifa sveiflukenndra þátta, opinberrar þjónustu og raunvaxta.

2. Samkvæmt Fasteignaskrá Íslands (FÍ) hafði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu í mars lækkað um 8,5% sl. tólf mánuði en hafði lækkað um 11% á öllu landinu samkvæmt Hagstofu Íslands (HÍ). Aðferðir FÍ og HÍ við útreikning á vísitölum húsnæðisverðs eru ekki nákvæmlega eins. Í fyrsta lagi notar HÍ þriggja mánaða hlaupandi meðaltal byggt á gögnum frá FÍ við útreikning markaðsverðs húsnæðis. Í öðru lagi notar HÍ ávöxtunarkröfu til að núvirða makaskiptasamninga en FÍ horfir fram hjá þessum samningum við útreikning íbúðaverðs. Í apríl sl. notaði HÍ ávöxtunarkröfu sem var um 23%. Virði fasteignar sem greiðslu í húsnæðisviðskiptum er því lækkað um 23% við útreikning á staðgreiðsluvirði kaupsamnings.

Mynd VIII-1

Verðbólga janúar 2001 - apríl 2009¹

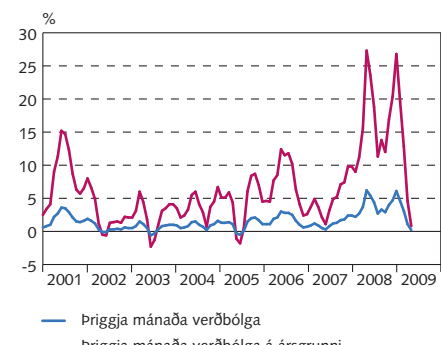


1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensins. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2

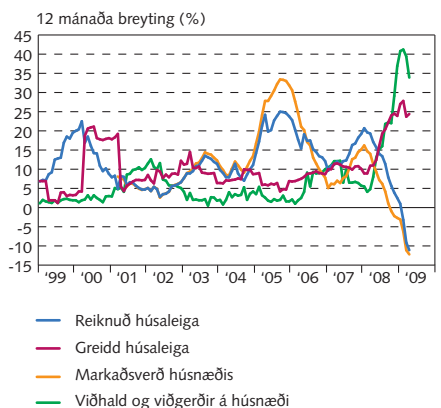
Þriggja mánaða árstíðarleiðrétt verðbólga janúar 2001 - apríl 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-3

Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs janúar 1999 - apríl 2009

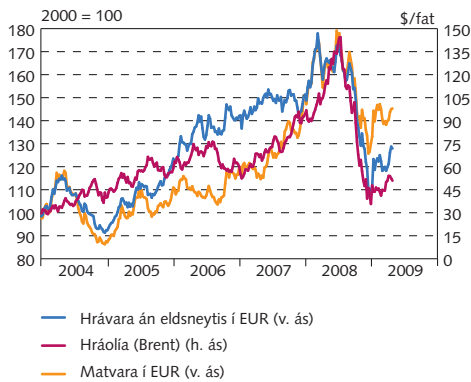


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

Hrávöruverð

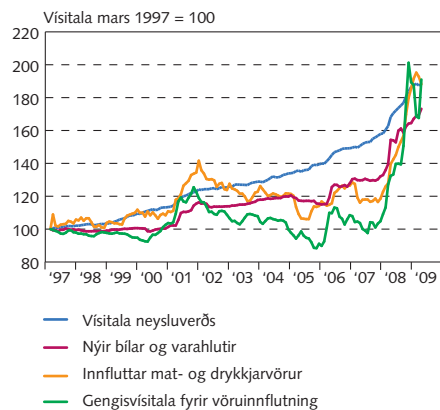
Vikulegar tölur 2. janúar 2004 - 24. apríl 2009



Heimildir: Bloomberg, Reuters Ecowin.

Mynd VIII-5

Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - apríl 2009

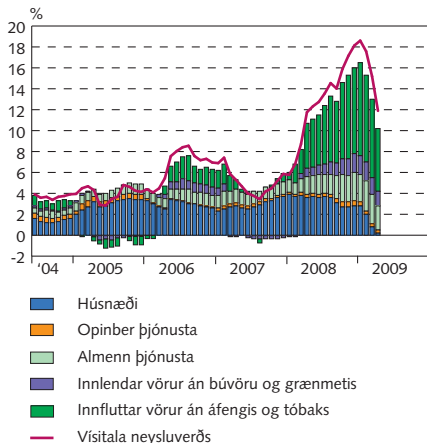


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs júní 2004 - apríl 2009

Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 12 mánuði



Heimild: Hagstofa Íslands.

Dregið hefur úr gengisáhrifum

Verð innfluttrar vöru hefur hækkað um fimmtungu sl. tólf mánuði en árshækkunin náði hámarki í 30% í janúar sl. Undanfarna mánuði hefur dregið verulega úr áhrifum gengislækkunar krónunnar á verðlag innfluttrar vöru. Gengi krónunnar var að meðaltali um 8% sterkara á fyrsta ársfjórðungi þessa árs en á síðasta ársfjórðungi ársins 2008, þótt það hafi síðan veikt frá því um miðjan mars. Einnig gerir snarpur samdráttur eftirspurnar fyrirtækjum mun erfiðara um vik að hleypa gengislækkun út í verðlag og innflytjendur taka því á sig stóran hluta gengislækkunarinnar í gegnum minni álagningu. Jafnframt hefur hjöðnun alþjóðlegrar verðbólgu áhrif til lækkunar á verði innfluttrar vöru en í mörgum helstu viðskiptalöndum Íslands er verðbólga að nálgast núllið. Hrávöruverð á heimsmarkaði hefur orðið nokkru stöðugra undanfarna mánuði en olíuverð hækkað lítillega (sjá frekari umfjöllun í kafla II). Heimsmarkaðsverð á matvælum í evrum hefur lækkað um rúmlega 11% sl. tólf mánuði og hrávöruverð án eldsneytis um u.þ.b. 23%.

Mikil óvissa er enn fyrir hendi um áhrif gengislækkunar krónunnar á verðbólgu á næstu mánuðum. Kostnaðarþrýstingur sem á eftir að skila sér út í verðlag gæti enn verið til staðar í kjölfar þeirrar miklu gengislækkunar sem hefur átt sér stað. Samdráttur innlendirar eftirspurnar minnkar hins vegar líkurnar á að áhrifin verði mikil. Hætta er einnig á að verðbólguhorfur versni ef gengi krónunnar heldur áfram að lækka en það gæti grafið undan þeirri verðbólguhjöðnun sem er hafin.

Verðhækkunar á samkeppnisvöru hafa verið miklar á meðan verð á heimamarkaðsvöru lækkar hratt

Mikill munur hefur myndast á milli mældrar verðþróunar samkeppnisvöru (e. tradable inflation) annars vegar og á heimamarkaðsvöru hins vegar (e. non-tradable inflation). Verð á heimamarkaðsvöru, líkt og fasteignum og ýmiss konar þjónusta, lækkar hratt um þessar mundir á meðan verðhækkunar á samkeppnisvöru hafa verið afar miklar m.a. vegna gengislækkunar krónunnar á síðasta ári. Samsetning liðinnar verðbólgu endurspeglar þessa þróun. Verðhækkun innfluttrar vöru skýrir rúman helming af 11,9% verðbólgu og verðhækkun innlendirar vöru um 17% af henni, á meðan allur húsnæðisliðurinn skýrir einungis um 1½% af þessari hækkun. Hins vegar hækkaði vísitala neysluverðs um 0,4% undanfarna þrjá mánuði. Verðhækkun innfluttrar vöru hafði u.þ.b. 1,4 prósentna áhrif til hækkunar vísitölunnar á því tímabili en húsnæðisliðurinn um 1,4 prósentna áhrif til lækkunar.

Framleiðsluverð getur gefið vísbendingu um horfur á undirliggjandi kostnaðarþrýstingi

Verulega hefur dregið úr tólf mánaða hækkun vísitölu framleiðsluverðs frá lokum síðasta árs, einkum vegna hækkunar á gengi krónunnar. Árshækkun mældist 11,6% í mars sl. og hafði lækkað úr 68½% í nóvember 2008. Hins vegar hefur eingöngu hluti afurða sem eru mældar í vísitölu framleiðsluverðs áhrif á innlent smásöluverð. Undirþátturinn sem inniheldur afurðir seldar innanlands gæti gefið vísbendingu um framtíðarverðþróun á ákveðnum vörum í vísitölu

neysluverðs. Framleiðsluverð þessara afurða hafði í mars hækkað um 27% sl. tólf mánuði og fór árshækkunin enn vaxandi. Hugsanlega er þetta vísbending um undirliggjandi kostnaðarþrýsting í kerfinu sem hefur ekki skilað sér út í smásöluverð vegna samdráttar innlendrar eftirspurnar. Framleiðsluverð matvæla getur einnig gefið vísbendingu um breytingu á neysluverði matvöru. Verð innendra matvæla í vísitölu neysluverðs hafði í apríl hækkað um tæplega 15% sl. tólf mánuði en framleiðsluverð matvæla hafði í mars hækkað um 22%.

Verðbólguvæntingar hafa lækkað verulega á flesta mælikvarða

Fimm ára verðbólguvæntingar út frá verðbólguálagi á skuldabréfa-markaði hafa lækkað töluvert undanfarna mánuði og námu að meðaltali 3,5% á tímabilinu 2. febrúar til 17. apríl eftir að hafa verið að meðaltali tæplega 6,5% undangengna tvo mánuði. Hafa þarf í huga að álagið samanstendur af verðbólguvæntingum og áhættuþóknun tengdri verðbólgu. Erfitt er því að aðgreina hvað hefur í raun áhrif á þessa þróun (sjá frekari umfjöllun í kafla III). Verðbólguálag hefur hækkað nýlega, einkum fimm ára verðbólguvæntingar eftir fimm ár. Sú hækkun kemur þó líklega til af óvissu um framboð og eftirspurn eftir ríkisskuldabréfum til meðal langs tíma frekar en hækkun verðbólguvæntinga.

Verðbólguvæntingar fyrirtækja hafa einnig lækkað mikið að undanfögnu. Í könnun meðal stærstu fyrirtækja landsins í mars sl. væntu stjórnendur þeirra 0% verðbólgu á næstu tólf mánuðum samanborið við 15% í síðustu könnun í desember 2008. Þeir búast jafnframt við að verðbólga verði 4% eftir tvö ár. Könnunin sýnir að einungis 17% fyrirtækja hyggjast hækka verð á vöru og þjónustu á næstu sex mánuðum samanborið við 70% í könnun í október 2008. Tæpur þriðjungur fyrirtækja reiknar með að lækka verð næsta hálfra árið miðað við einungis 6% í síðustu könnun. Þessar niðurstöður gefa til kynna hversu hratt hefur dregið úr verðbólguþrýstingi.

Ólíkt ofangreindri þróun hækkuðu verðbólguvæntingar heimila í könnun sem var framkvæmd í mars. Heimilin reikna með 17% verðbólgu á næstu tólf mánuðum samanborið við 14% í október 2008. Þau búast við því að verðbólga nemi 7% eftir tvö ár. Heimilin virðast því gera ráð fyrir að verðbólguþrýstingur verði enn mikill, hugsanlega vegna óvissu um framtíðarþróun gengis krónunnar og gjaldeyrishafta.

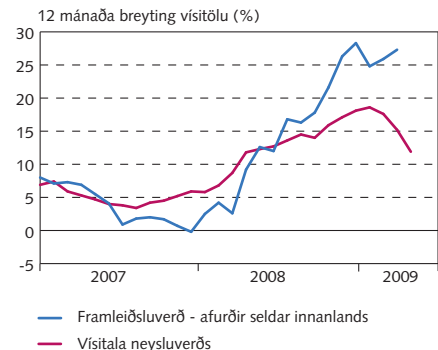
Horfur á hratt lækandi verðbólgu ...

Eins og í janúarspánni eru horfur á að verðbólga lækki hratt á næstu misserum. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði 10,7% á öðrum ársfjórðungi, um 8% á þeim þriðja og tæplega 5% á fjórða fjórðungi. Þetta er nokkru hraðari verðbólguhjöðnun en gert var ráð fyrir í janúar en þá var því spáð að verðbólga yrði rúmlega 10% á þriðja fjórðungi og um 5½% á þeim fjórða.

Verðbólguhjöðnunin í grunnspánni er heldur hraðari en fæst með tímaraðalíkönunum. Samkvæmt einföldu kostnaðarlíkani verður verðbólga rúm 6% á fjórða fjórðungi en tæp 8% samkvæmt einföldu ARIMA-líkani. Líklegt er að þessi líkön ofmeti undirliggjandi verðbólguþrýsting þar sem þau taka ekki tillit til áhrifa snarps samdráttar

Mynd VIII-7

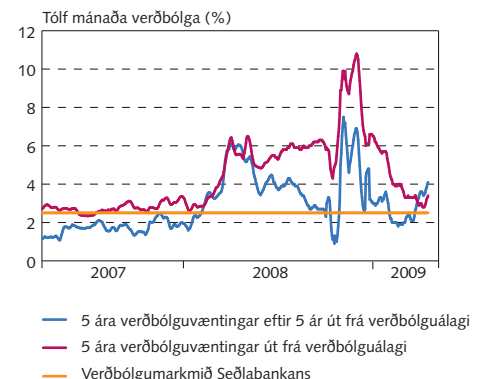
Framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands og neysluverð janúar 2007 - apríl 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-8

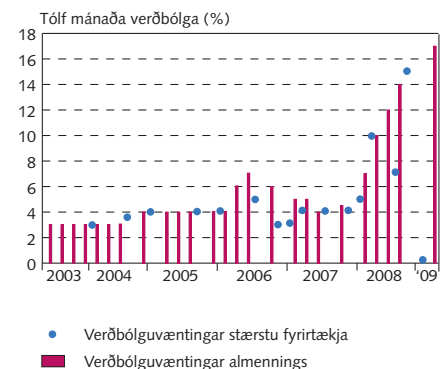
Verðbólguvæntingar m.v. mun á framvirkum óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum¹



1. Verðbólguvæntingar eru reiknaðar út frá mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa (5 daga hreyfanleg meðaltöl).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-9

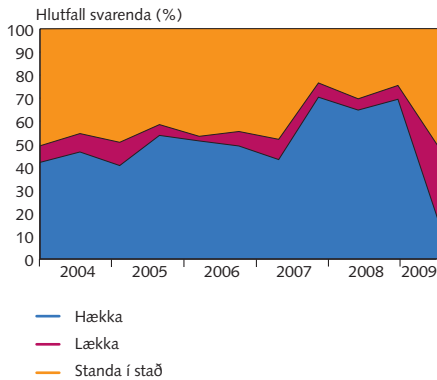
Verðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila til eins árs



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VIII-10

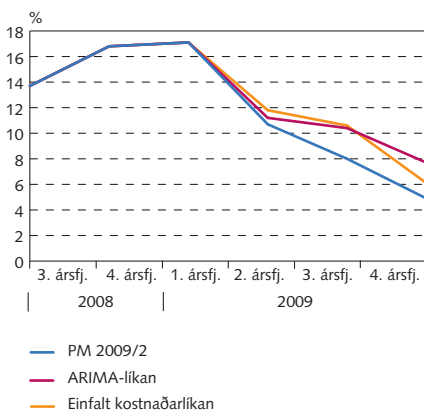
Mat fyrirtækja á eigin verðbreytingum næstu sex mánuði



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VIII-11

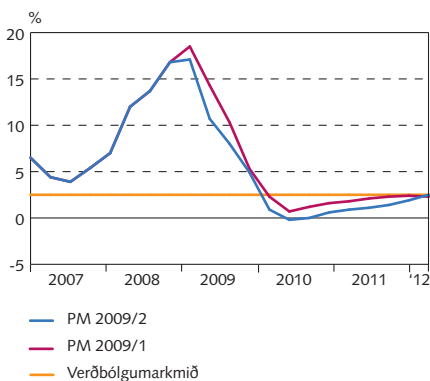
Verðbólguþáttur úr ólíkum líkönum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-12

Verðbólga - samanburður við PM 2009/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

eftirspurnar á verðbólgu og verðbólguvæntingar, og minnkandi áhrifa gengisbreytinga á verðbólgu við slíkar aðstæður. Allir þessir þættir eru mikilvægir áhrifaþættir í grunnspánni.³

Grunnspáin gerir ráð fyrir að verðbólga haldi áfram að lækka árið 2010 og að verðbólguþáttur náist snemma á því ári. Horfur eru á að verðbólga fari um tíma niður fyrir markmiðið og tímabundin verðhjöðnun er ekki útilokuð. Spáin gerir hins vegar ráð fyrir að verðbólga verði aftur komin í markmið í lok spátímans.

... enda samdráttur þjóðarbúskaðar mikill ...

Eins og rakið er í kafla IV, er útlit fyrir að samdráttur innlestrar eftirspurnar á spátímanum verði meiri en gert var ráð fyrir í janúar. Framleiðsluspennan mælist rúmlega prósentu minni á fyrsta fjórðungi ársins en spáð var í janúar. Spáin gerir ráð fyrir að slaki myndist strax á öðrum ársfjórðungi og nái hámarki á fyrsta fjórðungi næsta árs, sem er ársfjórðungi fyrr en gert var ráð fyrir í janúarspánni. Slakinn er að sama skapi nokkru meiri en í janúarspánni og helst meiri út spátímabilið.

Þróun atvinnuleysis á spátímanum endurspeglar ofangreinda þróun. Því er spáð að atvinnuleysi nái hámarki á fyrsta fjórðungi næsta árs og verði um 11%, líkt og í janúarspánni. Það mun hins vegar lækka nokkru hægar en þá var spáð (sjá kafla VI).

... sem dregur úr verðbólguáhrifum veikara gengis

Sökum snarps samdráttar innlestrar eftirspurnar og mikils slaka á innlendum vöru- og vinnumarkaði er ólíklegt að nýleg veiking á gengi krónunnar (sjá kafla III) hægi verulega á þeirri hröðu verðbólguþróun sem lýst er að ofan. Eins og áður hefur komið fram í þessum kafla er líklegra að samdrátturinn valdi því að fyrirtæki taki frekar á sig gengislækkunina í gegnum minnkandi framlegð.

Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengi krónunnar veikist lítillega framan af þessu ári en taki síðan heldur að styrkjast út spátímabilið. Talið er að gengi krónunnar gagnvart evru verði á bilinu 150-160 kr. það sem eftir lifir þessa árs en fari síðan niður fyrir 150 kr. gagnvart evru þegar komið er fram á næsta ár. Fyrir meginhluta spátímabilsins er þetta heldur veikari gengisferill en byggt var á í janúarspánni.

Takmarkaður verðbólguþrýstingur af vinnumarkaði

Mikill slaki á innlendum vinnumarkaði gerir það enn fremur að verkum að óveruleg hætta er á að gengislækkunin hafi í för með sér auknar launakröfur. Samkvæmt grunnspánni er útlit fyrir að launahækkunarverði mjög hóflegar á næstunni og að hratt muni draga úr launakostnaði á framleidda einingu (sjá kafla VI). Gerir spáin ráð fyrir að ársvöxtur launakostnaðar á framleidda einingu verði kominn niður fyrir verðbólguþáttinum á haustmánuðum og verði vel undir því allt fram á seinni hluta árs 2011.

3. Samkvæmt einföldu kostnaðarlíkani ræðst verðbólga af tölfræðilega metnu sambandi verðbólgu og þróunar launakostnaðar á framleidda einingu og innflutningsverðlags. ARIMA-líkanið er einfalt tímaráðalíkan þar sem verðbólga ræðst eingöngu af eigin sögulegri þróun.

Megintæki Seðlabankans við spágerð og greiningu er þjóðhagslíkan bankans, QMM (Quarterly Macroeconomic Model), sjá Ásgeir Daníelsson o.fl. (2009). Frá því í janúar sl. hefur Seðlabankinn stuðst við endurmetna útgáfu líkansins. Þetta endurmat hefur áhrif á þjóðhags- og verðbólguþátt bankans. Endurskoðuninni má skipta í tvo hluta.

Endurmat og endurskoðun

Efnahagssambönd líkansins eru endurmetin og endurskoðuð reglulega. Efnahagssamböndin eru nú metin með gögnum til ársins 2006 en voru áður metin með gögnum til ársins 2004. Í flestum tilvikum var endurskoðunin smávægileg en í nokkrum tilfellum breyttust samböndin. Kerfisbreyting á húsnæðismarkaði árið 2004 olli því t.d. að jöfnur sem lýsa fjárfestingu í húsnæði og húsnæðisverði breyttust nokkuð. Jafna sem lýsir einkaneyslu breyttist vegna nýrra gagna um ráðstöfunartekjur heimila frá Hagstofu Íslands sem nú er stuðst við en áður hafði bankinn notast við eigin gögn um ráðstöfunartekjur.

Framsýnar væntingar

Í spágerðinni hefur fram til þessa verið gert ráð fyrir því að væntingar séu „aftursýnar“ (e. backward looking), þ.e. þróun verðbólgu, vaxta og gengis ráðist eingöngu af sögulegri þróun en ekki af væntingum um framtíðarþróun þessara stærða (e. forward looking), eins og nútímahagræðikenningar gera ráð fyrir.

Í endurskoðaðri útgáfu QMM ákvarðast stýrivextir Seðlabankans af væntingum um verðbólgu í framtíðinni, verðbólgan sjálf ræðst m.a. einnig af væntingum um verðbólgu í framtíðinni, langtímavextir ráðast af væntingum um þróun skammtímavaxta í framtíðinni og raungengi krónunnar ræðst m.a. af væntingum um framtíðarþróun raungengisins. Væntingarnar eru sagðar „ræðar“ (e. rational), þ.e. framtíðarlaus líkansins er fundin með ítrekunum þannig að væntingar t.a.m. um framtíðarþróun verðbólgu eru réttar miðað við spá líkansins um verðbólguna. Væntingar eru því sagðar „líkanssamhæfðar“ (e. model consistent). Gert er ráð fyrir því að langtímalausn líkansins uppfylli hefðbundin „jafnvaxtarskilyrði“ (e. balanced growth condition) sem leyst hefur verið fyrir og fjallað er um í grein Ásgeirs Daníelssonar (2009).

Kostnaðurinn við að ná niður verðbólgu

Það að gera líkanið framsýnt með þessum hætti hefur mikilvæg áhrif á eiginleika líkansins. Við það að gera peningastefnuna framsýna verður hún mun skilvirkari en áður, þ.e. hægt er að ná mun hagstæðara samspili sveiflujöfnunar í verðbólgu og hagvexti en með fyrri peningastefnureglu sem gerði ráð fyrir því að stýrivextir brygðust við núverandi verðbólguþátt.

Önnur mikilvæg breyting snertir kostnað vegna verðbólguhjöðnunar. Það er vel þekkt innan hagfræðinnar að aftursýn líkön, eins og fyrri útgáfa QMM, gefa niðurstöður sem sýna töluverðan kostnað við að ná niður verðbólgu vegna þess að nauðsynlegt er að framkalla töluverðan samdrátt í raunhagkerfinu til að kveða niður háa verðbólgu. Slíkum líkönum hefur oft verið líkt við olíuflutningaskip þar sem töluvert þarf að hafa fyrir því að skipta um stefnu (sjá t.d. Berg o.fl., 2006). Fullkomlega framsýn líkön benda hins vegar til þess að kostnaðurinn sé mun minni og jafnvel enginn og er þeim jafnan líkt við hraðbát þar sem mjög auðvelt er að taka nýja stefnu. Ný útgáfa QMM er einhvers staðar þar á milli: raun- og nafnstærðir eru að hluta tregbreytanlegar, eins og fæst í aftursýnum líkönum, en mikilvægar stærðir ráðast einnig af væntingum um þróun þeirra í framtíðinni ásamt því að vera með innbyggða tregðu. Er það í takti við þá aðferðafræði sem nánast allir seðlabankar fylgja í líkanagerð.

Rammagrein VIII-1

Uppfært þjóðhagslíkan

Þessi breyting í uppbyggingu QMM hefur áhrif á þjóðhagsspár bankans. Verðbólga og langtímavextir lækka t.d. mun hraðar í nýrri útgáfu líkansins en í þeirri fyrri þar sem þær verða fyrir áhrifum af væntingum um framtíðarþróun sína í stað þess að byggjast eingöngu á sögulegri þróun, þar sem þær voru töluvert háar. Ekki er því þörf á eins háum stýrivöxtum í nýrri útgáfu QMM til að ná fram tiltekinni hjöðnun verðbólgu eins og í þeirri eldri.

Heimildir

Ásgeir Daníelsson (2009), „QMM: A steady state version“, Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, væntanleg.

Ásgeir Daníelsson, Lúðvík Elíasson, Magnús F. Guðmundsson, Björn A. Hauksson, Ragnhildur Jónsdóttir, Þorvarður T. Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2006), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy“, Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, nr. 32 [Útgáfa 1.0].

Ásgeir Daníelsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þorvarður T. Ólafsson, Ásgerður Ó. Pétursdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa Sveinsdóttir (2009), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy“, Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, nr. 41 [Útgáfa 2.0].

Berg, A., P. Karam og D. Laxton (2006), „A practical model-based approach to monetary policy analysis – Overview“, *IMF Working Paper* 06/80.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2009/2

 Tafla 1 Þjóðhagsspá¹

Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		2007	2008	Spá		
				2009	2010	2011
Einkaneysla	754,6	5,6 (4,3)	-7,7 (-6,7)	-23,5 (-25,2)	-2,1 (-4,3)	2,9 (5,5)
Samneysla	316,8	4,2 (4,2)	2,8 (3,5)	-2,7 (1,5)	-4,5 (1,8)	-3,9 (1,7)
Fjármunamyndun	364,5	-12,8 (-13,7)	-21,8 (-23,5)	-44,8 (-28,9)	12,8 (10,8)	4,9 (-1,6)
Atvinnuvegafjárfesting	219,2	-24,5 (-26,0)	-27,2 (-29,0)	-44,5 (-31,9)	35,5 (27,7)	8,0 (-5,7)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	90,6	13,2 (13,2)	-23,1 (-30,5)	-42,8 (-24,3)	-18,5 (-14,3)	7,8 (6,4)
Fjárfesting hins opinbera	54,7	19,2 (19,2)	1,6 (10,6)	-47,8 (-25,2)	-25,6 (-8,0)	-18,5 (5,5)
Þjóðarútgjöld	1.442,5	-0,6 (-1,4)	-9,3 (-8,7)	-23,5 (-20,3)	-0,3 (0,4)	1,4 (3,0)
Útflutningur vöru og þjónustu	449,7	17,7 (18,1)	7,1 (10,3)	-3,0 (0,4)	0,7 (4,9)	2,1 (4,2)
Innflutningur vöru og þjónustu	590,9	-1,0 (-1,4)	-18,0 (-16,5)	-35,6 (-26,9)	2,9 (10,7)	-1,4 (2,2)
Verg landsframleiðsla	1.301,4	5,5 (4,9)	0,3 (2,0)	-11,0 (-9,9)	-0,8 (-0,8)	2,5 (3,8)
Aðrar lykilstærðir						
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)		-10,8 (-10,5)	-2,9 (-1,4)	10,8 (9,7)	9,5 (8,2)	10,3 (9,3)
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-16,1 (-15,4)	-34,6 (-21,2)	-1,8 (0,1)	-0,5 (0,2)	2,0 (4,8)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		4,2 (3,2)	2,2 (2,8)	-8,3 (-5,8)	-5,3 (-5,5)	-2,0 (-2,5)
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala)		7,3 (6,8)	6,8 (8,4)	4,2 (3,8)	0,6 (2,9)	1,4 (2,1)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)		8,1 (8,0)	-7,5 (-6,7)	-15,6 (-17,1)	-0,1 (4,7)	0,8 (6,3)
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,0 (1,0)	1,6 (1,7)	9,3 (9,4)	11,0 (9,8)	9,1 (6,7)
Gengi krónu gagnvart evru		87,4 (87,4)	127,0 (127,0)	158,2 (146,6)	150,7 (138,0)	145,4 (140,8)

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2009/1.

 Tafla 2 Verðbólguþáttar (%)²

Ársfjórðungur	Verðbólga	Verðbólga (br. frá fyrri
	(br. frá sama tíma ári áður)	ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi	
2007:2	4,4 (4,4)	5,8 (5,8)
2007:3	3,9 (3,9)	5,6 (5,6)
2007:4	5,4 (5,4)	8,3 (8,3)
2008:1	7,0 (7,0)	8,2 (8,2)
2008:2	12,0 (12,0)	27,0 (27,0)
2008:3	13,7 (13,7)	12,1 (12,1)
2008:4	16,8 (16,8)	20,5 (20,5)
2009:1	17,1 (18,5)	9,6 (14,9)
	Spáð gildi	
2009:2	10,7 (14,3)	1,4 (9,8)
2009:3	8,0 (10,3)	1,7 (-2,8)
2009:4	4,8 (5,3)	6,9 (0,3)
2010:1	0,8 (2,3)	-6,4 (2,4)
2010:2	-0,3 (0,7)	-3,1 (3,0)
2010:3	0,0 (1,2)	2,9 (-0,7)
2010:4	0,6 (1,6)	9,5 (1,8)
2011:1	1,0 (1,8)	-4,8 (3,3)
2011:2	1,1 (2,1)	-2,4 (4,3)
2011:3	1,5 (2,3)	4,2 (-0,2)
2011:4	2,0 (2,4)	11,9 (2,3)
2012:1	2,6	-2,6
Ársmeðaltal	Verðbólga	
2007	5,0 (5,0)	
2008	12,4 (12,4)	
2009	9,9 (11,9)	
2010	0,3 (1,5)	
2011	1,4 (2,2)	

2. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2009/1.

Viðauki 2

Skekkjur í verðbólguþám Seðlabanka Íslands

Eitt meginhlutverk Seðlabanka Íslands er að stuðla að stöðugu verðlagi. Vegna tímatafa í miðlunarferli peningastefnunnar gegna spár Seðlabankans um þróun verðbólgu og annarra efnahagsstærða mikilvægu hlutverki við mótun peningastefnunnar. Með greiningu á skekkjum í spám bankans má fá betri skilning á ástæðum fráviks í spám. Þau geta m.a. stafað af ófullkomnum upplýsingum um efnahagsstærðir, mistúlkun á stöðu hagkerfisins og ófyrirséðum atburðum. Nánari athugun á skekkjum í spám bankans getur þannig gefið vísbendingar um mögulegar kerfisbreytingar í þjóðarþúskaðum sem nýst geta við frekari þróun á haglíkönnum bankans.

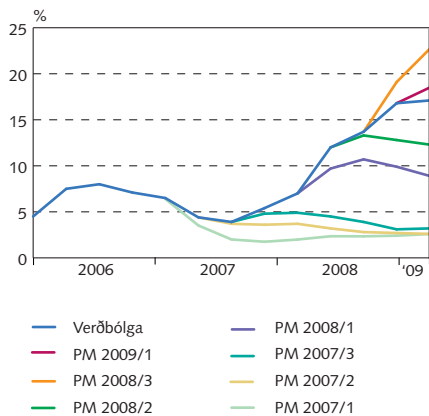
Verðbólguþám hafa vanmetið verðbólgu

Ljóst er að miðlun peningastefnunnar um efnahagslífið á undanförmum misserum hefur ekki gengið sem skyldi. Á fyrsta fjórðungi 2008 fór að bera á alvarlegum breytingum í starfsemi innlendra fjármálamárkada sem m.a. leiddu til óstöðugs gengis og sveiflukenndrar ávöxtunar á skuldabréfamarkaði. Alls veiktist krónan um nærri 40% frá síðasta fjórðungi ársins 2007 til þriðja fjórðungs 2008 en innlendir stýrivextir hækkuðu um rúm fjögur prósentustig. Í októberbyrjun komust þrjár stærstu bankar landsins í greiðsluþrot, gengi krónunnar féll enn frekar og komið var á gjaldeyrishöftum. Aðstæður á íslenskum fjármálamárkæði hafa því verið afar óvenjulegar broðurpart ársins 2008 sem engin tiltæk líkön geta nokkru sinni náð utan um með fullnægjandi hætti.

Mynd 1 sýnir spár Seðlabankans um þróun verðbólgu í *Peningamállum* 2007/1 til 2009/1 í samanburði við raunverulega verðbólgu. Verðbólga jókst jafnt og þétt á tímabilinu og ef undan er skilin spá í *Peningamállum* 2009/1 gerðu nýjar spár ávallt ráð fyrir að verðbólga yrði meiri en í fyrri spám auk þess sem hærri stýrivexti þyrfti til þess að koma verðbólgu niður að settu marki. Verðbólgu var vanspáð í öllum spám bankans nema þeim sem gerðar voru fyrir *Peningamál* 2008/3 og 2009/1. Í *Peningamállum* 2008/3 var gert ráð fyrir að verðbólga næði hámarki í tæplega 23% á fyrsta fjórðungi 2009 en í *Peningamállum* 2009/1 var spáð 18,5% verðbólgu. Í reynd mældist hún 17,1%. Í spánum var gert ráð fyrir að 30% gengisveiking sem varð á milli þriðja og fjórða ársfjórðungs 2008 myndi skila sér í meira mæli út í verðlag. Sú hefur ekki orðið raunin heldur virðist verðálagning hafa dregist verulega saman. Þessu til viðbótar hefur eftirspurn og atvinna dregist hraðar saman og framleiðslulaki komið fyrir fram en reiknað var með (sjá frekari umfjöllun í köflum IV og VIII).

Spárnar sem gerðar voru á árinu 2007 vanmátu allverulega þá verðbólgu sem framundan var. Nokkrar ástæður liggja þar að baki. Í fyrsta lagi voru efnahagssumsvif verulega vanmetin fyrir árið 2007. Í spánum var gert ráð fyrir að hagvöxtur yrði undir 1% en í reynd mældist hann 5,5% árið 2007. Í annan stað urðu húsnæðis- og launa-

Mynd 1
Verðbólguþám frá PM 2007/1 til PM 2009/1 og raunveruleg verðbólga



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verðbólga mun meiri en spár höfðu gert ráð fyrir, sérstaklega ef mið er tekið af árinu 2008. Í þriðja lagi var gengi krónunnar um 40% veikara í fyrra miðað við árið áður, en t.a.m. var einungis spáð um 20% gengisveikingu í *Peningamálum* 2008/1. Stóran hluta spáskekkjunnar má því væntanlega skýra með of bjartsýnum gengisspám.

Á mynd 2 eru spár sérfræðinga á fjármálamarkaði og fjármálaráðuneytis bornar saman við spá Seðlabankans um þróun verðbólgu milli ársmeðaltala fyrir árið 2008.¹ Skyggða svæðið á mynd 2 endurspeglar bil hæsta og lægsta gildis í spám þessara sérfræðinga um ársmeðaltal verðbólgu fyrir árið 2008. Ef úrtak spáaðila væri nægilega stórt ætti meðaltal spáa sérfræðinga og fjármálaráðuneytis að lenda nálægt miðu gráa svæðisins. Myndin varpar ljósi á það hvort fyrirliggjandi upplýsingar um stöðu efnahagsmála hafi verið vel nýttar við spágerð spáaðila hverju sinni. Þó ber að athuga að Seðlabankinn fór ekki að gera eigin spár um þróun gengis krónunnar og stýrivaxta fyrr en frá árinu 2007. Spár fyrir 2007 nýttu því ekki að fullu mat sérfræðinga bankans um líklega þróun þessara stærða. Einnig getur verið erfiðleikum bundið að gera sér grein fyrir á hversu góðum grunni spárnar eru byggðar með því að skoða eitt ár þar sem þróun mála á einu ári getur verið tilviljanakennd, þ.e. háð atburðum sem ómögulegt er að spá fyrir um. Til að fá betri mynd af gæðum spánna er því nauðsynlegt að horfa til fleiri ára og bera saman þá meginþætti sem spárnar eru byggðar á svo sem hagvöxt, aðstæður á vinnumarkaði og eignaverð.

Framan af spátímabilinu taldi Seðlabankinn að verðbólga árið 2008 yrði í grennd við verðbólgu markmið en spáaðilar gerðu almennt ráð fyrir að verðbólga yrði nokkru meiri. Árið 2006 töldu spáaðilar að verðbólga yrði á bilinu 2,5-4,3% en þó má merkja að fleiri spáaðilar töldu meiri líkur á að verðbólga yrði meiri árið 2008 heldur en að hún yrði minni. Um mitt árið í fyrra töldu spáaðilar að verðbólga ársins 2008 yrði á bilinu 10,4-12% og spáði Seðlabankinn 11,3% verðbólgu. Í reynd mældist verðbólga 12,4%.

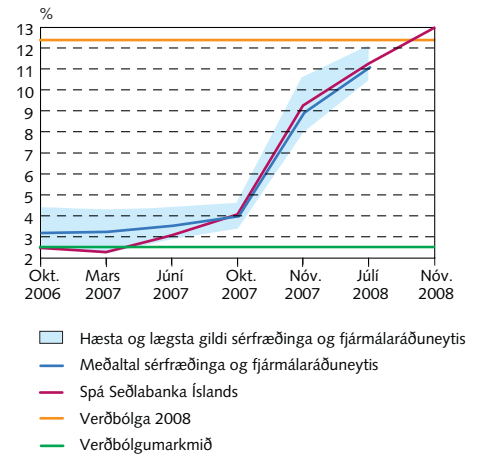
Mat á spáskekkjum yfir lengra tímabil

Við mat á verðbólgu spám er horft á meðalskekkju (bjögun) og staðalfrávik spáskekkju. Meðalskekkja sýnir hvert meðalfrávik spánna frá eiginlegri verðbólgu er og þar með hvort verðbólgu hefur kerfisbundið verið of- eða vanspáð. Neikvætt formerki gefur til kynna að verðbólgu hafi verið vanspáð með kerfisbundnum hætti. Staðalfrávik er aftur á móti mælikvarði á hversu langt spágildið er frá réttu gildi að meðaltali. Eftir því sem spáð er lengra fram í tímann mun spáskekkjan aukast þar sem meiri óvissa er fyrir hendi um þróun helstu þjóðhagsstærða.

Tafla 1 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólgu spám Seðlabankans allt að fjóra ársfjórðunga fram í tímann frá árinu 1994. Samkvæmt töflunni hefur verðbólgu verið vanspáð tvo, þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann og því meira sem lengra er horft fram í tímann. Allar meðalskekkjurnar reyndust vera tölfræðilega marktækar

Mynd 2

Spá Seðlabankans, sérfræðinga og fjármálaráðuneytis um ársmeðaltal verðbólgu 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Seðlabanki Íslands gerir ársfjórðungslega könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði þar sem þeir eru beðnir um að spá fyrir um verðbólgu milli ársmeðaltala tvö til þrjú ár fram í tímann. Þátttakendur í könnuninni voru Askar Capital ásamt greiningardeildum Glitnis, Kaupþings og Landsbankans. Verðbólgu spá fjármálaráðuneytis er hægt að finna á vef ráðuneytisins en fjármálaráðuneytið birti ekki spá sumarið 2008. Þessi könnun hefur verið framkvæmd frá október 2006 en stöðvaðist við hrun bankanna haustið 2008.

miðað við 5% öryggismörk að undanskildum skekkjunum einn og tvo ársfjórðunga fram í tímann. Á þessu tímabili hefur verið nær samfelld þensluskeið og má hugsanlega skýra vanmat verðbólgu með því að spárnar séu að miklu leyti byggðar á bráðabirgðahagtolum. Einnig ríkir jafnan mikil óvissa um efnahagsframvinduna og því að vissu leyti villandi að birta eingöngu punktspár. Dæmi um þætti sem geta leitt til verulegra frávik frá punktspá eru m.a. breytingar í heimsbúskapnum og þróun gengis krónunnar.

Tafla 1 Skekkjur í verðbólguþám Seðlabankans frá 1. ársfj. 1994

(%)	Einn ársfj.	Tvo ársfj.	Þrjú ársfj.	Fjóra ársfj.
Meðalskekkja	0,0	-0,3	-0,9	-1,1
Staðalfrávik	0,6	1,6	2,4	1,8

Frá því að verðbólguþám var tekið upp í mars 2001 hefur Seðlabankinn einnig birt verðbólguþám tvö ár fram í tímann. Tafla 2 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkja frá því að bankinn tók upp verðbólguþám. Samanburður á töflum 1 og 2 sýnir að staðalfrávik eins árs spáskekkja er meira eftir að bankinn tók upp verðbólguþám (3,3%) í samanburði við allt tímabilið (1,8%).

Tafla 2 Skekkjur í verðbólguþám Seðlabankans frá 2. ársfj. 2001

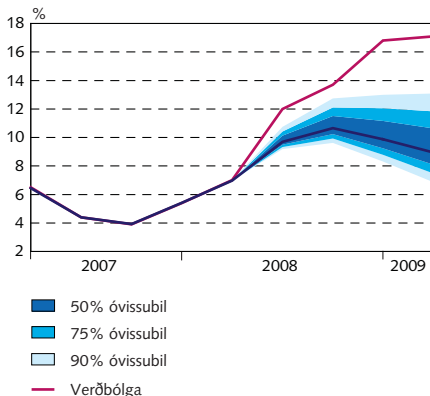
	Fjöldi mælinga	Meðalskekkja (%)	Staðalfrávik (%)
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	26	-1,5	3,3
Átta ársfjórðungar fram í tímann	24	-2,6	5,0

Frá öðrum ársfjórðungi 2001 fram til júlí 2008 hefur verðbólguþám Seðlabankans verið sett fram ásamt óvissubili hennar. Þegar metið er hvernig Seðlabankinn stendur sig í að spá fyrir um verðbólgu er nauðsynlegt að skoða spána ásamt óvissubili hennar þar sem spá fyrir hvern fjórðung byggist á óvissum forsendum. Líklegast er að verðbólgan verði nálægt grunnspánni gangi forsendur hennar eftir, en búast má við verulegum frávikum ef lykilorð forsendur spárinnar breytast.

Á mynd 3 er þróun verðbólgu þáms saman við spá Seðlabankans á fyrsta fjórðungi ársins 2008 sem birt var í *Peningamálum* 2008/1. Myndin með óvissubili spárinnar sýnir á hvaða bili búist var við að verðbólga yrði með 90% líkum. Rauða línan sýnir raunverulega verðbólgu sem var mun meiri en gert var ráð fyrir og er fyrir utan 90% óvissubilið allt spátímabilið.

Mynd 4 sýnir dreifingu mældrar verðbólgu innan óvissubilanna þriggja (50%, 75% og 90% óvissubila), þ.e. hvar hin melda verðbólga lendir á óvissubilum spáa frá fyrsta ársfjórðungi 2005 fram til júlí 2008. Sjá má að þorri spáa einn ársfjórðung fram í tímann er innan 50% óvissubilsins og í 75% tilfella lenda þær innan 75% óvissubilsins. Þegar spáð er þrjú til sex ársfjórðunga fram í tímann lenda aftur á móti æ fleiri spár fyrir utan efra 90% óvissubilið sem gefur til kynna að Seðlabankinn hafi undanfarin ár kerfisbundið vanmetið hættu á

Mynd 3
Verðbólguþám Seðlabankans frá PM 2008/1 og verðbólga
Spátímabil: 2. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verðbólgu. Niðurstaðan kemur e.t.v. ekki á óvart þegar litið er til þess að síðustu ár hefur dunið yfir þjóðarbúskapinn hver eftirspurnarskellurinn á færur öðrum sem erfitt var að sjá fyrir. Spár sjö til átta ársfjórðunga fram í tímann koma betur út en spár þrjá til sex fjórðunga fram í tímann. Í 33-40% tilfella er verðbólgan innan 90% óvissubilsins, en aðeins í 9-25% tilfella þegar spáð er þrjá til sex ársfjórðunga fram í tímann.

Tafla 3 varpar ljósi á hversu oft verðbólga hefur verið innan óvissubils spárinnar, annars vegar fjóra og hins vegar átta ársfjórðunga fram í tímann. Ef úrtak verðbólguþspáa væri nægilega stórt mætti vænta þess að helmingur spánna yrði innan 50% óvissubils, þrír fjórðu innan 75% óvissubils og níu af hverjum tíu innan 90% óvissubils líkindadreifingarinnar. Samanburður á dreifingu spáskekkja við gefna líkindadreifingu leiðir í ljós að hin raunverulegu hlutföll eru heldur lægri þegar horft er til verðbólguþspáa Seðlabankans fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímann.

Tafla 3 Dreifing mældrar verðbólgu með tilliti til verðbólguþspár frá 2. ársfj. 2001²

	Fjöldi mælinga	50%	75%	90%
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	24	6 (25%)	10 (42%)	13 (54%)
Átta ársfjórðungar fram í tímann	22	7 (32%)	13 (59%)	16 (73%)

Af tuttugu og fjórum spám sem ná eitt ár fram í tímann eru einungis sex innan 50% óvissubils (25% tilvika). Tíu mælingar liggja innan 75% óvissubilsins (42% tilvika) og þrettán innan 90% óvissubils (54% tilvika). Verðbólga var því iðulega mun meiri en talið var líklegt. Annaðhvort var því sjálf grunnspáin fjarri lagi eða óvissan í spánum vanmetin. Rétt er að hafa í huga að lengi vel voru spárnar byggðar á þeim forsendum að stýrivextir og gengi krónunnar væru óbreytt. Í sumum tilfellum hefði sú forsenda þó átt að leiða til ofmats en ekki vanmats á verðbólgu.

Eins og áður segir er að jafnaði erfiðara að spá fyrir um verðbólgu langt fram í tímann. Það endurspeglast í víðara óvissubili verðbólgu. Af spánum tuttugu og tveimur sem ná tvö ár fram í tímann eru sjö innan 50% óvissubilsins (32% tilvika), þrettán innan 75% bilsins (59% tilvika) og sextán innan 90% óvissubils (73% tilvika). Spár átta ársfjórðunga fram í tímann líta þannig út fyrir að vera talsvert betri en spár fjóra ársfjórðunga fram í tímann, en hafa ber í huga að óvissubilið er að jafnaði helmingi víðara þegar spáin nær tvö ár fram í tímann en eitt ár fram í tímann. Ef um er að ræða spár með peningastefnuviðbrögðum ættu áhrifin að vera að mestu komin fram á átta ársfjórðungum fram í tímann. Skekkjur í spám seðlabanka sem rekur verðbólguþspáum með árangursríkum hætti ættu því ekki að vera kerfisbundnar.

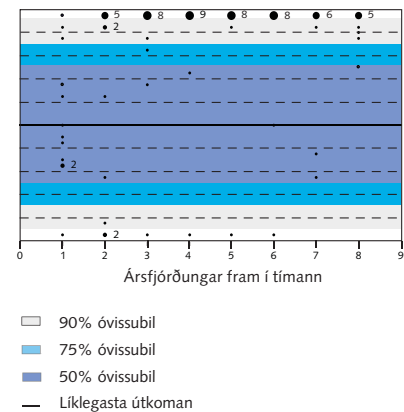
Frammistaða ýmissa líkana við að spá verðbólgu

Erfitt er að spá fyrir um verðbólgu til skamms tíma litið. Við gerð þjóðhagsspár Seðlabankans er verðbólga einn og tvo ársfjórðunga fram í

2. Í *Peningamálum* 2004/1 og 2004/3 var einungis birt punktspá. Því er um 24 mælingar að ræða í töflu 3 samanborið við 26 í töflu 2.

Mynd 4

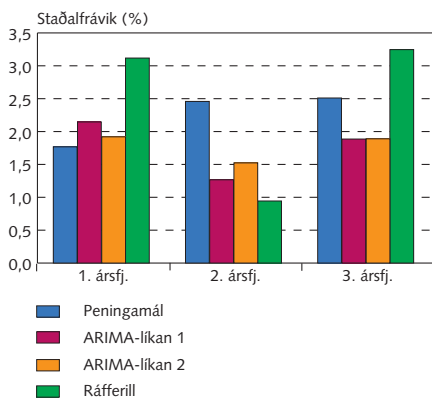
Óvissubil verðbólguþspáa og mæld verðbólga frá 2005/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* og ýmsum einföldum líkönum árið 2008¹



1. Fyrsti ársfjórðungur er fjórðungurinn sem *Peningamál* eru birt eða fyrsti fjórðungurinn sem spáð er. Annar ársfjórðungur er næsti fjórðungur á eftir birtingu *Peningamála*. Þriðji ársfjórðungur er fjórðungurinn þar á eftir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

tímann mjög mikilvægar stærðir því að ef þær eru fjarri lagi er hættu á því að verðbólguferillinn verði allur fjarri raunverulegri verðbólgu. Seðlabanki Íslands hefur nýlega þróað einföld tímaraðalikön af ARIMA-gerð sem ætlað er að spá verðbólgu einn til þrjá ársfjórðunga fram í tímann. Um er að ræða líkön þar sem einungis er notuð liðin verðbólga en ekki aðrir hagvísar eða mælikvarðar á verðbólguvæntingar, eins og t.d. þjóðhagslíkan Seðlabankans gerir. Niðurstöðurnar sem líkönin gefa verða einn af þeim þáttum sem Seðlabankinn mun líta til við verðbólguþátt til skamms tíma litið.

ARIMA-líkön hafa gefist vel við að spá fyrir um verðbólgu til skamms tíma litið. T.d. hefur ARIMA-líkan norska seðlabankans spáð betur fyrir um verðbólgu tvo og þrjá ársfjórðunga fram í tímann á árinu 2006 en birtar spár bankans. Einn ársfjórðungur fram í tímann voru birtar spár bankans hins vegar örlitlu betri.³ Á mynd 5 eru bornar saman spár Seðlabankans um verðbólgu einn, tvo og þrjá ársfjórðunga fram í tímann fyrir árið 2008. Staðalfrávik spáa sem birtar hafa verið í *Peningamálum* er borið saman við tvö mismunandi ARIMA-líkön og svo við einfaldan ráfferil (e. random walk) sem spáir einfaldlega sömu verðbólgu og í síðasta ársfjórðungi út spátímabilið. Fyrra ARIMA-líkanið er byggt á spám fyrir helstu undirliði vísitölu neysluverðs og þeir eru síðan vegnir saman í eina heildarvísitölu.⁴ Seinna ARIMA-líkanið spáir hins vegar heildarvísitölunni beint. Eins og sjá má eru spár ARIMA-líkananna betri en þær spár sem birtar hafa verið í *Peningamálum* tvo og þrjá ársfjórðunga fram í tímann en síðri einn ársfjórðungur fram í tímann. Spár ráfferilsins eru mun lakari en aðrar spár einn og þrjá ársfjórðunga fram í tímann en betri en aðrar spár tvo ársfjórðunga fram í tímann. Þessar niðurstöður gefa til kynna að bæta megi skammtíma verðbólguþátt Seðlabankans með því að styðjast einnig við ARIMA-líkön.

3. Sjá nánar *Economic Bulletin* 2/2007, „Evaluation of Norges Bank’s projections for 2006“, bls. 77-89.

4. Um er að ræða tólf undirliði vísitölu neysluverðs og skiptast þeir í búvörur án grænmetis, grænmeti, aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur, aðrar innlendar vörur, innfluttar mat- og drykkjarvörur, nýr bíll ásamt varahlutum, bensín, innfluttar vörur aðrar, áfengi og tóbak, húsnæði, opinber þjónusta og að lokum önnur þjónusta.