

Verðbólguhorfur enn óviðunandi

Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum hefur aukist verulega frá því að Seðlabankinn gaf út þjóðhags- og verðbólguþá í byrjun júní. Vöxtur þjóðarútgjalda, einkum einkaneyslu, hefur aukist, eignaverð og gengi krónunnar hækkað enn meira yfir langtímafjafnvægi og viðskiptahalli stefnir í að verða meiri en áður hefur þekkst frá því að gerð þjóðhagsreikninga hófst. Verulegrar hækkunar stýrivaxta Seðlabankans undanfarið ár hefur lítið gætt utan styttri enda óverðtryggða vaxtarófsins og í gengi krónunnar. Verðbólga hefur aukist undanfarna mánuði og líklegt er að það muni hafa neikvæð áhrif á verðbólguvæntingar sem gæti, ef ekkert er að gert, grafið undan aðhaldsstigi peningastefnunnar. Eins og greint er frá hér á eftir hafa verðbólguhorfur að óbreyttum stýrivöxtum versnað frá því í júní. Meiri húsnæðisverðbólga, sem halda mun uppi verðbólgu næstu mánuði, og aukin framleiðsluspenna munu veða þyngra en áhrif herra gengis krónunnar. Ef tekið er mið af væntingum markaðsaðila um þróun stýrivaxta virðast horfurnar jafnvel enn lakari til lengri tíma lítið. Því virðist ósennilegt að verðbólguþámiðinu verði náð nema stýrivextir bankans hækki meira og haldist lengur háir en markaðsaðilar hafa reiknað með til þessa.

I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþá

Forsendur nýrrar spár

Eins og endranær byggist grunnsþá Seðlabankans á því að stýrivextir haldist óbreyttir (9,5%) út spátímabilið og gengisvísitala krónunnar óbreytt frá spádegi, 12. september, þ.e. nálægt vísitölugildinu 108. Gengið sem miðað er við í spánni er 7½% herra en í síðustu spá, en nálægt því gengi sem miðað var við í spánni sem birtist í mars sl. Einnig er birt spá sem byggist á stýrivaxtaferli sem lesa má út úr framvirkum vöxtum og gengisferli sem tekur mið af framvirkum vaxtamun.² Verðbólguþá nær nú til þriðja ársfjórðungs 2007 og þjóðhagsþá fyrir árið 2007 er nú birt í fyrsta sinn.

Horfur á enn meiri vexti innlendra eftirspurnar en áður var spáð

Samkvæmt endurskoðuðum tölum frá Hagstofu Íslands var hagvöxtur á síðasta ári töluvert meiri en áður var talið og munar þar mestu um meiri vöxt fjármunamyndunar. Spáð er áframhaldandi kröftugum hagvexti á næstu þremur árum, þótt heldur dragi úr vextinum á árinu 2007. Á yfirstandandi ári er reyndar gert ráð fyrir heldur minni hagvexti en í síðustu spá bankans, þrátt fyrir nánast sama vöxt innlendra eftirspurnar. Gætir þar áhrifa herra gengis krónunnar sem eykur innflutning og ýtir þar með eftirspurninni út úr þjóðarbúskapnum.

Gert er ráð fyrir verulegum vexti innlendra eftirspurnar á þessu og næsta ári, sem drifinn er áfram af miklum vexti einkaneyslu bæði árin og fjármunamyndunar í ár. Á næsta ári eru hins vegar horfur á

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 21. september 2005, en spár byggjast á upplýsingum til 12. september.

2. Framvirku vextirnir gefa vísbendingu um væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta á næstu árum. Með sambærilegum framvirkum erlendum vöxtum fæst væntur vaxtamunur við útlönd sem gefur væntan gengisferil út frá óvörðu vaxtafjafnvægi (e. uncovered interest rate parity). Nánari skýringu á þessum ferlum er að finna í kafla VIII.

Tafla I-1 Þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

Forsendur um stýrivexti og gengi¹

	Núverandi spá				Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Stýrivextir Seðlabankans (%)	6,14	9,16	9,50	9,50	-	0,31	0,50	.
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ³	121,0	109,8	108,0	108,0	-	-4,2	-6,9	.

	Núverandi spá				Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²			
	Magnbreyting frá fyrra ári (%)							
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
<i>Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar</i>								
Einkaneysla	6,9	10,3	8,2	4,3	-0,6	2,3	1,2	.
Samneysla	2,8	3,5	3,0	2,7	-0,8	1,0	0,4	.
Fjármunamyndun	21,0	31,1	-4,0	-16,0	8,2	-3,1	4,0	.
Atvinnuvegafjárfesting	23,3	54,7	-6,7	-26,9	10,4	1,9	7,2	.
Án stóriðju, skipa og flugvéla	17,3	5,4	-5,4	5,4	10,6	3,7	-3,8	.
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	5,7	12,0	10,0	0,2	2,7	-9,9	0,1	.
Fjárfesting hins opinbera	26,9	-7,3	-9,1	22,9	-0,4	4,3	-4,4	.
Þjóðarútgjöld	8,4	13,1	4,0	-1,0	0,7	0,7	1,6	.
Útflutningur vöru og þjónustu	8,3	4,4	6,1	14,5	-	0,4	-1,5	.
Innflutningur vöru og þjónustu	14,2	23,0	0,1	-1,0	-0,1	4,5	1,3	.
Verg landsframleiðsla	6,2	5,5	6,7	4,8	1,0	-1,1	0,5	.
<i>Aðrar lykilstærðir</i>								
Landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	885	998	1.115	1.212	26	12	34	.
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-8,4	-14,2	-11,3	-6,1	-0,3	-2,2	-1,2	.
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	1,5	3,6	4,8	2,7	0,4	0,3	0,4	.
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %)	4,7	6,1	6,4	5,5	0,2	0,1	0,3	.
Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %)	4,0	2,0	1,9	1,8	0,9	-0,5	-0,6	.
Atvinnuleysi (% af mannafla)	3,1	2,0	1,9	2,4	-	-0,1	-	.

1. Ársmeðaltöl miðað við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 2. Breyting frá *Peningamálum* 2005/2. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting gengisvísitölu.

að fjárfesting dragist saman, en útflutningur aukist. Þáttur útflutnings í hagvexti mun aukast enn frekar á árinu 2007, álútflutningur mun aukast verulega, en innlend eftirspurn dragast saman. Það má meðal annars rekja til aðhalds peningastefnunnar sem birtist í hækkandi langtímarauðvöxtum og háu raungengi. Sökum aukins útflutnings eru þó horfur á ágætum hagvexti á því ári.

Eins og áður er hagvöxtur drifinn áfram af hagstæðum ytri skilyrðum, greiðum aðgangi að tiltölulega ódýru lánsfé innanlands og utan, hækkun eignaverðs og mikilli bjartsýni. Þessi mikli vöxtur er langt umfram vöxt framleiðslugetu og kemur því fram í verulegri og vaxandi spennu á innlendum vöru- og vinnumarkaði. Spennan mun ná hámarki á næsta ári en tekur síðan að hjaðna á árinu 2007, enda verður innlend eftirspurn þá farin að dragast saman, auk þess sem framleiðslugeta eykst verulega þegar byggingu álvera lýkur.

Verðbólguhorfur til skemmri tíma hafa versnað þrátt fyrir hátt gengi krónunnar

Þrátt fyrir hærri stýrivexti og sterkara gengi hafa verðbólguhorfur til næsta árs versnað töluvert frá síðustu spá Seðlabankans. Nú sýnir grunnspáin að verðbólga verði rúmlega 4% eftir eitt ár, samanborið

við rúmlega 3% í síðustu spá m.v. sama ársfjórðung. Skýrist það af meiri þenslu á innlendum vöru- og vinnumarkaði en áður var talið. Þar vegur hækkun húsnæðisverðs þungt en sterkt gengi krónunnar heldur aftur af hækkun vöruverðs. Þegar líða tekur á spátímabilið er gert ráð fyrir að áhrif beggja þessara þátta hjaðni smám saman en aukin framleiðsluspenna geri það að verkum að verðbólga helst mikil. Miðað við óbreytta vexti og gengi eru horfur á að verðbólga eftir tvö ár verði einnig um 4%, sem er áþekk verðbólga og í síðustu spá. Haldist gengi krónunnar álíka sterkt og nú og aðhaldsstig peningastefnunnar óbreytt, þ.e. stýrivextir verði ekki hærri en 9,5%, eru horfur á að verðbólga verði komin í 2,5% verðbólgu markmið Seðlabankans um mitt ár 2008.

Tafla I-2 Verðbólgu spá Seðlabanka Íslands

Breyting vísitölu neysluverðs á milli tímabila

	Breyting frá fyrri ársfjórðungi	Ársfjórðungsbreyting á ársgrundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
<i>Liðin verðbólga (%)</i>			
2004:1	0,3	1,3	2,1
2004:2	1,7	7,0	3,3
2004:3	0,5	1,9	3,6
2004:4	1,3	5,2	3,8
2005:1	0,9	3,7	4,4
2005:2	0,5	2,0	3,2
<i>Verðbólgu spá (%)</i>			
2005:3	1,4	5,8	4,2
2005:4	1,6	6,5	4,5
2006:1	0,3	1,3	3,9
2006:2	0,8	3,2	4,2
2006:3	1,0	4,1	3,7
2006:4	1,0	4,1	3,2
2007:1	0,9	3,5	3,7
2007:2	1,2	4,8	4,1
2007:3	0,7	2,8	3,8

	Breyting milli ára	Breyting yfir árið
<i>Liðin verðbólga (%)</i>		
2003	2,1	2,4
2004	3,2	4,0
<i>Verðbólgu spá (%)</i>		
2005	4,1	4,5
2006	3,7	3,3
2007	3,7	3,0

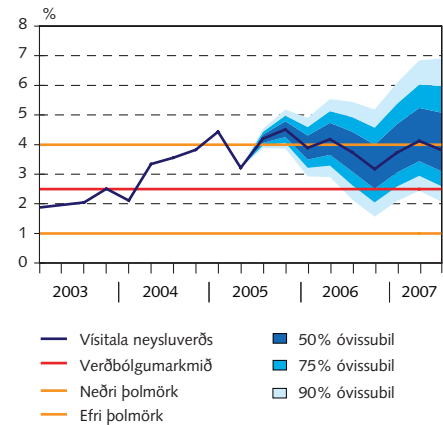
Við túlkun grunnspár bankans þarf að hafa í huga þær forsendur sem hún byggist á, þ.e.a.s. að stýrivextir og gengi krónunnar breytist ekki á spátímabilinu, launaskrið verði innan hóflegra marka og að eignaverð gefi ekki snögglega eftir. Gert er ráð fyrir að smám saman dragi úr hækkun húsnæðisverðs þannig að raunverð húsnæðis verði tiltölulega stöðugt á seinni hluta spátímabilsins. Allir þessir þættir eru háðir verulegri óvissu og um suma þeirra ríkir óvenjumikil óvissa um þessar mundir.

Mat Seðlabankans er að ofangreindir óvissuþættir, ásamt óvissu um aðhald í opinberum fjármálum, leiði til þess að líkur á meiri verð-

Mynd I-1

Verðbólgu spá Seðlabankans

Spátímabil: 3. ársfj. 2005 - 3. ársfj. 2007



bólgu en í grunnspánni hafa aukist frá síðustu spá. Ef ekkert er að gert telur bankinn því að dregið hafi úr líkum á að verðbólguþröskulmálinu verði náð á spátímabilinu.

Spá sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi styður þessa sýn enn frekar. Í þeirri spá er gengið út frá því að vextir breytist nokkurn veginn í samræmi við væntingar markaðsaðila um stýrivaxtaþróun næstu tveggja ára og að gengisbreytingar ráðist út frá óvörðu vaxtafögnuð. Spáin sýnir að markaðs- og greiningaraðilar virðast mjög bjartsýnir á hvenær unnt verður að hefja lækkun stýrivaxta. Í því dæmi fara raunvextir lækkandi þar sem hækkun stýrivaxta er ekki nægilega mikil til að halda aftur af verðbólgunni sem myndast þegar gengi krónunnar fer að gefa eftir. Aðhald peningastefnunnar er því í raun veikara en í grunnspá bankans og vöxtur eftirspurnar og verðbólguþrýstingur meiri. Því blasir við að auka þurfi aðhald peningastefnunnar mun meira en markaðsaðilar virðast vænta.

II Ytri skilyrði

Horfur á hagvexti í heiminum nokkuð góðar þrátt fyrir hækkandi olíuverð

Svo virðist sem hagvöxtur hafi víðast hvar náð hámarki á árinu 2004 og því minni hagvaxtar að vænta í heiminum á þessu ári. Hátt verð á olíu hefur dregið úr hagvexti í stóru iðnríkjunum á öðrum fjórðungi ársins. Þó eru horfurnar að mörgu leyti betri en þær voru við vinnslu síðustu *Peningamála*.

Hagvöxtur í Norður-Ameríku og Asíuríkjum, sem hefur að miklu leyti leitt heimshagvöxtinn til þessa, virðist enn vera töluverður. Eins og í flestum öðrum iðnríkjum hægði á hagvexti í Bandaríkjunum á öðrum ársfjórðungi, en hann var þó yfir 3% langtíameðaltalinu níunda ársfjórðunginn í röð. Hagvöxtur í Kína var aftur á móti mun meiri á öðrum ársfjórðungi en gert var ráð fyrir og hafa spár um hagvöxt á árinu hækkað. Á sama tíma hafa hagvaxtarhorfur fyrir Japan glæðst. Þar að auki hefur hækkun hrávöruverðs eftl. hagvöxt í ýmsum þróunarlöndum. Hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu eru einnig betri en þær voru við útgáfu síðustu *Peningamála*. Þótt dregið hafi úr hagvexti á öðrum ársfjórðungi var hann meiri en búist var við. Spáð er því meiri hagvexti á evrusvæðinu á seinni hluta ársins og hafa ýmsir nýlegir hagvísar styrkt þá spá. Aftur á móti hefur útlitið í Bretlandi versnað til muna og var hagvöxtur annars ársfjórðungs hinn minnsti sem þar hefur verið á einum ársfjórðungi í tólf ár.

Hækkun hráolíuverðs á seinni hluta þessa árs gæti þó veikt útkomuna verulega. Hráolíuverð hefur aldrei verið hærra að nafnvirði en það var í kjölfar fellibylsins Katrínar og þrátt fyrir að hafa lækkað eitthvað er það um 60% hærra en það var að meðaltali árið 2004. Ótryggt ástand í Mið-Austurlöndum og ótti um að ekki takist að auka framleiðslu sem nemur vexti eftirspurnar olli hækkunum á olíuverði í ágúst. Sá ótti magnaðist eftir að fellibylurinn Katrín olli því að framleiðsla stöðvaðist við Mexíkóflóa. Þótt framleiðslan liggi aðeins niðri tímabundið munu áhrif þess á olíuverð væntanlega vara um nokkurt skeið. Verð hefur þó lækkað frá methæðum skömmu eftir að fellibylurinn gekk yfir þar sem ýmsar þjóðir hófu að ganga á birgðir sínar og juku þar með framboð. Eftirspurn mun líklega verða meiri á næsta ári en áður var spáð, þegar þau ríki sem nú hafa minnkað birgðir sínar fara að auka þær á ný. Því mun olíuverð líklega haldast hátt um nokkurt skeið. Framvirkir samningar gefa til kynna að olíuverð muni hækka örlítið frá núverandi verði út árið og halda áfram að hækka í byrjun næsta árs (sjá töflu II-1 hér á eftir). Bensínverð hefur fylgt hækkun olíuverðs eftir en ekki lækkað alveg jafn mikið nú í september. Það er um þessar mundir 65% hærra en að meðaltali á árinu 2004.

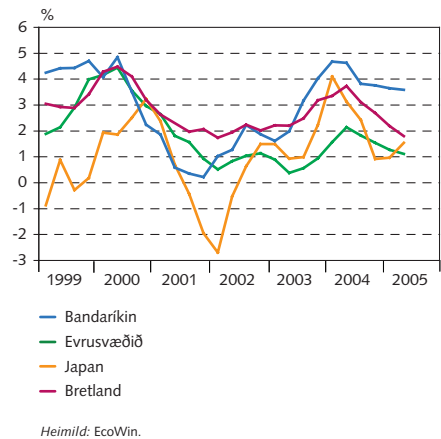
Þýskaland er enn dragbítur á hagvöxt á evrusvæðinu

Ástæður lítills hagvaxtar á evrusvæðinu á fyrri helmingi þessa árs eru af svipuðum toga og á seinni helmingi sl. árs: Hátt olíuverð, sterk staða evrunnar (jafnvel þótt hún hafi veikt eitthvað frá lokum árs 2004), minni hagvöxtur í heiminum í heild, auk þess sem eftirspurn er áfram veik í flestum evrulöndum. Hagvöxtur jókst á Ítalíu og

Mynd II-1

Hagvöxtur í Bandaríkjunum, Japan, Bretlandi og á evrusvæði 1. ársfj. 1999 - 2. ársfj. 2005

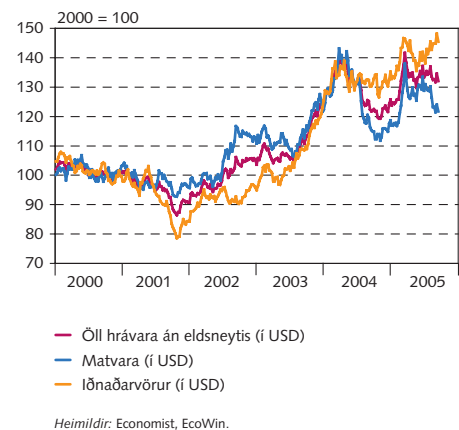
Magnbreyting VLF frá sama ársfjórðungi á fyrra ári



Mynd II-2

Hrávöruverð á heimsmarkaði 2000-2005

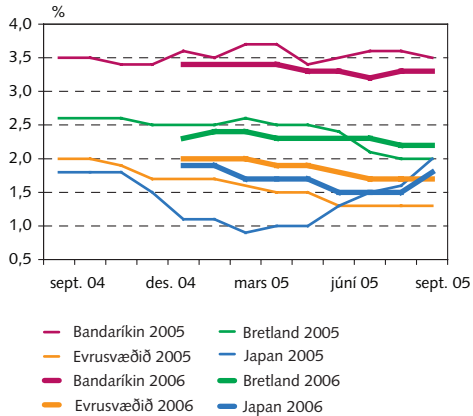
Vikulegar tölur



Mynd II-3

Hagvaxtarspár fyrir Bandaríkin, Bretland, evrusvæðið og Japan sept. 2004 - sept. 2005

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í



Heimild: Consensus Forecasts.

í Hollandi á öðrum ársfjórðungi, eftir samdrátt á þeim fyrsta, en stöðnun í þýska þjóðarþúskapnum vó upp á móti auknum vexti þar. Vöxtur eftirspurnar í Þýskalandi var lítill. Einkaneysla dróst saman, fjárfesting jókst aðeins lítillega og á sama tíma var hreinn útflutningur ekki nægur til að halda uppi hagvexti. Hagvöxtur í Frakklandi var einnig minni á öðrum ársfjórðungi en þeim fyrsta. Á Spáni hélt vöxtur fjármunamyndunar og einkaneyslu, sem að nokkru leyti er drifin áfram af háu fasteignaverði, uppi töluverðum hagvexti á fyrri hluta þessa árs. Minni hagvöxt í Bretlandi á öðrum ársfjórðungi má rekja til hærra olíuverðs, en einnig minni þenslu á fasteignamarkaði og aukins atvinnuleysis sem hefur haft áhrif á einkaneyslu. Í kjölfarið hafa hagvaxtarspár fyrir Bretland verið lækkaðar.

Þrátt fyrir lítinn hagvöxt á evrusvæðinu á fyrri hluta árs benda ýmsir hagvísar til þess að hann muni glæðast á seinni helmingi ársins. Evran hefur veikst gagnvart Bandaríkjadal og hagvöxtur í heiminum ekki minnkað jafnmikið og áður var talið. Smásala hefur aukist og atvinnuleysi minnkað. Væntingar atvinnulífsins á evrusvæðinu hafa glæðst verulega og pantanir aukist. Iðnaður virðist því vera að taka við sér. Lægra gengi evru ætti að örva útflutning. Hagvöxtur á evrusvæðinu á þó enn erfitt uppráttar. Enn er því spáð fremur dræmum hagvexti á þessu ári og hann gæti orðið minni ef olíuverð helst hátt.

Hvort hagvöxtur í Þýskalandi tekur almennilega við sér veltur að miklu leyti á innlendri eftirspurn. Hagvísar benda til þess að þýska hagkerfið muni halda áfram að berjast í bökkinum á næstu mánuðum. Aukinn kostnaður heimilanna sökum hærra olíuverðs og mikið atvinnuleysi munu halda aftur af vexti eftirspurnar.

Horfur enn góðar í Bandaríkjunum og batnandi í Japan

Efnahagshorfur í Bandaríkjunum eru að mörgu leyti góðar, en hátt olíuverð mun halda aftur af hagvexti í ár og fram á það næsta. Fjárfesting fyrirtækja er enn í nokkuð örum vexti og einkaneysla er sem fyrr drifjöður hagvaxtar, þótt eitthvað hafi hægt á vexti hennar. Væntingar neytenda hafa ekki dvínað, sem að hluta til skýrist af sterkum vinnumarkaði. Atvinnuleysi í Bandaríkjunum hefur ekki verið minna í fjögur ár. Afleiðingar fellibylsins Katrínar munu þó væntanlega segja til sín á næstu mánuðum. Einkaneysla mun að öllum líkindum halda áfram að hægja á sér meðal annars sökum hærri vaxta og olíuverðs. Spáð er að hagvöxtur í Bandaríkjunum verði minni á árinu 2006 þar sem draga muni úr vexti einkaneyslu og húsnæðismarkaðurinn dala.

Eftir samdráttarskeið á síðasta ári virðist hagvöxtur í Japan vera farinn að taka við sér á ný. Á fyrri helmingi þessa árs hefur landsframleiðsla aukist, einkum sökum vaxtar einkaneyslu og að einhverju leyti aukinnar fjármunamyndunar. Vöxturinn stafar af hagstæðri þróun grunnþátta: Stöðugum vexti tekna, minna atvinnuleysi og góðri arðsemi fyrirtækja. Útlit er fyrir áframhaldandi vöxt einkaneyslu það sem eftir lifir árs. Á sama tíma eykst fjárfesting fyrirtækja og því ætti hagvöxtur að halda áfram á seinni hluta þessa árs. Ekki er gert ráð fyrir miklum vexti á árinu 2005, en hagvaxtarspár fyrir árið hafa þó verið hækkaðar.

Fyrr á árinu var almennt gert ráð fyrir að hagvöxtur í Kína mundi smám saman hægja á sér. Nú er útlit fyrir að aðlögunin verði mildari en áður var talið og að hún muni ekki eiga sér stað fyrr en á næsta ári. Verðbólguþrýstingur hefur minnkað á undanförunum mánuðum og því hafa kínversk stjórnvöld ekki eins miklar áhyggjur af openslu í kínverska þjóðarbúskapnum og áður. Vöxtur fjárfestingar hins opinbera hefur farið minnkandi en er enn mjög mikill.

Útflutningsverðlag sjávarafurða hækkar

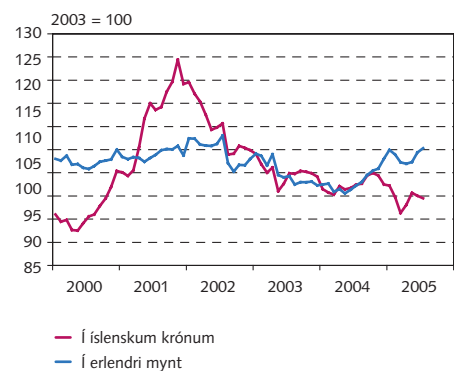
Lítill hagvöxtur á meginlandi Evrópu og versnandi útlit á Bretlandi hefur haft lítil sem engin áhrif á markaðsaðstæður íslenskra sjávarafurða og virðast þær vera góðar fyrir flestar afurðir. Markaður fyrir botnfiskafurðir einkennist af verulegri umframeftirspurn sem hefur haft mjög jákvæð áhrif á verð og hefur verð flestra sjávarafurða hækkað talsvert á seinustu mánuðum. Mið-Evrópumarkaður, sérstaklega Þýskalandsmarkaður, hefur verið tregur undanfarin ár en er að taka við sér á ný. Austur-Evrópumarkaður hefur stöðugt verið að styrkjast og er aftur orðinn einn af meginmörkuðum fyrir íslenskar sjávarafurðir. Þar hefur eftirspurn eftir unnum verðmætari afurðum farið sívaxandi. Horfur á mjöl- og lýsismörkuðum eru einnig góðar vegna minnkandi framboðs af mjöli frá öðrum Norður-Evrópuríkjum og aukinnar eftirspurnar eftir fiskeldismjöli frá Austur-Asíu. Eftirspurn eftir ferskum fiskafurðum hefur haldið áfram að aukast og skila þær að öllu jöfnu meiri framlegð en frystar afurðir. Staða saltfiskmarkaðar í Suður-Evrópu er einnig mjög góð. Samkeppnisstaða íslenskra saltfiskafurða er óvenjusterk um þessar mundir þar sem framboð gæðaframleiðslu frá helstu samkeppnislöndum er lítið.

Góð markaðsskilyrði valda því að verð sjávarafurða í erlendri mynt er óvenju hátt og hefur ekki verið jafn hátt frá árinu 2001. Á þetta við um nær allar tegundir sjávarafurða. Verð sjávarafurða í heild var 7,4% hærra á fyrstu átta mánuðum þessa árs en á sama tíma ári áður. Þessi mikla hækkun hefur verið drifin áfram af hækkun frystra og ferskra botnfiskafurða. Einkum hefur verð sjófrystra afurða hækkað mikið, eða um tæplega 27% á tólf mánuðum til ágústloka. Verð landfrystra botnfiskafurða hefur hækkað um 5% á sama tíma. Verð á bræðsluafurðum (mjöli og lýsi) er einnig óvenjuhátt um þessar mundir. Horfur til áramóta eru nokkuð góðar og er gert ráð fyrir að verð frystra botnfiskafurða muni hækka um 6-8% yfir þetta ár. Búist er við töluvert meiri verðhækkun bræðsluafurða, eða um 16% yfir þetta ár. Í heild sinni er gert ráð fyrir að meðalverð sjávarafurða verði allt að 8% hærra á þessu ári en í fyrra. Miðað við að gengi krónunnar haldist stöðugt frá spádegi felur það í sér að verðlag sjávarafurða í íslenskum krónum verði að jafnaði 2% lægra á þessu ári en í fyrra enda vinnur styrking krónunnar vega á móti erlendri verðhækkun.

Verðmæti aflans minna en í fyrra

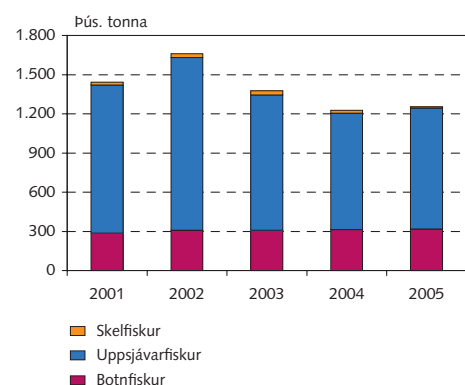
Heildarafli fyrstu átta mánuði þessa árs var um 2% meiri en á sama tíma í fyrra. Botnfiskafliinn jókst um 2%, en 62% samdráttur varð í skelfiskafli. Þessi mikli samdráttur stafar einkum af 15 þúsund tonna samdrætti rækjuafli miðað við sama tíma í fyrra. Samsetning aflans hefur breyst talsvert frá því í fyrra. Afli verðmætustu tegunda

Mynd II-4
Áætlað verðlag sjávarafurða
janúar 2000 - júlí 2005



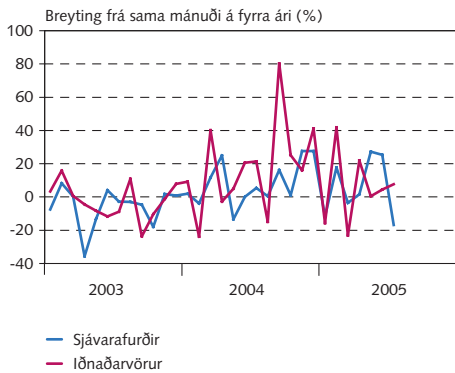
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-5
Aflamagn í janúar-júlí 2001-2005



Heimildir: Fiskistofa Íslands.

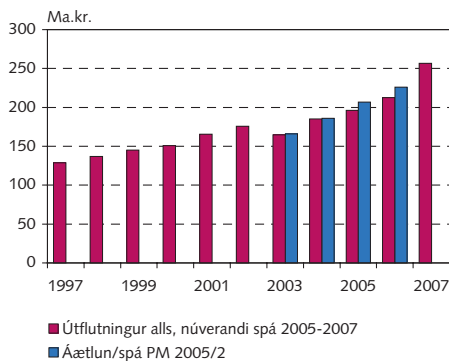
Mynd II-6
Vöxtur vöruútflutnings janúar 2003 - júlí 2005¹



1. Á föstu gengi m.v. vöruútflutningsvog.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

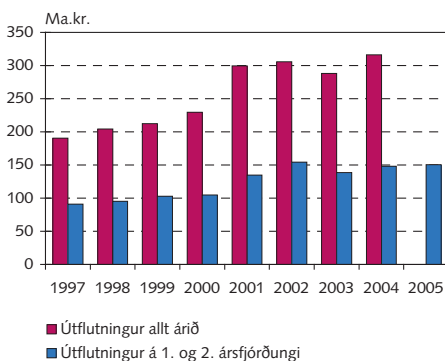
Mynd II-7
Vöruútflutningur 1997-2007

Samanburður á núverandi spá og spá í *Peningamála* 2005/2



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8
Útflutningur vöru og þjónusta á fyrri helmingi árs og allt árið 1997-2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

botnfisks (þorsks og grálúðu) hefur dregist saman, en ýsu-, ufsa- og karfaafli hefur aukist. Þá hefur afli úthafskarfa dregist saman um 20 þúsund tonn. Aflaverðmætið á þessu sama tímabili var 1,7% minna á föstu verðlagi en það var á sama tíma í fyrra og munar þar mest um óhagstæðari aflasamsetningu botnfisks, verulegan samdrátt í úthafskarfa og mun minni rækjuafli.

Aflaheimildir í botnfiski á núverandi fiskveiðiári, sem hófst í septemberbyrjun, eru um 18 þúsund tonnum meiri en á síðasta fiskveiðiári. Aukningin er aðallega í ýsu og ufsa, en aflaheimildir í þorski drógust saman. Hámarksafli úr norsk-íslensku síldinni var aukinn töluvert eða um 43 þúsund tonn í 158 þúsund tonn. Nokkru minni kolmunnaafli var úthlutað í ár, en það mun ekki koma að sök þar sem aflahámarki hefur ekki verið náð á undanförunum árum. Einnig hefur aflahámark rækju verið lækkað um helming. Rækjuveiði hefur verið með eindæmum dræm og líklegt að aflahámarkið verði ekki nýtt. Ekki hefur enn verið gefinn út hámarksafli í loðnu þar sem stofnrannsóknir hafa gengið illa hingað til. Hámarksafli í öðrum tegundum er svipaður og í fyrra.

Í júnispá *Peningamála* var gengið út frá nokkru meiri þorskafla en reyndin hefur verið og forsendur hámarksafla á nýbyrjuðu kvótaári gera ráð fyrir. Þá liggur fyrir að úthafskarfaafli verði um 20 þúsund tonnum minni í ár en í fyrra og verulega minni en væntingar stóðu til. Lítil hluti hámarksafla kolmunna mun nást og loðnuaflinn verða minni en vonir stóðu til. Þetta ásamt hruni í rækjuveiðum veldur því að spá um útflutningsframleiðslu sjávarafurða hefur lækkað töluvert. Nú er spáð að enginn vöxtur verði á þessu ári en í júnispánni var reiknað með 3% vexti. Á árinu 2006 er gert ráð fyrir um 3% vexti, einkum vegna aukningar í botnfiskafla, og 2% vexti árið 2007.

Horfur um vöxt útflutnings í ár svipaðar og áður þrátt fyrir minni vöruútflutning

Horfur eru á aðeins meiri vexti útflutnings á þessu ári en í júnispánni, nokkru minni vexti vöruútflutnings en meiri vexti þjónustuútflutnings. Ein helsta ástæða minni vöruútflutnings er að horfur eru á að sjávarvöruútflutningur verði minni en áður var gert ráð fyrir, eins og nefnt var hér að ofan. Horfur eru á að útflutningur áls verði svipaður og fyrri spá gerði ráð fyrir en útflutningur annarrar iðnaðarvöru mun minni. Í júní var reiknað með því að útflutningur almennrar iðnvöru myndi aukast verulega á þessu ári. Fyrstu sjö mánuði ársins dróst þessi útflutningur hins vegar saman um tæplega 13%. Þetta frávik skýrist að verulegu leyti af miklum samdrætti í útflutningi lyfja og rafeindavoga. Einnig varð samdráttur í útflutningi ýmiss konar iðnaðarvöru þvert á fyrri spár. Ástæður samdráttarins virðast vera að einhverju leyti tímabundnar. Til að mynda hefur framleiðsla nýrra lyfja tafist. Einnig má gera ráð fyrir að hækkun raungengis hafi haft töluvert áhrif. Á móti slakari horfum um vöruútflutning í ár hefur útflutningur þjónustu aukist verulega. Á fyrri helmingi ársins jókst þjónustuútflutningur um 6½% að raungildi, sökum aukinna tekna af samgöngum. Í heild er gert ráð fyrir að útflutningur vöru og þjónustu aukist um tæplega 4½% á þessu ári og um 6% á því næsta, en þá fer einnig að gæta aukins álutflutnings síðari hluta ársins. Á árinu

2007 er gert ráð fyrir að útflutningur aukist um rúm 6%, en þá mun álútflutningur aukast verulega.

Raugengi hækkar á ný

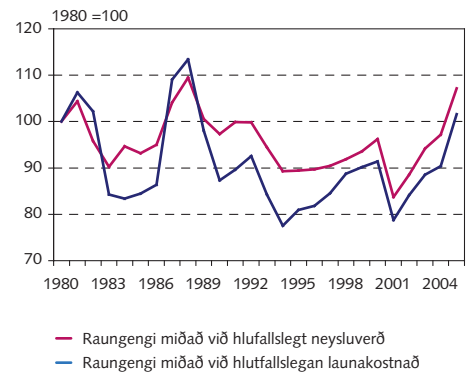
Gengi krónunnar hefur hækkað á ný undanfarna mánuði eftir að hafa náð lágmarki á þessu ári um miðjan maí síðastliðinn. Náði gengi krónunnar nýju hámarki nú um miðjan september. Í spá Seðlabankans að þessu sinni er gert ráð fyrir óbreyttu gengi frá 12. september, en það felur í sér að í ár verði meðalgengi krónunnar um 7½% hærra en miðað var við í síðustu spá og um 9,2% hærra en á síðasta ári.

Eftir að hafa náð hámarki á fyrsta ársfjórðungi, lækkaði raugengi á öðrum ársfjórðungi þegar gengi krónunnar veiktist á ný og heldur dró úr verðbólgu. Á þriðja ársfjórðungi hækkaði raugengi á ný, bæði sakir hærra nafngengis og aukinnar verðbólgu. Að gefnu óbreyttu nafngengi frá 12. september mun raugengi, skilgreint sem hlutfallslegt neysliverðlag, verða að meðaltali rúmlega 10% hærra í ár en í fyrra og hækka um 6½% á næsta ári.

Á fyrstu sjö mánuðum ársins jókst útflutningur þrátt fyrir hátt gengi krónunnar. Hins vegar hefur útflutningur verið veikastur í þeim mánuðum sem gengi krónunnar hefur verið sterkast. Þetta kann að stafa af hliðrun útflutnings þegar gengið er talið hafa styrkst tímabundið, en einnig er hugsanlegt að ákveðinn þröskuldur sé við tiltekið stig raugengis. Útflutningsgreinar munu því sennilega eiga á brattann að sækja á næstunni haldist gengi krónunnar hátt. Hækkun raugengis gæti jafnvel verið heldur meiri en þær raugengisvísitölur sem Seðlabankinn hefur reiknað undanfarin ár gefa til kynna. Nýjar gengisvísitölur sem greint er frá í viðauka 2 sýna meiri hækkun. Skýrist það einkum af meira vægi evru í nýju vísitölunum en þeirri eldri.

Mynd II-9

Raugengi krónunnar 1980-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

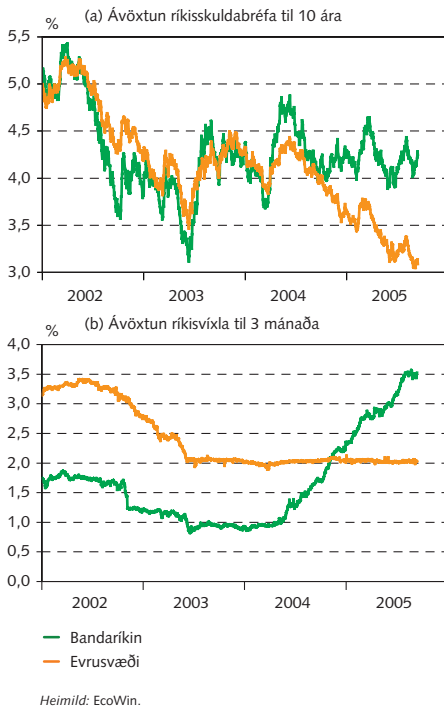
Tafla II-1 Helstu forsendur um þróun ytri skilyrða

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	0,0	3,0	2,0	-3,0	1,0	.
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	8,0	5,0	3,0	2,0	2,0	.
Verð áls í erlendri mynt	6,6	2,0	-0,6	3,7	5,4	.
Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt	7,9	4,5	0,3	0,2	3,9	.
Verð innfluttrar neysluvöru í erlendri mynt	2,5	2,3	2,0	-	-	.
Eldsneytisverð í erlendri mynt	38,5	13,8	-4,9	10,6	4,2	.
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	1,3	1,6	0,9	-2,1	3,7	.
Erlendir skammtíamavextir	2,5	2,8	2,9	-0,1	-0,2	.

1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2005/2.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-1
Erlend vaxtaþróun
1. janúar 2002 - 19. september 2005
(daglegar tölur)



III Fjármálaleg skilyrði

Fjármálaleg skilyrði hafa orðið lítið eitt aðhaldssamari frá vormánuðum. Innlendir skammtímavextir hafa hækkað nokkuð og vextir á óverðtryggðum útlánnum bankanna hafa hækkað umfram stýrivaxtahækkun Seðlabankans í byrjun júní. Ætla má að hátt gengi krónunnar að undanfögnu geri erlenda lántöku ívið minna fýsilega en í vor, enda auknar líkur á að gengið haldi ekki þessum styrkleika út líftíma lána til nokkurra ára. Á móti vegur að herra gengi lækkar greiðslubyrði erlendra lána sem þegar hefur verið stofnað til. Aðhald sem felst í sterku gengi krónunnar bitnar fyrst og fremst á fyrirtækjum landsins, sem jafnan hafa leitað á erlenda lánamarkaði í töluverðum mæli, en síður á einstaklingum. Einstaklingar hafa þó á þessu ári tekið gengistryggð lán í auknum mæli. Ekki er víst að þeir hafi gert sér fyllilega grein fyrir áhættu sem í slíkri lántöku er fólgin.

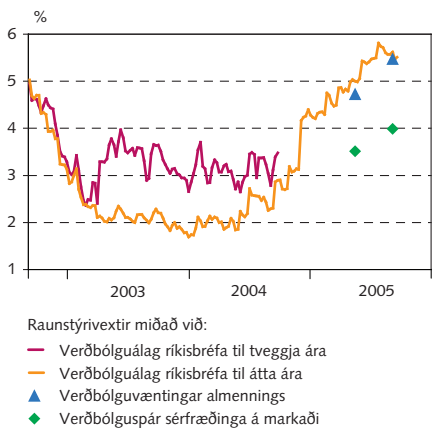
Skilyrði erlendar lántöku hafa versnað frá vormánuðum vegna herra gengis krónunnar en heldur hagstæðari erlendir vextir vega á móti
Erlend fjármálaleg skilyrði eru enn með hagstæðasta móti. Á evrusvæðinu hafa þau jafnvel orðið ívið aðhaldsminni frá því að *Peningamál* voru gefin út sl. vor. Skammtímavextir hafa lítið breyst, enda hefur Seðlabanki Evrópu ekki breytt vöxtum í 2½ ár. Langtímavextir hafa undanfarið verið ívið lægri en sl. vor og eru töluvert lægri en í ársbyrjun. Burt séð frá gjaldmiðlaáhættu eru skilyrði til langtímalántöku í evrum því áfram mjög góð. Langtímavextir í Bandaríkjunum hafa lítið breyst frá vormánuðum og eru enn lágir þrátt fyrir hækkun skammtímavaxta um u.þ.b. ½ prósentu frá því í maí.

Gengi krónunnar sem miðað er við í spám bankans í þessu hefti er 7½% sterkara en í uppfærðum þjóðhags- og verðbólguþáttum Seðlabankans sem voru birtar í byrjun júní. Það felur í sér að skilyrði til nýrrar lántöku hafa versnað að því gefnu að gengið leiti jafnvægis á ný.

Raunstýrivextir Seðlabankans hafa hækkað

Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína í byrjun júní um 0,5 prósentur í 9,5%. Til þess að meta aðhaldsstig aðgerða Seðlabankans hefur meðal annars verið lagt mat á raunstýrivexti miðað við verðbólguvæntingar (sjá umfjöllun um verðbólguvæntingar í kafla VIII). Sá mælikvarði á verðbólguvæntingar sem Seðlabankinn hefur lagt einna mesta áherslu á er mismunur ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa svipaðrar tímalengdar. Þótt ekki sé fyrir hendi verðtryggður ríkisskuldabréfaflokkur til tiltölulega skamms tíma sem hægt er að nota til að meta verðbólguvæntingar til næstu 2-5 ára eru til u.þ.b. tíu ára sambærileg bréf sem gefa vísbendingu um verðbólguvæntingar til tiltölulega langs tíma. Út frá þeim tölum má ætla að raunstýrivextir séu um 5½%. Sambærileg niðurstaða fæst ef miðað er við verðbólguvæntingar almennings, sem kannaðar voru um mánaðamót ágúst og september. Við útgáfu síðustu *Peningamála* voru raunstýrivextir um 5% og því má ætla að raunstýrivextir hafi hækkað síðan þá um sem nemur nafnhækkun stýrivaxta í júnibyrjun.

Mynd III-2
Raunstýrivextir Seðlabankans
Vikulegar tölur 17. september 2002 - 19. september 2005



Verðbólguvæntingar almennings miðast við verðbólgu næstu tólf mánuði og verðbólguþátt sérfræðinga við tólf mánuði til ársloka 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Raunstýrivextir miðað við liðna verðbólgu eru ívið hærrí en hafa lækkað nokkuð frá maímánuði. Sé miðað við nýja grunnverðbólguþspá Seðlabankans eru raunstýrivextir einnig um 5½%, hvort sem litið er eitt eða tvö ár fram í tímann. Miðað við spá bankans með breytilegum vöxtum og gengi eru raunstýrivextir bankans hins vegar nokkru lægri eða 4,8% eitt ár fram í tímann og einungis 4,3% tvö ár fram í tímann. Ef verðbólguþmarkmið bankans væri talið fyllilega trúverðugt næstu tvö árin væru raunstýrivextir í námunda við 7%.

Sé litið til væntinga markaðsaðila og heimila virðist á heildina litið mega álykta að aðhald stýrivaxta Seðlabankans hafi aukist nokkuð frá maímánuði. Hins vegar ber að hafa í huga að verðbólga hefur aukist verulega undanfarna mánuði, sem kann að hafa haft neikvæð áhrif á verðbólguþvæntingar. Enn er nokkuð langt í að aðhaldsstigið verði jafnmikið og í síðustu uppsveiflu.

Áhrif síðustu vaxtahækkunar greinilegri á óverðtryggðum útlána-vöxtum bankanna en á vaxtarófi óverðtryggðra ríkisbréfa

Meðalvextir óverðtryggðra lána bankanna hækkuðu strax í júní sem nam u.þ.b. stýrivaxtahækkun Seðlabankans í byrjun mánaðarins. Í ágúst hafa þeir svo hækkað enn frekar eða um 0,2 prósentur. Hugsanlegt er að um aukið áhættuálag vegna væntrar verðbólgu sé að ræða.

Eftir vaxtahækkun bankans í júní gætti áhrifa hennar einkum á skemmri enda óverðtryggðra vaxtarófsins. Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa með tveggja og fimm ára líftíma hækkaði nokkuð, en lítilla sem engra breytinga varð vart á bréfum með átta ára líftíma. Frá vaxtahækkun bankans í júní hækkaði meðalávöxtun ríkisbréfa með tveggja ára líftíma um 0,2 prósentur í tæplega 9,2% og á bréfum með fimm ára líftíma hækkaði ávöxtunin einnig um 0,2 prósentur í 7,7%. Ávöxtun bréfa með átta ára líftíma stóð hins vegar í stað við liðlega 7,5%. Því virðist sem ekki hafi verið gert ráð fyrir jafnmikilli stýrivaxtahækkun á skuldabréfamarkaði og raun varð á í byrjun júní (sjá umfjöllun í næsta kafla). Hækkun ávöxtunarkröfu skuldabréfa með fimm ára líftíma má túlka sem svo að fjárfestar hafi eftir hækkunina ekki gert ráð fyrir eins hraðri lækkun vaxta og þeir gerðu ráð fyrir fyrr á árinu.

Fyrri hluta september lækkaði ávöxtunarkrafa ríkisbréfa með líftíma til tveggja og fimm ára töluvert og stóð í 8,9% og 7,2% þann 16. september. Líklegt er að þessa lækkun megi að stórum hluta rekja til erlendar stöðutöku tengdrar skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum (sjá umfjöllun á bls. 68). Þessi þróun hefur unnið gegn viðleitni Seðlabankans til að hækka langtímavexti og þannig dregið nokkuð úr aðhaldssemi peningastefnunnar.

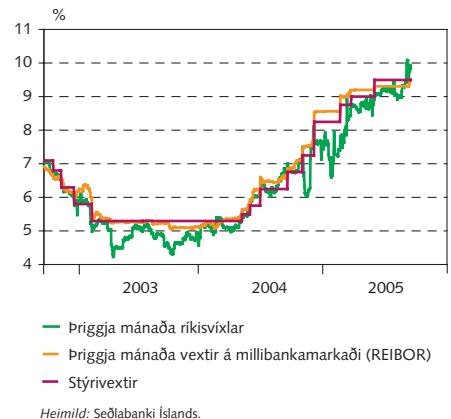
Áframhaldandi vaxtahækkunir þegar verðlagðar í markaðsvöxtum

Hækkun stýrivaxta í júní sl. um 0,5 prósentur virðist hafa verið heldur meiri en markaðsaðilar væntu miðað við fólgnu framvirka vexti sem metnir eru út frá vaxtaferli óverðtryggðra vaxta. Virðist markaðurinn fremur hafa reiknað með að núverandi vaxtastigi yrði náð í tveimur skrefum, því fyrra við útgáfu síðustu *Peningamála* og því seinna í lok júní. Jafnframt var áframhaldandi hækkun stýrivaxta verðlögð inn í vaxtaferilinn til hausts um 0,25-0,5 prósentur.

Mynd III-3

Stýrivextir og aðrir skammtímamarkaðsvextir

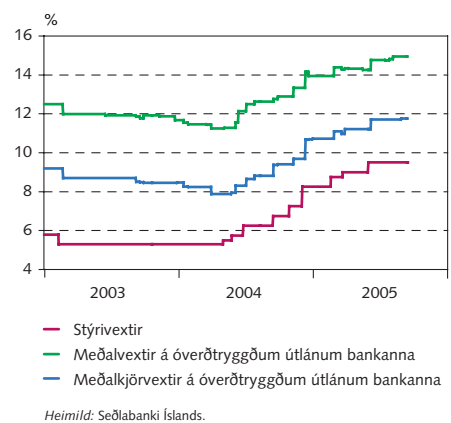
Daglegar tölur 19. september 2002 - 19. september 2005



Mynd III-4

Stýrivextir og óverðtryggðir útlánsvextir bankanna

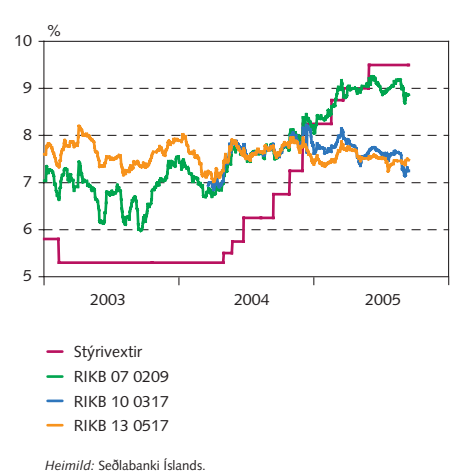
Tölur 1., 11. og 21. hvers mánaðar
1. janúar 2003 - 11. september 2005



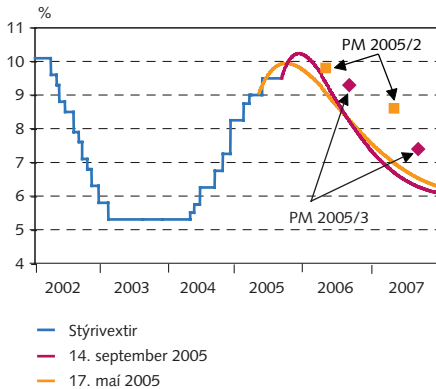
Mynd III-5

Stýrivextir og ávöxtunarkrafa ríkisbréfa

Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 19. september 2005



Mynd III-6
Stýrivextir Seðlabankans 2002-2007



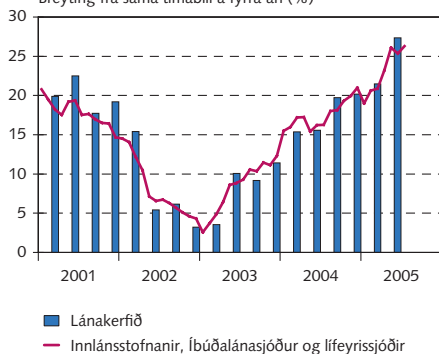
Gular og rauðar línur sýna framvirka vexti. Kassar sýna vaxtaspar samkvæmt könnunum meðal greiningaraðila fyrir útgáfu *Peningamála* 2005/2 og 2005/3.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7
Vöxtur útlána janúar 2001 - júlí 2005

Útlán lánaerfis í lok hvers ársfjórðungs, útlán innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar

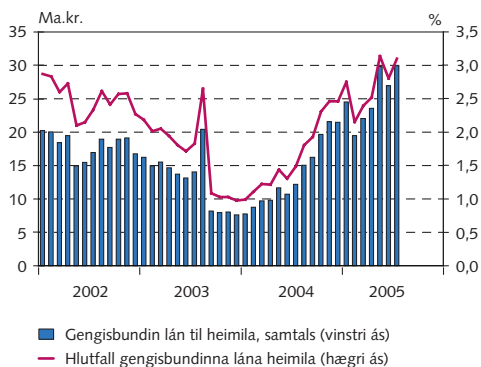
Breyting frá sama tímabili á fyrra ári (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8
Gengisbundin lán heimila og hlutfall þeirra af heildarlánum janúar 2002 - júlí 2005

Hlutfall gengisbundinna lána heimila af útlánunum innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Inn í vaxtaferilinn frá 13. september sl. var verðlögð 0,75 prósentna hækkun vaxta fram til áramóta, þar af 0,25 prósentna hækkun við útgáfu *Peningamála* nú. Markaðsaðilar virðast því vænta þess að stýrivextir nái hámarki í lok þessa árs í 10,25% en að þeir taki síðan fljótlega að lækka og verði u.þ.b. 8% eftir eitt ár og rúmlega 6% eftir tvö ár. Eins og áður er þetta heldur hraðari lækking vaxta en lesa má út úr svörum greiningaraðila (sjá rammagrein 3) en þeir gera ráð fyrir að stýrivextir verði um 9,25% eftir eitt ár og 7,5% eftir tvö ár. Áfram virðist því gæta meiri bjartsýni meðal markaðsaðila en sérfræðinga á markaði um hve hratt Seðlabankinn muni draga úr aðhaldsstigi peningastefnunnar.

Vöxtur útlána orðinn enn meiri

Þótt fjármálaleg skilyrði virðist orðin ívið aðhaldssamari en þau voru á vormánuðum sér þess ekki stað í útlánavexti. Þvert á móti hefur útlánavöxturinn aukist verulega. Innlend útlán og verðbréfaeign lánaerfisins voru í júnílok 27% meiri en fyrir ári. Útlán til fyrirtækja jukust mikið, eða um 37%, útlán til einstaklinga hafa einnig aukist hröðum skrefum. Bankarnir hafa á þessu ári aukið markaðshlutdeild sína verulega, einkum á kostnað Íbúðalánasjóðs. Í ágústlok voru útlán innlánsstofnana rúmlega 50% meiri en í ágúst í fyrra og tæplega 53% meiri sé leiðrétt fyrir gengis- og verðuppfærslu. Útlán innlánsstofnana til einstaklinga höfðu á sama tíma aukist um tæplega 128% sem að stærstum hluta má rekja til nýrra húsnæðisveðlana. Á móti hefur dregið úr húsnæðisveðlánunum Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða til einstaklinga. Samanlögð útlán innlánsstofnana, lífeyrissjóða og fjárfestingarlánasjóða (þ.m.t. Íbúðalánasjóðs) til einstaklinga jukust um tæplega 18% á einu ári til júliloka.

Gengistryggð útlán innlánsstofnana hafa aukist mikið eins og önnur útlán að undanförunu og nam tólf mánaða vöxtur þeirra til ágústloka rúmlega 60%. Ekki er því að sjá að hátt gengi krónunnar hafi dregið mikið úr lántöku í erlendum gjaldmiðlum. Þó ber að hafa í huga að fyrirtækin sem taka þessi lán hafa mörg hver gjaldeyristekjur eða verja lánunum til erlendra fjárfestingar. Hraður vöxtur gengisbundinna útlána til innlendra fyrirtækja er því ekki endilega merki um mikla innlenda fjárfestingu. Því er óvíst að hve miklu leyti má túlka þennan mikla vöxt sem vísbendingu um vöxt innlendra eftirspurnar. Töluverður hluti vaxtarins kann að tengjast svokallaðri útrás íslenskra fyrirtækja. Gengisbundin útlán innlánsstofnana námu í lok ágúst rúmlega 53% útlána þeirra, sem er svipað og fyrr á árinu.

Þróun peningamagns

Vöxtur peningamagns og sparifjár (M3) hefur aukist verulega frá vormánuðum og var rúmlega 24% í júlílok á tólf mánuðum. Lítil skammtímatengsl eru á milli vaxtar peningamagns og verðlagsþróunar. Langvarandi vöxtur peningamagns umfram nafnvöxt landsframleiðslu getur eigi að síður verið vísbending um langtímaprýsting á verðlag. Þó ber að túlka vöxt M3 og annarra mælikvarða á peningamagn af varúð vegna þess að við viss skilyrði getur t.d. flótti fjárfesta úr áhættusömum í áhættuminni eignir leitt til þess að M3 þenst út. Þetta gerðist

t.d. víða um heim í kjölfar þess að gengi hlutabréfa féll um aldamótin. Þá jukust innstæður á peningamarkaðsreikningum, sem eru hluti M3, mikið um tíma. Slíkar skýringar eiga þó varla við um þessar mundir, enda hefur verð hlutabréfa hækkað mikið undanfarin ár og almenn bjartsýni ríkir á fjármálamarkaði.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja eru nokkru aðhaldssamari en á vormánuðum

Stór hluti skulda og lántöku fyrirtækja er í erlendum gjaldmiðlum. Breytingar á gengi krónunnar og erlendum vöxtum hafa því fyrst og fremst áhrif á fjárhagsleg skilyrði fyrirtækja. U.þ.b. 56% af skuldum fyrirtækja við innlánsstofnanir voru t.d. í erlendum gjaldmiðlum í júlilok. Erlendir vextir eru enn afar lágir. Vextir langtímaríkisskuldabréfa á evrusvæðinu hafa lækkað frá vormánuðum. Styrking krónunnar ætti hins vegar að gera nýja lántöku ófýsilegri, eins og áður hefur komið fram, þótt afborganir eldri lána léttist með hærra gengi. Styrking krónunnar þrengir fyrst og fremst að útflutningsfyrirtækjum, t.d. í sjávarútvegi og ferðaþjónustu, og einnig innlendri atvinnustarfsemi sem býr við samkeppni erlendra aðila á heimamarkaði. Kostnaður þessara fyrirtækja eykst umfram tekjur þeirra, sem annaðhvort eru í erlendum gjaldmiðlum eða geta ekki fylgt kostnaðarbreytingum eftir vegna samkeppni frá erlendum keppinautum.

Þau lán fyrirtækja sem ekki eru gengisbundin skiptast nokkuð jöfnum höndum í verðtryggð og óverðtryggð lán. Vextir verðtryggðra lána hafa almennt lækkað en vextir óverðtryggðra lána, t.d. yfirdráttarlána, í stórum dráttum hækkað í samræmi við hækkun stýrivaxta eins og áður hefur komið fram. Hækkun vaxta óverðtryggðra lána er öllu þyngrri á metunum. Því má ætla að samanlögð áhrif gengisbreytinga og vaxtabreytinga feli í sér heldur óhagstæðari fjármálaleg skilyrði að hausti en í vor.

Fjármálaleg skilyrði heimila hafa versnað lítillega frá vormánuðum

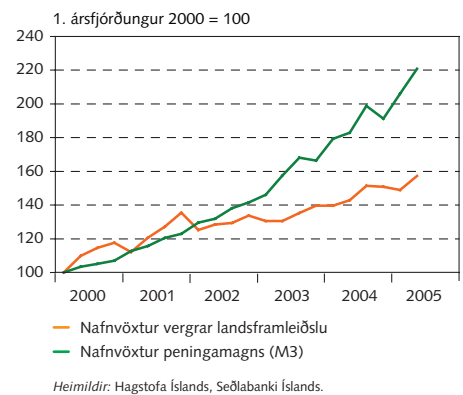
Ætla má að fjármálaleg skilyrði einstaklinga séu heldur aðhaldssamari um þessar mundir en þau voru í vor. Fjármálaleg skilyrði þeirra ráðast að mestu af vöxtum verðtryggðra langtímalána, einkum húsnæðisveðlana. Vextir þessara lána hafa ekki breyst í sumar. Hækkun vaxta á óverðtryggðum lánnum, meðal annars yfirdráttarlánnum, vegur ekki eins þungt. Einstaklingar virðast ekki hafa notað möguleika til endurfjármögnunar húsnæðisveðlana til að greiða upp yfirdráttarlán sín því að þau voru á fyrstu átta mánuðum þessa árs að meðaltali 7% hærri en á sama tíma fyrir ári og jukust um 5% á tólf mánuðum til ágústloka.

Þar til nýlega hefur hlutdeild gengistryggðra lána í skuldum einstaklinga verið lítil. Á þessu varð nokkur breyting á síðastliðnu ári. Af útlánum innlánsstofnana til einstaklinga sem voru í lok ágúst tæplega 460 ma.kr. voru tæplega 30 ma.kr. gengisbundin. Gengisbundnar skuldir þeirra við innlánsstofnanir voru í lok síðasta árs rúmlega 21 ma.kr. og hafa því aukist um rúmlega 40% það sem af er ári. Ætla mætti að lántakendur líti svo á að hátt gengi krónunnar feli ekki í sér meiri gjaldmiðlaáhættu en nemur vaxtamun á innlendum og erlendum lánnum. Þessi viðhorf einstaklinga kynnu að breytast

Mynd III-9

Nafnvöxtur peningamagns og vergrar landsframleiðslu 1. ársfj. 2000 - 2. ársfj. 2005

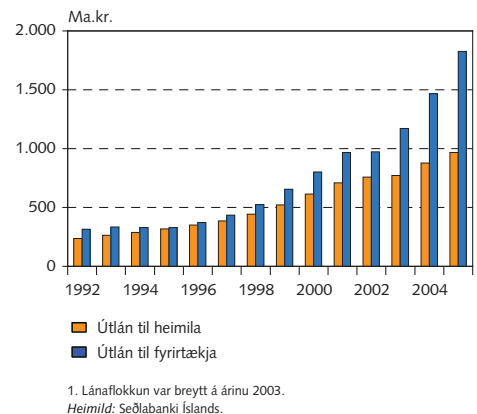
Daglegar tölur 22. maí 2002 - 20. maí 2005



Mynd III-10

Útlán til heimila og fyrirtækja 1992-2005

Staða útlána lánakerfis til heimila og fyrirtækja í lok árs, tölur fyrir 2005 eru í lok júní¹



snögglega ef krónan lækkaði umtalsvert. Gengisbundin lán eru t.d. notuð í auknum mæli í bílaviðskiptum og sem húsnæðisveðlán. Þessi lán bera að auki almennt breytilega vexti og virðast því hagstæðari um þessar mundir en þau kunna að reynast síðar.

IV Innland eftirspurn og framleiðsla

Horfur á að framleiðsluspenna verði nokkru meiri en áður var talið

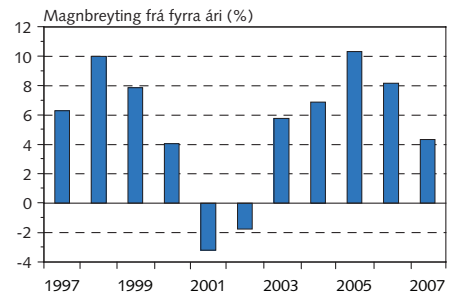
Horfur eru á heldur minni hagvexti á þessu ári en gert var ráð fyrir í júní, en meiri næstu tvö árin á eftir. Hins vegar virðist hagvöxtur í fyrra hafa verið töluvert meiri en áður var talið. Meginástæða þess að nú er talið að hagvöxtur verði ekki eins mikill í ár og gert var ráð fyrir í júní er að áætlanir um fjármunamyndun hafa verið lækkaðar og spáð er meiri aukningu innflutnings. Vega þessir þættir þyngra en töluvert meiri vöxtur einkaneyslu en spáð var í júní. Að samanlögðu eru horfur á meiri framleiðsluspennu á næsta ári en gert var ráð fyrir í júní.

Hagvöxtur í fyrra meiri en áður var talið en minni árið 2003

Breytingar á metinni framleiðsluspennu næstu árin ráðast ekki aðeins af breytingum á spám um hagvöxt heldur getur endurskoðun á gögnum fyrri ára einnig haft töluvert áhrif. Hagstofa Íslands birti í september bráðabirgðauppgjör fyrir árið 2004 sem sýnir töluvert meiri hagvöxt en fyrri áætlanir. Stærsta breytingin er að fjármunamyndun er talin hafa vaxið um 21% á milli árunna 2003 og 2004 í stað 12,8% áður. Hins vegar er nú talið að bæði einkaneysla og samneysla hafi vaxið minna en áður var talið. Þessar breytingar leiða til þess að hagvöxtur á árinu 2004 er talinn um einni prósentu meiri en áður eða 6,2%.

Hagstofan birti endurskoðaðar tölur um þjóðhagsstærðir fyrir árin 1990-2004. Nokkur breyting hefur orðið á aðferðum hennar í samræmi við alþjóðlega þróun í gerð þjóðhagsreikninga. Við áætlun magn- og verðbreytinga er nú notuð svokölluð keðjutenging, þ.e.a.s. miðað er við verðhlutföll næsta árs á undan við áætlun magnbreytinga á milli tveggja ára. Með því að miða við nýleg verðhlutföll ættu áætlanir um magnbreytingar að verða betri en áður. Þessi endurskoðun leiddi til nokkurrar breytingar á mælingu þjóðhagsstærðanna. Þannig telst vöxtur einkaneyslu árið 2003 nú 5,8% en ekki 6,6% og hagvöxtur 3,6% í stað 4,2%. Hagvöxtur árin 2001 og 2002 telst hins vegar hafa verið 0,7 og 0,8 prósentum meiri en áður var talið (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 1).

Mynd IV-1
Vöxtur einkaneyslu 1997-2007¹



1. Spá Seðlabankans 2005-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hagstofan birti nýjar tölur um helstu þjóðhagsstærðir 13. september sl. Tölur fyrir tímabilið 1990-2003 hafa verið endurskoðaðar og tekin upp árleg keðjutenging. Verð- og magnbreytingar milli tveggja ára eru nú áætlaðar út frá verðhlutföllum fyrra árs. Þessar breytingar eru síðan tengdar saman til að reikna út magnvísitölur og tímaráðir sem sýna þróun einstakra stærða á föstu verðlagi.

Áður notaði Hagstofan verðhlutföll tiltekins árs í nokkur ár. Slík viðmiðunarár eru nefnd grunnár. Hagstofan notaði árið 1990 sem grunnár fyrir magnbreytingar þjóðhagstalna fyrir tímabilið 1990 til 1997 og árið 1997 fyrir tímabilið eftir 1997. Nú er í raun fyrra árið af hverju tveimur samliggjandi árum grunnár.

Í allri hagfræði er mjög mikilvægt að skilja á milli verð- og magnbreytinga. Að keypt hafi verið mjólk fyrir 360 milljónir tiltekið ár og fyrir 480 milljónir árið eftir gefur takmarkaðar upplýsingar. Ef vitað er að mjólkinn kostaði 36 kr. lítrinn fyrra árið en 60 kr. síðara

Rammagrein 1

Þjóðhagsstærðir – keðjutenging og endurskoðun fyrir árin 1990-2003

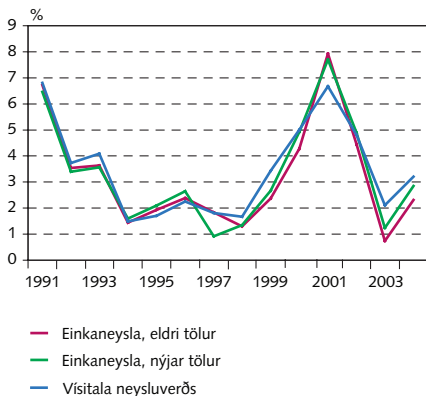
árið má reikna út að neyslan hafi verið 10 milljónir lítra fyrra árið en 8 milljónir lítra hið síðara.

Ef um er að ræða eina samstæða vöru sem selst á tilteknu verði á hverju tímabili er auðvelt að skilja á milli verð- og magnbreytinga. En vandamálin hrannast upp þegar reynt er að skilja á milli verð- og magnbreytinga fyrir hóp af vörum eins og t.d. allar vörur sem heimilin neyta (þ.e. einkaneysluna) eða allar fjárfestingarvörur. Ef verð allra vara í hópnum breyttist eins, væri vandalaust að áætla verðlagsbreytingu vöruflokksins. Í reynd breytist verð vara mismikið (hlutfallsleg verð breytast); sumar lækka meðan aðrar hækka. Magn þeirra breytist einnig mikið yfir tíma. Fyrir tíu árum skipti litlu fyrir áætlanir um verðbreytingar einkaneyslunnar hvaða verð var á GSM-símum og símtölum í GSM-kerfum en nú skiptir það nokkru. Það getur því valdið verulegri skekkju ef miðað er við mjög fjarlægst grunnár. Helsti kosturinn við keðjutengingu eins og Hagstofan notar nú við áætlun magnbreytinga þjóðhagsstærða frá og með árinu 1990 er að grunnárið er alltaf mjög nýlegt.

Magnbreyting og verðmæti vöru milli tímabila

Tímabil:	1	2	3
Verð			
Vara 1	150	160	170
Vara 2	100	90	105
Hlutfallslegt verð	1,50	1,78	1,62
Magn			
Vara 1	10	12	14
Vara 2	30	31	32
Verðmæti alls	4.500	4.710	5.740
Á verðlagi tímabils 1			
Vara 1	1.500	1.800	2.100
Vara 2	3.000	3.100	3.200
Allar vörur	4.500	4.900	5.300
Verðmæti alls	4.500	4.900	5.300
Breyting		8,89%	8,16%
Á verðlagi tímabils 2			
Vara 1	1.600	1.920	2.240
Vara 2	2.700	2.790	2.880
Allar vörur	4.300	4.710	5.120
Verðmæti alls	4.300	4.710	5.120
Breyting		9,53%	8,70%
Keðjutenging (verðlag tímabils 1)			
Vara 1	1.500	1.800	2.100
Vara 2	3.000	3.100	3.200
Allar vörur	4.500	4.900	5.327
Breyting		8,89%	8,70%
Verðmæti alls	4.500	4.900	5.300
Breyting		8,89%	8,16%

Mynd 1
Verðbreytingar einkaneyslu og
vísitala neysluverðs 1991-2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

Til að búa til tímaráðir yfir lengri tímabil þarf að tengja saman magn- og verðbreytingar sem reiknaðar eru út miðað við mismunandi grunnár. Venjulega er slíkt gert með því að búa til röð sem breytist eins og þær raðir sem samtengda röðin er búin til úr. Þegar slíkt er gert þarf að gæta þess að það er næsta víst að samtala samtengdra undirliða stemmir ekki alltaf við samtengdar summutölur. Nota má eftirfarandi dæmi til að útskýra þetta. Í meðfylgjandi töflu eru upplýsingar um verð og magn tveggja vara á þrem tímabilum.

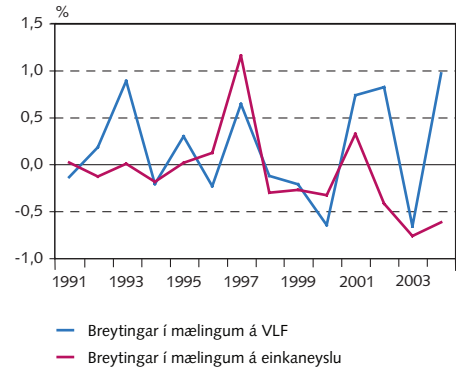
Ein aðferð til að áætla magnbreytingu á milli tímabila er að nota tímabil 1 sem grunnár og reikna út verðmæti varanna öll tímabilin miðað við verð þeirra á þessu tímabili. Taflan sýnir að þá fæst að magn varanna jókst um 8,89% á milli tímabila 1 og 2 og um 8,16% á milli tímabila 2 og 3. Ef tímabil 2 er notað sem grunnár fæst að magn varanna tveggja jókst um 9,53% á milli tímabila 1 og 2 og um 8,70% á milli tímabila 2 og 3. Í báðum þessum tilfellum er áætlað magn varanna tveggja jafnt summu undirliðanna á föstu verðlagi. Þetta breytist hins vegar þegar miðað er við mismunandi grunnár og breytingarnar samtengdar. Í neðsta hluta töflunnar er magnbreyting fyrir báðar vörurnar á milli tímabila 1 og 2 miðuð við breytinguna þar sem tímabil 1 er grunnár en magnbreytingin á milli tímabila 2 og 3 miðar við það sem fæst þegar tímabil 2 er notað sem grunnár. Eins og sést í töflunni er summa undirliðanna jöfn heildartölunni á fyrstu tveim tímabilunum, en á þriðja tímabilinu þar sem notast er við annað grunnár en áður er munur á summu undirliðanna og heildartölunni sem nemur 0,5%.

Með nýjum aðferðum fást nýjar mælingar á verð- og magnbreytingum. Þannig mælist hagvöxtur 0,8 prósentum meiri á milli árána 2001 og 2002 en 0,7 prósentum minni á milli 2002 og 2003 þegar nýju aðferðinni er beitt. Verðbreyting vergrar landsframleiðslu (VLF) á milli árána 2001 og 2002 er óbreytt en á milli árána 2002 og 2003 mælist verðbreytingin 0,3 prósentum meiri.

Einkaneyslan er langstærsti einstaki hluti landsframleiðslunnar. Við endurskoðunina minnkaði munur sem verið hefur á verðbreytingum einkaneyslu og breytingum neysluverðsvísitölunnar. Hin nýja aðferð Hagstofunnar leiðir til þess að breyting einkaneyslunnar á milli árána 2001 og 2002 mælist 0,4 prósentum minni en áður og breytingin á milli árána 2002 og 2003 mælist 0,8 prósentum minni. Verðbreytingar á milli þessara ára mælast hins vegar 0,5 prósentum meiri í báðum tilfellum. En þótt munurinn sé minni en áður sýna nýju tölur Hagstofunnar áfram heldur minni verðbreytingu einkaneyslu en nemur breytingum neysluverðsvísitölunnar nokkur undanfarin ár. (Sjá mynd 1.)

Mynd 2

Mismunur nýrra og eldri mælinga á magnbreytingum einkaneyslu og VLF 1991-2004



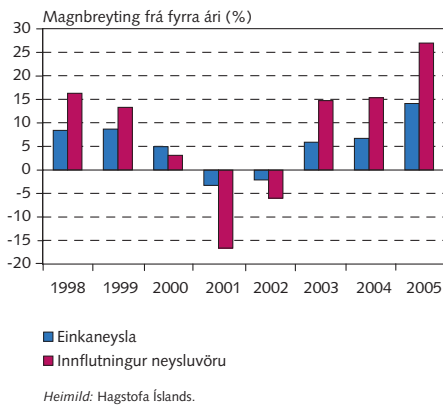
Heimild: Hagstofa Íslands.

Áætlanir um fyrri helming ársins benda til þess að vöxtur einkaneyslu í ár verði meiri og hagvöxtur minni en áður var talið

Hagstofan birti í september ársfjórðungslega þjóðhagsreikninga fyrir annan fjórðung ársins 2005 og endurskoðun á tölum fyrri fjórðunga. Þar kemur fram að einkaneysla á fyrri helmingi yfirstandandi árs var 11,6% meiri en á fyrri helmingi síðasta árs. Í júní spáði Seðlabankinn 8% vexti einkaneyslu á yfirstandandi ári. Til þess að sú spá gangi eftir má ársvöxtur einkaneyslu því einungis nema 4,5% á seinni helmingi ársins. Það verður að teljast fremur ólíklegt miðað við fyrirbyggjandi vísbendingar, eins og vikið er að hér á eftir. Hagvöxtur á fyrri helmingi ársins var hins vegar nokkru minni en bankinn hafði spáð á öllu árinu, eða rétt undir 5% samanborið við um 6,5% fyrir allt árið. Því er líklegt að hagvöxtur á árinu verði eitthvað minni en fyrri spá gerði ráð fyrir. Tafla IV-1 sýnir yfirlit yfir vöxt helstu þjóðhagsstærða á fyrri helmingi þessa árs og þann vöxt sem þyrfti að vera á seinni helmingi ársins til að spá bankans frá því í júní gangi eftir.

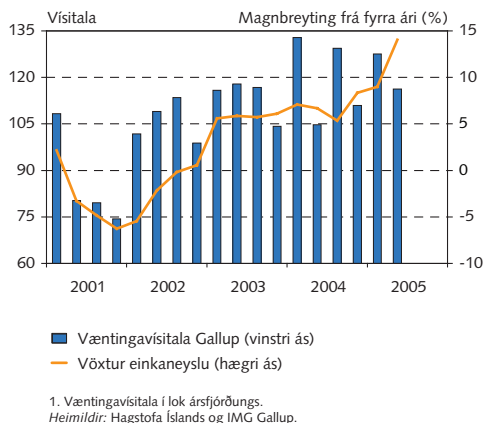
Mynd IV-2

Vöxtur einkaneyslu og innflutnings neysluvöru á fyrri árhelmingi 1998-2005



Mynd IV-3

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup¹
1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2005



Tafla IV-1 Þjóðhagsstærðir á fyrri og seinni árhelmingi 2005

	Fyrri hluti árs 2005	Seinni hluti árs 2005 miðað við spá Seðla- bankans í júní 2005
Einkaneysla	11,6	4,5
Samneysla	3,7	1,3
Fjármunamyndun	21,9	47,7
Þjóðarútgjöld	11,2	13,6
Útflutningur	4,7	3,3
Innflutningur	21,1	15,9
Verg landsframleiðsla	4,9	8,3

Einkaneysla

Seðlabankinn spáir nú meiri vexti einkaneyslu á þessu ári en hann gerði í júní, eða rúmlega 10% í stað 8%. Útlit er fyrir að vöxtur einkaneyslu á næsta ári verði einnig kröftugur en að draga muni úr honum þegar kemur fram á árið 2007.

Útlit fyrir meiri vöxt einkaneyslu á þessu ári en áður var talið

Eins og áður hefur komið fram var vöxtur einkaneyslu á fyrri hluta þessa árs meiri en spáð var á árinu öllu í júní sl. Helstu vísbendingar um einkaneyslu benda til að ekki hafi hægt á vextinum á þriðja fjórðungi ársins nema síður sé. Greiðslukortavelta jókst um tæplega 12,4% að raungildi á fyrstu átta mánuðum ársins en innanlandsvelta greiðslukorta um 10,7% og dagvöruveltu um 9,4%. Innflutningur neysluvöru jókst á sama tíma um 26% að raungildi (þar af jókst innflutningur bifreiða til einkanota um 61% og innflutningur varanlegrar neysluvöru um 39%). Hátt gengi krónunnar hefur greinilega ýtt undir eftirspurn eftir innfluttum vörum og þjónustu, einkum bifreiðum til einkanota og annarri varanlegri neysluvöru.

Kröftugur vöxtur hreins auðs stendur undir vexti einkaneyslu

Ef spá Seðlabankans gengur eftir verður vöxtur einkaneyslu í ár töluvert meiri en áætlaður vöxtur kaupmáttar ráðstöfunartekna á þessu ári, sem er um 3,5%. Þetta felur í sér að sparnaður heimilanna minnkar. Seðlabankinn áætlar að skuldir heimilanna hafi hækkað um 153 ma.kr. eða um 15% að raungildi frá lokum júní 2004 til jafnlengdar á þessu ári. Á sama tíma hefur verðmæti eigna heimilanna eins og íbúða og hlutabréfa aukist enn meira. Samkvæmt verðvísitölu Fasteignamatís ríkisins var raungildi íbúðaverðs, miðað við vísitölu neysluverðs, 35% hærra í júní í ár en á sama tíma í fyrra. Á sama tíma hækkaði raungildi hlutabréfaverðs um 41%. Því er ljóst að eignir heimilanna hafa vaxið töluvert meira en skuldarnar.

Samkvæmt skattframtölum hækkaði verðmæti fasteigna í eigu einstaklinga um 192 ma.kr. á síðasta ári og var í lok ársins 1.364 ma.kr. Á sama tíma hækkaði eignarskattstofn einstaklinga um 143 ma.kr. eða að raungildi um 12,5% en framtaldar skuldir einstaklinga hækkuðu um 100 ma.kr. eða rétt undir 11% að raungildi og námu 757 ma.kr. í lok ársins. Þessi tala er heldur lægri en áætlun Seðlabankans sem gerir ráð fyrir að skuldir heimilanna hafi numið 877 ma.kr. í lok ársins 2004.

Spá Seðlabankans um vöxt einkaneyslu á þessu ári endurspeglar að verðmæti eigna heimilanna hefur aukist umfram hækkun skulda og haft svokölluð auðsáhrif á neyslu heimilanna. Lækkun langtíma-raunvaxta og greiðari aðgangur að lánsfé á síðasta ári hefur einnig haft hvetjandi áhrif á einkaneyslu. Talið er að þessara áhrifa muni gæta fram á næsta ár en þá taki að draga úr vexti einkaneyslu enda kemur það í kjölfar fjögurra ára þar sem árlegur vöxtur einkaneyslu hefur verið um og yfir 6%.

Heimilin mjög bjartsýn um efnahagshorfur

Þessar aðstæður endurspeglast í afar jákvæðu mati almennings á efnahagsástandinu og töluverðri bjartsýni um horfurnar. Væntingavísitala Gallup er með hæsta móti um þessar mundir og mat á núverandi ástandi hefur aldrei verið jákvæðara. Á fyrstu átta mánuðum þessa árs var vísitalan 6% hærri en hún var að meðaltali í fyrra og í ágúst 13% hærri. Gallup kannaði einnig fyrirhuguð stórkaup, þ.e. kaup á bílum, húsnæði eða utanlandsferðum. Í júní sl. var vísitala stórkaupa hin næsthæsta frá upphafi, en hafði lækkað um tæplega fimm stig frá marsmánuði. Þessi bjartsýni heimilanna um atvinnu- og tekjuhorfur og að þau geti auðveldlega staðið undir greiðslubyrði nýrra lána ýtir undir fjármögnun einkaneyslu með lánsfé.

Tafla IV-2 Vísendingar um einkaneyslu 2004 og á fyrstu átta mánuðum 2005

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Ársfjórðungslegar tölur					Nýjasta tímabil		
	2004:2	2004:3	2004:4	2005:1	2005:2	Breyting miðað við		
						sama tímabil í fyrra ³	uppsafnað frá ársbyrjun	
Dagvöruvelta (raunbreyting)	3,4	4,3	3,5	7,2	10,5	ágúst 2005	10,4	9,3
Greiðslukortavelta (raunbreyting) ¹	9,7	4,9	11,3	11,2	14,4	ágúst 2005	11,2	12,4
þar af innanlands	8,6	4,0	9,8	9,8	12,8	ágúst 2005	13,5	10,3
þar af erlendis	29,1	18,4	34,0	35,6	33,7	ágúst 2005	42,4	35,9
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	28,4	19,5	44,3	61,4	64,4	ágúst 2005	60,5	62,6
Almennur innflutningur (magnbreyting) ²	18,7	13,6	16,0	15,1	17,5	júlí 2005	.	19,5
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ²	15,3	14,5	15,7	22,1	26,9	júlí 2005	.	26,0
Bifreiðar til einkanota ²	24,2	24,6	35,0	56,7	66,0	júlí 2005	.	61,3
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ²	19,4	16,3	17,1	36,3	38,5	júlí 2005	.	38,7
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ²	9,9	8,8	7,5	16,9	17,4	júlí 2005	.	17,5
Mat- og drykkjarvörur ²	11,8	10,5	10,2	6,8	9,0	júlí 2005	.	8,5
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) ²	38,3	23,8	19,3	36,9	26,6	júlí 2005	.	28,4
Væntingavísitala Gallup	-11,7	5,5	-3,2	-1,7	9,4	ágúst 2005	8,4	5,6
Mat á núverandi ástandi	13,8	23,1	19,8	21,2	34,6	ágúst 2005	32,9	30,7
Væntingar til sex mánaða	-22,3	-3,5	-14,7	-13,7	-5,9	ágúst 2005	-7,8	-9,0

1. Greiðslukortavelta heimila og fyrirtækja, meginhluta hennar má rekja til heimila. 2. Ársfjórðungstölur miðast við tölur sem eru uppsafnaðar frá ársbyrjun til loka hvers ársfjórðungs. 3. Miðað er við tímabilið júlí til ágúst.

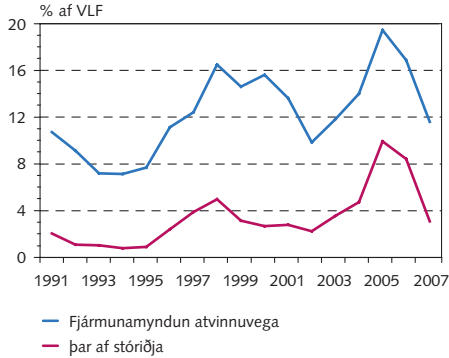
Heimildir: Bilgreinasambandið, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Íbúðalánasjóður, Samtök verslunar og þjónustu, Seðlabanki Íslands.

Samneysla

Horfur á nokkru meiri vexti samneyslu í ár og á næsta ári en spáð var í júní

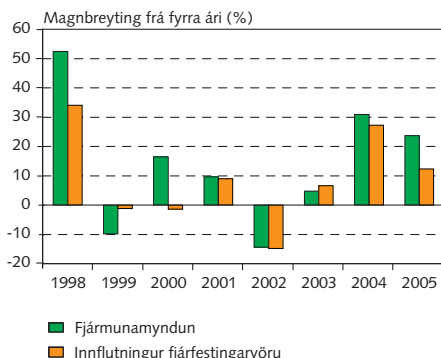
Samkvæmt nýjum tölum Hagstofunnar var vöxtur samneyslu minni á síðasta ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá, 2,8% samanborið við 3,6%. Þar af var vöxturinn rúmlega 4% hjá heilbrigðisstofnunum,

Mynd IV-4
Fjármunamyndun atvinnuvega
og í stóriðju 1991-2007¹



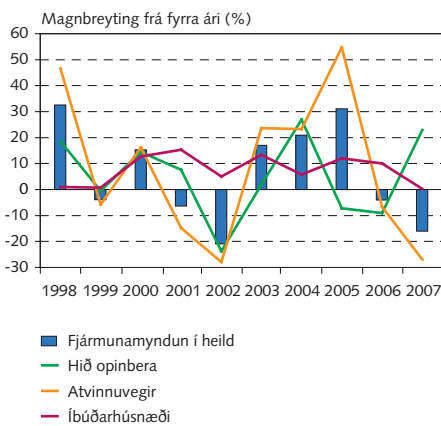
1. Spá Seðlabankans 2005-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5
Vöxtur fjármunamyndunar og innflutnings
fjárfestingarvöru á fyrri árhelmingi 1998-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-6
Vöxtur fjármunamyndunar
og helstu undirflokka hennar 1998-2007¹



1. Spá Seðlabankans 2005-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sem taldar eru til almannatrygginga, en örliðu minni hjá ríki og sveitarfélögum.

Í júnispánni var gert ráð fyrir 2,5% vexti samneyslu á árinu 2005 en nú er spáð 3,5% vexti. Samneyslan óx um 3,7% á fyrri helmingi ársins og útgjöld ríkisins til þeirra málaflokka sem tilheyra samneyslunni hækkuðu um 5% umfram laun á fyrstu sjö mánuðum þessa árs samanborið við sama tíma á árinu 2004. Því er ólíklegt að vöxtur samneyslu hjá ríki og undirstofnunum þess sem falla undir almannatryggingar verði minni en 3% á árinu 2005. Fjárlög gerðu hins vegar ráð fyrir tæplega 2% vexti.

Í fjárhagsáætlunum sveitarfélaga felst um 1,5% vöxtur samneyslu. Það er langt undir meðalvexti undanfarinna ára, sem var 4,2% á árunum 1998-2004, auk þess sem útgjöld hafa tilhneigingu til að fara fram úr áætlunum í aðdraganda sveitarstjórnakosninga. Því er notuð spá fjármálaráðuneytisins frá í maí um 4,5% vöxt í samneyslu sveitarfélaga.

Framvindan það sem af er þessu ári bendir til þess að vöxtur samneyslu á næsta ári verði ½ prósentu meiri en gert var ráð fyrir í júní, eða 3%. Í júní var horft til þeirra langtímaáætlana sem fyrir liggja og byggt á lauslegu mati á trúverðugleika þeirra. Spá bankans fyrir árið 2007 er að samneyslan vaxi um 2,7%, heldur minna hjá ríkinu og nokkru meira hjá sveitarfélögum.

Fjármunamyndun

Fjármunamyndun á síðasta ári var meiri en áður var talið

Samkvæmt bráðabirgðauppgjöri Hagstofunnar var fjármunamyndun í fyrra töluvert meiri en fyrri áætlanir bentu til og vöxtur frá fyrra ári 21% í stað tæplega 13%. Breytinguna má einkum rekja til mun meiri fjármunamyndunar atvinnuvega. Einnig er nú áætlað að íbúðafjárfesting hafi vaxið meira á árinu 2004 en áður var talið en áætlunin um fjárfestingu hins opinbera er nær óbreytt.

Horfur á minni vexti í ár en spáð var í júní og minni samdrætti árið 2006

Horfur eru á heldur minni vexti fjármunamyndunar í ár en Seðlabankinn spáði í júní en minni samdrætti árið 2006. Breytingin frá síðustu spá fyrir árið í ár skýrist einkum af endurskoðun á spá um íbúðafjárfestingu. Árið 2006 er hins vegar spáð meiri vexti fjármunamyndunar atvinnuvega sem stafar af aukinni stóriðjufjárfestingu. Í spá bankans fyrir árið 2007 er gert ráð fyrir áframhaldandi samdrætti í fjármunamyndun sem stafar að stærstum hluta af samdrætti í fjárfestingu tengdri stóriðju.

Hafa verður í huga að samdráttur fjármunamyndunar árin 2006-2007 kemur í kjölfar stóraukinnar fjárfestingar á árunum 2003-2005. Ef spáin gengur eftir verður fjármunamyndun á árinu 2007 tæplega 28% meiri en fjármunamyndun ársins 2003 og 5,5% meiri en fjármunamyndun ársins 2004. Hlutfall fjármunamyndunar af vergri landsframleiðslu verður þá orðið 20,5%, sem er 3 prósentum lægra en á árinu 2004 en svipað og meðaltal árunum 1980-2004.

Fjármunamyndun atvinnuveganna dregst minna saman á næsta ári en áður var talið

Samkvæmt bráðabirgðauppgjöri Hagstofunnar jókst fjármunamyndun atvinnuveganna, eins og áður segir, um 23,3% á síðastliðnu ári en samkvæmt fyrri áætlun nam vöxturinn 13%. Mestu munar um að nú er talið að stóriðjufrámfesting á árinu hafi verið meiri en fyrr var áætlað. Önnur atvinnuvegafjárfesting var einnig nokkru meiri.

Sem fyrr stefnir í mikinn vöxt fjármunamyndunar atvinnuveganna á þessu ári, sem að mestu leyti skýrist af fjárfestingu í ál- og orkuverum. Spáð er að fjármunamyndun atvinnuveganna aukist um tæplega 55% í ár, en í júní spáði Seðlabankinn 53% vexti. Þar sem breytingin er reiknuð út frá mun hærra fjárfestingarstigi á árinu 2004 felst í þessu töluvert meiri fjármunamyndun í ár en spáð var í júní. Fjármunamyndun án stóriðju, skipa og flugvéla er nú talin munu aukast um 5½% á þessu ári en í júní var spáð 1½% aukningu.

Á næsta ári dregur úr fjármunamyndun atvinnuvega. Spáð er að magn fjárfestingar í ál- og orkuverum minnki og einnig magn fjárfestingar í öðrum atvinnugreinum. Þó er spáð heldur minni samdrætti en gert var í júní. Í júnispá bankans var talið að fjárfesting atvinnuveganna myndi dragast saman um tæplega 14% á næsta ári en nú er spáð 6,5% samdrætti. Skýrist munurinn af meira umfangi stóriðjufrámkvæmda á árinu. Nú er gert ráð fyrir að skriður verði kominn á framkvæmdir við 40 þús. tonna stækkun álversins á Grundartanga og framkvæmdir við orkuöflun sem því tengjast strax á næsta ári, en í síðustu spá var gert ráð fyrir að áhrifa þessara framkvæmda færi ekki að gæta að ráði fyrr en á árinu 2007. Kostnaðaráætlanir vegna annarra framkvæmda hafa einnig verið endurskoðaðar í ljósi nýrra forsendna, m.a. um gengi krónunnar. Á móti er gert ráð fyrir að önnur atvinnuvegafjárfesting dragist heldur meira saman á næsta ári en spáð var í júní. Hún eykst svo að nýju árið 2007, en það ár dregur hratt úr fjárfestingu í áliðju og orku og atvinnuvegafjárfestingu í heild.

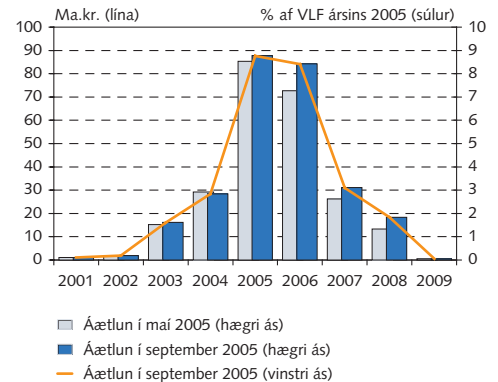
Afkoma fyrirtækja allgóð árin 2004 og 2005

Afkoma stærstu fyrirtækjanna hefur verið allgóð að undanförunu. Tafla IV-3 sýnir afkomu 36 fyrirtækja á fyrri helmingi árána 2004 og 2005. Flest þessara fyrirtækja voru skráð í Kauphöll Íslands allt tímabilið. Þó eru meðtalin tvö sjávarútvegsfyrirtæki sem voru ekki skráð allt tímabilið. Einnig eru talin með tvö iðnfyrirtæki í eigu eignarhaldsfélaga sem eru skráð í Kauphöllinni. Þrátt fyrir hátt gengi krónunnar virðist arðsemi eigin fjár vera allgóð allt tímabilið. Rétt er að vekja athygli á að vægi útflutnings er tiltölulega mikið hjá þeim iðnfyrirtækjum sem eru með í úrtakinu og því gætir áhrifa hás gengis krónunnar í afkomu þeirra. Hið sama gildir um sjávarútvegsfyrirtækin. Einnig er rétt að geta þess að mörg þessara fyrirtækja eru með hluta af starfsemi sinni erlendis. Sú þróun á sér langa sögu og skýrist mjög lítið af gengisþróun síðustu ára.

Mynd IV-7

Heildarkostnaður vegna stóriðjufrámkvæmda árin 2001-2009

Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun

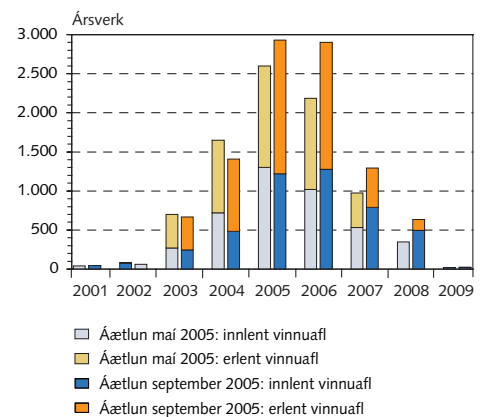


1. Myndin byggist á þeim tölum sem lágu fyrir við spágerð. Nokkur hlíður hefur orðið síðan þá frá árinu 2005 yfir á 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Vinnuafslnotkun vegna stóriðjufrámkvæmda árin 2001-2009

Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun



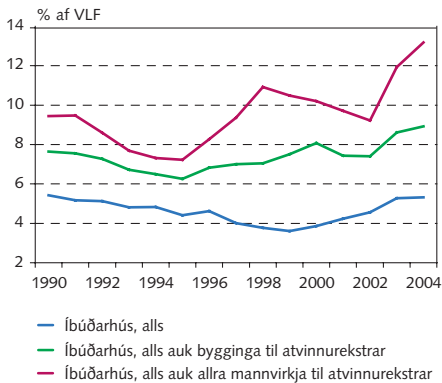
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla IV-3 Afkoma skráðra atvinnufyrirtækja á fyrri árshelmingi 2004 og 2005
Allar tölur eiga við tímabilið janúar-júní

% af veltu	Framlegð		Hagnaður		Arðsemi eigna		Arðsemi eigin fjár		Eiginfjárlutfall	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Sjávarútvegur	21,0	24,0	10,4	10,3	12,4	11,2	17,9	13,9	34,6	35,2
Iðnaður	19,6	16,0	8,0	9,5	10,0	10,6	13,0	16,2	31,0	39,4
Sala sjávarafurða	1,4	3,5	0,0	1,0	2,6	6,3	-	19,7	19,0	9,4
Flutningar	5,4	4,3	2,6	2,8	6,6	5,0	9,8	9,5	31,6	33,3
Samskiptatækni og hugbúnaður	10,3	15,3	8,7	10,2	9,2	9,8	19,5	14,7	39,7	44,0
Ýmsar greinar	32,8	28,2	19,3	9,5	9,4	6,0	20,2	7,0	27,4	29,3
Samtals	12,7	13,2	6,0	7,2	9,4	9,6	14,2	14,7	31,6	35,6

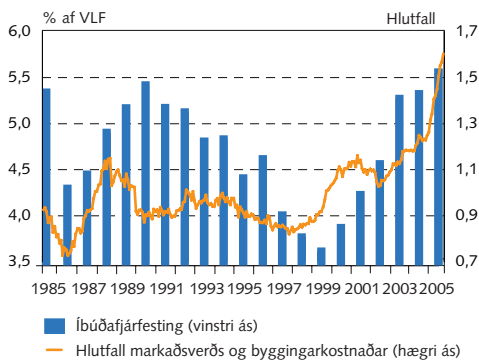
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9
Fjármunamyndun í húsnæði og mannvirkjum til búsetu og atvinnurekstrar 1990-2004



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10
Markaðsverð íbúða, byggingarkostnaður og íbúðafjárfesting 1985-2005¹



1. Gula línan sýnir hlutfall vísitalna íbúðaverðs í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu og byggingarkostnaðar, eftir að báðar vísitölur hafa verið staðlaðar á meðaltal árunum 1985-2004. Spá Seðlabankans um íbúðafjárfestingu 2005.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

Opinber fjárfesting eykst um tæplega fjórðung árið 2007 eftir tvö samdráttarár

Fjárfesting hins opinbera jókst um tæplega 27% á síðasta ári samkvæmt tölum Hagstofunnar. Í síðustu spá Seðlabankans var gert ráð fyrir að hún myndi lækka um tæp 12% á þessu ári og aftur um tæp 5% á árinu 2006. Samkvæmt fjárlögum og fjárhagsáætlunum stefna bæði ríki og sveitarfélög að samdrætti í fjárfestingu á þessu ári sem nemur u.þ.b. 7% að raungildi. Greiðslutölur ríkissjóðs á árinu virðast í samræmi við þetta mat.

Áform hins opinbera á næsta ári eru enn óljós þegar þetta er ritað, en í langtímaáætlun ríkisstjórnarinnar er gert ráð fyrir að fjárfesting verði í lágmarki og að stóriðjuframkvæmdirnar haldi aftur af framkvæmdum sveitarfélaga þrátt fyrir kosningar á árinu. Því er gert ráð fyrir rúmlega 9% samdrætti opinberrar fjárfestingar á árinu 2006. Talsverðar líkur eru þó á meiri fjárfestingu sveitarfélaga í aðdraganda kosninga.

Á árinu 2007 kemur til framkvæmda fyrsti hluti þeirrar fjárfestingar sem ákveðin var í kjölfar einkavæðingar Símans. Reiknað er með nokkrum samdrætti í fjárfestingu sveitarfélaga, en ekki er gert ráð fyrir að önnur fjárfesting ríkisins víki fyrir sérstökum verkefnum sem fjármagna á með tekjum af einkavæðingunni. Gert er ráð fyrir að opinber fjárfesting í heild vaxi um tæplega 23% á árinu 2007.

Spáð minni vexti íbúðafjárfestingar í ár en áður var talið

Samkvæmt bráðabirgðauppgjöri Hagstofunnar var fjárfesting í íbúðarhúsnæði 5,7% meiri árið 2004 en hún var árið 2003. Þetta er tiltölulega lítil aukning miðað við rúmlega 16% aukningu árið 2003 og álíka mikinn vöxt árin 2000 og 2001. Mikill vöxtur í langan tíma veldur því að framkvæmdir hjá þeim hluta byggingariðnaðarins sem byggir íbúðarhúsnæði eru miklar á sama tíma og margar aðrar stórfamkvæmdir eru í gangi. Mynd IV-9 sýnir fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði, byggingum fyrir atvinnurekstu og öðrum mannvirkjum, tengdum atvinnurekstri, sem hlutfall af vergri landsframleiðslu.

Eins og sést á myndinni hefur þessi fjármunamyndun vaxið mun hraðar en landsframleiðslan þannig að fjárfesting í nýju íbúðarhúsnæði hefur aukist sem hlutfall af landsframleiðslu úr tæplega 4% á árunum 1998-2000 í 5,3% árið 2004 og mun aukast í 5,8% árið 2007 ef spá bankans gengur eftir.

Í júní spáði Seðlabankinn að fjárfesting í íbúðarhúsnæði ykist um tæplega 22% á þessu ári. Vísbendingar um þróun fjárfestingar í íbúðarhúsnæði benda ekki allar í eina átt. Til dæmis má áætla út frá fjölda útgefinna byggingarleyfa að magnaukningin hafi verið um 16% á síðasta ári og um 21% á þessu ári. Mikil hækkun íbúðaverðs að undanfögnu bendir einnig til þess að arðsemi í greininni sé góð, en á móti er skortur á sérhæfðu starfsfólki. Í ljósi alls þessa spáir Seðlabankinn nú 12% vexti íbúðafjárfestingar á þessu ári og 10% á því næsta sem er töluvert minni vöxtur fyrir þetta ár en var í júnispánni en óbreytt fyrir næsta ár. Spáin gerir hins vegar ráð fyrir að verulega dragi úr vexti íbúðafjárfestingar á árinu 2007 og að hún verði óbreytt frá árinu áður.

Innflutningur

Útlit er fyrir meiri vöxt innflutnings í ár en spáð var í júní

Horfur eru á að innflutningur á þessu ári verði meiri en spáð var í júní, þótt spáð sé nær sama vexti þjóðarútgjalda. Spáð er að innflutningur aukist um 23%, eða 4,5 prósentum meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Á næsta ári dregur hins vegar verulega úr vexti innflutnings á ný, þegar hægir á vexti þjóðarútgjalda, einkum fjárfestingar.

Á fyrstu sjö mánuðum þessa árs hefur vöruinnflutningur aukist um 27,5% á föstu gengi. Mest jókst innflutningur flutningatækja, bæði fólksbíla og flutningatækja til atvinnurekstrar. Hátt raungengi og mikill vöxtur einkaneyslu hefur einnig leitt til þess að innflutningur varanlegrar neysluveru hefur aldrei aukist jafn hratt og það sem af er ári. Spáð er áframhaldandi hröðum vexti innflutnings út árið, enda mun innflutningur fjárfestingarveru líklega verða meiri á síðari helmingi ársins.

Á næstu tveimur árum dregur verulega úr vexti innflutnings

Gert er ráð fyrir nánast óbreyttum innflutningi á næsta ári, en í júní var spáð 1% samdrætti. Skýrist það af heldur meiri vexti þjóðarútgjalda og sterkara gengi krónunnar.

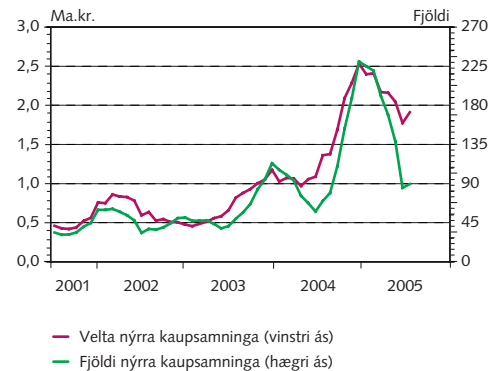
Spáð er að innflutningur dragist saman um 1% á árinu 2007, enda munu þjóðarútgjöld í heild dragast saman. Innflutningur fjárfestingarveru mun dragast töluvert saman og innflutningur varanlegrar neysluveru og fólksbíla vaxa hægar, í takt við minni vöxt einkaneyslu en árin á undan. Á móti vegur að álframleiðsla mun aukast verulega á árinu sem kallar á aukinn innflutning súrals.

Hagvöxtur og framleiðsluspenna³

Bráðabirgðauppþingir þjóðhagsreikninga fyrir árið 2004 sýnir, sem fyrr segir, meiri hagvöxt á síðasta ári en fyrri áætlanir gerðu ráð fyrir, eða 6,2% í stað 5,2%. Hagvöxtur hefur aukist eftir því sem liðið hefur á þetta ár, úr 3% á fyrsta ársfjórðungi í 6,8% á öðrum ársfjórðungi. Hagvöxtur á fyrri helmingi þessa árs var því tæplega 5%, en í júní spáði Seðlabankinn rúmlega 6½% vexti á árinu öllu. Í ljósi niðurstöðu fyrri árshelmingis virðist stefna í að hagvöxtur í ár verði nokkru minni

Mynd IV-11

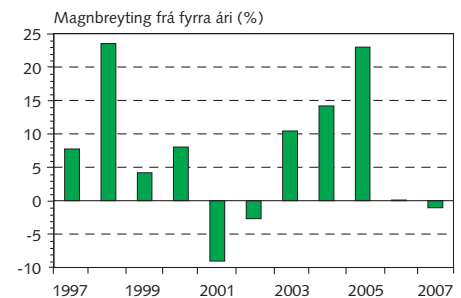
Velta og fjöldi kaupsamninga með nýtt húsnæði¹
júni 2001 - júlí 2005



1. Sex mánaða hreyfanleg meðaltöl.
Heimild: Fasteignamat ríkisins.

Mynd IV-12

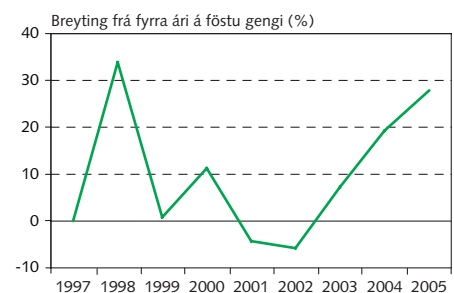
Vöxtur innflutnings 1997-2007¹



1. Spá Seðlabankans 2005-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

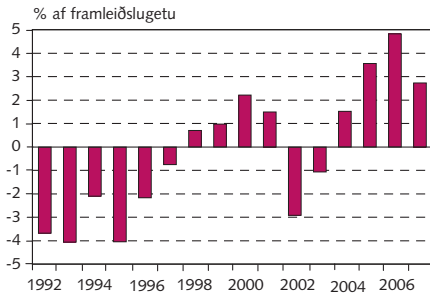
Vöruinnflutningur fyrstu sjö mánuði ársins
1997-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

3. Framleiðsluspenna er frávik frá landsframleiðslugetu, mælt sem hlutfall af framleiðslugetu.

Mynd IV-14
Framleiðsluspenna/framleiðsluslaki
1992-2007¹



1. Spá Seðlabanka Íslands fyrir árin 2005-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

en spáð var í júní, eða 5½%. Hins vegar er spáð meiri hagvexti á næsta ári, eða rúmlega 6½%. Seðlabankinn birtir í fyrsta skipti spá fyrir árið 2007 og gerir ráð fyrir að hagvöxtur verði áfram nokkuð kröftugur eða tæplega 5%. Rétt er að undirstrika að grunnsþá bankans gengur út frá óbreyttu gengi krónunnar og stýrivöxtum út spátímabilið.

Framleiðsluspenna í sögulegum hæðum

Mat á framleiðsluspennu er mikilvægt tæki til að greina ástand og horfur í efnahagsmálum.⁴ Í fyrsta lagi er framleiðsluspenna mælikvarði á spennu eða slaka í þjóðarbúskapnum og því um leið mælikvarði á undirliggjandi verðbólguþrýsting. Í öðru lagi gefur mæling á framleiðsluspennu til kynna hvort rætur hagvaxtar sé að finna í aukinni framleiðslugetu eða ofpenslu á mörkuðum. Þetta er mikilvægt, því að ástæðulaust er að bregðast við aukinni framleiðslugetu, en brýnt að hamla gegn ofpenslu. Vandinn er hins vegar sá að framleiðsluspennu er ekki hægt að mæla með beinum hætti, heldur verður að nota upplýsingar frá öðrum hagstærðum til að meta hana.

Það mat á framleiðsluspennu sem hér birtist bendir til mikillar ofpenslu í íslenskum þjóðarbúskap. Framleiðsluspenna árin 2004-2006 er nú metin meiri en gert var í júní og nær hún hámarki á næsta ári og mun þá nema tæplega 5% af framleiðslugetu, en nokkuð dregur úr henni árið 2007. Endurmat á hagvexti síðustu ára og vaxtarhorfum næstu tveggja ára skýrir að mestu leyti þá breytingu sem orðið hefur á matinu. Gangi spáin eftir yrði þetta mesta framleiðsluspenna frá lokum níunda áratugarins. Leita þarf aftur til ársins 1980 til að finna álíka spennu og spáð er á næsta ári. Sögulegur samanburður er þó háður þó nokkrum takmörkunum vegna þeirra kerfisbreytinga sem hafa átt sér stað í efnahagslífinu undanfarna tvo áratugi. Enn er rétt að minna á að spáin er byggð á þeirri forsendu að gengi krónunnar og stýrivextir haldist óbreyttir á spátímanum.

Í stuttu máli hefur hagvexti vaxið ásmegin frá því að efnahagslífið reis upp úr öldudalnum árið 2002 og útlit er fyrir að framleiðsluspenna nái hámarki á næsta ári. Án frekara aðhalds peningastefnunnar eru því horfur á vaxandi verðbólgu.

4. Í viðauka 2 í *Peningamálum* 2005/1, bls. 55-58, var gerð grein fyrir aðferðafræði Seðlabankans við mat á framleiðsluspennu.

V Fjármál hins opinbera

Tekjur ríkissjóðs hafa vaxið langt umfram markmið fjárlaga það sem af er árinu vegna mikillar eftirspurnar og umsvifa í efnahagslífinu. Á árinu í heild stefnir því í að skatttekjur af vörum og þjónustu hækki langt umfram áætlanir. Útgjöld stefna hins vegar minna fram úr áætlun og tekjuafgangur ríkissjóðs gæti orðið hátt í 30 ma.kr. eða 2-3% af vergri landsframleiðslu. Skuldir ríkisins munu jafnframt lækka vegna afgangar í rekstri og ráðstöfunar söluandvirðis Símans til greiðslu erlendra skulda og er útlit fyrir að skuldir ríkisins verði í árslok um 200 ma.kr. eða um 20% af vergri landsframleiðslu, en þær voru 255 ma.kr. í ársbyrjun. Miðað við spá Seðlabankans eru horfur á að afgangur næsta árs verði allt að 3% af landsframleiðslu en lækki aftur niður í 2% árið 2007. Mest af afganginum virðist mega rekja til hagsveiflunnar, þar sem hagsveifluleiðréttur afgangur eða grunnafgangur⁵ er mun minni en eiginlegur afgangur.

Útlit fyrir töluvert meiri skatttekjur á árinu en fjárlög gera ráð fyrir

Það sem af er ári hafa skatttekjur af vörum og þjónustu hækkað um 16,5% umfram verðlag, en markmið fjárlaga er 5%. Þessi umframvöxtur tekna myndi þýða 17 ma.kr. búhnykk fyrir ríkissjóð, héldist hann út allt árið.

Tekjuskattar einstaklinga skiluðu 7,5% meiri tekjum að raungildi til júliloka en á síðasta ári. Vegna lækkunar skatthlutfalls í byrjun árs var hins vegar búist við 2% raunlækkun á árinu öllu. Mismunurinn myndi skila ríkissjóði um 6 ma.kr. ef hann héldist út árið. Tryggingagjöld áttu að skila 3,5% raunaukningu, en standa nú í 12% og munar þar um 3 ma.kr. á öllu árinu. Loks er að nefna fjármagnstekjuskatt og stimpilgjald sem hafa skilað 6 ma.kr. meiri tekjum á árinu en á sama tíma í fyrra. Samanlagður búhnykkur ríkisins í skattheimtu gæti þannig orðið nálægt 30 ma.kr. á öllu árinu.

Nokkur útgjöld umfram markmið fjárlaga verða að líkindum hjá ríkissjóði á árinu, en hvergi nærri á við tekjuaukann. Án vaxta hafa greidd gjöld vaxið um rúm 3% umfram verðlag. Markmið fjárlaga var 1% raunvöxtur. Mismunurinn svarar til u.þ.b. 6 ma.kr. á árinu í heild.

Vegna þessa stefnir í að afgangur á ríkisrekstrinum verði allt að 30 ma.kr., eða 20 ma.kr. umfram fjárlagaáætlanir. Bent var á þennan möguleika í *Peningamálum* þegar í desember 2004. Eins og þá var reifað, eru hér fyrst og fremst á ferðinni áhrif efnahagsuppsveiflunnar fremur en grundvallarstyrkingar á ríkisbúskapnum. Uppgreiðsla lána er þó slík grundvallarstyrking. Með þeim viðbótarafborgunum sem boðaðar eru vegna einkavæðingar Símans og viðbótarafgangs ársins verður hrein lánauppgreiðsla alls um 60 ma.kr. á árinu. Vergar skuldir ríkissjóðs lækka sem því nemur. Miðað við núverandi vaxtakjör á lánum ríkissjóðs nemur vaxtasparnaður af lægri skuldum um 3 ma.kr. á ári.

Útlit fyrir ágætan afgang á rekstri ríkissjóðs á næstu tveimur árum

Erfitt er að fjalla um ríkisfjármálin á næsta ári fyrir en fjárlög ársins

5. Í kaflanum vísa orðin grunnafgangur og grunnjöfnuður til hagsveifluleiðréttis afgangar.

taka á sig mynd. Þó liggur fyrir að eignarskattur verður afnuminn og hlutfall tekjuskatts lækkað um 1 prósentu í 23,75% og hátekjuskattur lækkar úr 4% í 2%. Þessar aðgerðir kosta ríkissjóð um 9-10 ma.kr. á ári. Samkvæmt spá Seðlabankans vex kaupmáttur ráðstöfunartekna um nær 7%. Því veldur einkum þrennt: Launahækkarnir, aukin umsvif í efnahagslífinu og skattalækkarnir. Samkvæmt því má búast við aukinni eftirspurn og verulegum viðbótartekjum af sköttum á vöru og þjónustu á næsta ári sem vega á móti tekjutapi vegna skattalækkana.

Útgjaldaáform árið 2006 eru óljósari. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir 5% samdrætti fjárfestingar ríkisins og um 3% aukningu samneyslu. Í langtímaáætlun ríkisins er gert ráð fyrir 3,5% raunvexti tilfærslna, meðal annars vegna þess að barnabætur hækka um rúman milljarð króna á árinu. Miðað við þessi áform yrði útgjaldavöxtur tiltölulega hóflegur miðað við aðstæður og áfram mikill afgangur á ríkissjóði.

Á árinu 2007 tekur síðasti áfangi tekjuskattlækkana gildi og skatthlutfallið lækkar um 2 prósentur og skattleysismörk hækka um 8%. Kostnaður ríkisins af lækkuninni nemur líklega u.þ.b. 11-12 ma.kr. miðað við stefnu undanfarinna ára, þ.e.a.s. að skattleysismörk fylgi samningsbundnum launum.

Áform um útgjöld á árinu 2007 eru á huldu og verða um hríð, þótt væntanlega verði ný langtímaáætlun birt með nýju fjárlagafrumvarpi. Samkvæmt langtímaáætlun ríkissjóðs frá árinu 2004 er gert ráð fyrir 2-2½% raunvexti almennra útgjalda, en miklum vexti fjárfestingar, sem verður meira en 50% ef fjárfesting fjármögnuð með söluandvirði Símans bætist við fyrri áform.

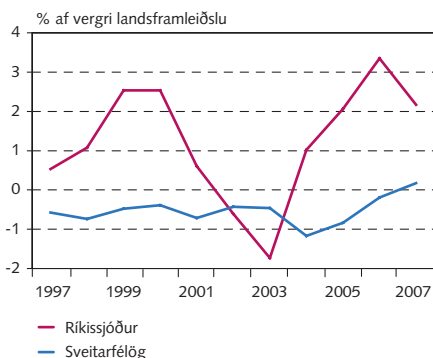
Í langtímaáætluninni frá árinu 2004 var gert ráð fyrir halla á ríkisrekstri 2007 sem næmi um 1% af vergri landsframleiðslu vegna skattalækkana, samdráttar og aukinnar fjárfestingar. Spá Seðlabankans nú sýnir talsvert meiri umsvif og hagvöxt árið 2007 en gert var ráð fyrir í langtímaáætluninni, auk þess sem vaxtatekjur af geymdu söluandvirði Símans verða drjúgar á árinu og vaxtakostnaður ríkissjóðs minni en ætlað var. Því er líklegt að enn verði ágætur afgangur á ríkissjóði árið 2007 þrátt fyrir mikla fjárfestingu.

Fjárhagur sveitarfélaga batnar í ár eftir slaka afkomu árið 2004

Afkoma sveitarfélaga árið 2004 varð mun verri en áætlað hafði verið og halli u.þ.b. 10 ma.kr. samkvæmt nýjum tölum Hagstofunnar, samanborið við 3-5 ma.kr. halla árin 2001-2003. Munar þar mest um aukna fjárfestingu, að vísu frá afar lágu stigi árið 2003. Á þessu ári sýna áætlanir Sambands íslenskra sveitarfélaga nokkurn bata í afkomu. Skatttekjur eiga að hækka um 8% umfram neysluverðlag en rekstrargjöld um 1,5% og fjármagnshreyfingar að dragast saman um 6,5%. Til samanburðar spáir Seðlabankinn nú um 5½% hagvexti. Ef þessar áætlanir ganga eftir dregur úr hallanum á þessu ári. Erfitt kann þó að reynast að standa við útgjaldaáætlanir ársins, meðal annars vegna sveitarstjórnarkosninga á næsta ári og ástands á vinnumarkaði.

Lítið liggur fyrir um áform sveitarfélaganna fyrir árin 2006-2007 annað en langtímaáætlanir síðasta árs. Miðað við þær gerði fjármálaráðuneytið ráð fyrir því á síðasta vori að tekjur og gjöld sveitarfélaga yxu í hlutfalli við landsframleiðslu og að halli á rekstri

Mynd V-1
Jöfnuður ríkissjóðs og sveitarfélaga
1997-2007¹



1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

þeirra yrði lítill og minnkandi. Líklegt virðist að hátt fasteignaverð verði sveitarfélögunum áfram drjúgt á næsta ári og líkur eru á tæplega 1 ma.kr. aukaframlagi ríkisins í Jöfnunarsjóð sveitarfélaga. Með því dregur enn úr hallanum og árið 2007 gæti jafnvel orðið afgangur á rekstri sveitarfélaganna á mælikvarða þjóðhagsreikninga. Á móti kemur að nokkur áhætta er enn vegna kosninga á árinu 2006. Árið 2007 verða hins vegar kosningar afstaðnar og betra færi á aðhaldi.

Afgangur á opinberum rekstri að mestu vegna hagsveiflunnar

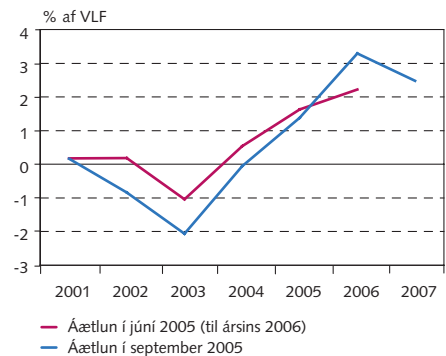
Eins og áður hefur komið fram gerir Seðlabankinn ráð fyrir að vöxtur samneyslu í heild verði um 3% á næsta ári og rúmlega 2½% árið 2007, sem í báðum tilvikum er undir hagvexti. Gert er ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera dragist saman á næsta ári um rúmlega 9% en aukist verulega árið 2007 í takt við yfirlýst áform. Vegna mikils hagvaxtar og eftirspurnar voru færð rök að því í greiningu bankans í júní að afgangur á opinberum búskap á þessu ári gæti orðið um 1½% af landsframleiðslu og ríflega 2% á næsta ári. Hins vegar yrði sveifluleiðréttur afgangur rétt yfir núlli bæði árin.

Síðan hefur tvennt gerst sem hefur áhrif á greininguna. Í fyrsta lagi hefur mæld afkoma hins opinbera árið 2004 versnað um ríflega ½ prósentu af landsframleiðslu, en mat á framleiðsluspennu ársins hefur hækkað lítillega. Meiri mældur halli fer óbreyttur inn í leiðréttu afkomu, svo að nú er talinn hafa verið um ½% grunnhalli á rekstri hins opinbera árið 2004 í stað jöfnuðar í júní. Þar sem tekju- og gjaldaspár annarra ára eru byggðar á árinu 2004, reiknast einnig tæplega ½% undirliggjandi halli árið 2005, þótt gert sé ráð fyrir að eiginlegur jöfnuður verði jákvæður um 1½% af landsframleiðslu. Afgangur á rekstri hins opinbera á þessu ári verður samkvæmt því eingöngu vegna uppsveiflunnar og ríflega þó.

Í öðru lagi er nú spáð meiri hagvexti árið 2006 en gert var í júní, en metin framleiðsluspenna hækkar tiltölulega lítið. Meiri vöxtur hækkar tekjur frá því sem áætlað var í maí, en hér er ekki vikið frá áætlunum ríkissjóðs frá síðasta ári um hóflegan útgjaldaauka, enda liggur fjárlagafrumvarp fyrir árið 2006 ekki fyrir þegar þetta er ritað. Með lítið breytti framleiðsluspennu á næsta ári bætist tekjuaukinn bæði við reiknaðan jöfnuð, sem gæti orðið rúmlega 3% af landsframleiðslu, og við grunnjöfnuð, sem virðist stefna í um 1% afgang. Það felur í sér að tvo þriðju hluta af líklegum afgangi hins opinbera árið 2006 virðist mega rekja til hagsveiflunnar. Á árinu 2007 er spáð minnkandi hagvexti. Einnig er gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera aukist verulega og sé að hluta til fjármögnuð með söluandvirði Símans. Þá er gert ráð fyrir að mældur afgangur á rekstri hins opinbera minnki, en verði þó áfram nálægt 2½% af vergri landsframleiðslu þrátt fyrir miklar skattalækkningar, en grunnjöfnuður verði áfram jákvæður, rétt yfir 1%.

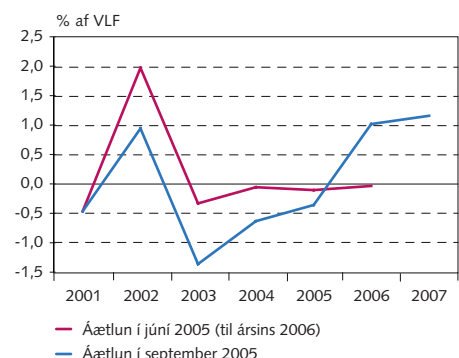
Taka verður fram að þessir framreikningar eru byggðir á mjög hóflegum forsendum um samneyslu og tilfærsluútgjöld ríkis og sveitarfélaga. Eins og undanfarin misseri er ekki ástæða til að efast almennt um stöðu opinbera geirans og þá sérstaklega ríkissjóðs. Hins vegar stendur sú spurning eftir hvort 1% grunnafgangur, um 10 ma.kr., sé tilhlýðilegt framlag hins opinbera til að sporna gegn þenslu í þjóðarbúskap.

Mynd V-2
Jöfnuður í opinberum búskap 2001-2007¹



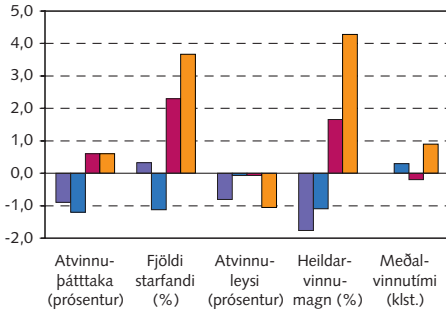
1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3
Grunnjöfnuður á opinberum búskap 2001-2007¹



1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

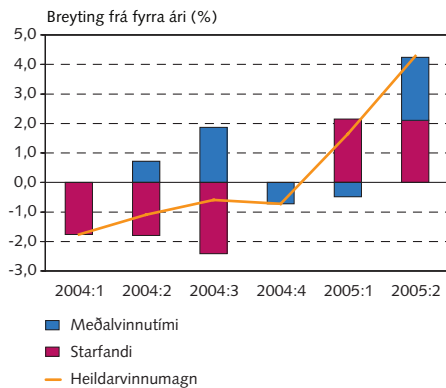
Mynd VI-1
Breytingar á vinnuafli 2003-2005



■ Breyting milli 1. ársfj. 2003 og 1. ársfj. 2004
 ■ Breyting milli 2. ársfj. 2003 og 2. ársfj. 2004
 ■ Breyting milli 1. ársfj. 2004 og 1. ársfj. 2005
 ■ Breyting milli 2. ársfj. 2004 og 2. ársfj. 2005

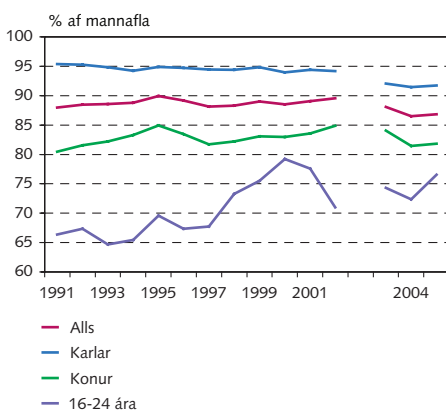
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-2
Framlag breytinga á meðalvinnutíma og fjölda starfandi til breytingar á heildarvinnutíma
1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3
Atvinnuþátttaka 1991-2005¹



1. 1. og 2. ársfjórðungur 2005.
 Heimild: Hagstofa Íslands.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Spenna svipuð og gert var ráð fyrir í júní

Að teknu tilliti til árstíðarsveiflu hefur atvinnuleysi lítið breyst frá því í mars, en var í ágúst 1,2 prósentum lægra en fyrir ári. Miðað við mikla eftirspurn eftir vinnuafli er launaskrið enn lítið í sögulegu ljósi. Þetta gæti breyst. Einnig er hugsanlegt að endurskoðun kjarasamninga á almennum vinnumarkaði nú í haust leiði til hækkunar á launakostnaði. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands fyrir annan ársfjórðung sýna verulega aukna vinnuafslnotkun, bæði fjölgar starfandi fólki og meðalvinnutími lengist. Atvinnuþátttaka og meðalvinnutími eru enn ekki jafn mikil og þegar hámark náðist í síðustu uppsveiflu og gætu því enn aukist nokkuð.

Vinnuafslnotkun eykst verulega

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar jókst vinnuafslnotkun töluvert á öðrum ársfjórðungi miðað við sama tíma í fyrra, hvort heldur hún er mæld sem fjöldi starfandi eða heildarvinnustundafjöldi.⁶ Fólki á vinnumarkaði fjölgaði um 4.300 á öðrum ársfjórðungi 2005 frá fyrra ári. Starfandi fólki fjölgaði töluvert meira en fólki á vinnumarkaði vegna fækkunar atvinnulausra, eða sem nemur 5.800 manns (3,7%). Fjölgunin var töluvert meiri á landsbyggðinni (5,9%) en á höfuðborgarsvæðinu (2,6%).

Meðalvinnutími lengdist um 0,9 klst. á viku, og er lengingin töluvert meiri í elsta aldurshópnum (55-74 ára) en meðalvinnutími þess hóps lengdist um 3,4 klst. Heildarvinnu-magn jókst um 4,3% á öðrum ársfjórðungi frá sama fjórðungi árið áður, bæði vegna lengri vinnutíma og fjölgunar starfandi fólks. Er það í fyrsta sinn sem það gerist frá árinu 2003 þegar farið var að gera vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar allt árið. Aukningin stafar nánast eingöngu af aukinni vinnuafslnotkun í yngstu (16-24 ára) og aldurshópnum (55-69 ára).

Atvinnuþátttaka var 83½% á öðrum fjórðungi ársins, jókst um ½ prósentu milli ára, svipað og á fyrsta ársfjórðungi. Atvinnuþátttaka það sem af er ári er þó enn töluvert minni en hún var þegar hún varð sem mest á árunum 1999-2001 og gæti innlend vinnuafslnotkun því enn aukist.⁷

Fjölgun starfa hjá vinnumiðlunum bendir til þess að töluverð umframtirspurn sé til staðar og fjölgun útgefina atvinnuleyfa á árinu bendir til að henni verði ekki nema að litlu leyti mætt innanlands. Það sem af er ári hafa laus störf verið tvisvar sinnum fleiri en þau voru allt árið í fyrra⁸ og útgáfa nýrra atvinnuleyfa verið næstum 20% meiri en allt árið 2004.

6. Heildarvinnustundafjöldi er margfeldi fólks við vinnu í viðmiðunarviku og meðalfjöldi vinnustunda í viðmiðunarviku.
 7. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar fyrir árin 1991-2002 eru þó ekki fyllilega sambærilegar við niðurstöður eftir 2003 vegna breyttrar aðferðafræði við mælingar.
 8. Sjá þó umfjöllun um laus störf í grein Rannveigar Sigurðardóttur, „Ráðgátur á vinnumarkaði“, *Peningamál* 2005/1, bls. 87-97.

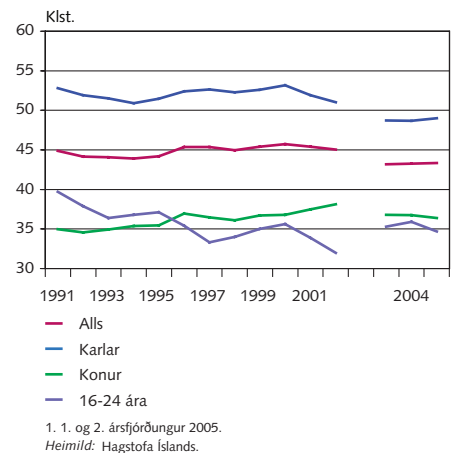
Atvinnuleysi óbreytt frá því í mars

Atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðarsveiflu hefur verið svipað frá því í mars og sveiflast á bilinu 2,1-2,2%.⁹ Hefur atvinnuleysi á þessum tíma aukist á landsbyggðinni en minnkað á höfuðborgarsvæðinu. Það sem af er ári hefur skráð atvinnuleysi verið 2,4%, og er það í samræmi við spá Seðlabankans frá í júní. Áfram er spáð rétt undir 2% atvinnuleysi á næsta ári en gert er ráð fyrir að það aukist heldur á árinu 2007 og verði tæplega 2½%.

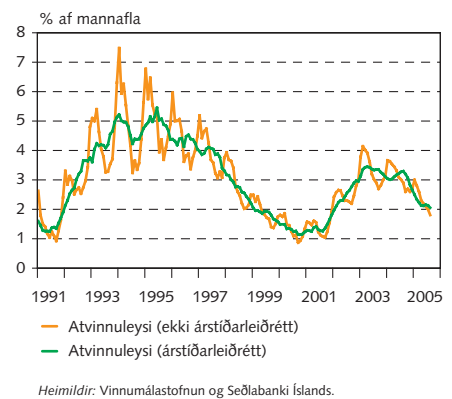
Launaskrið enn í samræmi við forsendur

Launaskrið það sem af er ári hefur verið í takt við spá Seðlabankans samkvæmt launavísitölu Hagstofu Íslands. Árshækkun hennar var 6,7% í ágúst. Vísitala neysluverðs hækkaði um 3,7% á sama tíma og hefur kaupmáttur því aukist um 2,9%. Launabreytingar umfram samningsbundnar hækkanir hafa verið óverulegar, jafnvel í greinum þar sem umframeftirspurn hefur verið töluverð undangengið ár, svo sem í byggingar- og mannvirkjagerð. Skýrist það fyrst og fremst af því að umframeftirspurn eftir vinnuafli hefur verið mætt með innflutningi þess. Töluverð umframeftirspurn eftir vinnuafli virðist hins vegar vera að myndast í þjónustugreinum, bæði á almennum markaði og hjá hinu opinbera. Launaþrýstings gæti því farið að gæta þar á næstu mánuðum verði henni ekki mætt með innflutningi vinnuafls þar sem því verður við komið. Einnig virðist líklegra en áður að endurskoðun kjarasamninga á almennum markaði geti haft í för með sér aukinn launakostnað. Því er nú gert ráð fyrir heldur meiri launakostnaði á næstu árum en gert var í síðustu spá Seðlabankans eða 6,1% í ár, tæplega 6½% á næsta ári og um 5½% árið 2007. Miðað við spá bankans um þróun framleiðni vinnuafls felur þetta í sér að launakostnaður á framleidda einingu eykst um rúmlega 4% á þessu og næsta ári og um rúmlega 3½% árið 2007. Þetta eru töluvert meiri hækkanir en geta samrýmst 2,5% verðbólguþrýsting bankans til lengri tíma og felur því í sér vaxandi undirliggjandi verðbólguþrýsting frá innlendum vinnumarkaði.

Mynd VI-4
Meðalvinnutími á viku 1991-2005¹

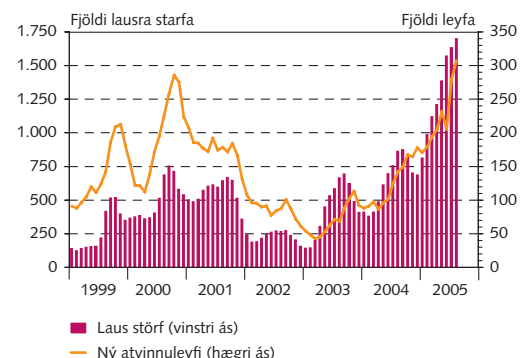


Mynd VI-5
Atvinnuleysi janúar 1991 - ágúst 2005



Mynd VI-6
Fjöldi lausra starfa hjá vinnumiðlum og nýrra atvinnuleyfa 1999-2005¹

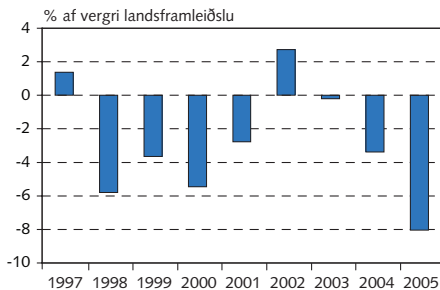
3 mánaða hreyfanlegt meðaltal



1. Mánaðarlegar tölur, sýnd eru þriggja mánaða hreyfanleg meðaltöl. Heimild: Vinnuálfstofnun.

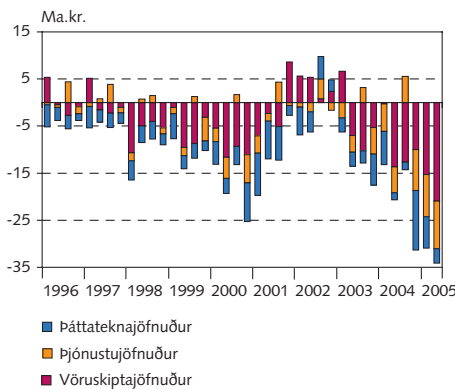
9. Á sama tíma í fyrra jókst árstíðarleiðrétt atvinnuleysi aftur eftir að dregið hafði úr atvinnuleysi á haustmánuðum 2003. Hugsanlega gæti aukið atvinnuleysi á vor- og sumarmánuðum 2004 og óbreytt atvinnuleysi á sama tíma í ár stafað að einhverju leyti af vandamálum tengdum árstíðarleiðréttingu atvinnuleysis.

Mynd VII-1
Vöruskiptajöfnuður á fyrri árhelmingi
1997-2005



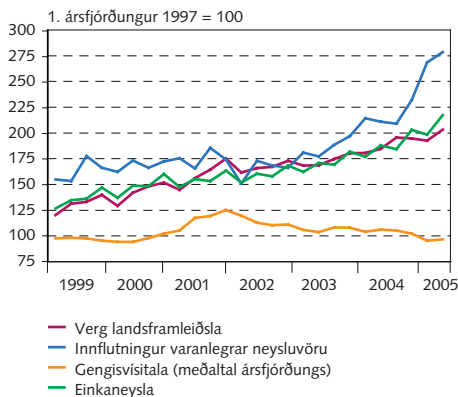
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VII-2
Undirbættir viðskiptajafnaðar
1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005
Rekstrarframlög talin með þáttatekjum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3
Þróun landsframleiðslu, einkaneyslu, gengis
og innflutnings varanlegrar neysluvöru¹
1. ársfj. 1999 - 2. ársfj. 2005



1. Árstíðarleiðrétt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VII Ytri jöfnuður

Útlit er fyrir enn meiri viðskiptahalla á yfirstandandi ári en spáð var í júní. Ytri jöfnuður þjóðarbúsins hefur versnað mikið það sem af er árinu. Á fyrri helmingi ársins var metviðskiptahalli og er útlit fyrir að hann haldist svipaður á seinni hluta ársins. Ástæða meiri halla en áður var spáð er mun meiri innflutningur á sama tíma og útflutningsspá hefur hækkað aðeins. Einnig er gert ráð fyrir meiri viðskiptahalla fyrir árið 2006 en áður og enn töluverðum viðskiptahalla árið 2007.

Metvöruskiptahalli á fyrri helmingi ársins

Methalli var á vöruskiptajöfnuði fyrstu sjö mánuði ársins, 44,4 ma.kr. sem er meiri halli en á öllu árinu 2004. Verðmæti vöruinnflutnings jókst um 27,6% og vöruútflutnings um 5,6% á föstu gengi. Í júlí varð mesti halli sem orðið hefur í einum mánuði. Þá varð töluverð aukning í innflutningi á meðan útflutningur dróst saman og var hallinn 10,2 ma.kr. Vöruskiptahalli sem hlutfall af vergri landsframleiðslu hefur ekki verið meiri á fyrri helmingi árs frá því að farið var að mæla landsframleiðslu ársfjórðungslega. Fyrstu sjö mánuði ársins 2005 var vöruskiptahallinn u.þ.b. þriðjungur meiri í hlutfalli af landsframleiðslu en á sama tíma metárið 2000 (sjá mynd VII-1).

Viðskiptahalli heldur áfram að aukast

Viðskiptahalli á fyrri helmingi ársins var um 65 ma.kr., eða sem nam rétt rúmlega 14% af vergri landsframleiðslu, sem er met. Stór hluti hallans var tilkominn vegna halla vöruviðskipta, en halli þjónustujafnaðar jókst einnig mikið. Undirliggjandi ójafnvægi er þó e.t.v. enn meira en þessar tölur gefa til kynna. Halli á þáttatekjum var minni en gera hefði mátt ráð fyrir í ljósi þess að hreinar erlendar skuldir þjóðarbúsins hafa aukist hröðum skrefum. Þetta skýrist af sveiflum í endurfjárfestum hagnaði af erlendri fjárfestingu, sem á öðrum ársfjórðungi dró verulega úr hallanum. Vaxtajöfnuðurinn versnaði hins vegar, enda hækkuðu erlendar skuldir um tæplega 37% á fyrri helmingi ársins 2005, eftir 40% vöxt á árinu 2004. Vaxtajöfnuðurinn væri þó enn meiri ef erlendir vextir væru ekki nálægt áratuga lágmarki. Vaxtaberandi eignir hafa einnig aukist en ekki eins mikið.

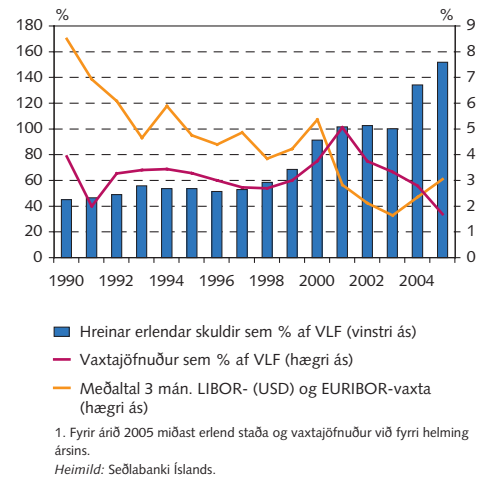
Spáð er meiri vexti innflutnings en í júní og að innflutningur muni ná hámarki sem hlutfall af vergri landsframleiðslu á þessu ári. Vöxtinn má einkum rekja til mikils innflutnings varanlegrar neysluvöru og fjárfestingarvöru tengdar framkvæmdum við byggingu álbræðslna og orkuvera. Aukin einkaneysla og hátt gengi krónunnar hafa ýtt undir innflutning varanlegrar neysluvöru. Á mynd VII-3 sést þróun innflutnings varanlegrar neysluvöru, landsframleiðslu, einkaneyslu og gengisþróunar undanfarin sjö ár. Þegar gengi krónunnar hefur hækkað hefur einkaneyslan vaxið hraðar en hagvöxtur og innflutningur varanlegrar neysluvöru aukist enn meira. Á tímabili gengislækkunar vex einkaneysla hægar en landsframleiðsla og innflutningur varanlegrar neysluvöru dregst saman eða stendur í stað. Á undanfögnu ári hefur gengi krónunnar styrkst verulega og einkaneysla og innflutningur varanlegrar neysluvöru aukist hraðar en áður hefur sést.

Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir óbreyttu gengi frá 12. september og mun því gengisvísitalan vera lægri að meðaltali á seinni hluta ársins. Því er gert ráð fyrir að innflutningur varanlegrar neysluvöru aukist áfram hröðum skrefum það sem eftir lifir ári. Innflutningur tengdur framkvæmdum við álbræðslur og orkuver hefur aukist verulega það sem af er ári, verður líklega enn meiri á síðari hluta ársins og nær hámarki á næsta ári. Aukinn vöruinnflutningur á sama tíma og hægir á vexti vöruútflutnings mun auka enn á viðskiptahallann á þessu ári. Á sömu sveif leggjast vaxandi erlendar skuldir þjóðarinnar, sem auka vaxtabyrðina. Því mun hallinn nema rúmlega 14% af landsframleiðslu ef spáin gengur eftir. Þetta yrði mesti halli svo langt sem hagtölur ná. Mestu hallaár fyrri áratuga voru 12,8% árið 1947 í kjölfar stríðsloka, 8,8% árið 1968 við hrun sildarstofnsins, 10,7% árið 1974 þegar fjármunamyndun var mjög mikil, raungengið hækkaði verulega og viðskiptakjör versnuðu, og 10,4% árið 2000, þegar mikil aukning varð í fjárfestingu og einkaneyslu.

Á árinu 2006 er gert ráð fyrir meiri viðskiptahalla en spáð var í júní sl., eða sem nemur rúmlega 11% af vergri landsframleiðslu, hann verður þó töluvert minni en í ár. Gert er ráð fyrir að innflutningur standi nánast í stað milli ára, en að útflutningur aukist um rúm 6%, sem einkum skýrist af 20% aukningu álútflutnings á árinu. Það dugar þó ekki til að draga verulega úr viðskiptahallanum eftir innflutningsvöxt undanfarinna ára. Á árinu 2007 er gert ráð fyrir 14½% aukningu útflutnings þar sem álútflutningur mun aukast til muna. Á sama tíma er gert ráð fyrir að innflutningur dragist saman um 1%. Halli á viðskiptajöfnuði mun eigi að síður nema u.þ.b. 6% af vergri landsframleiðslu. Áætlað er að um helming halla þessa og næsta árs megi rekja beint og óbeint til innflutnings tengds stóriðjuframkvæmdum en einungis um þriðjung halla ársins 2007, sem felur í sér að töluvert vantar á að ytri jöfnuður geti talist sjálfbær það ár. Hækki erlendir vextir meira en gert er ráð fyrir í spánni gæti niðurstaðan orðið töluvert óhagstæðari, en hækkan erlendra meðalvaxta þjóðarbúsins um 1 prósentu eykur að öðru óbreyttu viðskiptahallann um tæplega 1½% af landsframleiðslu.

Mynd VII-4

Hreinar skuldir þjóðarbúsins, vaxtajöfnuður og erlendir vextir 1990-2005¹



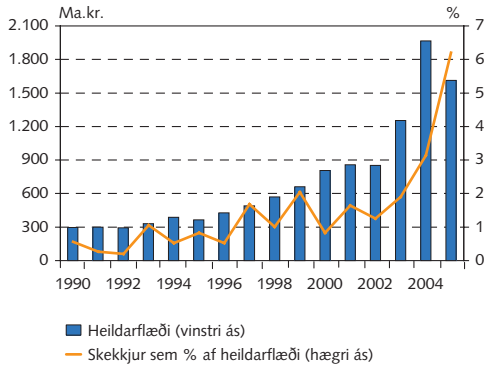
Greiðslujöfnuður við útlönd er tvíhliða bókhald um erlend viðskipti. Greiðslujöfnuður samanstendur af viðskiptajöfnuði og fjármagnsjöfnuði. Viðskiptajöfnuður inniheldur öll vöru- og þjónustuviðskipti ásamt þáttatekjum (launum, vöxtum og arði) og rekstrarframlögum. Viðskiptajöfnuður sýnir samtímatekjur og -gjöld þjóðarinnar við útlönd. Fjármagnsjöfnuður sýnir fjármagnsflæði, þ.e. inn- og útstreymi fjármagns vegna viðskipta innlendra aðila við erlenda. Helstu liðir fjármagnsjafnaðar eru fjárframlög¹ og fjármagnshreyfingar. Fjármagnshreyfingar flokkast í beina fjárfestingu, verðbréfavíðskipti og aðra fjárfestingu, auk hreyfinga á gjaldeyrisforða Seðlabankans. Fjárfesting erlendra aðila hér á landi og sala innlendra aðila á erlendum eignum valda fjárinnstreymi, en endurgreiðslur skulda, s.s. afborganir af lánnum og eignamyndun innlendra aðila erlendis, valda útstreymi fjármagns.

1. Sem ekki fela í sér stofnbreytingar á erlendra stöðu þjóðarbúsins.

Rammagrein 2

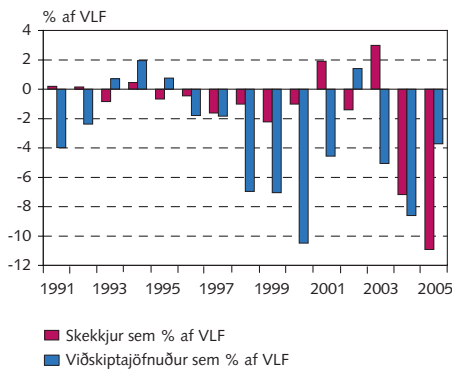
Skekkjuliður greiðslujafnaðar

Mynd 1
Skekkjur og heildarflæði viðskipta- og fjármagnshreyfinga 1990-2005¹



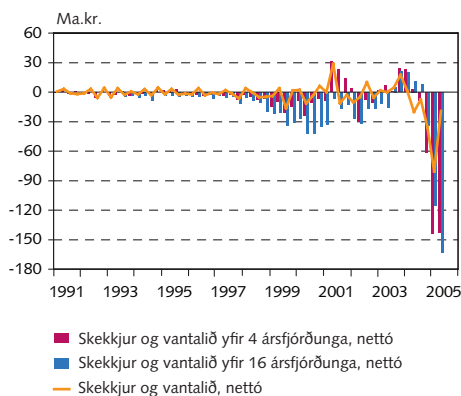
1. Gildi fyrir árið 2005 eiga einungis við fyrri helming ársins.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Skekkjur og viðskiptajöfnuður sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1991-2005¹



1. Gildi fyrir árið 2005 eiga einungis við fyrri helming ársins.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Skekkjur og vantalið
1. ársfj. 1991 - 2. ársfj. 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fræðilega eiga viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður að standast á, því að afgangi á viðskiptajöfnuði er varið til erlendar fjárfestingar og/eða skuldalækkunar en viðskiptahalli er fjármagn- aður með erlendri lántöku eða með því að ganga á eignir. Í reynd er þessu þó ekki þannig farið þar sem allir liðir greiðslujafnaðar eru mældir sjálfstætt óháð raunverulegum greiðslustraumum. Skekkjur og vantalið er afgangsstærð, þ.e. nettóliður, og geta því skekkjurnar í einstökum liðum greiðslujafnaðar jafnast út ef þær hafa mismunandi formerki. Skekkjuliðurinn segir því ekki allt um gæði greiðslujafnaðaruppgjörs og lítill skekkjuliður þarf ekki að þýða betri gæði í útreikningi greiðslujafnaðar.

Þrjár meginskýringar eru á ófullkominni mælingu greiðslujafnaðar. Í fyrsta lagi getur verið um tímaskekkju að ræða. Einstaka liðir eru ekki mældir á „réttum“ tíma miðað við raunverulegan greiðslustraum, t.d. skipakaup, lántaka, verðbréfa kaup o.s.frv. Að öðru óbreyttu (verði og gengi) jafnast tímaskekkja út yfir fleiri uppgjörstímabil. Í öðru lagi getur verðskekkja átt sér stað. Verð á einstökum lið er ekki „rétt“ mælt, hvorki í erlendri mynt né íslenskum krónum. Hér á landi hafa stöðugar gengisbreytingar aukið þennan vanda og þá sérstaklega samfara tímaskekkju í mælingu. Í þriðja lagi getur röng mæling greiðslujafnaðar verið vegna magnskekkju. Einstaka liðir geta verið of- eða vantalið vegna mistaka í skýrslugerð eða í áætlun um viðskipti eða fjármagnshreyfingar milli innlendra og erlendra aðila.

Á mynd 1 sést að sem hlutfall af heildarflæði viðskipta- og fjármagnshreyfinga hefur liðurinn skekkjur og vantalið vaxið samhliða mikilli aukningu heildarflæðisins. Þráláta neikvæða skekkju má að öllum líkindum rekja til vantalinna fjárfestingar Íslendinga erlendis. Afnáam gjaldeyriseftirlits og ný fjárfestingartækifæri ásamt hræringum stofnana á fjármálamarkaði hafa ekki auðveldað upplýsingaöflunina undanfarnin ár og eru ein ástæða aukinnar skekkju. Á árunum 1995 til 2000 var skekkjuliðurinn ávallt neikvæður sem bendir til kerfislægrar skekkju. Helsta skýring gæti verið áður nefnt aukið frelsi til fjármagnsflutninga og þá helst vegna þess að ekki hafi nægilega tímanlega verið hugað að breytingum í upplýsingaöflun vegna breytinga á gjaldeyrisreglum. Við afnáam takmarkana á gjaldeyrisviðskiptum féllu niður upplýsingar sem gjaldeyriseftirlit Seðlabankans aflaði áður, t.d. um gjaldeyris skil vegna útflutnings (ógreiddur útflutningur). Sveiflur í ársfjórðungsskekkjum hafa einnig aukist en þær jöfnuðust nokkuð út yfir hvert almanaksár fram til ársins 1996. Ársfjórðungsuppgjör greiðslujafnaðar eru í fyrstu bráðabirgðatölur sem oftast þarf að leiðrétta vegna síðbúinna upplýsinga. Í árslok eru ársfjórðungstölur lagaðar að upplýsingum sem fengnar eru með könnunum, s.s. um hugbúnaðarútflutning, beina fjárfestingu og erlendar lánahreyfingar einkageirans. Frá árinu 1997 hefur skekkjuliðurinn vaxið umtalsvert í krónum talið samfara auknum viðskiptum og fjármagnshreyfingum við útlönd. Á mynd 3 sést ársfjórðungslegur skekkjuliður í ma.kr. og einnig sem uppsafnaður skekkjuliður yfir fjóra og sextán ársfjórðunga.

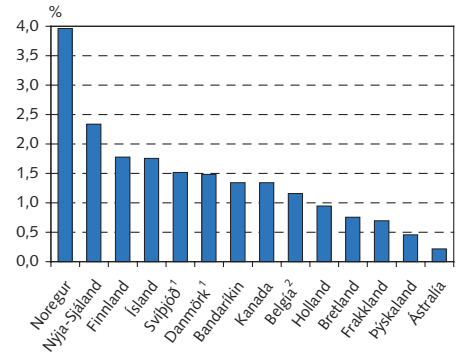
Reynsla annarra Norðurlanda var einnig sú að skekkjur jukust við afnáam gjaldeyriseftirlits og takmarkana á fjárfestingu milli landa. Hann er því oftast talinn eiga rætur í fjármagnsjöfnuði við útlönd. Þetta er ekki einhlíft skoðun, því að Svíar fundu eftir greinnsan vantalda þjónustu í innbyrðis viðskiptum fjölþjóðlegra móður- og dótturfyrirtækja.

Á mynd 4 er skekkjuliður greiðslujafnaðar nokkurra landa sýndur í hlutfalli við heildarviðskipti og fjármagnsflæði eins og hann var að meðaltali á árunum 2000-2004. Skekkjuliður Noregs er

hlutfallslega langstærstur og svo koma Finnland og Nýja-Sjáland. Skekkjan í greiðslujöfnuði Íslendinga er svipuð og í Finnlandi, um 2,5% að meðaltali. Slíkur samanburður hefur eðlilega sínar takmarkanir, til að mynda geta einstakir liðir greiðslujafnaðar vegið misþungt í uppgjöri landanna og þá einkum fjármagnshreyfingar milli landa. Eins getur val á þessu tímabili verið óhagstætt sumum löndum vegna breytinga á efnahagsumhverfi þeirra og reglum sem geta hafa haft tímabundin áhrif á upplýsingaöflun þeirra.

Mynd 4

Skekkjur sem hlutfall af heildarflæði viðskipta- og fjármagnsflutninga, meðaltal árunna 2000-2004



1. Á einungis við árin 2000-2003.

2. Á einungis við árin 2001-2004.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Seðlabanki Íslands.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðlagspróun

Eftir nokkra hjöðnun sl. vor hefur verðbólga aukist á ný undanfarna mánuði. Í september hafði vísitala neysluverðs hækkað um 4,8% á tólf mánuðum og fór þar með upp fyrir efri þölmörk verðbólgu markmiðs Seðlabankans í annað sinn á árinu. Verðbólgan undanfarið ár hefur í meginatriðum verið eftirspurnardrífín, þótt hækkun eldsneytisverðs á erlendum markaði eigi einnig nokkurn hlut að máli. Eftirspurnarhrifin koma skýrast fram í hækkun húsnæðisverðs, sem skýrir verðbólguna að miklu leyti, en einnig í hækkun á verði innlendrar þjónustu. Aðrir liðir vísitölunnar en húsnæði, þjónusta og eldsneyti stóðu í stað eða lækkuðu á sama tímabili. Gengishækkun krónunnar á drýgstan þátt í því, en verðstríð á matvörumarkaði hefur einnig stuðlað að lækkun vöruverðs. Það virðist þó vera í rénun um þessar mundir. Að dagvörum frátöldum hefur verðlag innfluttrar vöru lækkað mun minna en sem nemur gengisbreytingum. Mikil eftirspurn er líkleg skýring á því.

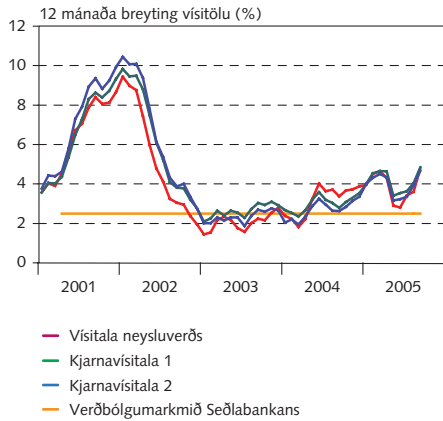
Stefnir í meiri verðbólgu á þriðja fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í síðustu verðbólguþá

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi mældist 3,2% sem er 0,1 prósentu minni verðbólga en gert var ráð fyrir í síðustu verðbólguþá bankans. Munurinn er hverfandi, enda var langt liðið á ársfjórðunginn þegar spáin var gerð. Í júní var spáð að verðbólga á þriðja ársfjórðungi yrði 3,6%, en nú stefnir í að hún verði töluvert meira eða rúmlega 4%. Kjarnavísitölurnar sem Hagstofan birtir sýna svipaða verðbólgu og heildarvísitalan. Í byrjun september hafði kjarnavísitala 1 hækkað um 4,8% á tólf mánuðum og kjarnavísitala 2 um 4,6%.

Húsnæðisverðbólga er líklega nálægt hámarki

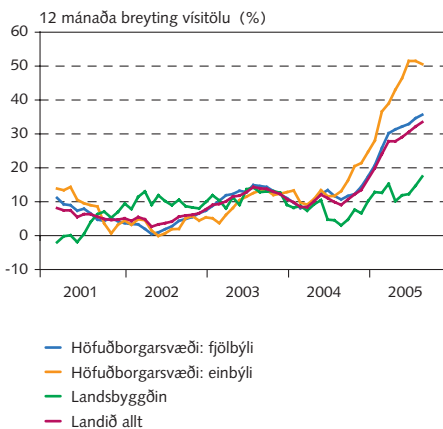
Áhrif innlendrar eftirspurnar á vísitölu neysluverðs hafa komið sterkast fram í hækkun húsnæðisverðs, sem hefur verið langstærsti áhrifavaldur verðbólgunnar hér á landi undanfarið ár. Húsnæðisliður vísitölunnar hefur þó hækkað minna en markaðsverð húsnæðis vegna lækkunar vaxtakostnaðar og breyttra aðferða við að meta hann í húsnæðisliðnum.¹⁰ Í september var húsnæðisliðurinn 18% hærri en fyrir ári sem leiddi til þess að verðbólgan var u.þ.b. 4 prósentum meiri en ef húsnæðisverð hefði staðið í stað. Mest hefur markaðsverð hækkað á höfuðborgarsvæðinu, sérstaklega verð einbýlis, sem hækkaði um rúmlega 50% á tólf mánuðum til september. Verð íbúða í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um rúmlega 35% á sama tíma. Íbúðaverð á landsbyggðinni hefur þar til nýlega hækkað öllu hægar, en hefur sótt í sig veðrið undanfarna mánuði og hafði í september sl. hækkað um rúmlega 17% á tólf mánuðum. Samtals hækkaði verð íbúðarhúsnæðis um rúmlega 33% á sama tímabili. Mestur var hraði hækkunarinnar á öðrum fjórðungi þessa árs þegar verðlag bæði einbýlis og fjölbýlis á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 4-5% á mánuði. Á þriðja fjórðungi ársins virðist hafa dregið úr

Mynd VIII-1
Verðbólga janúar 2001 - september 2005¹



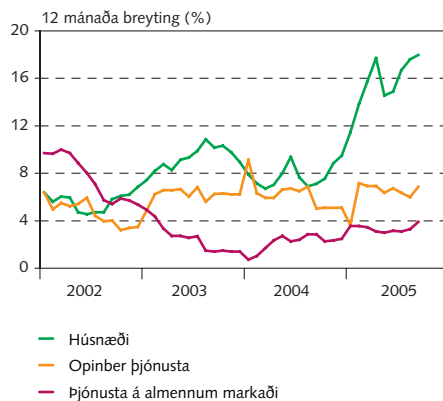
1. Í kjarnavísitölu 1 eru teknir út ýmsir sveiflukenndir liðir, þ.e.a.s. búvara, grænmeti, ávextir og bensín. Í kjarnavísitölu 2 er að auki undanskilið verðlag opinberra þjónustu.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2
Markaðsverð íbúðarhúsnæðis
mars 2001 - september 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3
Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta
janúar 2002 - september 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

10. Sjá nánar umfjöllun í rammagrein 3, bls. 31 í síðasta hefti *Peningamála*.

hraða hækkunarinnar. Í ágúst og september hækkaði verðið um 1-2% milli mánaða á höfuðborgarsvæðinu, en hafa verður í huga að árstíðarbundnar sveiflur eru í íbúðaverði. Erfiðara er að draga ályktanir af verðþróun íbúðarhúsnæðis á landsbyggðinni sem sveiflast mikið milli mánaða, enda um færri og sundurleitari eignir að ræða.

Nokkuð hefur dregið úr verðhjöðnun gengisnæmra liða vísitölu neysluverðs

Á móti áhrifum hækkandi verðs íbúða, þjónustu og eldsneytis á vísitöluna vegur að verð annarrar vöru en eldsneytis hefur lækkað undanfarna tólf mánuði. Vörur sem einkennast af hraðri veltu og tíðum verðbreytingum eru næmastar fyrir gengissveiflum. Það á t.d. við um dagvörur af ýmsu tagi. Dagvöruverð, sem að mestu leyti samanstendur af matvöru, lækkaði um tæplega 10% frá ársbyrjun til maímánaðar (7% á tólf mánuðum). Eftir 1,7% hækkun milli ágúst og september hafði u.þ.b. helmingur lækkunarinnar gengið til baka. Dagvöruverð var þó enn 3,5% lægra en fyrir ári.

Síðastliðið vor lækkaði verð matvæla eins og annarrar dagvöru mikið. Lækkunin hefur nú gengið til baka að nokkru leyti. Verð innfluttra matvæla hækkaði um 4,4% milli ágúst og september og verð innlestrar matvöru annarrar en búvöru og grænmetis hækkaði um 1%. Þrátt fyrir hækkunina í september var verð innfluttra matvöru enn 7,4% lægra en fyrir ári og innlestrar matvöru 1,4% lægra. Í júlíbyrjun nam árslækkun þessara liða hins vegar 12,5% og 2,6%. Árslækkun innfluttra matvöru þá nam rúmlega styrkingu gengisins, en í september dró nokkuð í sundur með þróun gengis og verðs innfluttra matvæla á ný.

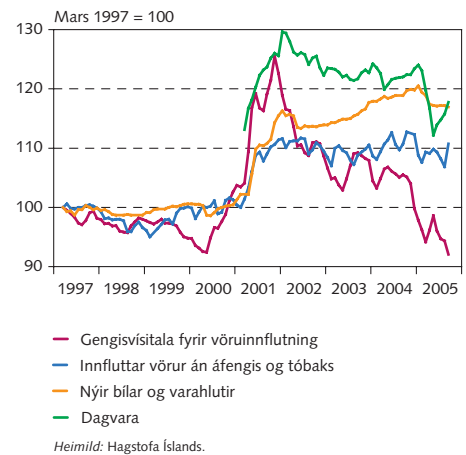
Sterk innlend eftirspurn dregur úr áhrifum gengis á vöruverð...

Þótt verð innfluttra vöru hafi lækkað hefur það ekki lækkað í samræmi við styrkingu gengisins undanfarna mánuði. Að nokkru leyti skýrist það af hækkun eldsneytisverðs, en að miklu leyti má líta á þessa þróun sem afleiðingu öflugrar innlestrar eftirspurnar sem gefur seljendum færi á að hækka álagningu.

Verð bíla og ýmiss konar annarrar varanlegrar neysluvöru hefur t.d. lækkað mjög lítið miðað við styrkingu gengisins. Frá september í fyrra til 12. september í ár lækkaði verð erlends gjaldeyris um 12% miðað við innflutningsgengisvog en verð nýrra bíla lækkaði einungis um 1,6%. Aðrar innfluttar vörur en bílar, matvæli og eldsneyti hafa einnig lækkað fremur lítið miðað við gengisbreytingar, eða um 2,2%. Áhrif gengishækkunar krónunnar undanfarið ár virðast því hafa skilað sér í tiltölulega lítilli verðhjöðnun innfluttra vöru ef dagvara er undanskilin. Líklegasta skýringin virðist vera hinn hraði vöxtur eftirspurnar. Hvati til verðlækkunar er því mjög lítill. Eins og áður hefur verið fjallað um í *Peningamála*, gæti reynsla annarra landa með fljótandi gengi og reynslan hér á landi síðustu ár einnig bent til þess að grundvallarbreyting kunnri að hafa orðið á áhrifum gengisbreytinga á innlestar verðávarðanir, þar sem skammtímagengissveiflur hafi mun minni áhrif á innlesta verðbólguþróun en á tímum fastgengisstefnunnar.

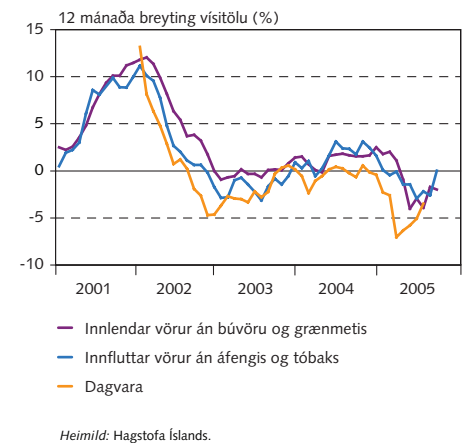
Mynd VIII-4

Innflutningsgengi og verðlag innfluttra vöru mars 1997 - september 2005



Mynd VIII-5

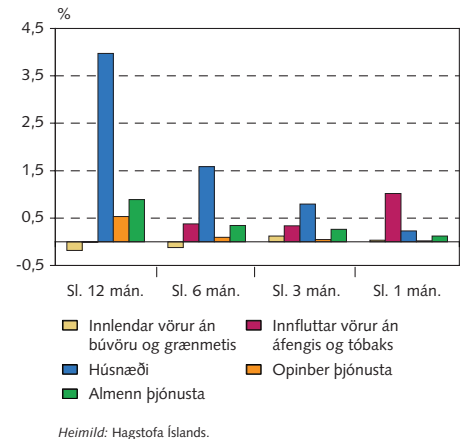
Vöruverð janúar 2001 - september 2005



Mynd VIII-6

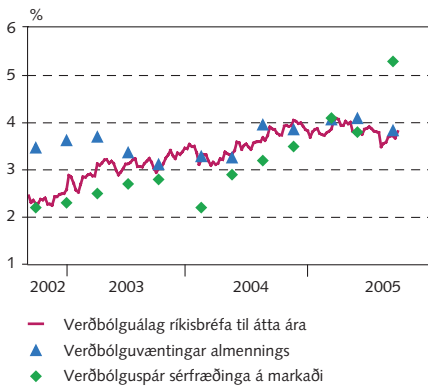
Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs í september 2005

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



Mynd VIII-7
Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 17. september 2002 - 13. september 2005



Verðbólguvæntingar almennings miða við verðbólgu næstu tólf mánuði og verðbólguþátt sérfræðinga miðað við tólf mánuði til ársloka yfirstandandi árs í fyrri tveimur könnunum hvers árs og tólf mánuði til ársloka næsta almanaksárs í seinni tveimur könnunum hvers árs.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

... og verð þjónustu hækkar

Á tólf mánuðum til september hækkaði verð opinberrar þjónustu um 6,9% og verð þjónustu einkaaðila (almenn þjónusta) um 3,9%. Hefur tólf mánaða verðhækkun þjónustu einkaaðila farið vaxandi undanfarna mánuði. Áhrif hærra verðs opinberrar þjónustu á vísitölu neysluverðs námu rúmlega 0,5 prósentum og áhrif verðhækkunar þjónustu einkaaðila 0,9 prósentum, enda vegur þjónusta einkaaðila þungt í vísitölunni. Á bak við þessar hækkunir virðast einkum standa vinnuafsfrekir þjónustuliðir. Má því gera ráð fyrir að kostnaðarþrýstingur ásamt sterkri eftirspurn skýri verðhækkun þjónustu.

Verðbólguvæntingar til næstu ára virðast um og yfir 4%

Verðbólguvæntingar markaðsaðila út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra ríkisskuldabréfa til tæplega tíu ára hafa smám saman verið að þökast upp á við. Samkvæmt þeim búast markaðsaðilar við því að verðbólga verði rétt undir 4% að meðaltali næsta áratug.

Þessar væntingar eru í ágætu samræmi við niðurstöður kannana IMG Gallup á verðbólguvæntingum almennings. Það sem af er þessu ári hefur IMG Gallup gert þrjár kannanir á verðbólguvæntingum almennings: um mánaðamót febrúar og mars, í maí og um mánaðamót ágúst og september. Í tveimur fyrri könnunum gerði almenningur að meðaltali ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði yrði 4,1% en 3,8% að meðaltali í síðustu könnuninni. Miðgildi þessara þriggja kannana var 4%.¹¹ Í síðustu könnun taldi almenningur að verðbólga síðustu tólf mánaða væri 3,2%. Almenningur virðist því telja að verðbólga eigi eftir að aukast á næstunni. Könnunin var gerð áður en verðbólga jókst í 4,8% í septemberbyrjun og má ætla að hækkunin í september og fjölmiðlaumræða sem henni tengdist hafi aukið á verðbólguvæntingar.

Þessar verðbólguvæntingar virðast hins vegar heldur lægri en spá greiningaraðila um verðbólgu á næsta ári en þeir gera ráð fyrir að hún verði rétt tæplega 4½% að meðaltali á árinu en hins vegar rúmlega 5% yfir árið (sjá rammagrein 3).

Allir þessir mælikvarðar á verðbólguvæntingar benda því til þess að töluvert meiri verðbólgu sé vænst á næstu árum en getur samrýmst 2,5% verðbólguþáttmiði Seðlabankans.

11. Þ.e. svarendur sem töldu að verðbólga yrði meiri en 4% voru jafn margir og hinir sem töldu að verðbólga yrði minni.

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru í byrjun september sl. Sem endranær voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

Sérfræðingarnir skyggjast nú lengra en áður eða allt til ársins 2007. Eins og nærri má geta verður innbyrðis ágreiningur meiri eftir því sem lengra er horft. Þannig greinir aðila verulega á um framvinduna árið 2007.

Mat á verðbólgu yfir árin 2005 og 2006 hefur vart breyst frá spá sömu aðila í maí sl. Spámennirnir telja að verðbólga yfir árið nái hámarki árið 2006 í rúmlega 5% en hjaðni á ný árið 2007 og verði rúmlega 3½%. Hins vegar álíta þeir að verðbólga milli ársmeðaltala fari hækkandi fram til ársins 2007 er hún verði tæplega 4½%. Verðbólga verður því töluvert hærri en 2,5% verðbólgu markmið Seðlabankans á tímabilinu og ýmist hærri en eða við 4% efri þolmörk markmiðsins. Í grunnspá sinni gerir Seðlabankinn ráð fyrir meiri verðbólgu yfir árið í ár en sérfræðingar á fjármálamarkaði en að nokkuð dragi úr henni strax á næsta ári. Að því er varðar verðbólgu milli ársmeðaltala munar litlu á grunnspá Seðlabankans og sérfræðinga nú í ár en bankinn spáir síðan minni verðbólgu næstu tvö árin. Rétt er að hafa í huga að í spá Seðlabankans er reiknað með óbreyttum stýrivöxtum og gengisvísitölu á spátímabilinu. Þannig er spá Seðlabankans með breytilegum vöxtum og gengi mjög áþekk spá greiningaraðila en samkvæmt henni er verðbólga um 4½% að meðaltali á næsta ári og um rétt tæplega 5% árið 2007.

Hagvaxtarspá sérfræðinga á fjármálamarkaði hefur heldur lækkað frá því í maí og munur á hæsta og lægsta gildi er meiri en þá. Að meðaltali búast þeir við 6% hagvexti í ár og 4,8% á næsta ári sem síðan lækki niður í 1,2% árið 2007. Grunnspá Seðlabankans er nokkuð frábrugðin og í heild mun bjartari: 5,5% hagvöxtur á árinu sem er að líða, á næsta ári hækki hann í 6,7% og fari niður í 4,8% árið 2007. Eins og gefur að skilja munar mestu á spá sérfræðinganna og Seðlabankans síðasttalda árið.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2005			2006			2007		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	3,7	3,4	4,2	5,3	3,8	7,1	3,7	2,0	5,5
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	3,8	3,6	4,2	4,4	3,7	4,9	4,9	3,5	6,8
Hagvöxtur	6,0	5,5	6,5	4,8	4,2	5,5	1,2	-1,0	2,5
	<i>Eitt ár fram í tímann</i>			<i>Tvö ár fram í tímann</i>					
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	118,8	115,0	123,0	130,5	127,0	135,0			
Stýrivextir Seðlabankans	9,3	8,5	10,0	7,4	6,0	9,3			
Langtímanafnvextir ²	7,4	6,7	7,8	6,6	6,0	7,2			
Langtímaraunvextir ³	3,6	3,5	3,8	3,4	3,0	3,6			
Breyting úrvalsvisítölu aðallista	5,3	-10,0	16,0	13,4	-14,5	30,0			
Breyting fasteignaverðs	8,8	5,0	15,0	11,9	7,0	20,8			

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi og vexti. Sínd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í íbúðabréf (HFF 15 0644).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Svarendur hafa svipaðar skoðanir á þróun gengisvísitölu og í maí og raunar hefur spá þeirra um gengið sáralítið breyst allt frá því í febrúar. Álíta þeir að gengisvísitalan verði nálægt 120 stigum

Rammagrein 3

Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

eftir tólf mánuði og að eftir tvö ár hafi krónan veikst enn frekar og vísitalan verði þá um 130.

Stýrivextir Seðlabanka Íslands voru hækkaðir um 0,5 prósentur þann 7. júní sl., í 9,5%. Sérfræðingarnir virðast reikna með að það hilli undir lok vaxtahækkana því að þeir spá 9,3 stýrivöxtum að ári og 7,4% eftir tvö ár. Hvort tveggja er lægra en sömu aðilar spáðu í maí. Athygli vekur hvað greiningaraðilar eru bjartsýnir um tímasetningar upphafs vaxtalækkunarferlis Seðlabankans miðað við þær verðbólguhorfur sem þeir telja framundan. Virðast þeir telja að Seðlabankinn hefji vaxtalækkunarferlið tiltölulega snemma þrátt fyrir að verðbólga sé vaxandi og langt yfir verðbólgu markmiði bankans.

Töluverður munur er á spám um verðþróun hlutabréfa en svo hefur verið allt frá ársbyrjun. Einn aðili spáir lækkun næsta árið en aðrir að verð muni stíga enn frekar.

Loks telja allir að lát verði á hækkun húsnæðisverðs eftir miklar verðhækkanir síðustu misseri. Sérfræðingarnir búast þó alls ekki við verðfalli á fasteignum næstu tvö árin.

Verðbólguþspá Seðlabankans

Verðbólguþspáin sem Seðlabankinn birtir í þessu hefti *Peningamála* sýnir enn einu sinni meiri verðbólgu til næstu tveggja ára en samrýmist verðbólgu markmiði bankans. Reyndar hafa verðbólguhorfur versnað á heildina lítið, einkum á næsta ári. Eftir að Seðlabankinn birti síðast verðbólguþspá voru stýrivextir bankans hækkaðir um 0,5 prósentur í 9,5%. Á sama tíma hefur gengi krónunnar styrkst um 7½%. Í grunnspánni sem greint er frá hér á eftir er gengið út frá því að gengisvísitala erlendra gjaldmiðla haldist óbreytt í grennd við 108 stig á spátímabilinu og að stýrivextir verði óbreyttir út tímabilið. Þrátt fyrir þessar aðhaldssömu forsendur eru verðbólguhorfurnar lakari en í júní. Spá sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi er einnig birt hér á eftir. Fylgi vextir nokkurn veginn væntingum markaðsaðila mun það samkvæmt þessari spá leiða til lækkunar á gengi krónunnar og fljótlegra meiri verðbólgu en í grunnspánni. Forsendur hvorugrar spárinnar eru fyllilega raunhæfar, en þær undirstrika að ósennilegt er að verðbólgu markmiðið náist nema töluvert meira aðhalds verði gætt á næstu mánuðum en felst í væntingum markaðarins.

Vaxandi innlendir verðbólguþrýstingur...

Eins og í fyrri verðbólguþspám Seðlabankans á þessu ári er helsta orsök aukinnar verðbólgu á næstu tveimur árum veruleg og vaxandi spenna á innlendum vörumarkaði sem rekja má til kröftugs vaxtar innlendarar eftirspurnar sem er mun meiri en þjóðarbúskapurinn getur með góðu móti annað. Slakinn í þjóðarbúskapnum árið 2002 virðist nú hafa verið heldur minni en áður var talið og vannýtt framleiðslugeta með öllu horfin þegar líða tók á árið 2003. Útlit er því fyrir heldur meiri framleiðsluspennu á spátímabilinu en í síðustu spá og er nú gert ráð fyrir að hún geti orðið allt að 5% á næsta ári að óbreyttu aðhaldsstigi peningastefnunnar og gengi krónunnar. Þetta er heldur meiri spenna í hátoppi hagsveiflunnar á næsta ári en spáð var í sumar og mun meiri en í hátoppi síðustu uppsveiflu árið 2000. Reyndar þarf að fara aftur til ársins 1980 til að finna viðlíka ójafnvægi í þjóðarbúskapnum.

Vaxandi launakostnaður hefur einnig átt þátt í að auka verðbólguþrýsting. Horfur eru á að atvinnuleysi haldist lágt á spátímabilinu og verði nokkuð undir því sem talið er geta samrýmst stöðugu verðlagi á meginhluta tímabilsins. Búið er við að þessi spenna á vinnumarkaði leiði til aukins launaskriðs og er nú spáð að launakostnaður á framleidda einingu hækki um rúmlega 4% á ári á þessu og næsta ári. Á árinu 2007 verður hækkunin heldur minni en þó rúmlega 3½%. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á spátímabilinu er því töluvert umfram 2,5% verðbólguþrýsting Seðlabankans á öllu tímabilinu, þrátt fyrir ágætan framleiðnivöxt.

... en hátt gengi krónunnar heldur verðbólgu tímabundið niðri

Á móti vaxandi innlendum verðbólguþrýstingi vegur sterkt gengi krónunnar og tiltölulega lítil erlend verðbólga, fyrir utan mikla hækkun eldsneytisverðs á alþjóðlegum mörkuðum. Gengi krónunnar hefur styrkst töluvert frá síðustu spá og er hátt í sögulegu samhengi. Hins vegar er rétt að hafa í huga að áhrif gengisbreytinga á innlenda verðbólgu eru einungis tímabundin nema þær hafi áhrif á verðbólguvæntingar til lengri tíma. Því má gera ráð fyrir því að áhrif verðhjöðunar innflutningsverðs í innlendri mynt á innlenda verðbólguþróun fari smám saman þverrandi þegar líða tekur á spátímabilið. Þar að auki eru vísbendingar um að skammtímaáhrif gengissveiflna á innlenda verðbólgu hafi minnkað á síðustu árum, eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála*.

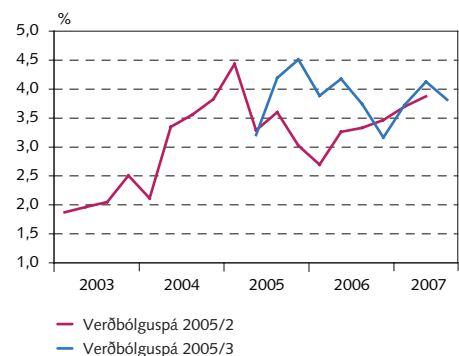
Horfur á að verðbólga verði við efri þolmörk verðbólguþrýstingsins út spátímabilið

Þrátt fyrir hærri stýrivexti og sterkara gengi hafa verðbólguhorfur til næsta árs versnað töluvert frá síðustu spá Seðlabankans. Í júní spáði bankinn nokkurri hjöðnun verðbólgu til skemmri tíma sem rekja mátti til styrkingar á gengi krónunnar. Í þeirri spá sem hér er birt vega áhrif meiri framleiðsluspennu og meiri vaxtar innlends launakostnaðar á framleidda einingu en áður var spáð hins vegar þyngra en áhrif sterkara gengis. Auk þess hafa verðbólguvæntingar þokast upp á við, eins og áður hefur komið fram. Spáð er 4,2% verðbólgu að ári, samanborið við 3,3% í júní miðað við sama ársfjórðung (2,7% sé miðað við spá til jafnlangs tíma).

Verðbólguhorfur tvö ár fram í tímann eru hins vegar svipaðar og í síðustu spá. Nú er spáð rétt rúmlega 4% verðbólgu eftir tvö ár en í síðustu spá var spáð rétt undir 4% verðbólgu sé miðað við sama ársfjórðung (3,7% sé miðað við spá til jafnlangs tíma).

Samkvæmt grunnsþánni verður verðbólga yfir 2,5% verðbólguþrýsting Seðlabankans á spátímabilinu og við efri þolmörk nánast allt tímabilið. Að óbreyttu gengi hjaðnar verðbólgan þegar kemur fram á árið 2007 og nálgast verðbólguþrýsting um mitt ár 2008. Ólíklegt verður hins vegar að telja að gengisforsendur spárinnar haldi svo lengi.

Mynd VIII-8
Endurskoðuð verðbólguþrýsting



Verðbólguþá með breytilegum vöxtum og gengi

Við núverandi aðstæður er afar óraunsætt að gengi krónunnar haldist óbreytt út spátímabilið. Einnig er ljóst að niðurstöður slíkrar spár fela í sér að auka þurfi aðhaldsstig peningastefnunnar frá því sem nú er. Grunnþá Seðlabankans byggist því á forsendum sem ólíklegt er að haldi nema í skamman tíma. Hún gegnir fyrst og fremst því hlutverki að gefa sýn á framvindu efnahagslífsins að því gefnu að bankinn bregðist ekki frekar við og haldi aðhaldi peningastefnunnar óbreyttu frá því sem nú er. Hún felur því í sér gagnlega vísbendingu um hvort vaxtastig á hverjum tíma nægi til að tryggja framgang verðbólguþámarkmiðsins. Þegar þjóðarbúskapurinn er í jafnvægi getur slík þá gefið þokkalega raunsanna mynd af líklegri framvindu efnahagsmála. Þegar verulegt ójafnvægi er til staðar, eins og nú er, getur slík þá hins vegar gefið niðurstöðu sem er fjarri sanni. Eftir því sem ójafnvægið er meira verður forsendan um að Seðlabankinn muni ekki bregðast frekar við uppsöfnuðum verðbólguþrýstingi æ fjarstæðukenndari. Þegar raungengi er afbrigðilega hátt eins og nú verður einnig sífellt hæpnara að gefa sér að gengi haldist óbreytt til langs tíma.

Af þessum ástæðum birti Seðlabankinn í *Peningamálum* 2004/4 í fyrsta sinn einnig þá byggða á breytilegum vöxtum og gengi krónunnar. Vaxtaferillinn sem notaður er í spánni byggist á væntingum markaðsaðila um þróun stýrivaxta sem lesa má út úr óverðtryggða vaxtarófinu, svokölluðum fólgnum framvirkum vöxtum.¹² Þessi vaxtaferill er sýndur á mynd III-6 á bls. 18. Að þessu sinni er hins vegar gert ráð fyrir því að stýrivextir lækki heldur hægar á næstunni en lesa má út úr þeim ferli, þ.e.a.s. í samræmi við svör greiningaraðila á sömu mynd (sjá niðurstöður í rammagrein 3). Markaðsaðilar gera ráð fyrir að stýrivextir nái innan tíðar hámarki í rúmlega 10% og taki þá fljótlega að lækka. Í stað þess að fylgja þeim ferli fyllilega er gert ráð fyrir að stýrivextirnir haldist nálægt 10% fram á mitt næsta ár en taki síðan að lækka. Þessi ferill felur í sér að stýrivextir verða að meðaltali um 9,4% á þessu ári í stað 9,2% í grunnspánni, 9,7% á næsta ári, í stað 9,5% í grunnspánni, en lækki í 7,6% að meðaltali árið 2007.

Gengisferillinn í spánni er fenginn út frá svokölluðu óvörðu vaxtajafnvægi sem reiknað er út frá ofangreindum stýrivaxtaferli og erlendum vaxtaferli sem lesa má út úr viðskiptavegnum framvirkum vöxtum en þó þannig að gert er ráð fyrir áhættuþóknun sem rekur fleyg á milli innlendra og erlendra vaxta. Samkvæmt þessu mun því vaxtamunurinn milli Íslands og útlanda haldast hár fram á mitt næsta ár en taka síðan smám saman að minnka í um 4% í lok árs 2007. Gengisvísitala krónunnar mun því lækka smám saman á tímabilinu og verður nálægt 120 stigum í lok árs 2007.

Aðhaldsstig peningastefnunnar verður minna en í grunnspánni...

Miðað við ofangreinda þróun stýrivaxta og gengis krónunnar yrði hagvöxtur á þessu ári lítilliga minni en í grunnspánni enda

12. Sjá neðanmálgrein 2. í kafla I.

raunvextir aðeins hærri. Hins vegar yrðu raunvextir nokkru lægri á næsta ári, þrátt fyrir heldur hærri stýrivexti því áhrifa gengislækkunar krónunnar á verðbólgu fer að gæta í auknum mæli. Árið 2007 eru stýrivextir orðnir lægri en í grunnspánni og raunvextir verulega lægri. Aðhaldsstig peningastefnunnar í þessari spá er því töluvert minna en í grunnspánni og hagvöxtur á næstu tveimur árum nokkru meiri, eða yfir 7% á næsta ári og rúmlega 6% árið 2007. Þetta endurspeglast í meiri framleiðsluspennu sem yrði rúmlega 5% árin 2006-2007.

... og verðbólguhorfur töluvert verri

Meiri hagvöxtur og lægra gengi krónunnar veldur því að verðbólguhorfur í þessari spá eru töluvert verri en í grunnspánni. Verðbólga eitt ár fram í tímann er rúmlega 4½% í stað rúmlega 4% í grunnspánni og rúmlega 5% í stað um 4% eftir tvö ár. Að sama skapi yrði verðbólga vel yfir 4% efri þolmörkum verðbólgu markmiðsins allt tímabilið. Mynd VIII-9 sýnir samanburð á grunnspánni og spá með breytilega vexti og gengi.

Væntingar markaðsaðila um tímasetningu slökunar peningastefnunnar virðast ekki raunsæjar

Ljóst má vera að stýrivaxtaferill sem byggist á markaðsvöxtum er ekki í samræmi við verðbólgu markmið Seðlabankans. Annaðhvort er hann því óraunsær eða markaðsaðilar efast um staðfestu Seðlabankans. Hann gæti því verið visbending um að peningastefnuna skorti trúverðugleika. Til þess að halda verðbólgu í skefjum og styðja við gengi krónunnar þarf að knýja fram hækkun raunvaxta í stað þess að leyfa þeim að lækka eins og gerist í þessari spá. Stýrivaxtaferillinn sem notaður er í spánni gefur þó aðeins hærri stýrivexti á tímabilinu en markaðsaðilar virðast vænta, eins og lesa má út úr ávöxtunarferli óverðtryggðra vaxta. Þar að auki felur gengisferillinn sem notast er við í sér tiltölulega hóflega lækkun gengis krónunnar miðað við spár sem greiningardeildir sumra banka hafa gefið út að undanfögnu.

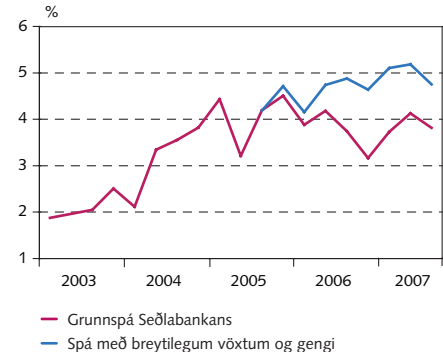
Áhættumat verðbólgu spárinnar

Spáóvissan upp á við hefur aukist frá síðustu spá

Um verðbólgu spá Seðlabankans ríkir eins og endranær mikil óvissa og afar ólíklegt er að framvindan verði nákvæmlega eins og gert er ráð fyrir í spánni. Því leggur bankinn mikla áherslu á að horfa til allrar líkindadreifingar spárinnar við mat sitt á verðbólguhorfum næstu tveggja ára.

Óvissuþættir verðbólgu spárinnar eru í stórum dráttum þeir sömu og í síðustu spám bankans. Meginóvissan lýtur að gengispróuninni eins og spáin með breytilegum vöxtum og gengi ber með sér. Gengi krónunnar gæti lækkað á tímabilinu sem yki verðbólgu, sérstaklega ef um skarpa lækkun yrði að ræða. Að sama skapi gæti endurskoðun kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í nóvember haft í för með sér meiri launakostnað en gert er ráð fyrir í spánni og orðið til þess að auka verðbólgu enn frekar að öðru óbreyttu. Minna aðhald opinberra fjármála en gert er ráð fyrir í spánni gæti einnig orsakað meiri verðbólgu en spáð er. Einnig er hugsanlegt að áhrif boðaðra skattalækkana og eignaverðshækkana á einkaneyslu séu vanmetin.

Mynd VIII-9
Verðbólgu spá með breytilegum vöxtum og gengi



Á móti þessu vegur hratt vaxandi skuldsetning einstaklinga sem gæti haldið aftur af vexti einkaneyslu þegar líða tekur á spátímabilið. Erlendir vextir gætu hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni og haft neikvæð áhrif á vöxt innlendar eftirspurnar á seinni hluta spátímabilsins. Helstu ósamhverfu óvissuþættir spárinnar eru teknir saman í töflu VIII-1.

Tafla VIII-1 Helstu ósamhverfir óvissuþættir verðbólguþáttar

Óvissuþáttur	Skýring	Áhrif á verðbólgu
Einkaneysla	Áhrif breytinga á lánamarkaði í formi lægri langtíma vaxta og aukins aðgengis að lánsfé og möguleg auðsáhrif á einkaneyslu geta verið vanmetin Aukin skuldsetning gæti slegið á mögulegan vöxt einkaneyslu umfram það sem gert er ráð fyrir í grunnspánni	Hætta á að eftirspurnarþrýstingur sé vanmetinn og verðbólgu því vanspáð Eftirspurnarþrýstingur til lengri tíma gæti verið ofmetinn og verðbólgu því ofspáð
Gengisþróun	Mikill viðskiptahalli og væntingar um aukna verðbólgu næstu árin geta þrýst niður gengi krónunnar	Hætta á að gengi krónunnar lækki og verðbólgu því vanspáð
Launaþróun	Möguleiki á að slæmar verðbólguhorfur og útkoma annarra kjarasamninga setji launalið kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í uppnám	Hætta á að launahækkunarir í hagkerfinu verði meiri en er og verðbólgu því vanspáð
Opinber fjármál	Möguleiki á að aðhald í opinberum fjármálum verði minna en gert er ráð fyrir – sérstaklega í ljósi kosningaára framundan Möguleiki á að áhrif skattalækkunaráætlana á væntingar um framtíðartekjur séu vanmetin og að eftirspurnaráhrif áforma verði því meiri	Hætta á að eftirspurnarþensla í hagkerfinu verði meiri en spáð er og verðbólgu því vanspáð
Eignaverð	Möguleiki á lækkun eignaverðs sem dragi úr einkaneyslu þegar líða tekur á spátímabilið	Hætta á að eftirspurnarþensla verði minni í hagkerfinu en spáð er og verðbólgu því ofspáð
Alþjóðleg efnahagsmál	Erlendir vextir gætu hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og aukið þannig við greiðslubyrði erlendra lána umfram það sem grunnspánn gerir ráð fyrir	Vöxtur innlendar eftirspurnar gæti verið ofmetinn og verðbólgu því ofspáð
Áhættumat	Eitt ár fram í tímann	Tvö ár fram í tímann
Peningamál 2004/3 Peningamál 2005/2 Peningamál 2005/3	Samhverft Samhverft Upp á við	Upp á við Upp á við Upp á við

Að öllu þessu samanteknu er því gert ráð fyrir að áhætta spárinnar sé lítillega upp á við litið til næsta árs en sé orðin verulega upp á við litið til tveggja ára. Hefur áhættumatið því verið endurskoðað upp á við út spáferilinn. Mynd VIII-10 sýnir mat á líkindadreifingu verðbólguþáttarinnar. Líkindadreifing síðustu spár er einnig sýnd til samanburðar.

Miðað við óbreytt stýrivaxtastig hafa líkur á að verðbólguþáttar- miðið náist á spátímabilinu minnkað verulega

Tafla VIII-2 sýnir mögulegt bil verðbólgu út frá líkindadreifingu spárinnar. Líkur á því að verðbólga verði innan þolmarka eftir tvö ár hafa minnkað verulega frá síðustu spá og eru nú einungis um þriðjungs líkur á að verðbólga verði undir 4% eftir tvö ár að óbreyttri peningastefnu. Líkur á að verðbólga verði nálægt 2,5% verðbólguþáttar miði bankans eru litlar. Þannig eru t.d. innan við 10% líkur á að verðbólga verði á bilinu 2-3% eftir tvö ár þrátt fyrir að gengi krónunnar haldist sterkt á tímabilinu, bregðist peningastefnan ekki frekar við.

Tafla VIII-2 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjórðungur	Verðbólga				yfir
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	
3. ársfj. 2005	< 1	< 1	< 1	15	85
2. ársfj. 2006	< 1	1	1	38	61
2. ársfj. 2007	< 1	4	4	30	66

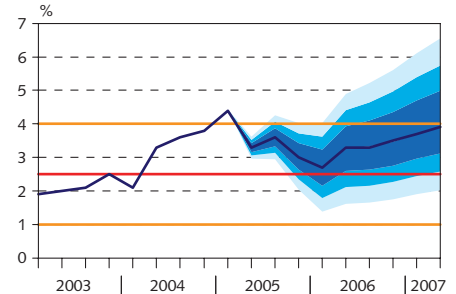
Taflan sýnir mat Seðlabankans á líkum á því að verðbólga verði á ákveðnu bili í prósentum.

Rétt er að ítreka og leggja áherslu á að bæði grunnspáin og mat á óvissuþáttum hennar byggjast á því að stýrivextir Seðlabankans haldist óbreyttir út spátímabilið. Það er einmitt verkefni peningastefnunnar að sjá til þess að framvindan verði ekki með þeim hætti sem grunnspáin og helstu áhættuþættir benda til. Í því ljósi er líklegt að bæði verðbólga og óvissubíl verðbólguþáttinn sé ofmetið.

Mynd VIII-10

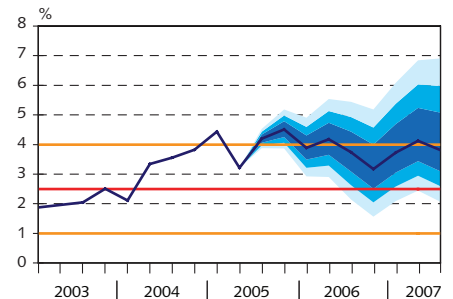
Síðasta verðbólguþáttur Seðlabankans
(í Peningamálum 2005/2)

Spátímabil: 2. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2007



Ný verðbólguþáttur Seðlabankans

Spátímabil: 3. ársfj. 2005 - 3. ársfj. 2007



- Visitala neysluverðs
- Verðbólguþáttur
- Neðri þölmörk
- Efri þölmörk
- 50% óvissubíl
- 75% óvissubíl
- 90% óvissubíl

Myndirnar sýna óvissubíl verðbólguþáttinn. 90% líkur eru taldar á því að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að verðbólga verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann og endurspeglast það í vikkun óvissubílans. Óvissan í spánum er talin heldur minni en endurspeglast í sögulegum spáskekkjum sem eru nokkuð lítaðar af þróuninni á árunum 2001-2002. Nánari útlitun á því hvernig líkindreifing verðbólguþáttinn er reiknuð út er að finna í viðauka 3 í Peningamálum 2005/1.

IX Stefnan í peningamálum

Vaxandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum kallar á aukið aðhald

Eins og greiningin hér að framan ber með sér einkennist framvinda efnahagsmála frá vormánuðum af vaxandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Eignaverð hefur hækkað hröðum skrefum, útlánavöxtur aukist, vöxtur einkaneyslu slegið met, halli á utanríkisviðskiptum ekki verið meiri áratugum saman og verðbólga hefur undanfarna mánuði aukist á ný, eftir nokkra hjöðnun sl. vor, og er nú á ný yfir þolmörkum. Skilaboðin til stjórnvalda, hvort heldur peningamála eða opinberra fjármála, eru skýr. Aukins aðhalds er þörf ef tryggja á stöðugleika verðlags og í þjóðarbúskapnum í heild til lengri tíma litið.

Áður hefur verið fjallað um ástæður þeirrar miklu eftirspurnar sem nú ríkir, þ.e.a.s. samanlögð áhrif stórfamkvæmda og uppstokkunar á íslenskum lánamarkaði, ekki síst breytinga á markaði fasteignaveðlána síðla árs 2004 sem komu flestum í opna skjöldu. Einkenni uppsveiflunnar eru að mörgu leyti hin sömu og í lok síðustu aldar. Þau eru þó að ýmsu leyti sterkari en þá. T.d. er spennan á íbúðamarkaði enn meiri nú og raunverð íbúða sennilega hærra yfir langtímajafnvægi en þá. Vöxtur einkaneyslu er að þessu sinni knúinn af miklum lántökum og skuldasöfnun fremur en auknum kaupmætti ráðstöfunartekna, sem jókst hratt á árunum 1997-1999.

Meiri töf í miðlun peningastefnunnar nú en áður og hún hvílir meira á aðlögun gengis krónunnar

Eitt sérkenni þessarar uppsveiflu er að hækkun stýrivaxta úr 5,3% í 9,5% hefur til þessa haft hverfandi áhrif á verðtryggða langtímavexti. Miðlun peningastefnunnar á sér reyndar ævinlega stað með töluverðri töf og svo var einnig í síðustu uppsveiflu. Töfin er hins vegar meiri nú. Fyrir því eru líklega tvær ástæður: Í fyrsta lagi fyrrgreind uppstokkun á íslenskum lánamarkaði, sem hefur orðið aðhaldsaðgerðum Seðlabankans yfirsterkari, og í öðru lagi óvenjulágir erlendir vextir, sem hafa haldist nálægt sögulegu lágmarki og jafnvel lækkað, öfugt við innlenda skammtímavexti. Vextir langtímaskuldabréfa í Þýskalandi voru sl. sumar hinir lægstu í heila öld. Undir lok uppsveiflunnar á tíunda áratugnum voru vextir í Evrópu og Bandaríkjunum hins vegar almennt á uppleið, eftir tímabundna lækkingu árið 1998, og lögðust á sömu sveif og aðhaldsaðgerðir Seðlabankans.

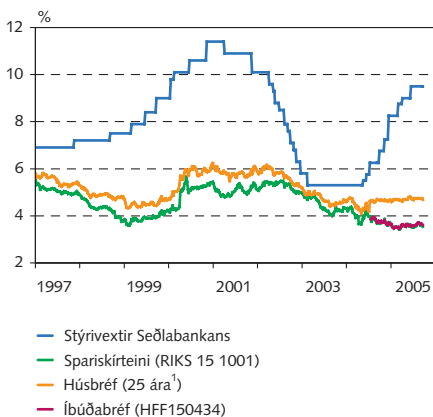
Niðurstaðan af þessum óvenjulegu aðstæðum er að miðlun peningastefnunnar hefur að miklu leyti átt sér stað í gegnum gengishækkun krónunnar, en að öðru leyti verið bundin við styttri enda óverðtryggða vaxtarófsins. Vaxtamunur við útlönd er um þessar mundir nokkru meiri en þegar uppsveiflan á árunum 1998-2000 var í algleymingi og gengi krónunnar er hærra. Jafnframt eiga lágir erlendir vextir óbeint þátt í því að kynda undir meiri hækkun eignaverðs en á sér fordæmi hér á landi.

Hugmyndir um að „hleypa verðbólgunni í gegn“ eru varhugaverðar Þær sérstöku aðstæður sem nú eru fyrir hendi gera stjórn peningamála sérlega vandasama og hafa að mörgu leyti óæskileg áhrif á virkni hennar. Aukið aðhald kemur um þessar mundir mjög misjafnlega niður

Mynd IX-1

Stýrivextir og ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaskuldabréfa

Vikulegar tölur, 8. janúar 1997 - 13. september 2005



1. Samsett röð: IBH 21 0115, IBH 22 1215, IBH 26 0315.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

á einstökum geirum efnahagslífsins: hart niður á útflutningsgreinum en bitnar lítið á einstaklingum. Á peningastefnan að einhverju leyti að taka mið af þessum aðstæðum? Á e.t.v. að slaka á verðbólgaumarkmiðinu um skeið til þess að létta útflutningsfyrirtækjum róðurinn? Er ráðlegt að einfaldlega „hleypa verðbólgunni í gegn“ á meðan núverandi framkvæmdaskeið stendur yfir?

Þetta eru afar varhugaverðar hugmyndir. Verðbólga hefur tilhneigingu til að vera sjálfmagnandi ef peningalegt aðhald er ekki nægilegt. Trúverðugleiki verðbólgaumarkmiðsins hefur mikil áhrif á verðbólguna. Ef Seðlabankinn hefði ekki beitt þeim aðhaldsaðgerðum sem hann hefur þegar gripið til væru verðbólga og verðbólguvæntingar meiri en nú. Á vinnumarkaði væri spennan að líkindum enn meiri en nú er og til samans myndu meiri verðbólga og skortur á vinnuafli leiða til meira launaskriðs og hækkunar launakostnaðar við endurskoðun launaliðar kjarasamninga sem framundan er. Verðbólgan myndi því magnast þegar frá liði, sakir meiri launahækkana, enn meiri framleiðsluspennu og að lokum af völdum gengislækkunar, þegar hærra verðlag og launakostnaður hefði hækkað raungengi krónunnar meira en staðist fengi til lengdar. Raunvextir myndu því lækka verulega, nema Seðlabankinn gripi til enn meiri vaxtahækkunar en hann hefur þegar gert. Þar sem verðbólguvæntingar myndu sennilega aukast enn meira er mönnum yrði ljóst aðgerðaleyfi Seðlabankans gæti bankinn þurft að hækka vexti mjög mikið til að ná aftur tókum á verðbólgunni. Að „bera út“ verðbólgu sem hefur verið „hleypt inn“ er undantekningalaust sársaukafyllri aðgerð en fyrirbyggjandi aðgerðir sem koma í veg fyrir innreið hennar, fyrir utan beinan skaða sem hlýst af hárrí og breytilegri verðbólgu. Þær atvinnugreinar sem nú líða fyrir hátt raungengi krónunnar yrðu fljótlega engu betur settar ef samkeppnisstaða þeirra versnaði af völdum meiri verðbólgu og hækkunar launakostnaðar umfram það sem gerist í viðskiptalöndum, þ.e. raungengi hækkaði, og þær yrðu verr settar þegar kæmi að því að kveða verðbólguna niður á ný. Af þessu hafa Íslendingar langa og sársaukafulla reynslu.

Óvenjuleg samsetning verðbólgunnar að undanfögnu skiptir síður máli þegar horft er fram á veginn

Önnur afleiðing þeirra sérstæðu aðstæðna sem nú ríkjá er að samsetning verðbólgunnar hefur verið óvenjuleg. Framvinda hennar fylgir reyndar að mörgu leyti hefðbundnu mynstri, eykst til að byrja með einkum á sviðum þar sem erlendar verðsamkeppni gætir að takmörkuðu leyti, þ.e.a.s. verðbólgan er að miklu leyti bundin við þjónustu og húsnæðiskostnað, á meðan hátt gengi krónunnar heldur vöruverðlagi í skefjum. Þessi skil hafa hins vegar verið óvenju skörp undanfarna mánuði. Að húsnæðisliðnum frátöldum var verðbólga lítil sem engin á sumarmánuðum, því að lækkun vöruverðlags vó verðhækkun þjónustu u.þ.b. upp. Jafnvel eftir verulega hækkun vöruverðlags í september er tólf mánaða hækkun neysluverðs án húsnæðis aðeins um 1,5%.¹³ Þeim sem einblína á liðna verðbólgu kann að finnast

13. Verðbólga á mælikvarða hinnar samræmdu vísitölu neysluverðs á Evrópska efnahagssvæðinu, sem ekki tekur tillit til verðbreytinga eigin húsnæðis, hefur sýnt svipaða verðbólgu.

slíkar verðbólgutölur lítið tilefni til aðhaldssamrar peningastefnu. Við ákvarðanir í peningamálum er hins vegar leitast við að horfa til framtíðar, hversu óviss sem hún kann að vera. Hækkun íbúðaverðs sem verið hefur helsta uppspretta verðbólgu á undanförunum tólf mánuðum er jafnframt einn helsti drifkraftur aukinnar einkaneyslu og einnig birtingarmynd mikillar umframeftirspurnar í þjóðarbúskapnum. Hátt eignaverð nú felur í sér umtalsverða örvun eftirspurnar og eykur framleiðsluspennu og þar með verðbólguþrýsting á næstu árum. Að auki felur hið háa gengi nú í sér auknar líkur á veikingu síðar, sem peningastefnan verður einnig að taka tillit til. Þegar horft er fram á veginn skiptir því ekki meginmáli hvernig verðbólgan er samansett nú, heldur hvað framvinda efnahagsmála í heild sinni felur í sér um verðbólguhorfur til næstu tveggja ára eða lengur. Að undanförunu hefur Seðlabankinn ekki talið þær nægilega góðar. Það er ástæða þess að bankinn hefur hækkað stýrivexti um ríflega 4 prósentur frá vori 2004, en ekki liðin verðbólga, þótt hún hafi reyndar allan þann tíma verið yfir verðbólgu markmiðinu.

Hátt gengi og eignaverð skapa aukna óvissu við hagsveifluskil¹⁴

Er fram líða stundir kann að skipta nokkru máli að verðbólgan nú skuli að miklu leyti drifin áfram af hækkun eignaverðs. Íbúðaverð kynni á einhverjum tímamóti að lækka. Þau tímamót er erfitt að sjá fyrir, en þegar það gerist gætu áhrif þess á eftirspurn orðið veruleg. Reyndar kann það eitt að verði hætti að hækka að hafa umtalsverð áhrif ef vöxtur einkaneyslu hefur að verulegu leyti verið fjármagnaður með því að heimilin hafa gengið á eigið fé sem myndast hefur við að íbúðir þeirra hækkuðu í verði. Þá kann að koma upp sú staða að aðhald í peningamálum sem til þessa hefur lítið bitnað á einstaklingum geri það svo að um munar.

Hagsveifluskil eða umskipti á eignamörkuðum eru hins vegar sjaldnast fyrirsjáanleg. Hið sama á við um gengisþróun. Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum, sem nánar er greint frá á bls. 68, eykur enn á óvissuna og gæti hugsanlega aukið sveiflurnar. Í ljósi þess að frávík fasteignaverðs, gengis, eftirspurnar og ytri jafnaðar frá langtímajafnvægi er um þessar mundir meira en áður hefur þekkst má fullyrða með meiri vissu en oft áður að slík aðlögun mun eiga sér stað, en tímasetning hennar og umfang er samt sem áður óvíst. Þótt flestir telji líklegt að hagsveifluskil muni tengjast endalokum þess framkvæmdaskeiðs sem stendur yfir í ár og á næsta ári er nákvæm tímasetning og hraði breytinga háður of mörgum óvissum breytum, t.d. viðskiptakjörum, afla, erlendum vöxtum, gengi, eignaverði og aðgerðum hins opinbera, til þess að hægt sé að gera sér fulla grein fyrir eðli og umfangi aðlögunar. Jafnframt verður það aðlögunarskeið sem gæti hafist innan fárra ára hið fyrsta við núverandi skipan peningamála.

14. Hagsveifluskil eru skilin milli uppsveiflu og niðursveiflu sbr. á ensku turning point.

Raunhæft er að Seðlabankinn geti að jafnaði haldið verðbólgu nálægt verðbólgu-markmiðinu en ósennilegt er að hann geti komið í veg fyrir sveiflur í efnahagslífinu

Framsýni peningastefnunnar á næstu árum verða því takmörk sett. Að verulegu leyti þarf hún að bregðast við ófyrirséðum aðstæðum. Því er óraunsætt að gera ráð fyrir því að verðbólgan víki aldrei meira en 1,5% frá verðbólgu-markmiði bankans. Enn óraunsærra er að gera þá kröfu til Seðlabankans að hann geti að einhverju marki komið í veg fyrir sveiflur í einkaneyslu, sem óhjákvæmilega munu fylgja aðlögun að nýju jafnvægi.

Hins vegar er raunhæf krafa að verðbólga verði til lengdar að meðaltali nálægt verðbólgu-markmiði bankans. Það felur í sér að frávik frá verðbólgu-markmiði verði ekki oftar eða meira yfir markmiðinu en undir.

Samanburður við árangur annarra seðlabanka með verðbólgu-markmið er Seðlabankanum óhagstæður – en ekki eins mikið og virðast kann í fyrstu

Um árangur með verðbólgu-markmið í ýmsum löndum er fjallað í viðauka 1 hér á eftir. Athugunin leiðir í ljós að ef horft er á allt tímabilið frá því að verðbólgu-markmið var tekið upp hefur árangurinn hér á landi verið öllu lakari en í flestum þróuðum löndum. Verðbólga hefur að meðaltali verið 1,7% yfir markmiðinu og tölugildi frávika utan þolmarka hefur einnig verið um 1,7% að meðaltali.

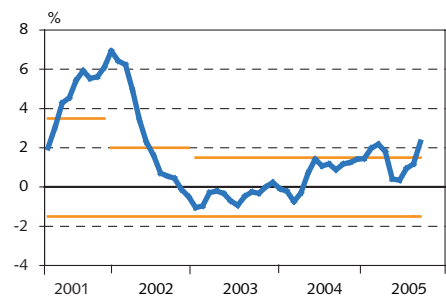
Við þennan samanburð þarf að gera nokkra fyrirvara. Sumt í þessum samanburði er Seðlabankanum í óhag. T.d. tóku sumir seðlabankar ekki upp tölusettt verðbólgu-markmið fyrr en þeir höfðu náð tókum á verðbólgunni. Sumir hafa reyndar einnig breytt markmiðinu í takt við verðbólguhorfur, sem hefur leitt til minni frávika. Ef eingöngu er miðað við tímabilið eftir nóvember 2003, sem er að vissu leyti eðlilegri viðmiðun, því að fyrir þann tíma átti verðbólgu-markmiðinu samkvæmt yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnarinnar frá mars árið 2001 að vera náð,¹⁵ er árangur Seðlabankans betri, en þó ekki fullnægjandi. Annað sem rétt er að hafa í huga er að meðalfrávikið eftir nóvember 2003 má fyllilega skýra með hækkun húsnæðisliðar. Ef miðað er við vísitölu neysluverðs án húsnæðis var meðalverðbólga á tímabilinu frá nóvember 2003 aðeins 1,6%, en 3,2% ef miðað er við allt tímabilið. Ef verðbólgu-markmiðið hefði verið skilgreint samkvæmt samræmdu vísitölunni hefði verðlagsþróun verið nokkurn veginn í samræmi við markmiðið frá þeim tíma sem því átti að vera náð.

Í ljósi þess að fæstir seðlabankar telja sig færa um eða kæra sig um að hafa umtalsverð áhrif á eignaverðbólur má draga þá ályktun að árangur Seðlabankans til þessa hafi í reynd ekki verið svo slakur. Reynslan af verðbólgu-markmiðinu er hins vegar stutt og verulega mun reyna á úrræði Seðlabankans á næstu árum. Bankinn mun leggja metnað sinn í að markmiðið náist þrátt fyrir afar erfiðar aðstæður, því að öðrum kosti mun það skaða trúverðugleika hans en það getur ýtt undir verðbólguvæntingar til lengri tíma.

15. Í reynd náðist verðbólgu-markmiðið ári fyrr, sem má telja góðan árangur miðað við það sem á undan gekk.

Mynd IX-2

Frávik verðbólgu frá verðbólgu-markmiði Seðlabankans og þolmörk apríl 2001 - september 2005



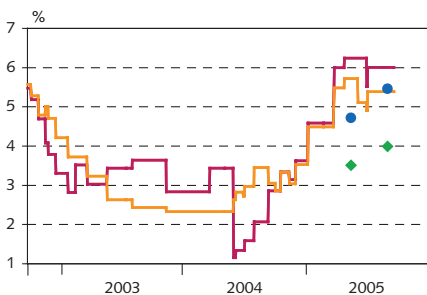
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gagnsæi eykur virkni peningastefnu...

Liður í því að halda verðbólguvæntingum í skefjum og skapa traust um peningastefnuna er að framkvæma hana á eins gagnsæjan hátt og frekast er unnt. Seðlabankinn hefur stuðlað að þessu með útgáfu ársfjórðungsritsins *Peningamála*, þar sem bankinn hefur lýst sjónarmiðum sínum opinskátt. Markaðsaðilar geta hins vegar ekki gert þá kröfu að aðgerðir bankans séu ævinlega algerlega fyrirsjáanlegar, enda eru þær ekki alltaf fyrirsjáanlegar þeim sem taka ákvarðanir í peningamálum. Á hverjum tíma þarf bankinn að veita og meta þörf fyrir peningalegt aðhald með hliðsjón af spám, öðrum gögnum sem fyrir liggja og röksemdum. Hvort eða hvenær breyta þarf vöxtum er hins vegar ekki einfalt reikningsdæmi, þótt stuðst sé við margvísleg líkön við gerð spáa sem hafðar eru til hliðsjónar við ákvarðanir, heldur byggist ákvörðunin á innsæi og mati sérfræðinga bankans og að lokum bankastjórnar. Ákvarðanir geta aldrei verið fyllilega fyrirsjáanlegar, hvorki meðal þeirra sem að þeim koma né aðila utan Seðlabankans, allra síst þegar þær eru teknar af fjölskipaðri bankastjórn, eins og í Seðlabanka Íslands, eða peningastefnuráði, eins og víða í öðrum seðlabönkum.

Þegar Seðlabankinn hefur kynnt ákvarðanir í vaxtamálum í ársfjórðungsritinu *Peningamálum* hefur hann jafnan gefið til kynna hvaða hugmyndir hann hefur á hverjum tíma um líklega framtíðarþróun stýrivaxta. Slíkar vísbendingar geta gegnt mikilvægu hlutverki við miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið og stuðlað þannig að framgangi peningastefnunnar. Bankinn hefur hins vegar birt grunnspár sem byggja á óbreyttum vöxtum og gengi. Fyrir því eru einkum tvær ástæður. Í fyrsta lagi hefur reynst ógerlegt að spá fyrir um gengisbreytingar til skamms tíma jafnvel þótt sterk rök séu fyrir langtímahreyfingu gengis og þar með raunar einnig þróun stýrivaxta, því að gengisþróun hefur sterk áhrif á verðbólguhorfur sem aftur hafa áhrif á þróun stýrivaxta, og öfugt. Í öðru lagi gegnir slík spá leiðbeinandi hlutverki við ákvarðanir í vaxtamálum þ.e.a.s. með því að gefa til kynna verðbólguhorfur til næstu tveggja ára að óbreyttum stýrivöxtum. Birting slíkrar spár ætti því að stuðla að gagnsæi ákvarðana í peningamálum.

Mynd IX-3
Raunstýrivextir miðað við ýmsa mælikvarða
Daglegar tölur 19. september 2002 - 19. september 2005



Raunstýrivextir miðað við:
 — Verðbólguþá 1 ár fram í tímann
 — Verðbólguþá 2 ár fram í tímann
 ● Verðbólguvæntingar almennings
 ◆ Verðbólguþá sérfræðinga á markaði

Verðbólguvæntingar almennings voru kannaðar í maí og um mánaðamót ágúst og september, verðbólguþá sérfræðinga á markaði miðast við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006.
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

...en verðbólguþá sérfræðinga á föstum vöxtum og gengi geta haft neikvæð hliðaráhrif

Þessi háttur á að gera grein fyrir þeirri sýn sem liggur að baki ákvörðunum í peningamálum er þó ekki gallalaus. Um nokkurt skeið hafa þessar spár sýnt meiri verðbólgu en samrýmist verðbólguþá sérfræðinga á markaði en það gerir forsenduna um óbreytta stýrivexti á spátímabilinu æ óraunhæfari. Þótt Seðlabankinn hafi ítrekað lagt áherslu á að um skilyrtar spár sé að ræða og að vaxtastefna Seðlabankans muni miða að því að koma í veg fyrir að þær rætist virðist sá boðskapur ekki hafa komist fyllilega til skila. Því er hugsanlegt að spár sem um langt skeið sýna meiri verðbólgu en samrýmist verðbólguþá sérfræðinga á markaði geti aukið verðbólguvæntingar og að því leyti grafið undan aðhaldi peningastefnunnar. Seðlabankinn hefur reyndar einnig birt frávikspár sem byggjast á fölgnum framvirkum vöxtum og gengisþróun er byggist á óvörðu vaxtafölgvægi.¹⁶ Slíkar spár hafa að undanförmu sýnt minni

verðbólgu til skamms tíma en grunnspáin, en meiri ef horft er til tveggja ára. Þessar spár virðast því gefa til kynna að vaxtaferillinn sem markaðsaðilar gera ráð fyrir veiti ekki nógu mikið aðhald. Þær gefa einnig vísbendingu um hvert æskilegt vaxtastig kann að vera á næstu árum (væntanlega hærra en það sem markaðsaðilar reikna með) en eru sama marki brenndar og grunnspárnar, þ.e.a.s. gætu aukið á verðbólguvæntingar.

Til greina kæmi að birta vaxtaspá

Þriðji möguleikinn er að birta spár sem ganga út frá hagkvæmasta vaxtaferli, þ.e.a.s. miða við þá vexti sem áætlað er að þurfi til þess að verðbólguþáttur Seðlabankans gangi eftir. Nokkrir seðlabankar hafa á undanförunum árum fíkrað sig í þessa átt. Eðli málsins samkvæmt munu slíkar spár ávallt sýna verðbólgu í grennd við verðbólguþáttmiðið. Því væri í raun fremur um vaxtaspár að ræða en verðbólguþáttspár. Þessar spár krefjast mikillar vinnu og ekki er víst að þær séu á færi jafn lítills banka og Seðlabanka Íslands. Óvissan í þessum spám yrði mikil og e.t.v. er heppilegra að lengri tími líði frá upptöku verðbólguþáttmiðs til að hægt sé að meta þau líkön sem nota þarf við spágerðina út frá gögnum á þeim tíma. Því er ekki víst að Seðlabankinn sjái sér fært að birta slíkar spár í bráð, en ástæða er til að kanna það ofan í kjölinn.

Peningastefnan er enn ekki nægilega aðhaldssöm

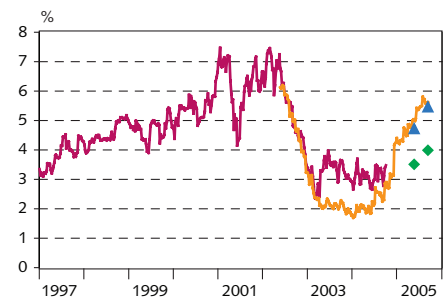
Verðbólguþáttspáin sem birt er í þessu hefti *Peningamála* sýnir enn einu sinni að tilefni er til aukins aðhalds. Í kafla III er komist að þeirri niðurstöðu að fjármálaleg skilyrði fyrirtækja og einstaklinga um þessar mundir séu eilíftið aðhaldssamari en þau voru á vormánuðum, en ekki svo að miklu muni, enda hafa önnur öfl að nokkru unnið á móti auknu aðhaldi peningastefnunnar. Þótt minni vitneskja liggja fyrir um verðbólguvæntingar nú en oft áður má draga þá ályktun að enn sé nokkuð langt í að þær samræmist verðbólguþáttmiði Seðlabankans. Þótt raunstyrivextir bankans hafi hækkað á ýmsa mælikvarða virðist enn nokkuð langt í að þeir veiti svipað aðhald og í síðustu uppsveiflu. Í ljósi þess að aðhaldið þá virðist ekki hafa verið nægilegt – að hluta til vegna þess að Seðlabankinn fylgdi á þeim tíma fastgengisstefnu – og í ljósi þess að ójafnvægið í þjóðarþúskapnum nú virðist enn meira en í lok tuttugustu aldar má draga þá ályktun að líklegt sé að raunstyrivextir þurfi að verða a.m.k. jafnháir og þá, en líklega töluvert hærrí.

Annar algengur mælikvarði á aðhaldssæmi peningastefnu er munur styrivaxta og nafnvaxtar landsframleiðslu. Jákvæður munur, þ.e.a.s. styrivextir sem eru hærrí en nemur nafnvexti landsframleiðslu, er talinn vísbending um aðhaldssama peningastefnu. Neikvæður munur í fyrri bendir til þess að of mikill slaki hafi verið á peningastefnunni þá og þótt slakinn hafi u.þ.b. horfið í lok ársins hafi ekki tekist að auka aðhaldið verulega. Þessi þróun endurspeglar þá staðreynd að hagvöxtur og verðbólga hafa þrásinnis reynst meiri en vænst var og peningastefnan því ekki eins aðhaldssöm og stefnt var að.

16. Þ.e. út frá vaxtamun framvirkra vaxta hér á landi og erlendis (út frá viðskiptavegnum framvirkum skammtímaþvöxtum).

Mynd IX-4
Raunstyrivextir Seðlabankans

Vikulegar tölur 8. janúar 1997 - 13. september 2005



Raunstyrivextir miðað við:

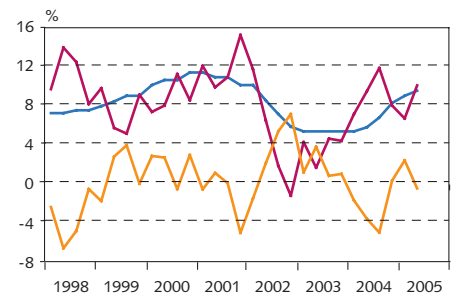
- verðbólguálag ríkisbréfa til tveggja ára
- verðbólguálag ríkisbréfa til átta ára
- ▲ verðbólguvæntingar almennings
- ◆ verðbólguþáttspár sérfræðinga á markaði

Verðbólguvæntingar almennings miðast við verðbólgu næstu tólf mánuði og verðbólguþáttspár sérfræðinga miða við tólf mánuði til ársloka 2006.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-5
Nafnvöxtur landsframleiðslu og styrivextir Seðlabankans

Ársfjórðungslegar tölur 1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005



- Styrivextir
- Nafnvöxtur landsframleiðslu
- Mismunur

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Seðlabankinn er staðráðinn í að auka trúverðugleika peningastefnunnar

Verðbólga fór yfir svokölluð þolmörk verðbólguþröskuksins í byrjun september. Það felur ekki í sér aðra beina kvöð fyrir Seðlabankann en þá að gera ríkisstjórninni grein fyrir ástæðum frávíksins og væntanlegum aðgerðum bankans, sem bankinn gerði í greinargerð sem birtist 19. september og frekar með útgáfu þessa heftis *Peningamála*. Hins vegar getur jafn mikil verðbólga og verið hefur sl. ár skaðað trúverðugleika peningastefnunnar. Miðað við óbreytt gengi myndi verðbólguþröskukið tæplega nást fyrr en á árinu 2008. Veikist gengið umtalsvert gæti það tafist enn meira. Það er ekki ásættanleg niðurstaða og undirstrikar að væntingar um að Seðlabankinn geti fljótlega farið að slaka á klónni á ný, sem lesa má úr vaxtarófi óverðtryggðra skuldabréfa, eru með öllu óraunhæfar. Líklegra virðist að vextir bankans þurfi að haldast háir – og hærri en þeir eru nú – mun lengur en flestir virðast álíta.

Verðbólga hefur að meðaltali verið umtalsvert yfir verðbólguþröskuki frá því að það var tekið upp, verðbólguvæntingar hafa um langt skeið verið yfir því og verðbólguþröskuki bankans sjálfs að óbreyttum vöxtum einnig.¹⁷ Í ljósi þess á Seðlabankinn nokkurt verk fyrir höndum að skapa trúverðugleika um peningastefnuna. Að því mun bankinn vinna á næstu mánuðum. Trúverðugleikinn verður ekki áunninn átakalaust, en þegar hann hefur skapast ætti peningastefnan að hafa sambærileg áhrif við lægri stýrivexti en núverandi aðstæður krefjast. Með því að létta undir með Seðlabankanum geta stjórnvöld og aðilar atvinnulífsins ennfremur stuðlað að minni fórnarkostnaði en ella við að koma böndum á verðbólguna. Óháð því hvort bankinn nýtur slíks liðsauka mun hann óhikað vinna áfram að framgangi verðbólguþröskuksins. Til langs tíma litið er það bæði atvinnulífi og einstaklingum fyrir bestu.

17. Hins vegar var verðbólga, með einni undantekningu, við eða undir verðbólguþröskuki frá nóvember 2002 til apríl 2004.

Viðauki 1

Frávik verðbólgu frá verðból gumarkmiði: Samanburður milli verðból gumarkmiðslanda

Nú eru liðin rúmlega 4 ár frá því að Seðlabanki Íslands tók upp verðból gumarkmið við stjórn peningamála. Er Ísland í hópi rúmlega 20 landa sem gert hafa hið sama frá því að Nýja-Sjáland reið á vaðið snemma árs 1990.¹

Með þessari nýju stefnu var stöðugt verðlag gert að meginmarkmiði peningastefnunnar hér á landi. Markmiðið var skilgreint nánar í sameiginlegri yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar sem 2,5% árleg hækkun vísitölu neysluverðs.

Þótt markmið Seðlabankans sé að verðbólga sé að jafnaði sem næst 2,5% verður stundum ekki hjá því komist að verðbólga víki tímabundið frá markmiðinu, t.d. vegna þess að verðbólga eykst eða hjaðnar af ófyrirséðum ástæðum sem Seðlabankinn getur ekki komið í veg fyrir. Einnig geta komið upp þær aðstæður að bankinn telji ástæðulaust að koma í veg fyrir frávik þar sem það sé tímabundið og grafi ekki undan trúverðugleika markmiðsins. Í þessu samhengi er rétt að hafa í huga að megin tilgangur verðból gumarkmiðsins er að skapa trúverðugt akkeri fyrir verðbólguvæntingar til millilangs tíma. Að því tilskildu að skýringar bankans á frávikum séu trúverðugar þurfa þau ekki að skaða trúverðugleika peningastefnunnar.

Frávik frá markmiði

Þrátt fyrir að tímabundin frávik frá verðból gumarkmiði séu óhjákvæmileg og þurfi ekki að vera skaðleg er ljóst að mjög tíð og stór frávik kunna að skaða trúverðugleika peningastefnunnar. Því er áhugavert að skoða hve vel seðlabönkum með verðból gumarkmið hefur tekist að halda verðbólgu nálægt markmiðinu.

Fyrsti dálkur meðfylgjandi töflu sýnir meðaltal frávíka frá markmiði (eða miðgildi bilmarkmiðs) í 21 landi sem talið er fylgja verðból gumarkmiði í grein Þórarins G. Péturssonar (2004).² Þar kemur í ljós að nokkrum seðlabönkum hefur tekist að halda verðbólgu við markmið að meðaltali (Bretlandi, Chíle, Ísrael og Póllandi). Verðbólga

1. Ítarlega lýsingu á fyrirkomulagi verðból gumarkmiðsstefnu þessara landa og hvernig það hefur þróast er að finna í grein Þórarins G. Péturssonar (2004). Mat á efnahagslegum áhrifum verðból gumarkmiðs er jafnframt að finna í grein sama höfundar frá árinu 2005.

2. Gögnin eru ársfjórðungsleg breyting vísitölu neysluverðs (VNV) frá sama ársfjórðungi ársins á undan, nema í þeim löndum sem miða markmið sitt við mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu. Þessi lönd eru Ástralía og Nýja-Sjáland (VNV án vaxtakostnaðar húsnæðislána til ársins 1999 í Ástralíu og ársins 2000 í Nýja-Sjálandi, þegar samsetningu vísitölunnar var breytt og vaxtakostnaðurinn tekinn út úr heildarvísitölunni), Bretland (vísitala smásöluverðs án vaxtakostnaðar húsnæðislána fram til 2004 og samræmd vísitala neysluverðs (HICP) eftir það), Noregur (VNV án áhrifa beinna skatta og orkuverðs), Suður-Afríka (vísitala smásöluverðs án vaxtakostnaðar húsnæðislána), Suður-Kórea (VNV án verðs landbúnaðarvöru og olíu), Taíland (VNV án orkuverðs og verðs óunninnar matvöru) og Tékkland (VNV án verðs sem háð er opinberum ákvörðunum og áhrifa óbeinna skatta og niðurgreiðslna þar til í apríl 2001 og almenn VNV eftir það). Gögnin eru ársfjórðungsleg og ná til annars ársfjórðungs 2005. Nánari umfjöllun um gögnin og þróun verðból gumarkmiðsins í landsafninu er að finna í Þórarinn G. Pétursson (2004, 2005).

hér á landi hefur hins vegar verið að meðaltali nokkuð yfir markmiðinu á þessu tímabili og skipar Ísland sér í flokk með Brasilíu, Mexíkó og Suður-Afríku en þar hefur verðbólga verið að meðaltali hvað mest yfir markmiðinu. Annar dálkur töflunnar sýnir jafnframt staðalfrávik frá vika frá markmiði (eða miðgildi bilmarka). Staðalfrávikkið er um 2,3% hér á landi, en að meðaltali um 1,6% í landasafninu öllu en aðeins um 1% meðal iðnríkjanna átta í landasafninu.

Frávik verðbólgu frá verðbólgu markmiði

Land	Meðalfrávik frá markmiði (%)	Staðalfrávik frá vika frá markmiði (%)	Tíðni verðbólgu utan þolmarka (%)	Meðalstærð tölugilda fráviks utan þolmarka (%)	Lengd fráviks (ársfjórðungar)
Ástralía	0,2	1,1	51,0	0,8	4,2
Brasilía	3,3	4,1	64,0	3,3	5,3
Bretland	0,0	0,4	0,0	-	-
Chíle	0,0	1,5	43,0	1,2	4,3
Filippseyjar	-0,4	2,4	86,0	1,9	6,0
Ísland	1,7	2,3	33,0	1,7	3,0
Ísrael	0,0	2,8	82,0	1,8	6,4
Kanada	-0,4	1,0	37,0	0,6	2,0
Kólumbía	-0,3	1,9	40,0	1,0	4,0
Mexíkó	2,3	1,6	73,0	0,5	4,0
Noregur	-1,1	1,2	61,0	1,0	11,0
Nýja-Sjáland	0,2	0,8	19,0	0,3	3,0
Perú	-0,5	1,4	43,0	1,0	3,0
Pólland	0,0	2,6	74,0	1,6	5,0
Suður-Afríka	1,6	2,3	50,0	2,1	7,0
Suður-Kórea	-0,6	1,7	46,0	1,3	3,3
Sviss	-0,1	0,5	5,0	0,0	1,0
Svíþjóð	-0,9	1,1	48,0	0,8	6,7
Taíland	-1,1	0,5	0,0	-	-
Tékkland	-1,9	2,0	81,0	1,8	5,5
Ungverjaland	1,0	1,5	33,0	2,0	5,0
Meðaltal allra ríkja	0,2	1,6	46,0	1,3	4,7
Meðaltal iðnríkja	0,0	1,1	32,0	0,7	3,9
Meðaltal annarra ríkja	0,3	2,0	55,0	1,5	4,5

Seðlabanki Íslands virðist því við fyrstu sýn vera í hópi þeirra seðlabanka sem lakast hefur gengið að halda verðbólgu við markmið: einungis í fimm löndum er staðalfrávikkið hærra en hér, og er ekkert þeirra iðnríki. Þó eru nokkur atriði sem þarf að hafa í huga í þessum samanburði sem öll skýra að hluta hvers vegna Ísland kemur ekki betur út í samanburðinum. Í fyrsta lagi miðast verðbólgu markmiðið hér á landi við vísitölu neysluverðs í heild. Eins og áður hefur komið fram miða nokkrir aðrir seðlabankar markmiðið við verðvísitölu sem mælir undirliggjandi verðbólgu, sem í eðli sínu sveiflast minna en vísitala neysluverðs í heild. Í öðru lagi hefur fjöldi seðlabanka í samanburðinum breytt verðbólgu markmiði sínu reglulega á tímabilinu, jafnvel með hliðsjón af verðbólguhorfum, einmitt til þess að minnka líkur á frávikum frá markmiði. Dæmi um þetta eru t.d. breytingar á verðbólgu markmiði seðlabanka Brasilíu og Kólumbíu undanfarin ár. Að lokum er rétt að hafa í huga að sumir seðlabankanna settu sér ekki tölulegt markmið fyrr en nokkrum árum eftir að þeir tóku formlega upp verðbólgu markmið til þess að leyfa verðbólgu skoti sem rekja mátti til ójafnvægis undir fyrri peningastefnu að hjaðna. Dæmi um þetta eru seðlabankar Suður-Kóreu og Svíþjóðar eftir að

þeir hurfu frá fastgengisstefnu. Þetta gerir frávík frá markmiði í þessum löndum augljóslega minni í samanburði við Ísland sem skilgreindi tölulegt markmið þegar í upphafi og hefur ekki breytt því síðan. Frávík frá verðbólgu markmiði hér á landi má að mestu leyti rekja til uppsafnaðs vanda frá tímum fastgengisstefnunnar sem kom fram fyrsta árið eftir að verðbólgu markmið var tekið upp. Mikil gengislækkun átti sér stað eftir að gengi krónunnar var sett á flot sem leiddi til aukinnar verðbólgu í kjölfarið. Þetta sést á meðfylgjandi mynd sem sýnir að staðalfrávík frávíkanna (miðað við tveggja ára tímabil) hefur lækkað nokkuð á síðustu misserum og er nú u.þ.b. 1%, sem er í samræmi við staðalfrávík annarra iðnríkja.³

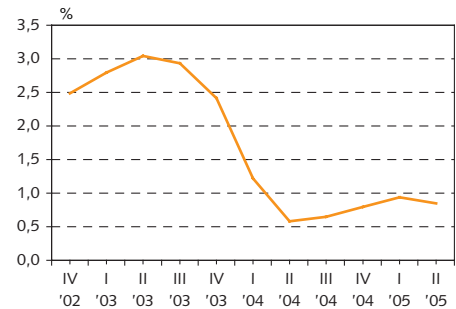
Þrátt fyrir þessa annmarka á samanburðinum er ekki hægt að horfa fram hjá því að frávík verðbólgu frá verðbólgu markmiði hafa verið nokkuð stór hér á landi. Á þessu geta verið nokkrar skýringar. Í fyrsta lagi gæti verið að Seðlabankinn standi sig einfaldlega ekki eins vel og aðrir seðlabankar í að vinna að markmiðinu og að trúverðugleiki stefnunnar sé minni hér en víðast hvar annars staðar. Önnur skýring er að sveiflur í efnahagslífi Íslendinga séu einfaldlega meiri og breytingar sem hafa áhrif á framvindu verðlags skyndilegri en í flestum hinna landanna (sérstaklega iðnríkjanna) og því sé erfiðara að halda verðbólgu við markmið hér á landi.

Ein leið til að kanna þetta nánar er að skoða fylgni staðalfrávíks frávíka frá verðbólgu markmiði og staðalfrávíks hagsveiflna í viðkomandi löndum (hagsveiflugögnin eru tekin úr grein Þórarins G. Péturssonar, 2005). Í öllu landasafninu er fylgnin einungis um 0,2, sem er varla nægilega mikil fylgni til að styðja þessa tilgátu með óyggjandi hætti. Nokkrum löndum gengur þó illa að halda verðbólgu nálægt markmiði þrátt fyrir tiltölulega litlar hagsveiflur, eins og t.d. Brasilíu, Suður-Afríku og Ungverjalandi, á meðan öðrum löndum gengur óvenju vel að halda verðbólgu nálægt markmiði þrátt fyrir nokkrar hagsveiflur, eins og t.d. Suður-Kóreu og Nýja-Sjálandi. Séu þessi fimm lönd fjarlægð úr landasafninu hækkar fylgnin milli frávíka frá verðbólgu markmiði og hagsveiflna verulega og verður rúmlega 0,6. Því virðist mega ætla að nokkurn hluta frávíka verðbólgu frá markmiði megi rekja til sveiflakennds efnahags hér á landi. Þótt það sé vissulega markmið peningamálastefnunnar að draga úr hagsveiflum má áfram búast við því að sveiflur hér á landi verði nokkrar vegna smæðar og fábreytni efnahagslífsins, sterkra áhrifa gengissveiflna á innlent verðlag og mikilvægis atvinnugreina er tengjast náttúruauðlindum sem í eðli sínu eru háðar náttúrulegum sveiflum, sem augljóslega eru utan áhrifa-sviðs innlestrar peningastefnu.

Verðbólga utan þolmarka

Flestir seðlabankar á verðbólgu markmiði notast einnig við þolmörk utan um verðbólgu markmiðið. Mismunandi er hvert hlutverk þessara þolmarka er. Í sumum löndum er verðbólgu markmiðið ekki eitt tölugildi heldur bil sem þolmörkin ákvarða. Er þá markmiðið að halda

Mynd 1
Staðalfrávík frávíka - 2 ára gluggi
4. ársfj. 2002 - 2. ársfj. 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Þegar verðbólgu markmiðið var innleitt árið 2001 lýsti Seðlabankinn því yfir að hann ætlaði að ná verðbólgu niður í markmiðið í síðasta lagi í árslok 2003 og gekk það eftir. Sé einungis miðað við tímabilið frá árinu 2003 verður meðalfrávík frá markmiðinu einungis 0,4% og staðalfrávík frávíka 0,9%.

verðbólgu innan þeirra marka. Í öðrum löndum, eins og hér á landi, skilgreina þolmörkin einungis stærð frávika sem telja má eðlileg miðað við undirliggjandi sveiflur í verðbólgu og er þá verðbólga utan þolmarka talin kalla á sérstaka skýringu frá seðlabankanum. Í þessum löndum hefur þó yfirleitt verið lögð áhersla á að þolmörkin hafi ekkert eiginlegt hlutverk við ákvarðanir í peningamálum, þar sem ávallt sé miðað við hið tölulega punktmarkmið við ákvarðanir og að eðlilegt geti verið að verðbólga fari stundum út fyrir þolmörkin.

Þriðji dálkur töflunnar sýnir hversu oft verðbólga hefur verið utan þolmarka á hverjum tíma í löndunum 21. Þar kemur t.d. í ljós að verðbólga hefur aldrei farið út fyrir þolmörkin í Bretlandi og Taílandi en hefur verið utan þeirra í rúmlega 80% tilvika á Filippseyjum, Ísrael og Tékklandi. Hér á landi hefur verðbólga verið utan þolmarka í þriðjung tilvika, sem er í samræmi við reynslu annarra iðnríkja, en þó ber að hafa í huga að þolmörkin hér eru heldur víðari en almennt í iðnríkjum (3% hér en yfirleitt 2% í öðrum iðnríkjum; sjá Þórarinn G. Pétursson, 2004). Miðað við staðalfrávik frávika og að því gefnu að frávikin séu normaldreifð hefði mátt búast við því að verðbólga hér á landi hefði verið utan þolmarka í 45% tilvika.⁴ Tíðni frávika hefur því verið heldur minni en gera hefði mátt ráð fyrir miðað við normaldreifð frávik.

Eins og sjá má í fjórða dálki töflunnar hefur tölugildi frávika frá þolmörkum verið stærst að meðaltali í Brasilíu og Suður-Afríku. Hér á landi hafa frávikin verið um 1,7% að meðaltali sem er töluvert hærra en í öðrum iðnríkjum, þrátt fyrir nokkru víðari þolmörk en almennt gerist og helgast það af mikilli verðbólgu á fyrsta ári verðbólgu markmiðsins, eins og fyrr var getið.⁵

Að lokum sýnir taflan meðalfjölda ársfjórðunga sem verðbólgan hefur verið utan þolmarka. Lengst hefur verðbólgan verið utan þolmarka í Noregi, sl. tæplega þrjú ár. Að meðaltali hefur verðbólga verið utan þolmarka í þrjá ársfjórðunga hér á landi sem er heldur styttri tími en að meðaltali í öðrum iðnríkjum. Almennt séð virðast hins vegar frávik vera tiltölulega skammvinn miðað við tafir í miðlun peningastefnunnar, sem yfirleitt eru taldar vera um tvö ár. Það bendir aftur til þess að seðlabankar bregðist við fyrirsjáanlegum rofum þolmarka nokkru áður en að þeim kemur.

Niðurstaða

Niðurstaða þessa samanburðar er sú að frávik frá verðbólgu markmiði hafa verið stærri hér á landi en í öðrum iðnríkjum enda hagsveiflur meiri. Stærstan hluta þessara frávika má hins vegar rekja til verðbólgu-tímabilsins í kjölfar þess að bankinn hvarf frá fastgengisstefnu árið 2001 og því líklegt að staðalfrávik frávika sé meira en gera má ráð fyrir í framtíðinni. Tíðni verðbólgu utan þolmarka er hins vegar í ágætu samræmi við reynslu annarra iðnríkja og það sem búast mætti við miðað við undirliggjandi sveiflur í verðbólgu á tímabilinu. Tímabil verðbólgu utan þolmarka hafa einnig verið tiltölulega stutt hér á landi.

4. Vídd þolmarkanna fer úr 5% árið 2001 í 3,5% árið 2002 og í núverandi 3% vídd frá árinu 2003. Miðað við 2,3% staðalfrávik frávika frá verðbólgu markmiðinu ættu þolmörkin að meðaltali að innihalda um 55% líkindadreifingar verðbólgunnar á öllu tímabilinu, þ.e. í 45% tilvika ætti verðbólga að vera utan þeirra miðað við normaldreifð frávik.

5. Miðað við tímabilið frá árinu 2003 er tölugildi frávika frá þolmörkum 0,4%.

Frávik frá verðbólguþéttum virðast samkvæmt ofangreindu almennt nokkuð algeng og stundum nokkuð stór og langvarandi. Það virðist þó ekki hafa valdið varanlegum skaða fyrir trúverðugleika stefnunnar enda hefur enginn seðlabanki horfið frá verðbólguþéttum vegna óánægju með reynsluna af henni.⁶

Heimildir

Þórarinn G. Pétursson (2004), „Verðbólguþéttum víða um heim“, *Peningamál*, 2004/1, 57-85.

Þórarinn G. Pétursson (2005), „Inflation targeting and its effects on macroeconomic performance“, *SUERF Studies*. Væntanleg.

6. Þó verður að minnast þess að full vitneskja um hve mikil ofpenslan var á árinu 2000 lá ekki fyrir fyrir en nokkuð var liðið á árið 2001.

Viðauki 2

Gengisvísitölur: Hvað mæla þær?

Breytt umhverfi – ný sjónarmið

Endurskoðun aðferða við útreikning gengisvísitalna í Seðlabankanum

Lausleg athugun á útreikningi gengisvísitalna í nokkrum nálægum löndum sýnir að aðferðafræðin við gerð slíkra vísitalna hefur tekið nokkrum breytingum á undanförunum árum. Upptaka evrunnar og flot vaxandi fjölda gjaldmiðla heims virðist ýmist hafa dregið úr áherslu á slíkar vísitölur (vogir þeirra jafnvel ekki verið uppfærðar) eða leitt til breytinga á aðferðafræðinni. Aukin áhersla virðist t.d. lögð á að vísitölurnar séu sem víðastar, þ.e. innihaldi fleiri frekar en færri gjaldmiðla. Breytingar á umgjörð peningastefnunnar hér á landi fyrir nokkrum árum gefa einnig tilefni til þess að endurskoða aðferðir við útreikning gengisvísitölu krónunnar.

Aðferðir við að ákveða vægi landa í gjaldmiðlakörfum eru nokkuð mismunandi eftir löndum. Í sumum löndum er eingöngu miðað við vöruviðskipti. Upplýsingar um landaskiptingu þjónustuviðskipta eru almennt taldar síður áreiðanlegar en upplýsingar um vöruviðskipti og því hafa sumir talið vænlegast að gefa sér að þau skiptist líkt og vöruviðskiptin. Annars staðar eru þjónustuviðskipti tekin með að fullu og í enn öðrum löndum er einungis tekið tillit til landaskiptingar tekna af ferðamönnum.

Gagngerar breytingar urðu á framkvæmd peningastefnunnar á Íslandi árið 2001, þegar horfið var frá fastgengisstefnu og verðbólgu-markmið tekið upp ásamt fljótandi gengi. Þegar vægi gjaldmiðla í hinni opinberu gengisvísitölu á tímum fastgengisstefnunnar var ákveðið réð þörf peningastefnunnar fyrir kjölfestu í formi fastrar gengisviðmiðunar að nokkru leyti ferðinni. Gjaldmiðlakarfan þurfti því að vera samsett af gjaldmiðlum með stöðugt innra virði, þ.e.a.s. gjaldmiðlum landa með litla verðbólgu. Þetta sjónarmið var sérstaklega áberandi á árunum 1990 til 1995 þegar hlutdeild landa með litla verðbólgu var aukin. Árið 1995 var að nokkru leyti dregið í land þegar tekin var upp víðari gengisvísitala. Það hafði að vísu ekki mikil áhrif í reynd, enda fór verðbólga almennt minnkandi víða um heim. Sú stefna að tengja krónuna við körfu „harðra gjaldmiðla“ varð þó aldrei jafn hrein hér á landi og í ýmsum nágrannalöndum sem tóku upp tengingu við ECU, sem líta mátti á sem óbeina tengingu við þýska markið. Aldrei var fyllilega sagt skilið við þá stefnu að gengið gæti verið mikilvægt aðlögunartæki þegar landið yrði fyrir ytri áföllum, ekki síður en kjölfesta peningastefnunnar, og því var talið mikilvægt að gengisvísitalan endurspeglaði einnig vel breytingar á samkeppnisstöðu atvinnuveganna.

Eftir að krónan fór á flot árið 2001 hefur þörfin fyrir viðmiðun við körfu harðra gjaldmiðla minnkað verulega. Enn er þó gagnlegt að reikna gengisvísitölur í tvennum tilgangi: til að fylgjast með þróun samkeppnisstöðu og áhrifum gengisbreytinga á innlent verðlag. Sérstak-

lega hlýtur hið síðarnefnda að vera mikilvægt eftir að verðbólgu- markmið varð kjölfesta peningastefnunnar. Í reynd kann að vera gagnlegt að reikna mismunandi vísitölur til að þjóna mismunandi markmiðum greiningar, eins og reyndar hefur verið gert. Hin opinbera gengisvísitala Seðlabankans byggist á blandaðri aðferðafræði. Markmið þessarar aðferðafræði eru fremur óskýr. Til greina kemur að hætta birtingu þessarar vísitölu, en taka upp í hennar stað, eða a.m.k. birta samhliða, fleiri vísitölur sem byggjast á skýrari markmiðum.

Eitt af því sem orkar tvímælis í núverandi gengisvísitölu er með hvaða hætti tekið er tillit til þjónustuviðskipta landsins. Þar ráða allt önnur sjónarmið en hvað áhrærir vöruviðskiptin. Í vöruviðskiptavoginni er vægi gjaldmiðla reiknað út frá hlutdeild landa sem útflutningurinn fer til og upprunalanda innflutnings. Vogir þjónustuviðskipta ráðast hins vegar að miklu leyti af gjaldmiðli viðskipta, sem getur verið annar en uppruna- eða útflutningsland viðskiptanna. Þetta hefur aukið vægi gjaldmiðla stóru landanna í gjaldmiðlakörfunni sem oft eru notaðir sem viðskiptagjaldmiðlar í innbyrðis viðskiptum smærri landa. Að þeir séu notaðir í slíkum viðskiptum hefur ekki endilega áhrif á samkeppnisstöðu lands til lengri tíma litið. Almennt leikur verulegur vafi á áreiðanleika upplýsinga um landaskiptingu þjónustuviðskipta við útlönd. Því hafa ýmis lönd ekki tekið tillit til þeirra og önnur aðeins að hluta. Þau lönd sem taka tillit til þjónustuviðskipta nota aðrar aðferðir til að ákveða vægi einstakra landa en hér er gert, þ.e.a.s. beinar kannanir á landaskiptingu þjónustuviðskipta (eftir útflutnings- og upprunalöndum) en ekki upplýsingar úr gjaldeyrisviðskiptakerfum.

Áður en ákvörðun er tekin um aðferðir við að meta vægi gjaldmiðla í gjaldmiðlakörfum sem notaðar eru við útreikning á nýjum vísitölum fyrir krónuna er rétt að setja þeim skýr markmið. Tilgangur hinna nýju vísitalna yrði þríþættur:

1. Að vera mælikvarði á breytingar á samkeppnisstöðu til skamms tíma litið (og til lengri tíma þegar þær eru notaðar til að meta raungengi).
2. Að vera mælikvarði á verðlagsáhrif gengisbreytinga.
3. Að vera mælikvarði á stöðu krónunnar miðað við körfu sterkra gjaldmiðla heims.

Til að þjóna fyrstu tveimur markmiðunum er heppilegt að vísitölurnar séu sem víðastar. Ástæðan er sú að land með tiltölulega litla markaðshlutdeild getur haft umtalsverð áhrif á samkeppnisstöðu ef gengissveiflurnar eru stórar. Þannig gæti t.d. umtalsverð hækkun á gengi kínverska júansins (renminbi) haft veruleg áhrif á innlent verðlag (ýmsir telja að jafnvægisgengi hans sé 20-30% hærra en það hefur verið nýlega), þótt vægi hans í utanríkisviðskiptum Íslands sé ekki mjög mikið. Þar sem ekki þarf að taka tillit til þess að innra virði viðkomandi gjaldmiðils sé stöðugt er eðlilegast að hafa fasta reglu um það hversu mikil viðskiptin við land þurfa að vera til þess að það sé tekið inn í vísitölurnar. Nauðsynlegt skilyrði er auðvitað að gengi viðkomandi gjaldmiðils sé skráð með reglubundnum hætti og að ekki sé um fjölgengiskerfi að ræða.

Seðlabankinn hefur nú reiknað tvær nýjar vísitölur með eftirfarandi hætti:

1. Inn í svokallaða „þrengri“ vísitölu hafa verið tekin öll lönd sem eiga viðskipti við Ísland sem nema meira en 1% af heildarvöruviðskiptum. „Víðari“ vísitalan nær til allra landa sem eiga viðskipti við Ísland sem nema meira en 0,5% af heildarvöruviðskiptum.
2. Vöruviðskipti við þau lönd sem eru ekki í körfunni eru ekki tekin með í útreikninginn, þ.e.a.s. fá vægið núll. Aðferðin sem beitt hefur verið við að dreifa viðskiptunum á stóru gjaldmiðlana, þ.e.a.s. eftir skiptingu SDR eða með öðrum hætti, jók vægi stóru „hörðu“ gjaldmiðlanna, en slíkt er ástæðulaust í gengisvísitölu sem ekki þjónar því hlutverki að vera akkeri fyrir fastgengisstefnu.
3. Til þess að forðast þann vanda að þurfa að bæta oft gjaldmiðlum í eða fella þá úr vísitölunni vegna árssveiflu í viðskiptum er inntaka og brottfall miðað við þriggja ára meðaltal vöruviðskipta.
4. Ekki er tekið tillit til þriðjulandaáhrifa í þessum vísitölum. Slíkt væri að vísu æskilegt, en slíkur útreikningur er tæknilega erfiður og matskenndur. Ávinningurinn er ekki talinn nægilega mikill til þess að réttlætjanlegt sé að leggja út í reglulega uppfærslu slíkrar vogar.

Við útreikning á samsetningu nýju vísitalnanna miðað við 0,5% af þriggja ára meðaltali vöruviðskipta sem inntökuskilyrði annars vegar og 1% hins vegar koma nokkur lönd til viðbótar inn í vísitölurnar sem eru ekki í opinberu vísitölunni. Vísitölurnar hafa verið reiknaðar aftur til ársins 1995. Helsti munur á nýju þrengri vísitölunni (1%) og núverandi gengisvísitölu er að á árinu 1995 bætast Rússland, Ástralía og Taívan við. Kína bætist við vísitöluna árið 1999 og Eistland árið 2002. Þessi lönd haldast þó ekki inni allan tímann því að Taívan fellur aftur út árið 1999, Kanada árið 2003 og Ástralía árið 2004. Í víðari vísitölunni bætast 14 lönd við á ýmsum tímum og fjöldi gjaldmiðla í vísitölunni fyrir árið 2005 verður 19 í stað 9 í núverandi gengisvísitölu.

Þar sem tilgangur nýju vísitalnanna er að mæla samkeppnisstöðu Íslands gagnvart helstu viðskiptalöndum er æskilegt að taka tillit til þjónustuviðskipta að því marki sem sæmilega áreiðanlegar upplýsingar um samsetningu þeirra liggja fyrir. Settar hafa verið fram kenningar um að skipting vöruviðskipta sé sambærileg við skiptingu þjónustuviðskipta að ferðamannaíðnaðinum undanskildum. Í ljósi þess að skipting þjónustuviðskipta í núverandi gengisvog sker sig verulega úr skiptingu vöruviðskipta og þjónustuviðskipta í öðrum löndum er ástæða til að ætla að þær upplýsingar sem fengnar eru úr gjaldeyrisviðskiptakerfinu gefi ekki rétta mynd af raunverulegri landaskiptingu þessara viðskipta. Því er ekki æskilegt að byggja á þeim. Upplýsingar um uppruna erlendra ferðamanna og ákvörðunarstaði innlendra ferðamanna liggja hins vegar fyrir og mætti taka tillit til þeirra.

Gengispróunin miðað við nýjar gengisvísitölur

Ekki er ýkja mikill munur á þróun þrengri og víðari vísitölunnar á undanförunum tíu árum þó að töluvert fleiri gjaldmiðlar séu í þeirri síðar-

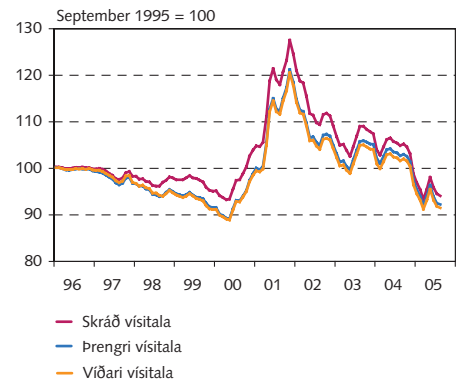
nefndu. Ástæðan er sú að þeir gjaldmiðlar sem bætast við í víðari vísitöluna mynda enn mjög lítinn hluta heildarviðskiptanna. Til lengri tíma litið má gera ráð fyrir að munur þessara vísitalna aukist. Eins og sést á mynd 1 hefur munurinn verið að aukast undanfarin tvö til þrjú ár á sama tíma og gjaldmiðlum í víðu vísitölunni hefur fjölgað og þar með hefur vægi stóru gjaldmiðlanna minnkað. Aftur á móti er greinilegur munur á nýju vísitölunum og þeirri sem nú er skráð. Það má skýra með því að vægi Bandaríkjadals í opinberu vísitölunni er mun meira en í hinum nýju. Þegar mestur munur verður á nýju vísitölunum og þeirri gömlu á sér yfirleitt stað töluverð styrking Bandaríkjadals. Á tímabilum þegar gengi dalsins hefur lækkað hefur styrking krónunnar orðið meiri samkvæmt opinberu vísitölunni og hún nálgast aftur nýju vísitölurnar.

Til álita kemur að reikna fleiri vísitölur. Að ekki sé tekið tillit til þjónustuviðskipta er galli í ljósi þess að vægi þjónustu í viðskiptum hefur aukist á undanförunum áratugum. Því er æskilegt að tillit sé tekið til þeirra að einhverju marki. Sæmilega traustar vísbendingar má fá um landaskiptingu ferðamanna. Því er gagnlegt að reikna einnig vísitölur þar sem tekið er tillit til áætlaðrar landaskiptingar tekna og gjalda af ferðamennsku. Verði upplýsingum um þjónustuviðskipti safnað með könnunum í framtíðinni, líkt og gert er í mörgum löndum, kunna að skapast skilyrði til að taka tillit til þeirra að fullu.

Til hliðsjónar kann einnig að vera heppilegt að reikna vísitölu sem sýnir gengi krónunnar gagnvart nokkrum helstu gjaldmiðlum heims. Þessi vísitala yrði þrengri en bæði núverandi vísitala og hinar nýju vísitölur. Tilgangur með þeirri vísitölu væri einkum að bregða upp mynd af stöðu krónunnar í langtímasamhengi gagnvart gjaldmiðlum sem unnið hafa sér sess sem forðagjaldmiðlar og einkennast af lítilli verðbólgu og mjög virkum gjaldeyrismörkuðum.

Mynd 1

Samanburður á skráðri gengisvísitölu og nýjum vísitölum janúar 1996 - ágúst 2005¹



1. Skráðu vísitölunni hefur verið gefið grunntímabilið september 1995 = 100.
Heimild: Seðlabanki Íslands.