



PENINGAMÁL

2009 • 1

Efnisyfirlit

- 3 *Stefnuyfirlýsing bankastjórnar Seðlabanka Íslands*
Stýrivextir óbreyttir
- 5 *Verðbólguhorfur og stefnan í peningamálum*
Horfur á minni verðbólgu en áður var spáð

Viðauki 1: Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2009/1

Markmið peningastefnu Seðlabanka Íslands er að stuðla að almennri efnahagslegri velferð á Íslandi. Það gerir Seðlabankinn með því að stuðla að stöðugu verðlagi sem er meginmarkmið hans. Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er þetta skýrt svo að Seðlabankinn stefni að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.

Fagleg greining og gagnsæi eru mikilvægar forsendur trúverðugar peningastefnu. Með útgáfu ritsins *Peningamála* leitast Seðlabankinn við að uppfylla þau skilyrði. Í ritinu birtist tvisvar á ári, í byrjun maí og byrjun nóvember, ítarleg greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum. Í janúar og ágúst, birtist uppfærð spá með stuttri umfjöllun um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum. Vaxtaákvörðanir bankastjórnar Seðlabankans byggjast meðal annars á þessari greiningu. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Umgjörð peningastefnunnar, framkvæmd hennar og stjórnækjum er nánar lýst á slóðinni www.sedlabanki.is/?PageID=3

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Arnór Sighvatsson, formaður

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Tryggvi Pálsson

Rannveig Sigurðardóttir

Helga Guðmundsdóttir

35. rit. Janúar 2009

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

Öllum er frjálst að nota efni úr *Peningamálum* en þess er óskað að getið sé heimildar.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Stýrivextir óbreyttir

Bankastjórn Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að stýrivextir bankans skuli vera óbreyttir, þ.e. 18%.

Frá því að síðasta ákvörðun bankastjórnar um stýrivexti var kynnt og bankinn birti spár sérfræðinga sinna í byrjun nóvember sl. hafa ýmsir þættir efnahagsmála skýrst, þótt óvissa sé eðli málsins samkvæmt enn afar mikil. Gengið hækkaði skarpt eftir að viðskipti hófust á milli-bankamarkaði á ný í desember sl. Hækkunin gekk að nokkru til baka en síðustu tvær vikurnar hefur það styrkst á ný um 10%. Raungengi krónunnar er þó enn mjög lágt og langt undir sögulegu meðaltali. Auk þess er vaxandi afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd. Því eru forsendur fyrir umtalsverðri gengishækkun. Á móti vegur að viðskiptakjör hafa versnað nokkuð og á sumum sviðum verulega, enda hefur hagvöxtur almennt dregist saman í viðskiptalöndum Íslands. Meginviðfangsefni peningastefnunnar um þessar mundir er að stuðla að stöðugleika í gengismálum og styrkja gengi krónunnar. Hóflæg inn-grip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði hafa haft jákvæð áhrif. Hrein gjaldeyrisviðskipti bankans nema aðeins liðlega 3 milljónum evra það sem af er ári.

Verðbólga á síðasta fjórðungi liðins árs var minni en spáð var, eða 16,8% í stað 19%. Það gerðist þrátt fyrir að gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónunni hafi á síðasta fjórðungi sl. árs verið um 9% hærra en spáð var. Auk ytri ástæðna er líklegt að áhrif fjármálakreppunnar á eftirspurn skýri þessa þróun að töluverðu leyti. Við ákvörðun um stýri-vexti nú þarf ekki að huga að aðhaldi að innlendri eftirspurn. Hún hefur dregist mikið saman, sérstaklega einkaneysla af augljósum ástæðum. Horfin eru auðsáhrif af völdum sífelldra hækkana á verði hlutabréfa og húsnæðis sem ýttu undir neyslu. Verð á fasteignum hefur þegar lækkað og ljóst er að það mun enn lækka verulega. Atvinnuleysi hefur vaxið mun hraðar en gert var ráð fyrir í nóvember. Af þeim sökum og vegna verðbólgunnar hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna minnkað mikið og mun áfram minnka. Vonir standa til að aðilar á vinnumarkaði muni fást við þá framvindu af ábyrgð. Tjón sem leiddi af falli bankanna hefur verið mikið og haft mikil áhrif á innlenda eftirspurn, eins og spáð var. Aðgengi að erlendu lánsfé er mjög takmarkað.

Verðbólga virðist hafa náð hámarki. Hratt mun draga úr henni og horfur eru á minni verðbólgu í ár en spáð var í nóvember. Að ári gæti verðbólga verið komin niður í u.þ.b. 2½%.

Þrátt fyrir verulegan vöruskiptaafgang síðustu mánuðina, skilaskyldu á gjaldeyri og höft á fjármagnshreyfingum hefur gengi íslensku krónunnar styrkst hægar en Seðlabankinn vænti og telur eðlilegt. Ástæður þessa kunna að vera ýmsar. Meðal annars má nefna að greiðslufrestir hafa styst hjá innflutningsfyrirtækjum en lengst hjá út-flutningsfyrirtækjum. Viðskiptakjör hafa versnað eins og áður segir og erfiðleikar fara vaxandi í markaðslöndum Íslands í þeirri heimskreppu sem nú gengur yfir. Einnig kann birgðasöfnun útflutningsfyrirtækja að

hafa haft nokkuð um þessa þróun að segja. Þótt gengið hafi styrkst hægar en ráð var fyrir gert standa öll efni til áframhaldandi styrkingar á næstu misserum. Það er enda þýðingarmikið.

Af framantöldum ástæðum taldi bankastjórn Seðlabankans nú tímabært að hefja lækkun vaxta og var sú afstaða kynnt Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Framkvæmdastjóri hans hvatti hins vegar til þess að vöxtum yrði haldið óbreyttum að sinni m.a. vegna tímabundinnar óvissu í íslenskum stjórnámálum. Bankastjórn þykir rétt að taka mið af þessum tilmælum.

Mat Seðlabankans er að með hjaðnandi verðbólgu muni gefast færi á að lækka stýrivexti töluvert hratt án þess að stefna markmiðum bankans í gengis- og verðlagsmálum í tvísýnu. Hugsanlegt er að Seðlabankinn fjölgi ákvörðunardögum um vexti frá því sem áður hafði verið tilkynnt til þess að vaxtaþróunin fylgi verðbólguþróuninni eftir með eðlilegum hætti og einstakar vaxtabreytingar verði ekki óþægilega stórar. Vegna þeirra tímabundnu hafta sem sett voru á fjármagnshreyfingar til og frá landinu og upptöku skilaskyldu gjaldeyris hafa tengsl stýrivaxta og gengis að nokkru leyti rofnað um sinn. Á hinn bóginn er óhjákvæmilegt að taka tillit til þessara tengsla þegar hugað er að vaxtaákvörðunum til lengri tíma þar sem gengið þarf að hafa nægilegan stuðning frá vöxtum þegar losað verður um gjaldeyrishömlur.

Horfur á minni verðbólgu en áður var spáð

Verðbólga jókst hratt undanfarna mánuði, en þó hægar en reiknað var með í spá Seðlabankans sem birtist í byrjun nóvember sl. eftir hrun stóru bankanna. Það er athyglisvert í ljósi þess að gengi krónunnar hefur verið lægra en gert var ráð fyrir í spánni. Atvinnuleysi hefur aukist hraðar en spáð var, sem gæti bent til hraðari og meiri samdráttar eftirspurnar en spáð var í nóvember. Gengi krónunnar lækkaði mikið í nóvember, en lækkuunin gekk að nokkru leyti til baka í desember eftir að millibankamarkaður með gjaldeyri var endurreistur og takmarkanir á almennum viðskiptatengdum gjaldeyrisviðskiptum voru felldar úr gildi, en sveiflur voru miklar. Það sem af er ári hefur gengi krónu styrkst, en verið lægra en reiknað var með í nóvemberspánni. Markmið peningastefnunnar eru áframhaldandi styrking krónunnar og minnkun gengissveiflna. Gengisþróun ræðst sem stendur einkum af þróun utanríkisviðskipta og vaxtagreiðslna. Mikil óvissa er hins vegar um það hversu háir stýrivextir þurfa að vera til að styðja gengi krónunnar eftir að höft á gjaldeyrisviðskiptum verða afnumin. Þegar dregur úr verðbólgu verður að líkindum hægt að lækka þá ört án þess að tefla gengisstöðugleika í tvísýnu. Verðbólgan er nú nánast eingöngu drifin áfram af gengisbreytingum. Hún mun því hjaðna hratt um leið og krónan styrkist og gæti horfið að mestu leyti á árinu.

Verðbólga jókst minna en Seðlabankinn spáði í nóvember

Verðbólga jókst undanfarna þrjá mánuði og mældist 18,6% í janúar. Á fjórða ársfjórðungi sl. árs var hún 16,8%, sem er rúmlega tveimur prósentum minna en Seðlabankinn spáði í nóvember, þrátt fyrir að gengi krónunnar hafi verið heldur lægra á fjórðungnum en gert var ráð fyrir í spánni.

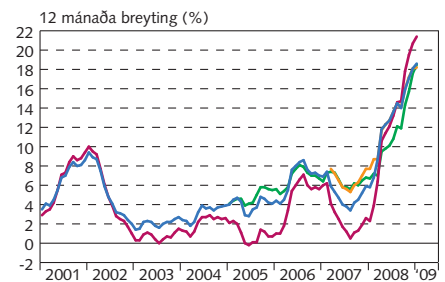
Hverjar nokkurra hugsanlegra skýringa vega þyngst kann að skipta máli þegar lagt er mat á verðbólguhorfur og peningastefnuna. Meðal þess sem hefur dregið úr verðbólguþrýstingi að undanförunu er umtalsverð lækkan eldsneytis- og hráefnaverðs á erlendum mörkuðum, sem hefur leitt til minnkandi verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands. Verðbólga á evrusvæðinu hefur þannig minnkað úr 4% sl. sumar í 1,6% í desember og í Bandaríkjunum úr 5½% í 0% á sama tímabili. Kjarnaverðbólga er þó í báðum tilvikum rúmlega 1½%. Áhrifa lækkan orku- og hráefnaverðs gætir einnig hér á landi þótt fall krónunnar yfirgnæfi áhrifin. Ætla má að u.þ.b. þriðjung af fráviki mælinga frá síðustu verðbólguþrýstingi megi skýra með ofangreindum ytri þáttum.

Önnur hugsanleg skýring er að áhrif hratt minnkandi eftirspurnar á hagnað verslunar séu mun meiri en þegar eftirspurn dregst hægar saman við venjulegri aðstæður. Um leið batnar staða þeirra til að ná hagstæðari samningum við birgja. Álagning minnkar því á sama tíma og verðlag margra aðfanga lækkar í erlendum gjaldmiðlum. Mikill samdráttur eftirspurnar á skömmum tíma getur líka orðið til þess að birgðir endist lengur. Birgðastaða fyrir gengisfallið sem fylgdi bankahruninu virðist hafa verið nokkuð góð og lítið verið keypt inn eftir það, m.a. sökum tímabundinnar gjaldeyris-skömmunar. Ef birgðir á hlutfallslega hagstæðu gengi endast lengur en ella og gengislækkun er ekki talin varanleg leiðir það til hægðavirkari áhrifa gengisbreytinga á verðbólgu, þótt að endingu komi þau fram að miklu leyti, gangi gengislækkunin ekki fljótt til baka og endurkaupaverðlag því hærra en reiknað var með.

Minni verðbólga undanfarna tvo mánuði en spáð var kann einnig að skýrast af því að húsnæðisverðbólga sé á undanhaldi og að

Mynd 1

Verðbólga á ýmsa mælikvarða janúar 2001-janúar 2009

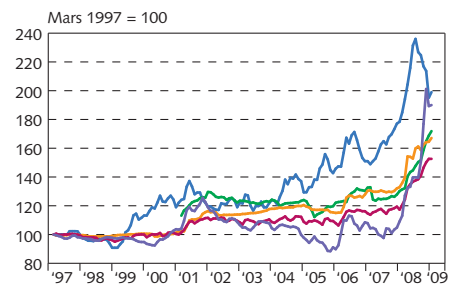


— Vísitala neysluverðs
— Vísitala neysluverðs án húsnæðis
— Vísitala án beinna áhrifa lækkunar óbeinna skatta
— Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2

Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - janúar 2009

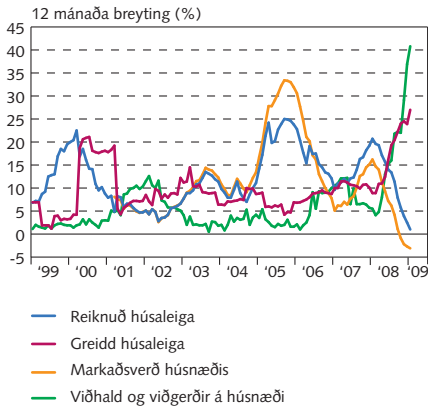


— Bensín
— Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks
— Nýir bílar og varahlutir
— Dagvara
— Gengisvísitala fyrir vöruinnflutning

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 3

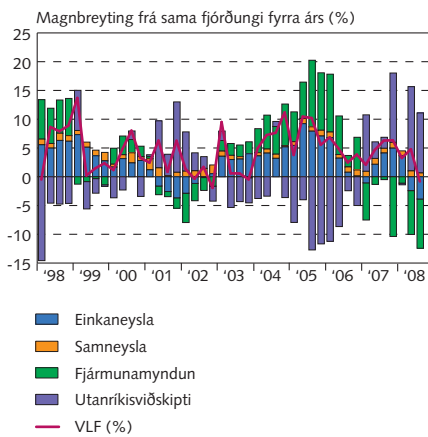
Þróun húsnæðiskostnaðar
Janúar 1999 - janúar 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 4

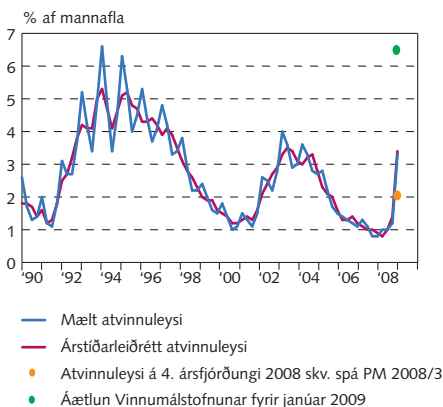
Landsframleiðsla 1998-2008
Framlag einstakra liða til hagvaxtar



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 5

Atvinnuleysi 1990-2008



Heimildir: Vinnuálfstofnun, Seðlabanki Íslands.

líkön nái ekki fyllilega að endurspegla húsnæðisbólunni undanfarinna ára og hjöðnun hennar. Markaðsverð húsnæðis hefur fallið frá fyrra ári og farið er að draga úr áhrifum raunvaxtaþáttar húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs. Reiknuð húsaleiga hefur því aðeins hækkað um 1% sl. tólf mánuði. Rúmlega 40% hækkun viðhaldskostnaðar vegna gengisfallsins og u.þ.b. fjórðungshækkun greiddar húsaleigu hefur hins vegar dregið úr hjöðnun húsnæðisverðbólgunnar í heild.

Þróun hagvaxtar á þriðja ársfjórðungi 2008 svipuð og áætlað var í nóvember

Landsframleiðsla dróst saman um tæplega prósentu á þriðja fjórðungi ársins, eins og reiknað var með í nóvemberspánni. Samdráttur einkaneyslu mældist þó minni en spáð var, en samdráttur fjármunamyndunar meiri. Samdráttur innlendrar eftirspurnar varð á heildina litið aðeins minni en spáð var, en veikari nettóáhrif utanríkisviðskipta vögu á móti. Vísbendingar sem liggja fyrir um síðasta fjórðung ársins benda til þess að innlend eftirspurn hafi dregist heldur meira saman en búist var við í nóvember, en nettóframlag utanríkisviðskipta verði meira og því útlit fyrir að hagvöxtur á fjórða ársfjórðungi verði nokkru meiri en spáð var í nóvember.

Atvinnuleysi hefur aukist mun hraðar en gert var ráð fyrir

Mikil umskipti urðu á vinnumarkaði á síðasta fjórðungi ársins, eins og búist var við, en atvinnuleysi hefur aukist töluvert hraðar en spáð var. Í desember var skráð atvinnuleysi 4,8% og áætlað er að meðal-atvinnuleysi í janúar verði 6,4-6,9%. Því stefnir í að atvinnuleysi á fyrsta fjórðungi yfirstandandi árs verði komið í tæplega 8%, sem er u.þ.b. 4½ prósentu meira atvinnuleysi en gert var ráð fyrir í nóvember-spánni. Mikil óvissa er um þróun atvinnuleysis í kjölfar bankakreppunnar, m.a. vegna þess að hlutdeild erlends launafólks hefur aukist mikið á undanförunum árum. Atvinnuleysisstölur benda til þess að hlutfall atvinnulausra með erlent ríkisfang sé u.þ.b. í samræmi við hlutdeild þeirra í þeim atvinnugreinum sem þeir starfa við. Efnahagskreppan í heiminum nær nú í vaxandi mæli einnig til heimalanda innflytjenda. Það dregur úr líkum á því að verulegur hluti erlendra starfsmanna snúi heim í kjölfar atvinnumissis. Meiri samdráttur í byggingariðnaði en gert var ráð fyrir í síðustu spá gæti einnig skýrt hraðari vöxt atvinnuleysis.

Gengi krónu hefur reynst nokkru veikara en búist var við

Gengi krónunnar hefur undanfarna mánuði verið heldur lægra en reiknað var með í nóvemberspánni. Á fjórða ársfjórðungi var gengi krónunnar gagnvart evru um 6% lægra en í nóvemberspánni. Áætla mátti að verulegur afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd á síðasta fjórðungi ársins hafi stutt við gengi krónu undanfarna mánuði. Á móti vega hins vegar umtalsverðar vaxtagreiðslur til útlanda og fleiri þættir eins og skýrt er hér að neðan. Erfitt er að meta stöðu krónunnar um þessar mundir vegna viðtækra hafta. Haldi þau að mestu ætti gengið einkum að ráðast af undirliggjandi vöru- og þjónustuviðskiptum, auk vaxtafagnaðar.

Tengsl undirliggjandi viðskipta og afleiddra gjaldeyrisstrauma eru þó ekki einföld. Fyrir utan umtalsverðar vaxtagreiðslur kann það

að hafa dregið úr áhrifum aukins afgangs á viðskiptum við útlönd sl. mánuði á gengi krónunnar að greiðslufrestir útflutningsfyrirtækja hafi lengst á sama tíma og greiðslufrestir innflutningsfyrirtækja hafi styst. Innflutningsfyrirtæki hafa átt í erfiðleikum með að afla greiðslutryggingar og því þurft að staðgreiða vörur í vaxandi mæli. Að auki eru efasemdir um að gjaldeyrir hafi fyllilega skilað sér eins og reglur kveða á um. Nettógjalddeyrissinnstreymi vegna aukins afgangs á vöru- og þjónustuviðskiptum er því lengur að koma fram en verið hefði að óbreyttu. Einnig er rétt að hafa í huga að miklar sveiflur í álútflutningi leiða ekki endilega til samsvarandi sveiflu í gjalddeyrissinnstreymi, sem einkum ræðst af innlendum launa- og orkukostnaði.

Hratt mun draga úr verðbólgu á árinu

Horfur eru á að verðbólga nái hámarki á fyrsta fjórðungi þessa árs og verði þá á bilinu 18-19%, eða u.þ.b. 4 prósentum minni en spáð var í nóvember. Mjög dregur úr mánaðarlegri verðbólgu og í apríl mun að líkindum draga umtalsvert úr tólf mánaða verðbólgunni vegna mjög mikilla grunnáhrifa og er því spáð að verðbólgan þannig mæld verði komin niður í u.þ.b. 2½% að ári. Verðbólga fer síðan samkvæmt spánni tímabundið niður fyrir verðbólgu markmiðið árið 2010, en rís á ný að markmiðinu þegar líður á árið 2011.

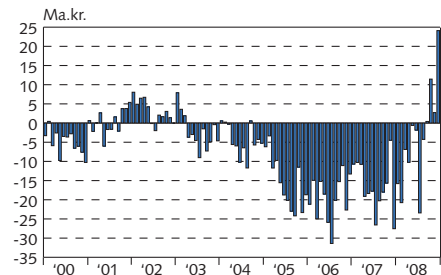
Í spánni sem hér er birt er gert ráð fyrir að gengi krónunnar gagnvart evru á fyrsta fjórðungi þessa árs verði 4% lægra en í síðustu spá, en að gengisferillinn verði að öðru leyti svipaður og í nóvember-spánni, þ.e.a.s. einkennist af hægfara styrkingu krónunnar. Vegna veikara gengis í upphafi verður ferillinn þó allur heldur lægri en reiknað var með í nóvember. Ferillinn endurspeglar þá stefnu Seðlabankans að stuðla að styrkingu krónunnar og að raungengi er nú töluvert undir metnu jafnvægisraungengi og mjög lágt í sögulegu samhengi.

Þrátt fyrir lægra gengi er sem fyrr segir útlit fyrir minni verðbólgu á nær öllu tímabilinu en spáð var í nóvember. Fyrir utan minni verðbólgu í upphafi skýrist það einkum af meiri framleiðslulaka og hagstæðari launaþróun. Gert er ráð fyrir nokkru minni hækkun launakostnaðar en í nóvember-spánni, enda atvinnuleysi töluvert meira en spáð var í nóvember. Það verður mest 11% á fyrsta fjórðungi næsta árs og helst hátt lengur en spáð var í nóvember.

Fyrirsjáanlegt er að húsnæðisverðbólga hjaðni hratt á þessu ári, en hún hefur verið ein helsta ástæða mikillar verðbólgu undanfarin ár. Nú er hins vegar svo komið að lítil viðskipti eru með húsnæði önnur en makaskipti. Markaðsverð húsnæðis mælist nokkru lægra en fyrir ári og mjög dregur úr áhrifum raunvaxtakostnaðar á húsnæðisliðinn. Vísendingar eru um að húsaleiga taki einnig að lækka á næstu misserum. Eftir stendur hinn gengisnæmi viðhalds- og viðgerðapáttur húsnæðisliðarins, sem hefur hækkað um rúmlega 40% undanfarið ár, en sú hækkun ætti að hverfa úr verðbólgunni þegar krónan styrkist.

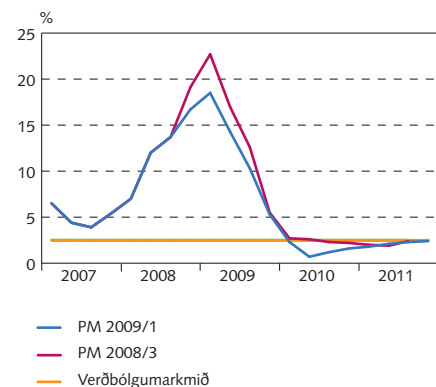
Samdráttur eftirspurnar, sem m.a. leiðir til lækkunar húsnæðisverðs, minni ytri þrýstingur á verðlag og ört vaxandi atvinnuleysi leiða til þess að verðbólga á þessu ári verður nánast eingöngu drifin af gengisbreytingum. Ætti hún við þær aðstæður að hjaðna hraðar en oftast áður.

Mynd 6
Vöruskiptajöfnuður 2000-2008¹
Á föstu gengi



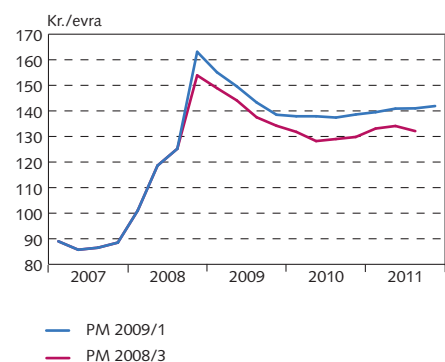
1. Bráðabirgðatölur Hagstofu fyrir desember 2008.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 7
Verðbólga - samanburður við PM 2008/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

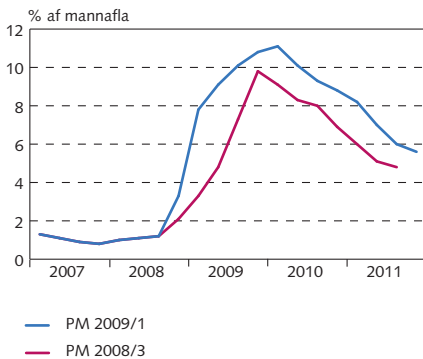
Mynd 8
Gengi evru - samanburður við PM 2008/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

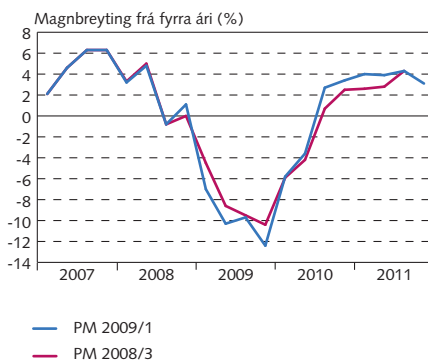
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2008/3



Heimildir: Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

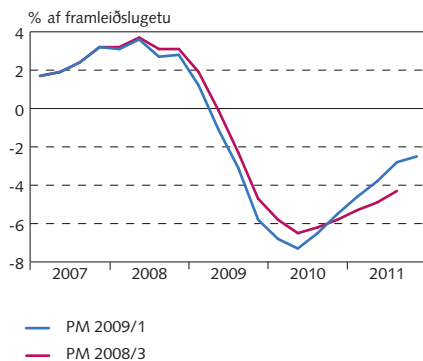
Hagvöxtur - samanburður við PM 2008/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2008/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Innlend eftirspurn dregst meira saman en áður var spáð

Áfram er spáð snörpum samdrætti landsframleiðslu og innlendrar eftirspurnar í ár. Gert er ráð fyrir að landsframleiðslan dragist heldur meira saman en spáð var í nóvember, eða rúmlega 10% á þessu ári. Spáð er álíka miklum samdrætti einkaneyslu og síðast þótt batinn árið 2011 verði nokkru minni vegna meira atvinnuleysis. Í samanburði við nóvemberspána er nú spáð töluvert snarpari samdrætti fjármunamyndunar. Tafir á framkvæmdum við álver í Helguvík eiga þar hlut að máli og horfur eru á að önnur fjármunamyndun verði einnig minni. Á móti verða nettóáhrif utanríkisviðskipta lítið eitt hagstæðari en reiknað var með í nóvember. Einnig er nú gert ráð fyrir nokkru minni samdrætti landsframleiðslu árið 2010, eða 0,8%. Ofangreind þróun leiðir til þess að framleiðslulaki verður, sem fyrr segir, nokkru meiri í ár en áætlað var í nóvember. Áætlað er að botni samdráttarins verði náð um mitt næsta ár, þá taki slakinn að minnka en u.þ.b. fjögur ár líði uns landsframleiðslan nær þeim hæðum sem hún var í fyrir hrunið.

Viðskiptakjör rýrna

Hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa versnað umtalsvert frá því að síðasta spá var gerð. Samkvæmt *Consensus Forecast* mun landsframleiðsla dragast saman um 1,3% í Evrópusambandinu á þessu ári og um 1,8% í Bandaríkjunum. Innan Evrópusambandsins verður samdrátturinn mestur á sumum helstu markaðssvæðum fyrir íslenskar sjávarafurðir, t.d. í Bretlandi og á Spáni.

Líklegt er að þessar aðstæður muni leiða til verðlækkunar sjávarafurða og er sú þróun hafin. Álverð hefur fallið um helming frá því að það náði hámarki um mitt síðasta ár, mælt í Bandaríkjadöllum. Í spánni er gert ráð fyrir rúmlega 40% meðallækkun milli 2008 og 2009. Á móti vegur að verð innflutts eldsneytis, hráefna til álframleiðslu og margra annarra innfluttra hráefna hefur einnig fallið mikið. Nettóáhrifin eru þó ótvírætt neikvæð. Áætlað er að viðskiptakjör hafi rýrnað um rúmlega 7% á sl. ári og muni rýrna um 3½% til viðbótar í ár, eða töluvert meira en gert var ráð fyrir í nóvember.

Rýrnun viðskiptakjara hefur neikvæð áhrif á jöfnuð vöru- og þjónustuviðskipta. Á móti vegur að gert er ráð fyrir að útflutningur sjávarafurða aukist vegna nýlegrar ákvörðunar um aukningu leyfilegs heildarafla þorsks. Þá dregst fjárfesting meira saman, m.a. sökum seinkunar framkvæmda við Helguvík, og þar með innflutningur fjárfestingarvöru. Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum verður samkvæmt spánni heldur meiri en reiknað var með í nóvember, eða sem nemur tæplega 10% af landsframleiðslu.

Griðarleg óvissa er um þáttatekjuhallann í ár og á næsta ári. Uppgjör gömlu og nýju bankanna, niðurstöður samningaviðræðna um skuldbindingar vegna innlánstrygginga erlendra innlánsreikninga og ýmsir fleiri stórir óvissuþættir munu ekki skýrast fyrr en nokkuð verður liðið á árið. Í spánni nú er ekki lagt nýtt mat á þróun þáttatekjuhallans, en miðað við fyrri áætlanir sem lágu til grundvallar efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Samkvæmt því ætti viðskiptajöfnuður að vera nálægt jafnvægi í ár. Stefnt er að því að leggja nákvæmara mat á þróun þáttatekna í spá sem verður birt í máí.

Samkvæmt fjárlögum verður aðhald á þessu ári meira en gert var ráð fyrir í nóvember

Fjárlög voru samþykkt með 153 ma.kr. halla. Þar gæti töluvert meira aðhalds á sviði samneyslu og fjármunamyndunar hins opinbera en áður var reiknað með. Tekjuskattshlutfallið var einnig hækkað um 1,25 prósentur, en á móti vegur að persónuafsláttur er verðleiðréttur miðað við verðbólgu undangengins árs. Gríðarleg óvissa ríkir um ýmsa þætti ríkisfjármála, ekki síst vaxtagjöld.

Á þjóðhagsgrunni er spáð tæpum 200 ma.kr. halla á rekstri hins opinbera í ár. Áætlað er að halli á rekstri hins opinbera verði umtalsverður á næstu árum, eða yfir 12% af landsframléiðslu á spátímabilinu. Frumhalli er nær helmingur hallans. Aukin vaxtagjöld hafa hliðrað til hagsveifluleiðréttum tekjujöfnuði um sem nemur rúmlega 5% af landsframléiðslu. Ójafnvægi verður því í hagsveifluleiðréttu afkomu hins opinbera að tekju- og gjaldastofnum óbreyttum, nema gripið verði til frekari aðhaldsaðgerða eins og stefnt er að samkvæmt efnahagsáætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og stjórnvalda.

Stýrivextir munu lækka hratt þegar líða tekur á árið

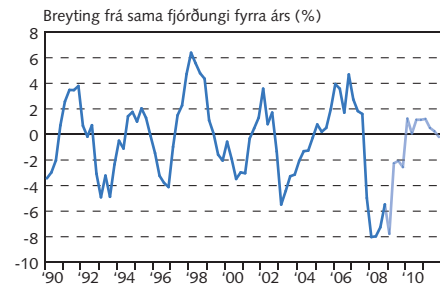
Stýrivextir eru nú 18%, eða svipaðir og verðbólgan. Raunstýrivextir eru því nálægt núlli ef horft er til liðinnar verðbólgu og lágir ef miðað er við verðbólguvæntingar almennings og forráðamanna fyrirtækja. Er það nokkuð í samræmi við þá þróun sem er í helstu viðskiptalöndum. Þó hefur verulega dregið úr raunvaxtamun við útlönd vegna þess hve verðbólga hefur aukist hratt. Vandasamt er að meta æskilegt aðhaldsstig peningastefnunnar um þessar mundir vegna þeirra hafta á fjármagnshreyfingar sem nú eru í gildi og óvissu um miðlun peningastefnunnar um innlent fjármálakerfi. Á meðan höftin eru í gildi (og halda) rofna tengsl innlendra og erlendra vaxta að miklu leyti. Því er ekki sama ástæða og áður til að óttast að gengi krónunnar lækki þegar raunvaxtamunur minnkar. Þegar höftin hverfa munu þessi tengsl hins vegar verða virk á ný. Því væri óvarlegt að reka peningastefnu nú sem tekur ekki tillit til raunvaxtamunarins. Þegar höftunum verður aflétt gætu verulega neikvæðir raunvextir veikt tiltrú fjárfesta, þ.á m. erlendra aðila sem eiga verðbréf í íslenskum krónum, dregið úr hvata þeirra til að endurfjárfesta og aukið tilhneingingu þeirra sem eiga innstæður í bönkum landsins til þess að fara í kringum gjaldeyrisreglur.

Raunvaxtamunur gagnvart útlöndum er, eins og áður segir, lítill um þessar mundir ef litið er til liðinnar verðbólgu og útlit er fyrir að hann verði nokkuð neikvæður á fyrri hluta þessa árs. Að óbreyttum vöxtum mun hann hins vegar aukast á ný þegar verðbólga hjaðnar. Í kjölfarið ættu verðbólguvæntingar einnig að lækka, þótt lækkun þeirra gæti orðið hægari vegna þess að traust á peningastefnuna hefur beðið hnekki. Þá er viðbúið að aukin skuldabréfaútgáfa ríkissjóðs muni þrýsta upp raunvöxtum á árinu. Raunvaxtamunur gæti því aukist á ný þegar líða tekur á árið, jafnvel þótt stýrivextir lækki.

Hversu hratt stýrivextir geta lækkað mun að miklu leyti ráðast af viðbrögðum á gjaldeyrismarkaði. Markmið peningastefnunnar á næstu misserum er að styrkja gengi krónunnar og draga úr óhóflegum sveiflum hennar. Við ákvörðun stýrivaxta verður því markmiði ekki teflt í tvísýnu og hliðsjón verður höfð af áformum um að afnema höft

Mynd 12

Viðskiptakjör vöru og þjónustu 1990-2011¹

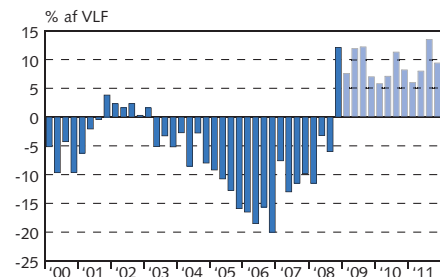


1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

Vöru- og þjónustujöfnuður 2000-2011¹



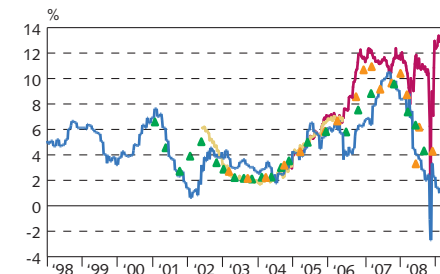
1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Raunstýrivextir

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 27. janúar 2009



Raunstýrivextir m.v.:

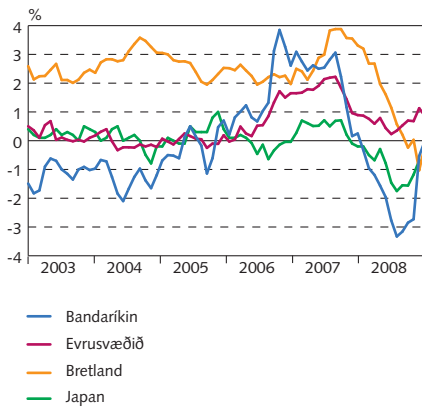
- verðbólgu
- verðbólguálag ríkisskuldabréfa¹
- verðbólguálag ríkisskuldabréfa²
- ▲ verðbólguvæntingar almennings
- ▲ verðbólguvæntingar fyrirtækja

1. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF 150914.

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 15

Raunstýrivextir erlendra seðlabanka
Mánaðarlegar tölur



Heimild: Global Insight.

á fjármagnshreyfingar í áföngum. Á meðan traust á peningastefnuna er enn af skorum skammti og óvissa ríkir um afnám haftanna, sem gerir samband vaxta og gengisþróunar óvissara en ella, er brýnt að sýna varúð í vaxtamálum. Vegna þessarar óvissu er stýrivaxtaspá sérfræðinga bankans ekki birt, eins og gert var áður en banka- og gjaldeyriskreppan skall á. Vextirnir verða einfaldlega að ráðast af því hvað þarf til þess að stuðla að gengisþróun í samræmi við gengisfor-sendur spárinnar þegar höftin hverfa. Rætist spáin um að verðbólga verði nálægt 2½% í byrjun næsta árs og tímabundið undir verðbólgu-markmiðinu fram á mitt ár 2011 gætu stýrivextir undir lok þessa árs eða í byrjun næsta árs verið orðnir lægri en þeir hafa verið um árabíl, e.t.v. nálægt 5%. Hvort það gengur eftir er sem fyrr segir háð gengis-þróuninni.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2009/1

Tafla 1 Þjóðhagsþáttar¹

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		Spá				
	2007	2008	2009	2010	2011	
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar						
Einkaneysla	749,0	4,3 (4,3)	-6,7 (-7,6)	-25,2 (-24,8)	-4,3 (-3,8)	5,5 (9,9)
Samneysla	316,8	4,2 (4,2)	3,5 (3,5)	1,5 (2,9)	1,8 (2,9)	1,7 (2,9)
Fjármunamyndun	356,9	-13,7 (-13,7)	-23,5 (-19,2)	-28,9 (-20,2)	10,8 (6,9)	-1,6 (-21,2)
Atvinnuvegafjárfesting	211,6	-26,0 (-26,0)	-29,0 (-21,7)	-31,9 (26,2)	27,7 (21,1)	-5,7 (-31,6)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	90,6	13,2 (13,2)	-30,5 (-32,4)	-24,3 (-24,4)	-14,3 (-10,4)	6,4 (13,3)
Fjárfesting hins opinbera	54,7	19,2 (19,2)	10,6 (11,4)	-25,2 (1,4)	-8,0 (-12,9)	5,5 (-13,5)
Þjóðarútgjöld	1.429,4	-1,4 (-1,4)	-8,7 (-8,3)	-20,3 (-17,6)	0,4 (0,6)	3,0 (0,8)
Útflutningur vöru og þjónustu	451,7	18,1 (18,1)	10,3 (9,6)	0,4 (-0,5)	4,9 (2,6)	4,2 (5,5)
Innflutningur vöru og þjónustu	587,9	-1,4 (-1,4)	-16,5 (-16,8)	-26,9 (-24,5)	10,7 (10,6)	2,2 (-0,1)
Verg landsframleiðsla	1.293,2	4,9 (4,9)	2,0 (1,8)	-9,9 (-8,3)	-0,8 (-1,7)	3,8 (3,2)
Aðrar lykilstærðir						
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)		-10,5 (-10,5)	-1,4 (-1,6)	9,7 (9,3)	8,2 (6,6)	9,3 (8,5)
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-15,4 (-15,4)	-21,2 (-16,3)	0,1 (-1,3)	0,2 (-2,0)	4,8 (3,4)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		3,2 (3,2)	2,8 (3,1)	-5,8 (-4,7)	-5,5 (-5,8)	-2,5 (-4,2)
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala)		6,8 (6,8)	8,4 (7,1)	3,8 (6,3)	2,9 (4,4)	2,1 (2,4)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)		8,0 (8,0)	-6,7 (-8,2)	-17,1 (-13,7)	4,7 (5,6)	6,3 (8,1)
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,0 (1,0)	1,7 (1,4)	9,4 (6,3)	9,8 (8,1)	6,7 (5,1)
Gengi krónu gagnvart evru		87,4 (87,4)	127,0 (124,6)	146,6 (141,1)	138,0 (129,7)	140,8 (133,0)

1. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamállum* 2008/3.

Tafla 2 Verðbólguþáttar (%)²

Ársfjórðungur	Verðbólga	Verðbólga (br. frá fyrri
	(br. frá sama tíma ári áður)	ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi	
2007:1	6,5 (6,5)	2,0 (2,0)
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 (19,1)	20,5 (30,7)
	Spáð gildi	
2009:1	18,5 (22,7)	14,9 (21,7)
2009:2	14,3 (17,0)	9,8 (5,0)
2009:3	10,3 (12,6)	-2,8 (-3,7)
2009:4	5,3 (5,5)	0,3 (0,6)
2010:1	2,3 (2,7)	2,4 (9,4)
2010:2	0,7 (2,6)	3,0 (4,6)
2010:3	1,2 (2,3)	-0,7 (-4,9)
2010:4	1,6 (2,2)	1,8 (0,2)
2011:1	1,8 (2,0)	3,3 (8,7)
2011:2	2,1 (1,9)	4,3 (4,0)
2011:3	2,3 (2,4)	-0,2 (-3,0)
2011:4	2,4	2,3
Ársmeðaltal	Verðbólga	
2007	5,0 (5,0)	
2008	12,4 (13,0)	
2009	11,9 (14,1)	
2010	1,5 (2,4)	
2011	2,2 (2,2)	

2. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamállum* 2008/3.