

Verðbólguhorfur batna lítillega vegna hærra gengis og vaxta en mikið ójafnvægi enn fyrir hendi

Mikið ójafnvægi er enn til staðar í þjóðarbúskapnum. Það birtist í vaxandi viðskiptahalla, spennu á vinnu- markaði, áframhaldandi örum vexti þjóðarútgjalda og útlána, og háu raungengi og eignaverði. Hins vegar má sjá fyrstu teikn þess að peningalegt aðhald sé byrjað að skila árangri. Hækkunar stýrivaxta er nú farið að gæta um allt vaxtarófið og dregið hefur úr verðhækkunum á íbúðamarkaði. Hátt gengi krónunnar hefur haldið aftur af verðbólgu undanfarna mánuði þótt gengishækkunin hafi ekki skilað sér að fullu í verðlagi. Endurskoðuð þjóðhagsspá sýnir heldur minni vöxt í ár og á næstu tveimur árum en horfur voru á í september. Framleiðsluspenna verður því ívið minni og verðbólguferill, að óbreyttum stýrivöxtum og gengi, lægri. Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára eru þó enn ekki í samræmi við markmið Seðlabankans, sérstaklega þegar haft er í huga að líklegt er að gengi krónunnar lækki á spátímanum.

I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar

Forsendur nýrrar spár

Spáin sem birtist í þessu hefti *Peningamála* er uppfærsla á þjóðhags- og verðbólguþáttar sem birt var í september. Í því felst að einungis mikilvægustu forsendum hefur verið breytt í ljósi framvindunnar og nýjustu upplýsinga, en að öðru leyti byggt á sömu forsendum og í spá bankans frá septembermánuði sl. Að þessu sinni er verðbólgu spáð til síðasta ársfjórðungs 2007.

Áhersla skal lögð á að spár Seðlabankans eru í raun greiningar- tæki fremur en spádómur. Þrjár verðbólguferlar eru birtir hér á eftir. Í fyrsta lagi er birt svokölluð grunnspá. Eins og endranær byggist hún á því að stýrivextir haldist óbreyttir (10,25%) út spátímabilið og að gengisvísitala krónunnar haldist óbreytt frá spádegi, 9. nóvember, þ.e. nálægt vísitölugildinu 102. Það felur í sér u.þ.b. 6% hækkun á gengi krónunnar frá síðustu spá. Í öðru lagi eru birtir tveir verðbólguferlar þar sem gert er ráð fyrir breytilegum vöxtum og gengi. Ástæða er til að gefa þeim töluverðan gaum um þessar mundir í ljósi þess að ólíklegt virðist að forsendan um óbreytt gengi standist.

Spáð er heldur hægari hagvexti en í síðustu spá

Hagvísar benda til þess að vöxtur einkaneyslu á þessu ári verði líklega meiri en bankinn spáði í september; fjárfestingaráform í stóriðju færast frá þessu og yfir á næsta ár og spáð er meiri samdrætti í fjárfestingu hins opinbera. Horfur um vöxt innlendrar eftirspurnar á þessu ári eru því lítið breyttar frá septembermánuði. Horfur um vöxt innlendrar eftirspurnar á næsta ári eru einnig nánast óbreyttar þrátt fyrir að spáð sé heldur hægari vexti einkaneyslu og meiri samdrætti í fjárfestingu hins opinbera enda vegur áður nefnd tilfærsla fjármunamyndunar í stóriðju og meiri fjárfesting í annarri atvinnustarfsemi en stóriðju þar á móti.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 22. nóvember 2005, en spár byggjast á upplýsingum til 9. nóvember.

Tafla I-1 Uppfærð þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

	Forsendur um stýrivexti og gengi ¹							
	Núverandi spá				Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Stýrivextir Seðlabankans (%)	6,14	9,36	10,25	10,25	-	0,20	0,75	0,75
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ³ (31. des. 1991 = 100)	121,0	108,2	102,0	102,0	-	-1,5	-5,6	-5,6

	Ný þjóðhagsspá							
	Magnbreyting frá fyrra ári (%)				Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²			
	Núverandi spá							
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
<i>Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar</i>								
Einkaneysla	6,9	11,1	7,8	4,1	-	0,8	-0,4	-0,2
Samneysla	2,8	3,0	2,9	2,6	-	-0,5	-0,1	-0,1
Fjármunamyndun	21,0	31,0	-2,9	-19,8	-	-0,1	1,1	-3,8
Atvinnuvegafjárfesting	23,3	55,8	-4,2	-32,2	-	1,1	2,5	-5,3
Án stóriðju, skipa og flugvéla	17,3	6,3	-8,8	0,1	-	0,9	-3,4	-5,3
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	5,7	11,8	9,5	0,6	-	-0,2	-0,5	0,4
Fjárfesting hins opinbera	26,9	-11,2	-14,0	28,4	-	-3,9	-4,9	5,5
Þjóðarútgjöld	8,4	13,3	4,1	-2,1	-	0,2	0,1	-1,1
Útflutningur vöru og þjónustu	8,3	3,6	5,8	15,4	-	-0,8	-0,3	0,9
Innflutningur vöru og þjónustu	14,2	24,5	0,5	-1,4	-	1,5	0,4	-0,4
Verg landsframleiðsla	6,2	4,7	6,6	4,1	-	-0,8	-0,1	-0,7
<i>Aðrar lykilstærðir</i>								
Landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	885	989	1.110	1.197	-	-9,0	-5,0	-15,0
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-8,4	-15,6	-11,9	-6,8	-	-1,4	-0,6	-0,7
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	2,1	3,3	4,5	1,9	0,6	-0,3	-0,3	-0,8
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %)	4,7	6,6	7,2	5,5	-	0,5	0,8	-
Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %)	4,1	1,0	1,4	1,1	0,1	-1,0	-0,5	-0,7
Atvinnuleysi (% af mannafla)	3,1	2,0	1,9	2,4	-	-	-	-

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

Þrátt fyrir að horfur séu á að vöxtur þjóðarútgjalda á þessu og næsta ári verði nánast hinn sami og í síðustu spá er gert ráð fyrir heldur minni hagvexti bæði árin. Skýrist það af minni vexti útflutnings og meiri vexti innflutnings, en hvort tveggja má að nokkru leyti rekja til hækkunar raungengis. Þar að auki hafa stýrivextir Seðlabankans hækkað frá því í september. Það dregur úr vexti innlendar eftirspurnar og stuðlar að hærra raungengi, sem beinir henni út úr þjóðarbúskapnum.

Aukið peningalegt aðhald gerir það einnig að verkum að árið 2007 dregur enn frekar úr vexti innlendar eftirspurnar og hagvexti miðað við síðustu spá. Framleiðsluspenna á spátímabilinu verður því heldur minni en spáð var í september.

Verðbólguhorfur hafa batnað en áfram er útlit fyrir verðbólgu yfir markmiði út spátímabilið

Minni eftirspurnarþrýstingur og hærra gengi krónunnar en miðað var við í september veldur því að verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hafa batnað. Á móti kemur að launakostnaður á framleidda einingu er nú talinn vaxa hraðar á spátímanum. Það skýrist annars vegar af meiri umsömdum launahækkunum í kjölfar endurskoðunar launaliðar

kjarasamninga í nóvember og hins vegar af því að áætlað er að vöxtur framleiðni vinnuafls verði heldur minni.

Að óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar er áfram útlit fyrir að verðbólga verði yfir 2,5% verðból gumarkmiði Seðlabankans allan spátímann. Horfur eru á að verðbólga verði rúmlega 3% eftir eitt ár, samanborið við 3,7% í síðustu spá, sé miðað við spá til sama ársfjórðungs. Til tveggja ára er spáð rúmlega 3½% verðbólgu, en í september var spáð 3,8% verðbólgu, miðað við sama ársfjórðung. Verðból gumarkmiðið næst samkvæmt spánni ekki fyrr en á árinu 2008 að óbreyttri peningastefnu.

Tafla I-2 Uppfærð verðbólgu spá Seðlabanka Íslands – grunnspá

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
2005:3	1,4	5,7	4,2

	Breyting milli ára	Breyting yfir árið
<i>Verðbólgu spá (%)</i>		
2005:4	1,1	4,7
2006:1	0,3	1,4
2006:2	0,8	3,1
2006:3	0,8	3,3
2006:4	1,1	4,4
2007:1	0,9	3,8
2007:2	1,0	4,2
2007:3	0,5	2,1
2007:4	0,8	3,3

	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	4,0	3,8
2006	3,3	3,4
2007	3,6	3,2

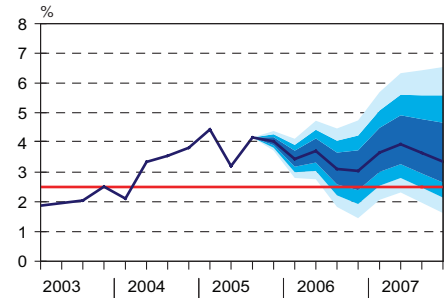
Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að stýrivextir og gengi krónunnar haldist óbreytt frá spádegi. Miðað við verðbólguhorfur sem grunnspáin felur í sér verður að telja forsenduna um óbreytta stýrivexti harla óraunsæja. Hið sama má segja um forsenduna um óbreytt gengi krónunnar í ljósi þess hve hátt raungengið er orðið og viðskiptahallinn mikill. Í spánni er fjöldi forsendna sem töluverð óvissa ríkir um, í sumum tilfellum meiri óvissa en oftast áður.

Af þessum sökum leggur Seðlabankinn áherslu á að meta óvissuþætti spárinnar, þ.e.a.s. líkur á að verðbólguþróun viki frá grunnspánni. Óvissuþættirnir eru í meginatriðum hinir sömu og í septem-

Mynd I-1

Verðbólgu spá Seðlabankans – grunnspá

Spátímabil: 4. ársfj. 2005 - 4. ársfj. 2007



— Vísitala neysluverðs
— Verðból gumarkmiði
■ 50% óvissubíl
■ 75% óvissubíl
■ 90% óvissubíl

Heimild: Seðlabanki Íslands.

ber. Taldar eru meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð, að óbreyttum stýrivöxtum, en að henni sé ofspáð. Þetta á sérstaklega við þegar líða tekur á spátímabilið. Verðbólguferlar sem byggjast á væntingum sérfræðinga á fjármálamarkaði um þróun stýrivaxta og gengisferil er byggist á óvörðu vaxtjafnvægi styðja þetta mat.² Ef stýrivöxtum er haldið óbreyttum en gengi krónunnar fylgir óvörðu vaxtjafnvægi verður verðbólga um 4½% í lok spátímabilsins eða um 1 prósentu meiri en í grunnspánni. Hærri stýrivaxtaferill, í samræmi við spár greiningaraðila, dregur nokkuð úr verðbólgunni en nægir ekki til að vega upp áhrif gengislækkunarinnar. Verðbólga verður því meiri en í grunnspánni í báðum verðbólguferlunum sem byggja á breytilegum stýrivöxtum og breytilegu gengi.

2. Væntur stýrivaxtaferill byggist á svörum sérfræðinga á fjármálamarkaði, eins og fjallað er nánar um í kafla III og rammagrein VIII-1. Út frá vaxtamun þessa vaxtaferils og framvirkra erlendra vaxta er hægt að meta væntan gengisferil krónunnar miðað við óvarið vaxtjafnvægi (e. uncovered interest rate parity), að teknu tilliti til áhættuþóknunar. Nánar er fjallað um gengisferilinn í kafla VIII.

II Ytri skilyrði

Horfur um hagvöxt í viðskiptalöndunum svipaðar og í september en lakari verðbólguhorfur

Þróun efnahagsmála í heiminum undanfarna mánuði bendir til þess að ytri skilyrði þjóðarbúsins verði nokkuð hagstæð á næstu misserum. Hækkun orkuverðs hefur ekki stöðvað víðtækan efnahagsbata í heiminum og batinn hefur styrkst á þeim svæðum sem hafa verið seinni til, t.d. á meginlandi Evrópu. Vöxtur heimsverslunarinnar að undanfögnu hefur verið meiri en um nokkurt skeið, eða tæplega 10%. Hvort tveggja boðar gott fyrir íslenska útflutningsatvinnuvegi. Þessi jákvæða þróun styrkir en breytir ekki í meginatriðum þeirri mynd sem byggt var á í septemberspá Seðlabankans. Því er í grundvallaratriðum gengið út frá sömu forsendum og áður um hagvöxt í viðskiptalöndunum.

Verðbólga hefur hins vegar farið vaxandi í Evrópu og N-Ameríku, þótt enn skýrist hún fyrst og fremst af hækkun orkuverðs. Hækki orkuverð ekki enn meira ætti verðbólgan að hjaðna á ný er fram líða stundir. Haldi hækkunin hins vegar áfram gæti það haft vaxandi áhrif á verðbólguvæntingar og launaþróun. Alþjóðlegar spár um verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands fyrir næsta ár (t.d. Consensus Forecasts) hafa verið endurskoðaðar nokkuð upp á við í átt að því sem gert var ráð fyrir í septemberspá Seðlabankans. Því var ekki talin ástæða til að endurskoða mat á alþjóðlegri verðbólguþróun að þessu sinni.

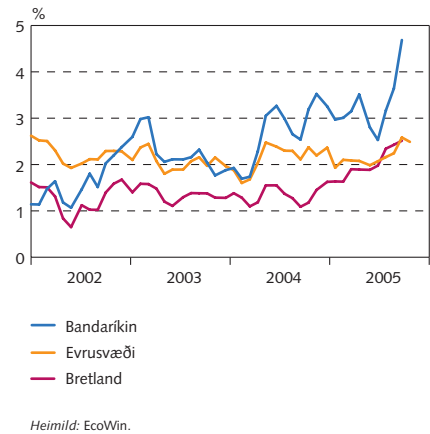
Aukin verðbólga á sama tíma og slaki í efnahagslífinu minnkar mun ef að líkum lætur leiða til þess að áfram verði dregið úr peningalegum slaka í helstu viðskiptalöndunum, a.m.k. í átt til hlutlausrar peningastefnu. Um það er fjallað nánar í kaflanum um fjármálaleg skilyrði. Ofgnótt lausafjár og vöxtur peningamagns er jafnframt vaxandi áhyggjuefni, meðal annars í Evrópu, en það eykur líkur á hækkun vaxta þar. Þetta endurspeglast nú þegar í þróun langtímavaxta, sem hafa hækkað nokkuð frá því í september.

Verð sjávarafurða í erlendri mynt hefur hækkað verulega frá septembermánuði

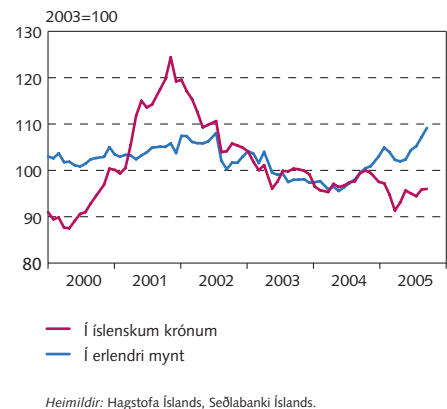
Batnandi efnahagsástand í heiminum, hækkandi matvöruverð á heimsmarkaði og mikil eftirspurn á mikilvægum markaðssvæðum íslenskra fiskafurða hefur leitt til þess að verð á sjávarafurðum hefur hækkað ört á erlendum mörkuðum undanfarna mánuði. Í september var verð útfluttra sjávarafurða í erlendri mynt 10% hærra en fyrir ári og rúmlega 2% hærra en fyrir lá þegar síðasta spá Seðlabankans var gerð. Á sl. tólf mánuðum hefur verð sjófrysts fisks hækkað um 23% og fersks fisks um 15%. Í ljósi þessara breytinga hefur áætluð breyting útflutningsverðlags sjávarafurða í erlendri mynt verið hækkuð um 1 prósentu frá því í septemberspá bankans. Hækkun verðs í erlendri mynt hefur mildað áhrif gengishækkunar sl. mánaða á sjávarútvegsfyrirtækin, en jafnframt kann verðhækkunin að hafa stuðlað að herra gengi krónunnar eða herra gengi þvingað fyrirtækin til að hækka verð á erlendum mörkuðum, hugsanlega á kostnað markaðshlutdeildar.

Mynd II-1
Verðbólga í Bandaríkjunum, Bretlandi og á evrusvæði

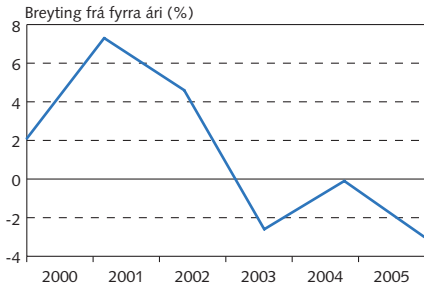
Janúar 2002 - október 2005



Mynd II-2
Áætlað verðlag sjávarafurða janúar 2000 - september 2005

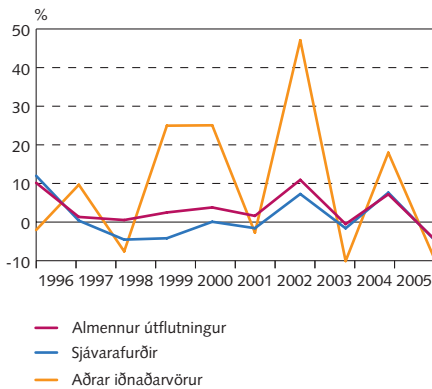


Mynd II-3
Aflaverðmæti á föstu verðlagi
janúar - september 2000-2005



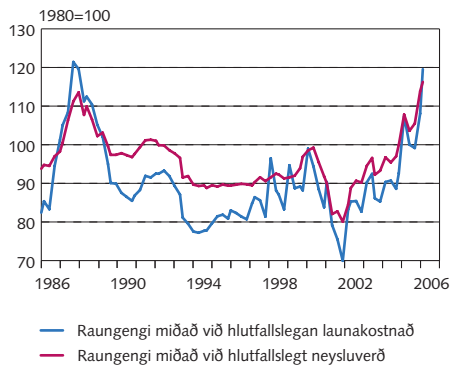
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd II-4
Magnbreyting útflutnings
janúar - september 1996-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd II-5
Raungengi krónunnar
1. ársfj. 1986 - 1. ársfj. 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Miðað við fast verðlag mun verðmæti fiskafla líklega dragast saman á þessu ári

Próun ytri skilyrða hefur ekki verið jafn hagstæð ef horft er til framboðshliðar þjóðarbúskaðarinnar. Afli nokkurra mikilvægra tegunda, t.d. þorsks og úthafskarfa, hefur dregist nokkuð saman frá fyrra ári. Þótt ufsa-, ýsu- og djúpkarfaafli hafi aukist nokkuð á móti er niðurstaðan nokkur samdráttur afla miðað við fast verðlag það sem af er ári. Verði ekki þáttaskil síðustu mánuði ársins virðist því stefna í einhvern samdrátt á árinu sem gæti leitt til þess að útflutningur sjávarafurða dragist nokkuð saman að magni. Aukinn útflutningur á óunnum, ísuðum fiski (gámafiski) felur einnig í sér minni innlendan virðisauka.

Töluverður samdráttur í útflutningi annarrar iðnaðarvöru en áls það sem af er ári

Gera má ráð fyrir að álútflutningur í ár verði því sem næst óbreyttur frá fyrra ári. Hins vegar stefnir í að útflutningur annarrar iðnaðarvöru dragist umtalsvert saman, en mikill vöxtur hefur verið í útflutningi iðnaðarvöru flest undanfarin ár. Fyrstu níu mánuði ársins nam samdrátturinn 9% sem er nokkru meiri samdráttur en mældist um mitt ár. Ýmsar ástæður eru fyrir samdrættinum. Í einhverjum tilvikum er um tafir í afhendingu stórra sendinga að ræða, en líklega má að töluverðu leyti rekja hann til versnandi samkeppnisstöðu innlendrar framleiðslu sakir herra raungengis.

Raungengi krónunnar í áratuga hámarki

Sterkar vísbendingar eru um að hátt raungengi sé farið að hafa veruleg áhrif á ýmsar útflutningsgreinar. Hækkun afurðaverðs hefur reyndar komið ýmsum greinum sjávarútvegs til góða, en áhrif hággengisins birtast meðal annars í hlutfallslega meiri útflutningi óunnins fiskis. Samdráttur iðnaðarvöruútflutnings stafar sennilega að verulegu leyti af háu raungengi sem fyrr segir. Þessi áhrif kunna að vera enn sterkari nú en áður þar sem sumir framleiðendur reka framleiðslustarfsemi víða um heim og geta flutt framleiðslu að einhverju leyti úr landi ef aðstæður krefjast þess.

Miðað við hlutfallslegt neysluverðlag er raungengi um þessar mundir herra en það var á árinu 1988 og hefur ekki verið herra frá því á áttunda áratuginum. Raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu er ekki alveg eins hátt í sögulegu samhengi, aðeins lægra en árið 1988, en þess ber að geta að töluverð óvissa ríkir um mat á framleiðni sem kemur inn í þann útreikning. Hvað sem því líður virðist þó sýnt að aukin framleiðni í t.d. sjávarútvegi gerir fyrirtækjum í greininni kleift að standa af sér herra raungengi en áður.

Hátt gengi kann að hafa töluverð áhrif á ferðapjónustu er fram líða stundir

Til þessa hefur ferðapjónustan orðið fyrir minni áhrifum af háu raungengi en ætla mátti. Á fyrri helmingi ársins komu heldur fleiri ferðamenn til landsins en á sama tíma í fyrra. Tekjur af ferðamönnum stóðu í stað í krónum talið en það felur í sér töluverðan tekjuauka í erlendum gjaldmiðlum og gistinóttum fjölgaði fyrstu níu mánuði ársins um

4%. Framboð flugferða til landsins á lágum fargjöldum hefur aukist undanfarin ár og vegur það væntanlega á móti áhrifum gengisins á ferðamannastrauminn, auk þess sem innlendir seljendur ferðapjónustu hafa væntanlega tekið á sig tap vegna gengisbreytinga eða notað gengisvarnir. Vari hátt raungengi um langt skeið mun það hins vegar að líkindum hafa meiri áhrif. Hugsanlega munu þau því verða töluverð á næsta ári.

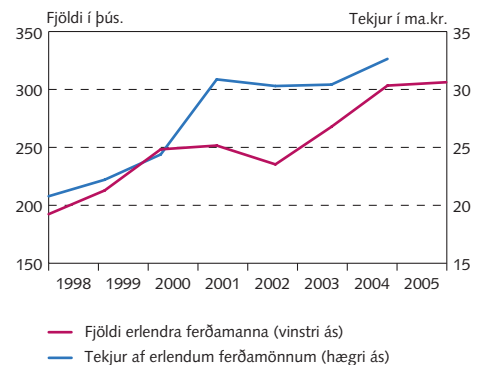
Heldur minni vöxtur útflutnings í ár en gert var ráð fyrir í september en horfur á næstu tveimur árum svipaðar

Í ljósi samdráttar vöruútflutnings fyrstu níu mánuði ársins er líklegt að útflutningur aukist heldur minna í ár en spáð var í september. Spáð er 3½% vexti útflutnings, sem er tæplega 1 prósentu minni vöxtur en spáð var í september. Vöxturinn skýrist eingöngu af auknum þjónustu-útflutningi, sem jókst um 6½% að raungildi á fyrri helmingi ársins. Útflutt þjónusta jókst mjög á öðrum fjórðungi ársins og eins og í september er gert ráð fyrir áframhaldandi örum vexti. Spáin um þennan mikla vöxt er þó mjög óviss.

Á næsta ári eru horfur á að herra raungengi muni draga heldur úr vexti útflutnings. Auk þess er nú reiknað með að álframléiðsla aukist aðeins minna á því ári en meira árið eftir. Því er gert ráð fyrir að útflutningur á næsta ári aukist ívið minna en áður var talið, eða um tæplega 6%. Vöxturinn árið 2007 verður hins vegar heldur meiri, eða um 15½%. Auk fyrrnefndrar seinkunar er nú gert ráð fyrir heldur meiri framléiðslu áls á árinu 2007 en það vegur þyngra en áhrif raungengis á annan útflutning.

Mynd II-6

Fjöldi erlendra ferðamanna og tekjur af þeim janúar-september 1998-2005



Heimildir: Ferðamálaráð, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

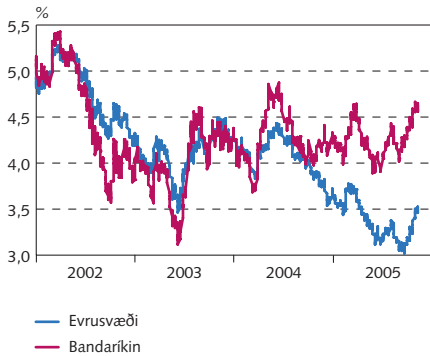
Tafla II-1 Útflutningur og helstu forsendur um þróun ytri skilyrða

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Útflutningur vöru og þjónustu	3,6	5,8	15,4	-0,8	-0,4	0,9
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	-2,0	3,0	2,0	-2,0	-	-
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	9,0	6,0	3,0	1,0	1,0	-
Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt	7,1	3,3	0,2	-0,8	-1,2	-0,1
Verð innfluttrar neysluvöru í erlendri mynt	2,5	2,3	2,0	-	-	-
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	0,3	3,9	0,7	-1,0	2,3	0,2
Elendir skammtíma vextir	2,6	3,1	3,5	0,1	0,3	0,6

1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2005/3.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

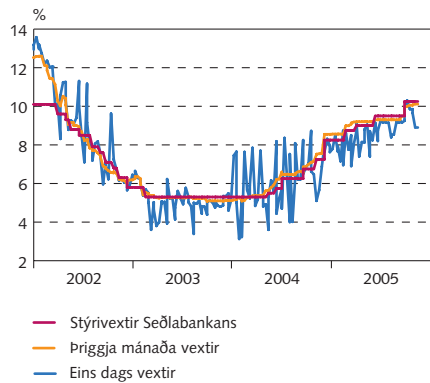
Mynd III-1
Ávöxtunarkrafa tíu ára ríkisskuldabréfa
Daglegar tölur 1. janúar 2002 - 11. nóvember 2005



Heimild: EcoWin.

Mynd III-2
Stýrivextir Seðlabankans og vextir
á peningamarkaði

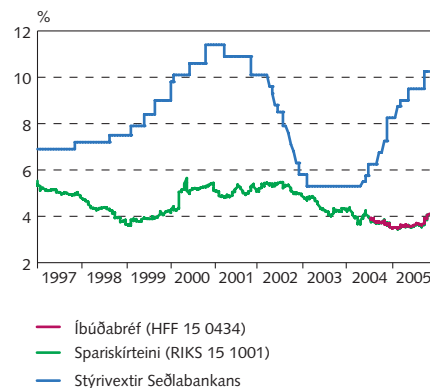
Vikulegar tölur 4. janúar 2002 - 11. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3
Stýrivextir og ávöxtunarkrafa
verðtryggðra langtímaskuldabréfa

Vikulegar tölur 8. janúar 2003 - 8. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

Fjármálaleg skilyrði smám saman að verða aðhaldssamari

Eftir hækkun stýrivaxta Seðlabankans um 0,75 prósentur í september hafa fjármálaleg skilyrði orðið töluvert aðhaldssamari og meira aðhald er í vændum. Miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið hefur miðað áfram, allt til vaxta verðtryggðra langtímaskuldabréfa. Jafnframt hefur gengi krónunnar hækkað verulega og gert lántöku í erlendri mynt óhagkvæmari, geri lántakendur ráð fyrir að raungengið leiti jafnvægis á ný. Á móti vegur að vaxandi útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum hefur leitt til aukinnar eftirspurnar eftir innlendum skuldabréfum og þrýst niður vöxtum skuldabréfa með eins til fimm ára líftíma. Mikilvægasta breytingin á fjármálalegum skilyrðum frá septembermánuði er án efa hækkun vaxta húsnæðisveðlana. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hefur hækkað verulega frá því stýrivextir voru hækkaðir í lok september. Áhrifanna gætir að fullu eftir að vextir íbúðalána til einstaklinga hafa almennt hækkað, en það ferli er aðeins nýhafið.

Langtímavextir teknir að hækka erlendis

Vextir í þeim löndum þar sem íslensk fyrirtæki og fjármálastofnanir sækja sér helst lánsfé eru enn mjög lágir. Frá septembermánuði hafa vextir langtímaskuldabréfa þó hækkað töluvert bæði í Evrópu og N-Ameríku. Bandaríski seðlabankinn hefur haldið áfram að hækka vexti jöfnum skrefum. Eftir hækkun í byrjun nóvember eru stýrivextir bankans nú komnir í 4%, en þeir urðu lægstir 1% á tímabilinu júní 2003 til júní 2004. Í ljósi efnahagsþróunarinnar (sjá kafla II) hafa líkur á vaxtahækkun Seðlabanka Evrópu einnig vaxið, en stýrivextir bankans eru enn aðeins 2%. Haldi þessi þróun áfram, sem virðist líklegt, mun það hafa veruleg áhrif á miðlunarferli peningastefnunnar á Íslandi en til þessa hafa hinir lágu vextir erlendis spornað gegn því að hækkanir á stýrivöxtum Seðlabankans leiði til almennrar hækkunar á vöxtum.

Síðustu aðgerðir Seðlabankans virðast hafa haft áhrif á væntingar um þróun stýrivaxta næstu missera

Eingreiðsluferill óverðtryggðra verðbréfa hefur hækkað í takt við síðustu hækkun stýrivaxta Seðlabankans. Hækkunin endurspeglast einnig í hækkun ferils fólginna framvirkra vaxta sem notaður hefur verið sem vísbending um væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta á næstu misserum. Virðist síðasta hækkun hafa verið heldur meiri en markaðurinn vænti ef miðað er við framvirka vexti.

Þrátt fyrir að vaxtaferillinn hafi hliðrast upp á við í kjölfar síðustu vaxtahækkunar hefur lögun hans í raun lítið breyst. Samkvæmt fóligna framvirka vaxtaferlinum er enn gert ráð fyrir að stýrivextir Seðlabankans nái hámarki tiltölulega fljótlega og verði þá 10,75% en lækki fljótlega aftur og verði komnir í um 7% í lok árs 2007 sem er um 1 prósentu hærra en í september sl. Við fyrstu sýn virðist því mega ætla að síðustu aðgerðir Seðlabankans hafi haft tiltölulega lítil áhrif á væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta umfram það að hliðra vaxtaferlinum öllum upp á við.

Þó þarf að hafa varann á við túlkun fóligna framvirka vaxtaferilsins um þessar mundir vegna þess að nýlegar útgáfur erlendra aðila á skuldabréfum í krónum, eða öllu heldur eftirspurn eftir innlendum skuldabréfum sem af þeim leiðir, hefur hliðrað vöxtum óverðtryggðra styttri ríkisverðbréfa niður á við en jafnframt aukið eftirspurn eftir innlánnum á millibankamarkaði en íslenskir bankar sem eru mótaðilar útgefenda bréfanna nota bæði óverðtryggð ríkisskuldabréf og milli-bankamarkaðinn til að verja stöður sínar. Þessi aukna eftirspurn hefur þrýst niður millibankavöxtum, sérstaklega á lengri hluta þess markaðar, þ.e. innlána til u.þ.b. árs lengdar.³ Af þessum sökum er líklegt að fólgni framvirki vaxtaferillinn endurspegli ekki nægilega vel væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta á næstu misserum.

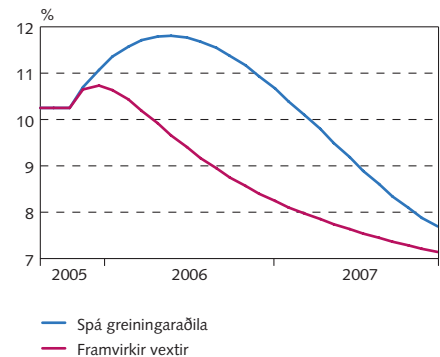
Væntingar greiningaraðila um þróun stýrivaxta næstu tvö árin virðast styðja þessa ályktun (sjá svör þeirra í rammagrein VIII-1). Þeir gera að meðaltali ráð fyrir að stýrivextir nái hámarki í tæplega 12% um mitt næsta ár sem er töluvert hærra vaxtastig en lesa má út úr fólgnum framvirkum vöxtum, auk þess sem þeir gera ráð fyrir að stýrivextir muni lækka töluvert hægar og verði rúmlega 11% eftir eitt ár en verði komnir niður í tæplega 8% eftir tvö ár.⁴ Þetta eru verulega hærri vextir en þessir sömu aðilar bjuggust við í september í könnun sem birt var í *Peningamálum* 2005/3, en þá gerðu þeir ráð fyrir rúmlega 9% vöxtum eftir eitt ár og um 7,5% eftir tvö ár. Ólíkt því sem lesa má út úr fólgnum framvirkum vöxtum virðast því vaxtahækkun Seðlabankans í september og boðskapur bankans í *Peningamálum* þá hafa haft töluvert áhrif á væntingar greiningaraðila um þróun stýrivaxta á næstu tveimur árum.

Vaxtahækkunin í september skilaði sér að fullu í hækkun raunstýrivaxta...

Frá því að Seðlabankinn hóf að hækka vexti í maí 2004 hefur það dregið verulega úr virkni stýrivaxta hve verðbólguvæntingar hafa hækkað. Frá síðari helmingi ársins 2004 hafa þær lengst af verið í námunda við 4%. Þær hafa hins vegar ekki hækkað í kjölfar þess að verðbólga jókst á haustmánuðum nema hjá einstaklingum sem um mánaðamótin október/nóvember væntu meiri verðbólgu á næstu tólf mánuðum en þeir gerðu í júlí.⁵ Hækkun stýrivaxta í september um 0,75 prósentur skilaði sér því að fullu sem hækkun raunstýrivaxta, en hækkun raunstýrivaxta er forsenda þess að áhrifa aukins aðhalds peningastefnunnar gæti um verðtryggða vaxtarófið.

Mynd III-4

Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum og spá greiningaraðila september 2005 - desember 2007

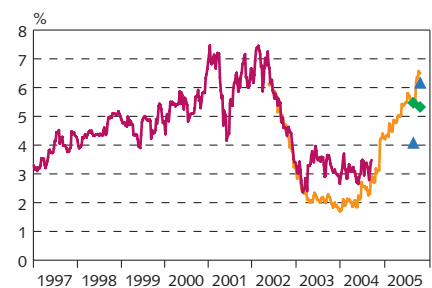


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Raunstýrivextir

Vikulegar tölur 8. janúar 1997 - 8. nóvember 2005



Raunstýrivextir miðað við:

- Verðbólguálag ríkisbréfa til tveggja ára
- Verðbólguálag ríkisbréfa til átta ára
- ▲ Verðbólguþátt sérfræðinga á markaði
- ◆ Verðbólguvæntingar almennings

Verðbólguvæntingar almennings til næstu tólf mánaða voru kannaðar um mánaðarmót ágúst og september og um mánaðarmót október og nóvember, fyrra gildi verðbólguþátt sérfræðinga á markaði miðar við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006, seinna gildi miðar við verðbólgu næstu tólf mánaði.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

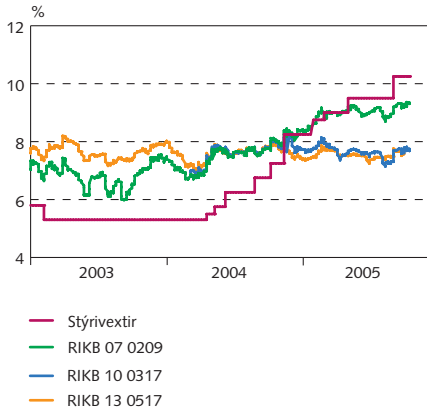
3. Ítarlega umfjöllun um skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum er að finna í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar í þessu hefti *Peningamála*.

4. Eins og vikið er að í rammagrein VIII-1 sker einn greiningaraðili sig nokkuð úr í mati sínu á þróun stýrivaxta næstu tvö árin. Telur hann að vextirnir nái hámarki fljótlega við mun lægra vaxtastig en aðrir svarendur í könnuninni og að þeir komi síðan til með að lækka tiltölulega hratt í kjölfarið og verði lægri í árslok 2007 en lesa má út úr fólgnu framvirku vöxtunum.

5. Verðbólguvæntingar almennings fylgja mjög vitund þeirra um liðna verðbólgu og ættu því að lækka á ný á næstu mánuðum haldi verðbólgan áfram að hjaðna.

Mynd III-6

Stýrivextir og ávöxtunarkrafa ríkisbréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 11. nóvember 2005

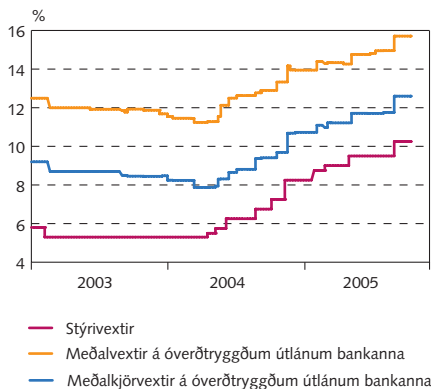


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Stýrivextir og óverðtryggðir
útlánsvextir bankanna

Vikulegar tölur 4. janúar 2002 - 11. nóvember 2005

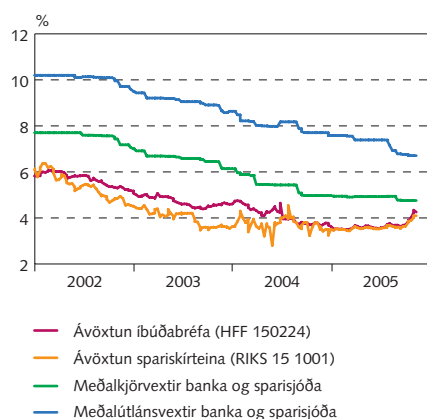


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Meðalvextir verðtryggðra útlána banka
og sparisjóða og ávöxtun spariskirteina
og íbúðabréfa

Vikulegar tölur 4. janúar 2002 - 11. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

...en mikil skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í krónum hefur hamlað gegn hækkun vaxta óverðtryggðra skuldabréfa...

Þótt hækkun stýrivaxta í september hafi verið meiri en margir markaðsaðilar áttu von á og boðskapur *Peningamála* hafi þótt nokkuð hvass og senda skýr skilaboð um að frekari hækkana sé að vænta, hafði hún tiltölulega lítill áhrif á vexti óverðtryggðra skuldabréfa til tveggja og allt að átta ára. Líklegt er að þar eigi áðurnefnd skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í íslenskum krónum hlut að máli. Gefin hafa verið út skuldabréf að andvirði u.þ.b. 115 ma.kr. og hefur eftirspurn eftir innlendum skuldabréfum sem af henni leiðir þrýst innlendum vöxtum niður eins og áður hefur komið fram. Líklegt er að þessi skuldabréfaútgáfa haldi áfram meðan veruleg eftirspurn er eftir lánsfé innanlands, sem endurspeglast m.a. í miklum vaxtamun, og nægilegt framboð er á innlendum skuldabréfum til áhættuvarna.

...og valdið hækkun á gengi krónunnar

Á sama tíma og aukin eftirspurn eftir innlendum skuldabréfum vegna erlendar útgáfu hefur þrýst vöxtum niður hefur hún knúið gengi krónunnar upp þótt erfitt sé að meta hver hlutur útgáfunnar er í hækkuninni. Þegar þetta var ritað hafði gengi krónunnar hækkað um tæplega 6% frá hækkun stýrivaxta í lok september. Raungengi krónunnar er nú u.þ.b. fimmtungi hærra en að meðaltali undanfarna tvo áratugi. Líklegt verður að telja að raungengi hverfi á komandi árum aftur til meðaltals undanfarinna áratuga. Hugsanlegt er að aðlögun gengisins verði tímabundið jafnvel meiri. Eigi slík aðlögun sér stað á líftíma þeirra skuldabréfa sem gefin hafa verið út er afar líklegt að erlendir kaupendur þeirra muni uppskera verulega neikvæða raunávöxtun í gjaldmiðlum síns heimalands. Það að eftirspurn skuli vera eftir íslenskum skuldabréfum á ekki hærri vöxtum við þær aðstæður sem nú ríkja í íslenskum gengis- og efnahagsmálum kann að benda til þess að hinir erlendu kaupendur séu fremur illa upplýstir um íslensk efnahagsmál og vanmeti gjaldmiðlaáhættuna. Snúist þeim hugur kann ávöxtunarkrafan að hækka snögglega um leið og gengi krónunnar veikist.

Óverðtryggðir útlánsvextir hækkuðu í samræmi við stýrivexti og líkur eru á umtalsverðri vaxtahækkun verðtryggðra útlána á næstunni

Eins og oftast áður fylgdu vextir óverðtryggðra útlána lánastofnana breytingum á stýrivöxtum Seðlabankans í september þétt eftir. Meðalkjörvextir innlánsstofnana eru nú u.þ.b. 12½%. Bilið á milli stýrivaxta og kjörvaxta er hins vegar nokkru minna en það var á árinu 2003. Vextir verðtryggðra útlána hafa hins vegar lítið breyst enn sem komið er þótt vextir íbúðaveðlána séu farnir að þokast upp á við. Líklegt er þó að þessir vextir fari almennt að hækka í kjölfar hækkunar á ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa og nýlegrar hækkunar íbúðalánasjóðs og annarra lánastofnana á vöxtum húsnæðisveðlána.

Enn hefur ekki dregið úr vexti útlána, en tólf mánaða vöxtur peningamagns minnkar vegna grunnáhrifa

Útlán lánakerfisins vaxa enn hröðum skrefum, einkum hjá innlánsstofnunum. Í september höfðu útlán innlánsstofnana aukist um tæplega

60% frá fyrra ári að frádregnum áhrifum gengis- og vísitölubreytinga. Hins vegar hefur dregið nokkuð úr vexti peningamagns og sparifjár (M3), en þar er fyrst og fremst um grunnáhrif að ræða. Í september fyrir ári jókst M3 mikið og tengist það væntanlega því að bankarnir tóku að veita íbúðalán af miklum krafti á þeim tíma, en aukin útlán auka innlán í bankakerfinu tímabundið.

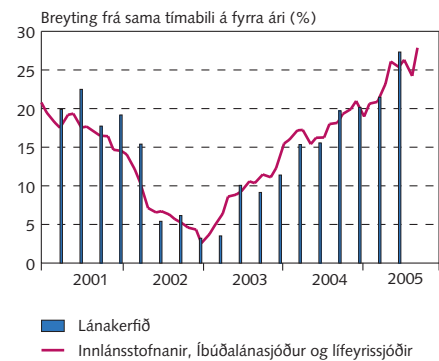
Fjármálaleg skilyrði bæði heimila og fyrirtækja hafa orðið aðhaldssamari frá septembermánuði

Hækkun stýrivaxta er nú í auknum mæli farin að skila sér í aðhaldssamari fjárhagslegum skilyrðum. Vextir óverðtryggðra skammtímalána hækka í takt við stýrivexti Seðlabankans. Að vísu felur mikil útáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum það í sér að fyrirtækjum gefst nú kostur á krónulánnum á lægri vöxtum en ella. Hins vegar hefur hækkun gengis krónunnar ásamt hækkun vaxta á lánnum í erlendum gjaldmiðlum gert erlenda lántöku töluvert óhagstæðari en áður. Að auki dregur hið háa gengi úr hagnaði margra fyrirtækja. Þetta er þó aðeins byrjunin á ferli sem mun væntanlega leiða til mun aðhaldssamari fjármálaskilyrða á næstu mánuðum en verið hafa fram til þessa.

Heimilin hafa hingað til lítið fundið fyrir aðhaldssemi peningastefnunnar því að óverðtryggð lán veita ekki mjög þungt í heildarskuldum einstaklinga. Hærrí vextir á yfirdráttarlánnum og greiðslukortaskuldum fela þó ótvírætt í sér töluvert aðhald. Hækkun vaxta íbúðalána mun hins vegar skipta sköpum. Jafnframt hefur greinilega dregið úr útlánvilja bankanna á þessu sviði, enda verður að telja fullveðsettar íbúðir ótrygg veð þegar íbúðaverð er jafn hátt og það hefur verið á höfuðborgarsvæðinu að undanfögnu.

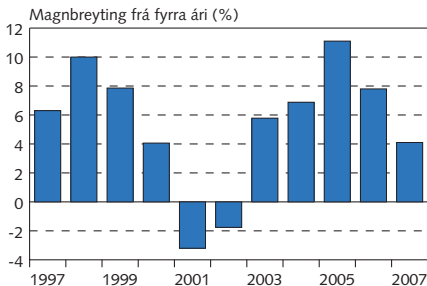
Mynd III-9

Vöxtur útlána janúar 2001- september 2005¹



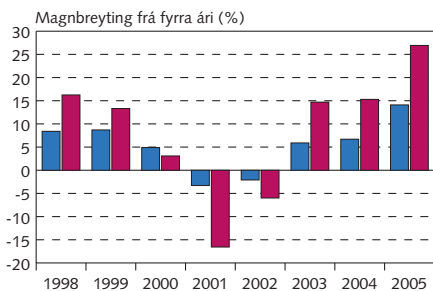
1. Útlán lánakerfis í lok hvers ársfjórðungs, útlán innlánsstofnana, íbúðalánasjóða og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-1
Vöxtur einkaneyslu 1997-2007¹



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

Mynd IV-2
Vöxtur einkaneyslu og innflutnings
neysluvöru á fyrri ársþingum 1998-2005



■ Einkaneysla
■ Innflutningur neysluvöru

Heimild: Hagstofa Íslands.

IV Innland eftirspurn og framleiðsla

Frá síðustu spá Seðlabankans, sem birtist í lok september, þar til gengisforsendur endurskoðaðrar spár voru ákveðnar um miðjan nóvember hafði gengi krónunnar styrkst um nær 6% og stýrivextir hækkað um 0,75 prósentur. Skýr skilaboð voru í *Peningamálum 2005/3* um áframhaldandi strangt peningalegt aðhald á næstu misserum. Í kjölfarið dró úr verðbólguvæntingum og stýrivaxtahækkunin skilaði sér að þessu sinni að fullu sem hækkun raunstýrivaxta. Endurskoðuð spá Seðlabankans endurspeglar þessar breytingar, en engar nýjar upplýsingar liggja fyrir úr þjóðhagsreikningum frá síðustu spá.

Meginbreytingin frá síðustu spá er að spáð er minni hagvexti fyrir öll árin 2005 til 2007. Fráviknið skýrist einkum af sterkara gengi en í síðustu spá, sem leiðir til enn neikvæðara framlags utanríkisviðskipta til hagvaxtar á þessu og næsta ári þar sem eftirspurninni er í auknum mæli beint út úr þjóðarþúskapnum. Á árinu 2007 tekur útflutningur við af innlandri eftirspurn sem megindrifkraftur hagvaxtar en þá tekur innland eftirspurn að dragast saman.

Einkaneysla

Í september spáði Seðlabankinn um 10% vexti einkaneyslu á þessu ári og áfram miklum vexti á næstu tveimur árum, eða 8% á árinu 2006 og 4½% árið 2007. Launaskrið í lok sumars var hins vegar meira en septemberspáin gerði ráð fyrir og líkur eru á að verðbólga á síðasta fjórðungi ársins verði minni en spáð var í september. Því eru horfur á að kaupmáttaraukningin verði meiri en gengið var út frá í síðustu spá, en það ýtir undir vöxt einkaneyslu. Þær vísbendingar sem bæst hafa við um vöxt einkaneyslu á þriðja fjórðungi ársins benda til þess að vöxturinn á síðari helmingi ársins geti orðið svipaður og á hinum fyrri. Að teknu tilliti til þessara atriða er því spáð að einkaneysla vaxi nokkru meira í ár en spáð var í september, eða um 11% frá fyrra ári.

Hins vegar eru horfur á örliðu minni vexti einkaneyslu á næstu tveimur árum en spáð var í september. Kaupmáttur eykst nokkuð vegna endurskoðunar kjarasamninga, en á móti vega hert fjármálaleg skilyrði heimilanna. Heimilin hafa fram til þessa orðið fyrir takmörkuðum áhrifum strangs peningaaðhalds því að vextir verðtryggðra skuldabréfa breyttust sáralítið samfara stýrivaxtahækkunum allt þangað til í september. Raunvextir hækkuðu hins vegar í kjölfar síðustu stýrivaxtahækkana og eru hærri en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Vextir á íbúðaveðlánnum lánastofnana hafa einnig verið hækkaðir nýlega og líklegt er að verðtryggðir vextir almennra útlána hækki í kjölfarið.⁶

Samneysla

Frá því að Seðlabankinn birti síðustu þjóðhagsspá sína hefur ríkisstjórnin kynnt fjárlagafrumvarp næsta árs og ný langtímaáætlun fjármálaráðuneytisins fyrir tímabilið 2006 til 2009 litið dagsins ljós. Auk þess liggur fyrir frekari sundurliðun Hagstofu Íslands á opinberum út-

6. Sjá nánari umfjöllun í kaflanum um fjármálaleg skilyrði hér að framan.

Tafla IV-1 Vísendingar um einkaneyslu á seinni helmingi ársins 2004 og á fyrstu tíu mánuðum 2005

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Ársfjórðungslegar tölur					Nýjasta tímabil		
	2004:3	2004:4	2005:1	2005:2	2005:3	Breyting miðað við		
						Mánuður	sama mánuði í fyrra	uppsafnað frá ársbyrjun
Dagvöruvelta (raunbreyting)	4,3	3,5	7,2	10,5	9,2	október 2005	8,0	9,6
Greiðslukortavelta (raunbreyting) ¹	4,9	11,3	11,2	14,4	11,9	október 2005	6,1	11,8
þar af innanlands	4,0	9,8	9,8	12,8	10,3	október 2005	3,1	9,9
þar af erlendis	18,4	34,0	35,6	33,7	35,9	október 2005	43,4	36,7
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	19,5	44,3	61,4	64,4	57,8	október 2005	45,2	60,0
Almennur innflutningur (magnbreyting) ²	13,6	16,0	15,1	17,5	19,5	september 2005	.	19,5
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ²	14,5	15,7	22,1	26,9	26,0	september 2005	.	26,0
Bifreiðar til einkanota ²	24,6	35,0	56,7	66,0	61,3	september 2005	.	61,3
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ²	16,3	17,1	36,3	38,5	38,7	september 2005	.	38,7
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ²	8,8	7,5	16,9	17,4	17,5	september 2005	.	17,5
Mat- og drykkjarvörur ²	10,5	10,2	6,8	9,0	8,5	september 2005	.	8,5
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) ²	23,8	19,3	36,9	26,6	28,4	september 2005	.	28,4
Væntingavísitala Gallup	5,5	-3,2	-1,7	9,4	5,6	október 2005	-3,7	11,8
Mat á núverandi ástandi	23,1	19,8	21,2	34,6	30,7	október 2005	22,9	35,3
Væntingar til sex mánaða	-3,5	-14,7	-13,7	-5,9	-9,0	október 2005	-22,3	-4,1

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.

Heimildir: Bilgreinasambandið, Hagstofa Íslands, Samtök verslunar og þjónustu, IMG Gallup, Seðlabanki Íslands.

gjöldum fyrir fyrri hluta ársins. Spáin sem birtist nú byggist því á meiri upplýsingum en lágu fyrir í lok september.

Í september spáði Seðlabankinn 3½% vexti samneyslu í ár og u.þ.b. 3% vexti á ári á næstu tveimur árum. Í spánni var gert ráð fyrir meiri vexti í samneyslu sveitarfélaga og almannatrygginga en minni vexti hjá ríkissjóði. Nú eru horfur á minni vexti í ár, eða 3%, en til árana 2006 og 2007 eru horfur nær óbreyttar.

Lækkun á áætluðum vexti samneyslu í ár má einkum rekja til minni vaxtar samneyslu ríkisins en spáð var í september. Í nýjstu áætlunum fjármálaráðuneytisins, sem birtust í október við framlagningu fjárukalaga, er gert ráð fyrir 2,4% vexti samneyslu ríkisins. Þróun ríkisútgjalda innan ársins styður þessar áætlanir og er miðað við þær í spánni. Hins vegar er áfram gert ráð fyrir 4½% vexti samneyslu sveitarfélaga.

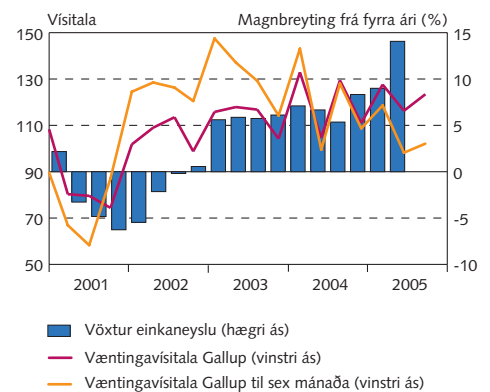
Áfram er gert ráð fyrir að vöxtur samneyslu ríkis og almannatrygginga á árunum 2006 og 2007 verði nokkru meiri en gengið er út frá í nýju fjárlagafrumvarpi. Reynslan sýnir að heildarsamneyslan fer yfirleitt fram úr fyrstu áætlunum.

Fjármunamyndun

Litlar breytingar hafa orðið á spá Seðlabankans um heildarfjármunamyndun frá því í september. Þá var spáð 31% vexti fjármunamyndunar í ár, 4% samdrætti á næsta ári og um 16% samdrætti árið 2007. Í nýrri spá eru horfurnar óbreyttar fyrir yfirstandandi ár, spáð er aðeins minni samdrætti á næsta ári, eða 3%, en hins vegar meiri samdrætti árið 2007, eða um 20%.

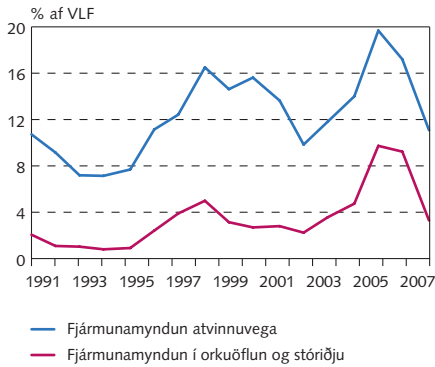
Mynd IV-3

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup¹
1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2005



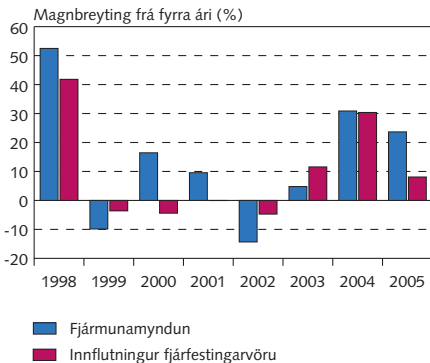
1. Væntingavísitala í lok ársfjórðungs.
Heimildir: Hagstofa Íslands, IMG Gallup.

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.

Fjármunamyndun atvinnuveganna dregst saman á næsta ári og meira árið 2007

Í nýrri þjóðhagsspá er gert ráð fyrir um 56% vexti atvinnuvegafjárfestingar á þessu ári, sem er örlitlu meira en í septemberspánni. Á næsta ári er spáð nokkru minni samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu miðað við síðustu spá, eða um 4% í stað tæplega 7%. Á árinu 2007 er hins vegar gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting dragist enn meira saman en áætlað var í septemberspánni, eða um 32%.

Litlu meiri vöxtur atvinnuvegafjárfestingar á yfirstandandi ári en spáð var í september skýrist einkum af kröftugri innlendri eftirspurn sem hefur ýtt undir fjárfestingu t.d. í þjónustugreinum og byggingariðnaði. Þá hefur verið tilkynnt um umfangsmikil flugvéla kaup eftir að bankinn birti síðustu spá. Á móti kemur að fjárfesting í áliðju og virkjunum sem nemur u.þ.b. 3 ma.kr. hefur færst frá þessu ári yfir á það næsta miðað við forsendur septemberspár. Flugvéla kaupin vega hins vegar þyngra á metunum, og eru u.þ.b. 8 ma.kr. meiri en ráðgert var í september.

Fjármálag skilyrði fyrirtækja hafa orðið aðhaldssamari og gengi krónunnar hækkað frá því að Seðlabankinn birti síðustu spá sína. Raunvextir hafa hækkað innanlands en erlendir vextir eru enn lágir, einkum á evrusvæðinu, þótt margt bendi til þess að þeir hækki á næstunni. Afleiðingar aukins aðhalds birtast glögggt í fjárfestingarspánni. Spáð er meiri samdrætti almennrar atvinnuvegafjárfestingar án stóriðju, skipa og flugvéla á næsta ári og nær engum vexti árið 2007 í stað 5% aukningar sem spáð var í september. Aukin stóriðjufjárfesting á næsta ári vegur hins vegar á móti og leiðir til þess að samdráttur atvinnuvegafjárfestingar í heild verður minni en gert var ráð fyrir í september. Á árinu 2007 verður samdrátturinn hins vegar meiri en áætlað var í fyrri spá sökum hærri raunvaxta.

Gengishækkun krónunnar kemur mjög ójafnt niður á fyrirtækjum. Fyrirtæki sem hafa verulegan hluta rekstrarkostnaðar síns í krónum en tekjur í erlendum gjaldmiðli bera þyngru byrðar hás raungengis. Þetta á t.d. við um mörg sjávarútvegsfyrirtæki og fyrirtæki í ferðaþjónustu. Ný viðhorfskönnun um stöðu og framtíðarhorfur stærstu fyrirtækja landsins, sem Gallup gerði fyrir Seðlabankann, Samtök atvinnulífsins og fjármálaráðuneytið í október, gefur t.d. sterkar vísbendingar um að stjórnendur sjávarútvegsfyrirtækja telji horfur hafa versnað til muna frá síðustu könnun, sem gerð var í febrúar.

Tafla IV-2 Afkoma skráðra atvinnufyrirtækja fystu þrjá ársfjórðunga 2004 og 2005¹

	Framlegð ² % af veltu		Hagnaður % af veltu		Arðsemi eigna ³		Arðsemi eigin fjár ⁴		Eiginjárhlutfall	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Sjávarútvegur	21,6	18,2	7,9	11,7	8,0	7,6	8,5	14,5	34,4	33,5
Iðnaður	17,9	12,6	11,4	7,0	12,6	6,6	20,1	13,9	40,2	26,5
Sala sjávarafurða	-16,1	-2,0	-20,3	-2,8	-2,7	-0,5	-8,2	-1,8	41,7	40,0
Flutningar	13,2	10,2	8,3	0,0	13,8	7,2	25,5	42,5	34,1	29,4
Samskiptatækni og hugbúnaður	10,3	8,6	5,7	3,8	3,7	7,2	5,9	8,5	34,7	38,3
Ýmsar greinar	20,7	19,4	12,0	14,3	10,1	10,6	16,2	23,9	36,0	32,9
Samtals	14,3	11,3	7,9	5,1	7,9	6,2	11,6	9,3	38,0	30,2

1. Byggt á reikningum þeirra 14 atvinnufyrirtækja sem tiltækir voru 25. nóvember 2005. 2. Rekstrarhagnaður fyrir fjármagnsliði og afskriftir. 3. Framlegð sem hlutfall af heildar-eignum. 4. Hagnaður eftir skatta sem hlutfall af eigin fé.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Könnun Gallup sýnir að forsvarsmenn fyrirtækja telja almennt að núverandi aðstæður í efnahagslífinu séu mjög góðar. Hins vegar eru þeir mun svartsýnni en í febrúar þegar spurt er um stöðu efnahagsmála eftir sex og tólf mánuði.

Fjármunamyndun hins opinbera dregst heldur meira saman í ár og á næsta ári en áður var talið

Eins og kom fram í umfjölluninni um samneyslu hér að framan, hafa ýmsar upplýsingar er lúta að hinu opinbera litið dagsins ljós frá því að Seðlabankinn birti síðustu þjóðhagsspá. Nokkur breyting hefur því orðið á spá bankans af þessum sökum.

Í september spáði bankinn þó nokkrum samdrætti í fjárfestingu hins opinbera á þessu og næsta ári en verulegri aukningu árið 2007. Spáin hljóðaði upp á um 7% samdrátt á yfirstandandi ári, 9% á næsta ári og um 23% aukningu árið 2007. Nú er gert ráð fyrir enn meiri samdrætti fjármunamyndunar hins opinbera í ár og árið 2006 og nokkru meiri vexti árið 2007. Hér er þó rétt að árétta að fjárfesting hins opinbera vegur ekki mjög þungt í heildarfjármunamyndun. Breyting í opinberri fjárfestingu um nokkrar prósentur felur því ekki í sér mikla breytingu á heildarfjárfestingu.

Í spánni er byggt á fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2006, en í því er gert ráð fyrir tæplega 20% samdrætti fjárfestingar ríkisins, bæði í ár og árið 2006. Einnig er spáð 5% samdrætti fjármunamyndunar sveitarfélaga á yfirstandandi ári og tæplega 12% samdrætti á því næsta. Þótt heldur óvanalegt sé að fjárfesting dragist verulega saman á því ári sem sveitarstjórnarkosningar fara fram er vöxturinn gjarnan mestur árið fyrir kosningar.

Spá Seðlabankans fyrir árið 2007 byggist að nokkru leyti á nýrri langtímaáætlun fjármálaráðuneytisins. Í henni er gert ráð fyrir að fjárfesting ríkisins árið 2007 aukist um u.þ.b. 90%. Fjármálaráðuneytið gerir ráð fyrir að fjárfesting sveitarfélaga dragist saman um 21% á árinu 2007. Samkvæmt því yrði fjárfesting sveitarfélaga hin lægsta í 25 ár miðað við hlutfall af landsframleiðslu. Spá Seðlabankans gerir hins vegar ráð fyrir um 13% samdrætti.

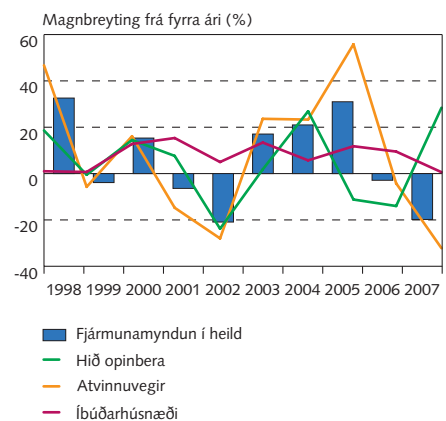
Misvísandi vísbendingar um fjárfestingu í íbúðarhúsnæði

Í september spáði Seðlabankinn að fjárfesting í íbúðarhúsnæði ykist um 12% í ár og um 10% á því næsta. Á árinu 2007 gerir bankinn ráð fyrir að fjárfesting í íbúðarhúsnæði standi u.þ.b. í stað frá fyrra ári.

Vextir íbúðaveðlána hafa hækkað frá því að lokið var við endurskoðaða spá en það hefur þó ekki teljandi áhrif þar sem hækkunin er í takt við þróun verðtryggðra vaxta í spánni. Aðrar vísbendingar um íbúðarfjárfestingu hafa í raun lítið breyst frá því í september og því eru litlar breytingar á spá bankans um fjárfestingu í íbúðarhúsnæði. Þessar vísbendingar eru hins vegar, eins og í september, nokkuð misvísandi. Áætla má út frá fjölda byggingarleyfa að magnaukningin hafi verið 16% á síðasta ári og verði 22% á þessu ári. Tölur frá Fasteignamati ríkisins segja svipaða sögu fyrir árið 2004 en samkvæmt þeim voru tæplega 18-20% fleiri fasteignir byggðar á árinu 2004 en á árinu 2003. Tölur frá Hagstofunni gefa aðeins aðra mynd en samkvæmt

Mynd IV-6

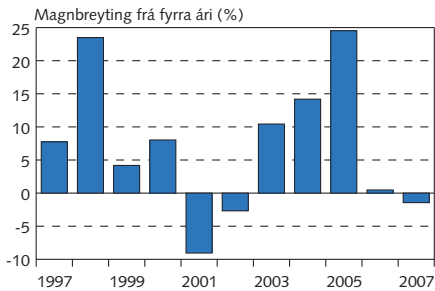
Vöxtur fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 1998-2007¹



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

Mynd IV-7

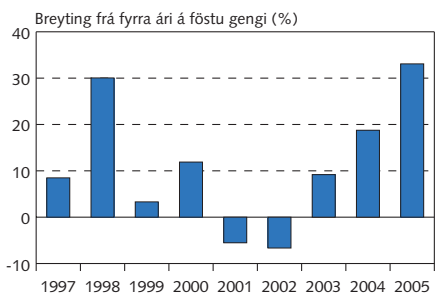
Vöxtur innflutnings 1997-2007¹



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

Mynd IV-8

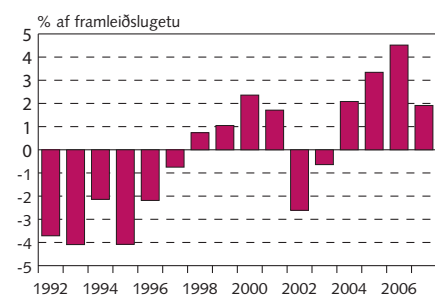
Vöruinnflutningur fyrstu níu mánuði ársins 1997-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-9

Framleiðsluspenna/framleiðsluslaki 1992-2007¹



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

þeim jókst fjárfesting í íbúðarhúsnæði á síðasta ári aðeins um 5,7%. Mikil hækkun íbúðarhúsnæðisverðs undanfarið ár bendir til þess að mikill uppgangur sé í greininni en á móti vegur að skortur er á sérhæfðu starfsfólki í byggingariðnaði.

Innflutningur

Flest bendir til að vöxtur innflutnings verði meiri en gert var ráð fyrir í september. Í uppfærðri spá er gert ráð fyrir að innflutningur aukist um 24½% frá fyrra ári en í september var spáð 23% vexti milli ára. Aukinn vöxt má rekja til hærra raungengis annars vegar og aukins vaxtar einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar frá því sem gert var ráð fyrir í síðustu spá hins vegar. Á fyrstu þremur fjórðungum þessa árs jókst magn innfluttrar vöru um 22,9% frá sama tíma í fyrra. Þar af jókst magn neysluvöru um 27,4%, magn fjárfestingarvöru um 38% og magn rekstrarvöru um 11,4%.

Á næsta ári er gert ráð fyrir ½% vexti innflutnings sem er aðeins meiri vöxtur en í septemberspánni og skýrist frávikid einkum af sterkara raungengi. Á árinu 2007 er gert ráð fyrir að innflutningur dragist saman um tæpt 1½% frá fyrra ári sem rekja má til þess að gert er ráð fyrir að þjóðarútgjöld dragist saman. Þetta er meiri samdráttur en spáð var í september.

Hagvöxtur og framleiðsluspenna

Samkvæmt ofangreindu eru horfur á minni hagvexti öll árin 2005 til 2007 en spáð var í september. Enn er þó spáð mjög miklum vexti öll árin. Minni hagvöxtur skýrist einkum af herra raungengi en miðað var við í september sem leiðir til enn neikvæðara framlags utanríkisviðskipta til hagvaxtar á þessu og næsta ári, þ.e.a.s. innlendri eftirspurn er í auknum mæli beint út úr þjóðarþúskapnum. Spá um vöxt þjóðarútgjalda árin 2005 til 2006 er hins vegar nær óbreytt frá septemberspánni. Árið 2007 er spáð nokkru meiri samdrætti þjóðarútgjalda en áður. Á því ári verða þáttaskil þegar útflutningur tekur við af innlendri eftirspurn sem megindrífkraftur hagvaxtar.

Breytingar á hagvaxtarhorfum hafa áhrif á mat á framleiðsluspennu. Nú er gert ráð fyrir heldur minni framleiðsluspennu en í septemberspánni, einkum á árunum 2006 og 2007. Í september var áætlað að jákvæð framleiðsluspenna, þ.e.a.s. framleiðsla umfram langtímaframleiðslugetu, yrði tæplega 5% á næsta ári og næstum 3% á árinu 2007. Nú er hins vegar áætlað að framleiðsluspennan verði tæplega 3½% í ár, 4½% á næsta ári og tæp 2% árið 2007. Áfram er því gert ráð fyrir mikilli framleiðsluspennu á spátímabilinu. Ástæða er til að áréttu að mat á henni er háð mikilli óvissu, einkum síðustu mælingarnar, en það eru einmitt þær sem mestu skipta um mat á framtíðarþróun.

V Fjármál hins opinbera

Tekjuhorfur ríkissjóðs á árinu hafa enn batnað. Skatttekjur hafa verið miklar síðan síðustu *Peningamál* komu út í lok september og horfur eru á að álagning tekjuskatts á fyrirtæki verði meiri en nokkru sinni. Vegna þess gætu tekjur ríkissjóðs orðið 7-10 ma.kr. meiri en gert var ráð fyrir í frumvarpi til fjárukalaga 2005. Afkoma sveitarfélaga árið 2005 er talin svipuð og við útgáfu síðustu *Peningamála*, en sveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs og hins opinbera í heild er talin betri. Það stafar að mestu af því að tekjuskattar fyrirtækja reyndust vanmetnir í síðustu *Peningamálum*.

Frumvarp til fjárukalaga: einkavæðing Símans og stóraukning annarra tekna

Frumvarp til fjárukalaga var lagt fram í byrjun október. Tekjuáætlun ársins 2005 var hækkuð úr 306 ma.kr. í 328 ma.kr., ef sleppt er tekjum af sölu Símans og tengdum liðum. Gjaldaáætlun var sömuleiðis hækkuð úr 296 ma.kr. í 305 ma.kr. að kostnaði af sölu Símans og óreglulegum liðum slepptum. Sala Símans hækkar svo tekjur um 57½ ma.kr. í formi söluhagnaðar og tæplega 5 ma.kr. sem teknir voru út með auknum arðgreiðslum í apríl með tilvísun til einkavæðingaráforma.⁷

Samkvæmt frumvarpi til fjárukalaga verða skatttekjur án liða sem tengjast einkavæðingu Símans 301 ma.kr. í ár, samanborið við 281 ma.kr. í fjárlögum. Þyngst í viðbótinni vega meiri tekjur af óbeinum sköttum, stimpilgjöldum og fjármagnstekjuskatti en reiknað var með í fjárlögum. Tekjur af tekjusköttum einstaklinga aukast um 1 ma.kr. Áætlaðir tekjuskattar fyrirtækja voru svo hækkaðir um 7 ma.kr. við aðra umræðu fjárukalaga. Þessi aukning skatttekna endurspeglar mikil umsvif á þessu ári og góða afkomu fyrirtækja á árinu 2004.

Útgjöld hækka um 9 ma.kr. frá fjárlögum samkvæmt frumvarpi til fjárukalaga, að slepptum liðum sem tengjast sölu Símans. Án óreglulegra liða og vaxta, sem erfitt er að ráða við, hækka útgjöld um rúmlega 6 ma.kr. eða um 2% frá fjárlögum til fjárukafrumvarps. Þetta felur í sér að raunútgjöld þessa árs verða samkvæmt fjárukafrumvarpi 2,9% hærrí en árið 2004. Markmið fjárlaga var 2,3%.

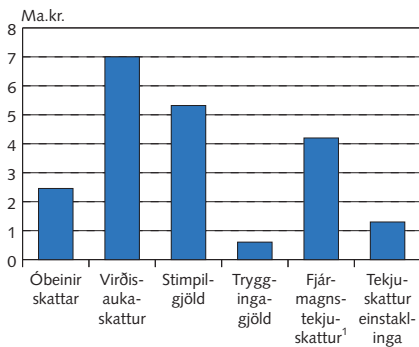
Áætlun Seðlabankans fyrir þetta ár endurskoðuð í ljósi nýrra upplýsinga

Miðað við þjóðhagsspá Seðlabankans verða tekjur ríkissjóðs rúmlega 10 ma.kr. meiri en í frumvarpi til fjárukalaga. Það stafar þó að mestu af auknum tekjum af sköttum á lögaðila.

Með hliðsjón af upplýsingum í frumvarpi til fjárukalaga, eru horfur á að samneysla ríkis og almannatrygginga vaxi heldur minna en gengið var út frá í septemberhefti *Peningamála* og fjárfesting dragist talsvert meira saman. Nú er gert ráð fyrir að heildarútgjöld hækki um 5% að nafnvirði milli árana 2004 og 2005, en í fyrri áætlun var hækkunin 7%.

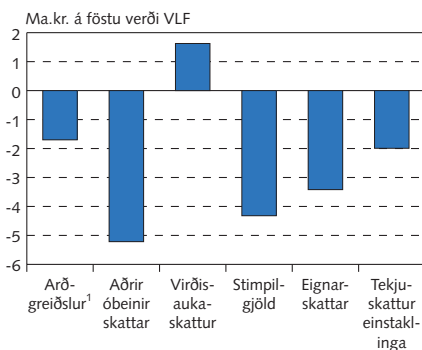
7. Auk þess er fjármagnstekjuskattur ríkissjóðs til sjálfs sín færður bæði til tekna og gjalda. Loks er bókfært virði Símans fært sem fjárinnstreymi fremur en tekjur, en það hefur þó ekki áhrif á lánsjárangang ríkissjóðs.

Mynd V-1
Viðbótartekjur í fjárlagafrumvarpi 2005¹



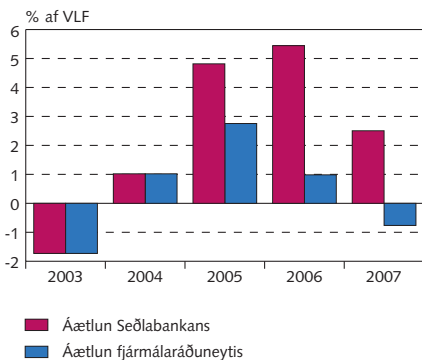
1. Án liða sem tengjast sölu Símans.
Heimild: Frumvarp til fjárlagala 2005.

Mynd V-2
Tekjulækkarnir í fjárlagafrumvarpi 2006



1. Án sölutengds Símaarðs 2005.
Heimild: Frumvarp til fjárlaga 2006.

Mynd V-3
Afkoma ríkissjóðs 2003-2007
Þjóðhagsreikningaleg framsetning



Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

Varfærin tekjuspá fjárlagafrumvarps fyrir árið 2006 ...

Í fjárlagafrumvarpi og áætlunum fyrir árið 2006 gæti áhrifa lækkunar tekjuskatts einstaklinga og afnáms eignarskatta. Áætlað er að tekjur af óbeinum sköttum lækki um 2% að raunvirði og regluleg útgjöld um 1%. Til viðbótar er ljóst að framlag ríkisstjórnarinnar við endurskoðun launaliðar kjarasamninga munu kosta ríkið ríflega 1½ ma.kr. á næsta ári og talsvert meira þegar fyrirhugaðar breytingar á atvinnuleysisbótum koma til framkvæmda, sérstaklega ef atvinnuleysi eykst að ráði.

Gert er ráð fyrir að tekjur ríkissjóðs á föstu verði lækki um því sem næst 15 ma.kr. milli ára og að hlutfall skatta af landsframleiðslu lækki úr 31% í 28½%. Skattalækkarnir ársins kosta u.þ.b. 10 ma.kr. Minni tekjur af óbeinum sköttum valda ríkissjóði ívið meiri tekjumissi og gert er ráð fyrir að tekjur af stimpilgjöldum lækki um 4 ma.kr. þegar dregur úr endurfjármögnun lána og spennu á húsnæðismarkaði. Á móti koma auknar tekjur vegna vaxtar framleiðslu og launatekna.

Gert er ráð fyrir að útgjöld ríkisins staðvirt með verðvístölu landsframleiðslu lækki um 12 ma.kr. en það er nær einvörðungu vegna óreglulegra liða og vaxta. Að öðru leyti vega tiltölulega hóflegar hækkarnir vegna menntamála upp samdrátt í framkvæmdum. Gjöld án vaxta og óreglulegra liða (lífeyrisskuldbindinga, afskrifta tekna og útgjalda tengdum eignasölu) eiga nánast að standa í stað að raunvirði, ef staðvirt er með verðlagi landsframleiðslu, samanborið við 3,5% meðalhækkun árin 1991-2004. Vegna mikils hagvaxtar lækkar hlutfall reglulegra ríkisútgjalda af landsframleiðslu um tæplega 1½ prósentu.

... en tekjur ríkissjóðs á næsta ári verða meiri miðað við þjóðhagsspá Seðlabankans

Framreikningur byggður á þjóðhagsspá Seðlabankans leiðir til talsvert hærra mats á tekjum ríkissjóðs á næsta ári, en fram kemur í fjárlagafrumvarpinu: 1½% hækkun á föstu verði samanborið við næstum 4½% samdrátt samkvæmt fjárlagafrumvarpinu. Munurinn skýrist að mestu af ólíkri þjóðhagsspá Seðlabankans og fjármálaráðuneytisins. Samkvæmt spá bankans vaxa tekjur heimilanna og landsframleiðsla mun meira en gert er ráð fyrir í spá fjármálaráðuneytisins. Fjármálaráðuneytið gerir auk þess ráð fyrir sérstakri lækkun tekna af stimpilgjaldi og innflutningsgjöldum en Seðlabankinn ekki. Fyrir þessum sérstöku lækkunum má færa rök en þau eiga síður við þegar búist er við miklum hagvexti og gert er ráð fyrir óbreyttu gengi og vöxtum eins og í spá Seðlabankans.

Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu er stefnt að því að raunútgjöld án óreglulegra liða og vaxta standi nánast í stað. Það er metnaðarfullt markmið, miðað við að slík útgjöld hafa hækkað um minnst 2% á ári umfram verðlag allt frá árinu 1998 og að útgjaldaþrýstingur er nú talsverður. Engu að síður er gengið út frá útgjaldaáætlun fjárlagafrumvarpsins í spá Seðlabankans að viðbættum fyrirsjáanlegum útgjöldum vegna kjarasamninga.

Miðað við þjóðhagsspá Seðlabankans, og að vöxtur fyrirtækjaskatta í ár gangi einungis að hálfu leyti til baka árið 2006, verður afkoma ríkissjóðs árið 2006 mun betri en samkvæmt fjárlagafrumvarpinu. Vöxtur tekna verður 6½ prósentum meiri en samkvæmt

fjárlagafrumvarpinu en útgjaldavöxtur hinn sami, þ.e. 1% samdráttur á föstu verði landsframleiðslu. Afkoman batnar því um 13 ma.kr. milli ára miðað við þjóðhagsspá bankans, en versnar um 11 ma.kr. samkvæmt fjárlagafrumvarpinu, hvort tveggja án áhrifa af sölu Símans og annarra óreglulegra liða.

Frekari skattalækkun og stóraukning framkvæmda árið 2007

Á árinu 2007 lækka skattar álíka mikið og árið 2006. Tekjuskattshlutfall einstaklinga lækkar úr 23,75% í 21,75% af skattstofni. Áætlað er að lækkunin kosti ríkissjóð væntanlega 11-12 ma.kr. Skattstofninn hækkar á móti og áætlað fjármálaráðuneytið að tekjur af beinum sköttum lækki um 7 ma.kr. á verðlagi ársins 2006. Á gjaldahlið vex fjárfesting ríkisins um ríflega 10 ma.kr. Aukin fjárfesting fyrir söluandvirði Símans bætist næstum að fullu við þá fjárfestingu sem gert var ráð fyrir í langtímaáætlun haustið 2004. Sömuleiðis er áætlað að tilfærsluútgjöld muni aukast verulega vegna meira atvinnuleysis, hækkunar barnabóta og efnda loforða sem gefin voru við endurskoðun launaliðar kjarasamninga í nóvember. Í frumvarpi til fjárfestinga, sem lagt var fram áður en loforðin vegna kjarasamninga voru gefin, var gert ráð fyrir að 14 ma.kr. afgangur árið 2006 snerist í 10 ma.kr. halla árið 2007.

Þegar miðað er við þjóðhagsspá Seðlabankans verður áætlaður útgjaldaauki nokkru minni en í fjárlagafrumvarpinu ekki síst vegna lægri skulda og minni vaxtagreiðslna. Samkvæmt spám og áætlunum Seðlabankans vex framleiðsla áfram af nokkrum krafti, launatekjur hækka verulega og rauntekjur ríkisins af óbeinum sköttum haldast í meginatriðum óbreyttar. Hins vegar minnkar afgangur ríkissjóðs verulega sökum minni beinna skatta og meiri útgjalda. Miðað við þjóðhagsspá Seðlabankans verður hann á bilinu 20-30 ma.kr., og álíka mikill og gert var ráð fyrir í síðustu útgáfu *Peningamála*.

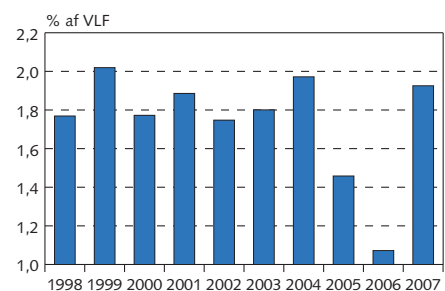
Dregur úr hallarekstri sveitarfélaga

Litlar breytingar hafa orðið á horfum í fjármálum sveitarfélaga, enda hafði Hagstofa Íslands birt bráðabirgðatölur fyrir árið 2004 þegar septemberhefti *Peningamála* kom út. Áætlun Seðlabankans um fjármál sveitarfélaga er því lítið breytt nema vegna breytinga á þjóðhagsspánni. Áfram er gert ráð fyrir að tekjur hækki umfram vöxt landsframleiðslu vegna herra fasteignaverðs og aukinna framlaga úr Jöfnunarsjóði sveitarfélaga.

Áætlaður vöxtur samneyslu sveitarfélaganna er óbreyttur frá síðasta hefti *Peningamála*. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands sýna að vöxturinn árin 2003 og 2004 hafi verið nokkru minni en áætlað var, en upplýsingar um sveitarfélögin á árinu 2005 eru enn takmarkaðar. Tölur um afkomu sveitarfélaga koma seint og geta verið tvíræðar, enda mikill munur á reikningsstöðlum sveitarfélaganna og þjóðhagsreikninga. Þannig stóðu rekstrargjöld sveitarfélaga í stað í krónum talið milli áruna 2003 og 2004, samkvæmt uppgjöri sem nýlega var birt í *Árbók sveitarfélaga*, en samkvæmt áætlunum Hagstofu Íslands hækkuðu þau um 7%.

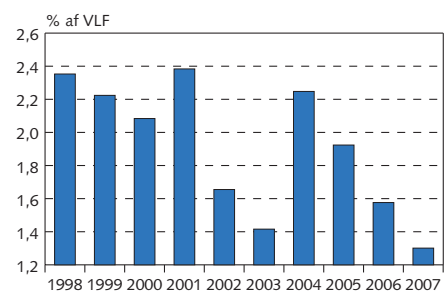
Áætlað er að útgjöld til fjárfestingar lækki um 5% á þessu ári, 10% á því næsta og um 13% árið 2007, þótt óvenjulegt sé að fjármunamyndun dragist saman árið fyrir kosningar. Miðað við áætlunina

Mynd V-4
Fjármunamyndun ríkissjóðs 1998-2007¹



1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5
Fjármunamyndun sveitarfélaga 1998-2007¹

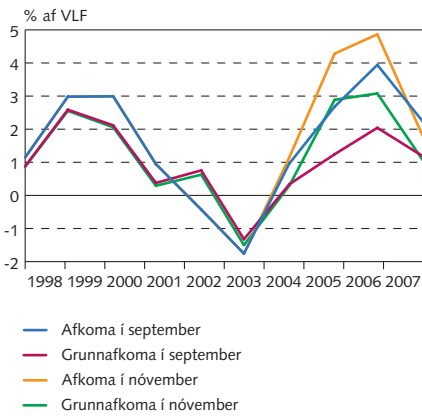


1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6

Afkoma og grunnafkoma ríkissjóðs¹

September- og nóvembermat



1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

verða fjárfestingarútgjöld sveitarfélaganna árið 2007 hin minnstu í 25 ár m.v. landsframleiðslu. Það gæti þó skýrst af nýjum kostum á fasteignaleigu sem sveitarfélögunum standa nú til boða.

Miðað við framangreindar áætlanir vaxa tekjur sveitarfélaga örlitlu hraðar en landsframleiðsla en útgjöld um 2-3 prósentum hægar. Að því gefnu ætti afkoma sveitarfélaga að batna úr 10 ma.kr. halla árið 2004, eða 1% af landsframleiðslu, og jöfnuður að nást árið 2007.

Grunnafkoma ríkissjóðs óbreytt frá septembermati nema vegna vanspár á fyrirtækjasköttum

Áætluð sveifluleiðrétt afkoma ríkisins í ár og á næsta ári er nokkru betri en talið var í september ef beitt er hefðbundnum aðferðum við sveifluleiðréttingu. Þetta stafar að mestu af betri horfum um heildarafkomu. Framleiðsluspenna í ár og næstu tvö ár er einungis örlitlu minni en í septemberhefti *Peningamála*, en áætluð afkoma ríkissjóðs 2005-2006 hefur batnað. Sveifluleiðrétt afkoma eða grunnafkoma er í aðalatriðum afkoma að frádregnum leiðréttingarlið sem er hlutfallslegur við framleiðsluspennu. Hún batnar því örlítið meira frá fyrra mati en afkoma ríkissjóðs. Afkomuhorfur árið 2007 eru hins vegar heldur lakari en talið var í september, eins og sést á mynd V-6.

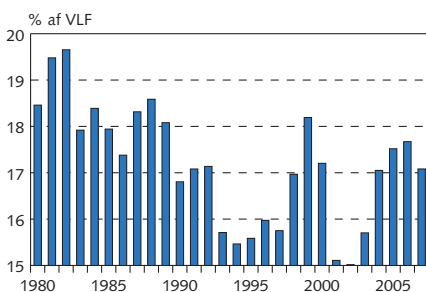
Þegar rætt er um opinber fjármál á þenslutímum af sjónarhóli peningastefnunnar, skiptir mestu að meta hvort framlag opinberra fjármála til mótvægis hagsveiflu er hæfilegt. Auk þess er vert að athuga hvort áætlanir um afkomu ríkisins eru byggðar á traustum grunni þar sem góðæri getur stundum falið veilur í stöðu ríkisfjármála. Afkomuáætlanir í spá Seðlabankans byggjast meðal annars á því að hlutfall óbeinna skatta af landsframleiðslu hækki að meðaltali um u.þ.b. 0,13 prósentur þegar framleiðsluspenna eykst um prósentu af landsframleiðslu. Það svarar til þess að tekjur af óbeinum sköttum væru um 3 ma.kr. minni ef framleiðsluspenna ársins 2007 yrði engin í staðinn fyrir tæplega 2%, eins og í þjóðhagsspá Seðlabankans.

Mynd V-7 sýnir tekjur ríkissjóðs af óbeinum sköttum sem hlutfall af landsframleiðslu. Hún sýnir lækkandi hlutfall til lengri tíma, en jafnframt töluverða hækkun í hagsveiflutoppunum árin 1982, 1987, 2000 og 2006. Í myndinni má greina vísbendingar um að sveiflunæmi óbeinna skatta sé meira en sem nemur þessum 0,13. Frá árinu 2002 til ársins 2004 óx framleiðsluspenna t.d. um 4,7 prósentur og hlutfall óbeinna skatta af landsframleiðslu hækkaði um 2 prósentur. Hlutfall slíkra breytinga úr einni uppsveiflu er að sjálfsgöðu ekki tryggur mælikvarði á aðrar sveiflur á öðrum tíma. Ef það er engu að síður notað sem mælikvarði á sveiflunæmi óbeinna skatta, verður það 0,43 í stað 0,13. Samkvæmt því mætti búast við u.þ.b. 10 ma.kr. tekjutapi hjá ríkissjóði ef framleiðsluspenna ársins 2007 yrði engin í stað tæplega 2% af landsframleiðslu.

Önnur ástæða góðrar afkomu í hagsveiflutoppum er að hlutfall launa af landsframleiðslu er að jafnaði þegar hagsveiflan nær hámarki (sjá t.d. rammagrein 1 í *Peningamálum* 2001/4, bls. 6-7) og að jafnframt hefur verið tilhneiging til að breyta skattleysismörkum minna en nemur launabreytingum. Ef þessi tilhneiging er veikari á samdráttartímum þá er greiddur skattur af tiltölulega lægra hlutfalli af heildarlaunum við slíkar aðstæður. Skatttekjur minnka þá tiltölulega meira en

Mynd V-7

Tekjur ríkissjóðs af óbeinum sköttum 1980-2007¹



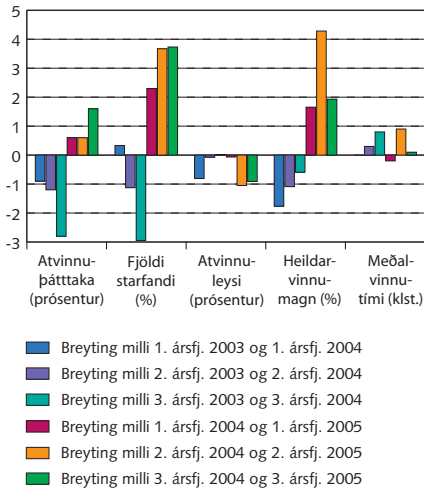
1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

heildarlaun. Lausleg athugun á skattakerfinu bendir til þess að áhrifin á skatttekjur lækki um u.þ.b. 1,8 sinnum áhrifin á stofn tekjuskatts. Í þeim stofni veða laun 83% og hafa mikil áhrif á þróun annarra liða.

Varlega áætlað gæti hlutfall launa af landsframleiðslu lækkað um 1 prósentu ef 2% framleiðsluspenna á árinu 2007 hyrfi. Samkvæmt skattframtölum árið 2004 nema launatekjur u.þ.b. helmingi landsframleiðslu. Ef framleiðsluspennan hyrfi og þetta hlutfall yrði prósentu lægra árið 2007 en nú er útlit fyrir, án þess að gerðar yrðu sérstakar breytingar á skattleysismörkum, myndi það lækka tekjur ríkissjóðs af tekjuskatti um því sem næst 3½%, eða um 2-3 ma.kr.

Samkvæmt ofangreindu gætu sveiflunæmi launahlutfallsins og aukið hagsveiflunæmi óbeinna skatta haft í för með sér 12-13 ma.kr. tekjutap fyrir ríkissjóð ef þjóðarbúskapurinn hyrfi aftur til eðlilegra efnahagsskilyrða árið 2007. Engu að síður stæði eftir u.þ.b. 10 ma.kr. afgangur á ríkissjóði. Þótt reikningsaðferðir séu ólíkar er það svipuð niðurstaða og fæst með hefðbundinni sveifluleiðréttingu, sem sýnd er á mynd V-6. Rétt er hins vegar að ítreka að varhugavert er að draga sterkar ályktanir af spám fyrir árið 2007 sem byggjast á forsendum um óbreytta vexti og gengi. Enn varasamara er að treysta um of á hlutfallslegar breytingar úr einni uppsveiflu. Raunveruleg niðurstaða verður nær örugglega önnur en þessir útreikningar gefa til kynna. Þeir benda þó til þess að staða ríkisfjármála sé nokkuð sterk, þótt æskilegt væri að framlag þeirra til að draga úr eftirspurn og spennu í þjóðarbúskapnum væri meira.

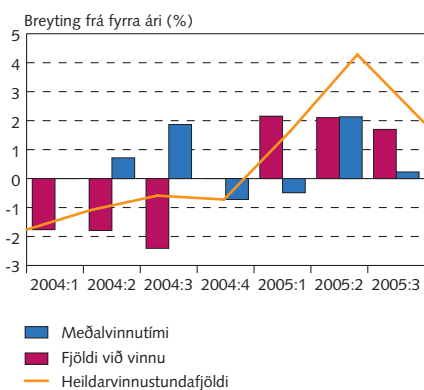
Mynd VI-1
Breytingar á vinnuafli 2003-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-2
Framlag breytinga á meðalvinnutíma og fjölda við vinnu til breytingar á heildarvinnustundafjölda

1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

VI Vinnumarkaður og launaþróun

Launakostnaður meiri en gert var ráð fyrir í september

Í september tók að draga úr árstíðarleiðréttu atvinnuleysi á ný, en það hafði nánast staðið í stað frá marsmánuði. Atvinnuleysi minnkaði enn í október og var 1,6% að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands fyrir þriðja ársfjórðung sýna aukna vinnuafslnotkun í takt við væntingar, fyrst og fremst vegna fjölgunar starfandi fólks. Í síðustu spá var gert ráð fyrir auknu launaskriði þar sem umframeftirspurn eftir vinnuafli væri mikil og erfiðara að mæta henni með innflutningi vinnuafsl en áður. Launaskriði í lok sumars hefur hins vegar verið meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Niðurstaða aðila vinnumarkaðarins við endurskoðun kjarasamninga 15. nóvember sl. var að greidd verði eingreiðsla í desember 2005 sem jafngildir u.þ.b. 0,65% viðbótarhækkun launa í þrettán mánuði frá desember 2005 og að laun hækki samsvarandi í ársbyrjun 2007 umfram það sem áður var samið um. Launakostnaður á næstu árum eykst því nokkuð frá því sem áður var gert ráð fyrir.

Vinnuafslnotkun eykst enn á þriðja ársfjórðungi

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands jókst vinnuafslnotkun enn á þriðja fjórðungi ársins miðað við sama tíma í fyrra. Ólíkt því sem einkenndi annan fjórðung ársins skýrist aukin vinnuafslnotkun nánast algerlega af fjölgun starfandi fólks, en meðalvinnutími var nær óbreyttur. Vinnustundum fjölgaði því sem nemur fjölgun fólks við vinnu í viðmiðunarvikunni eða um 1,7%, nokkru hægar en á öðrum ársfjórðungi.⁸ Eins og undangengna tvo ársfjórðunga skýrist fjölgun starfandi að mestu af fjölgun í yngsta og elsta aldurshópnum (70%) en þó ekki í jafn miklum mæli og á fyrri helmingi ársins (90%). Atvinnuþátttaka jókst um 1,6 prósentur milli ára á þriðja fjórðungi ársins, var 83,1%, sem er töluvert meiri aukning en á fyrri hluta ársins.

Fjölgun starfa hjá vinnumiðlunum bendir til þess að umframeftirspurn eftir vinnuafli sé enn fyrir hendi og að henni verði aðeins að litlu leyti mætt innanlands.⁹ Á tímabilinu ágúst til október voru laus störf hjá vinnumiðlunum tvöfalt fleiri en á sama tíma í fyrra. Útgáfa nýrra atvinnuleyfa tók kipp í haustbyrjun vegna nýráðninga við byggingu álvers á Reyðarfirði. Jókst útgáfa nýrra atvinnuleyfa um tæplega 850 í september en í október var fjölgunin nokkru minni eða rúmlega 400 sem er þó töluvert fleiri atvinnuleyfi en að meðaltali á tímabilinu janúar til ágúst (250).

Niðurstöður könnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins fyrir Seðlabanka Íslands, fjármálaráðuneyti og Samtök atvinnulífsins sýna að svipaður fjöldi atvinnurekenda vill fjölga starfsfólki á

8. Í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar eru upplýsingar um fjölda þeirra sem voru við vinnu í viðmiðunarvikunni og vinnutíma þeirra. Einnig eru upplýsingar um fjölda starfandi sem telur auk þeirra sem eru við vinnu þá sem hafa ráðningarsamning en eru tímabundið frá vinnu (t.d. veikir eða í frii). Einnig eru upplýsingar um venjulegan vinnutíma þessa fólks. Heildarvinnustundir eru margfeldi fjölda fólks við vinnu í viðmiðunarvikunni og vinnutíma þeirra.

9. Sjá þó umfjöllun um laus störf í grein Rannveigar Sigurðardóttur „Ráðgátur á vinnumarkaði“, *Peningamál* 2005/1, bls. 87-97.

næstu sex mánuðum og í sambærilegri könnun í febrúar, eða 38,5%. Hins vegar telja mun fleiri fyrirtæki að starfsmönnun muni fækka, rúmlega 15% nú en tæplega 9% í febrúar. Töluverður munur er á viðhorfum atvinnurekenda eftir atvinnugreinum, sem endurspeglar líklega mismunandi afkomu. Mestur vilji til fjölgunar er í sérhæfðri þjónustu (67%) og í fjármála- og tryggingastarfsemi (46%), en tæplega 50% fyrirtækja í sjávarútvegi vilja fækka starfsmönnum.

Atvinnuleysi í takt við septemberspá

Eftir að hafa nánast staðið í stað frá því í mars, minnkaði árstíðarleiddrétt atvinnuleysi í september og hélt sú þróun áfram í október. Atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðarsveiflu var 1,6% í október. Skráð atvinnuleysi var þá 1,4% og hafði lækkað um 1½ prósentu frá sama mánuði í fyrra og hefur ekki mælst jafn lágt frá því í október 2001. Það sem af er ári hefur skráð atvinnuleysi verið 2,2%, sem er í samræmi við septemberspá Seðlabankans um 2% atvinnuleysi í ár. Áfram er spáð að atvinnuleysi verði rétt undir 2% á næsta ári og að það aukist heldur á árinu 2007 og verði tæplega 2½%.

Launaskrið meira í sumarlok en gert var ráð fyrir í september...

Launaprýstingur á almennum vinnumarkaði virðist hafa færst í aukana í sumarlok. Laun á almennum vinnumarkaði voru 6,1% hærri á þriðja fjórðungi ársins miðað við sama tíma árið 2004 samkvæmt launavísitölu Hagstofu Íslands. Á sama tíma hækkaði vísitala neysluverðs um 4% og hafði kaupmáttur launa því aukist um 2%. Ársbreyting launa á almennum vinnumarkaði á þriðja ársfjórðungi var að visu minni en á fyrsta og öðrum ársfjórðungi en þá gætti í meira mæli áhrifa umsaminna launabreytinga beggja áruna 2004 og 2005.

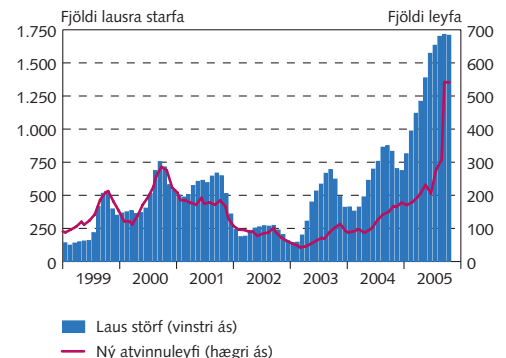
Tölur byggðar á aðferðum Kjararannsóknarnefndar fyrir nokkrar atvinnugreinar og helstu starfsstéttir á almennum vinnumarkaði sýna nokkuð mismunandi ársbreytingar launa á þriðja ársfjórðungi. Að teknu tilliti til tímasetningar kjarasamninga virðist launaskrið ekki til staðar í matvæla- og drykkjarvöruiðnaði. Samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallup telur tæplega fjórðungur fyrirtækja í sjávarútvegi að laun hjá þeim muni lækka á árinu og tæplega fimmtungur að laun eigi eftir að lækka á næstu sex mánuðum.¹⁰ Launabreytingar umfram samningsbundnar hækkanir virðast hins vegar vera til staðar í bygginga- og mannvirkjagerð þótt þær séu litlar í sögulegu ljósi. Nokkurt launaskrið virðist einnig hafa orðið í verslun og viðgerðarþjónustu. Miðað við vaxandi umframeftirspurn eftir vinnuafli, sérstaklega í þjónustugreinum, sem ekki verður mætt með innflutningi vinnuafis í sama mæli og verið hefur í bygginga- og mannvirkjagerð má gera ráð fyrir að launabreytingar umfram forsendur kjarasamninga færist í aukana á næstu mánuðum.

... og endurskoðun kjarasamninga eykur launakostnað á næsta ári

Niðurstæða endurskoðunar kjarasamninga á almennum markaði 15. nóvember sl. var að greidd yrði 26.000 króna eingreiðsla í desember næstkomandi. Jafngildir hún u.þ.b. 0,65% viðbótarhækkun launa í

Mynd VI-3

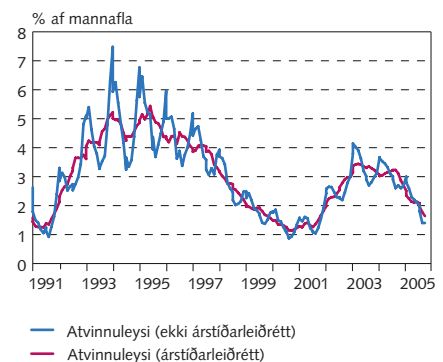
Fjöldi lausra starfa hjá vinnumiðlunum og nýrra atvinnuleyfa 1999-2005¹



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

Mynd VI-4

Atvinnuleysi janúar 1991 - október 2005



Heimildir: Vinnuálfstofnun, Seðlabanki Íslands.

10. Það endurspeglar líklega að einhverju leyti áhrif hlutaskiptakerfisins á laun sjómanna.

þrettán mánuði frá þeim tíma. Verði kjarasamningum ekki sagt upp við seinni endurskoðun þeirra í nóvember árið 2006 hækka laun í ársbyrjun 2007 um 0,65% umfram 2,25% sem samið var um í upphafi árið 2004.

Því er nú gert ráð fyrir heldur meiri vexti launakostnaðar en í síðustu spá Seðlabankans eða 6,6% í ár í stað 6,1% og 7,2% á næsta ári í stað 6,4%. Gert er ráð fyrir svipaðri aukningu launakostnaðar á árinu 2007 og áður eða 5,5%.

Miðað við spá bankans um þróun framleiðni vinnuafis felur þetta í sér að launakostnaður á framleidda einingu eykst um rúmlega 5½% á þessu ári, um 5,8% á því næsta og um tæplega 4½% árið 2007. Þetta er töluvert meiri hækkun en samrýmist 2,5% verðbólguþyngingumarkmiði bankans til lengri tíma og felur því í sér vaxandi undirliggjandi verðbólguþrygting á innlendum vinnumarkaði.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptahallinn í ár gæti orðið enn meiri en spáð var í september

Í september spáði Seðlabankinn að viðskiptahalli á þessu ári yrði rúmlega 14% af landsframleiðslu sem er svipaður halli og á fyrri helmingi ársins. Nú virðist stefna í að hallinn verði heldur meiri. Frávikið frá septemberspánni skýrist annars vegar af óhagstæðum vöruviðskiptum undanfarna mánuði og hins vegar af enn frekari styrkingu gengis krónunnar. Haldist raungengi áfram jafn hátt og gert er ráð fyrir í spánni mun það draga úr útflutningi og örva innflutning. Nú er spáð að viðskiptahallinn í ár verði u.þ.b. 15½% af landsframleiðslu. Á næstu tveimur árum dregur úr hallanum og verður hann kominn í tæplega 7% árið 2007. Áætlað er að tæplega helming halla þessa árs og næsta árs megi rekja beint og óbeint til innflutnings tengds stóriðjuframkvæmdum en einungis um þriðjung halla ársins 2007. Hafa verður í huga að í spánni er gert ráð fyrir óbreyttum vöxtum og gengi. Í ljósi þess að raungengi krónunnar er um þessar mundir með því hæsta sem það hefur orðið um áratuga skeið verður að telja ólíklegt að þessar forsendur haldi.

Vöruskiptahalli aldrei verið meiri en í ár

Halli á vöruviðskiptum við útlönd nam tæplega 72 ma.kr. fyrstu níu mánuði ársins. Tæplega helmingur hallans á því tímabili féll til á þriðja fjórðungi ársins. Lauslega áætlað gæti halli á vöruviðskiptum fyrstu níu mánuði ársins hafa numið u.þ.b. 10% af landsframleiðslu. Flest bendir til þess að mjög mikill halli verði einnig á síðasta fjórðungi ársins, enda fjárfesting í áliðju og orkuverum í algleymingi, flugvéla kaup fyrir sjáanleg og engin merki um að farið sé að draga marktækt úr vexti innfluttrar neysluvöru. Að auki hefur gengi krónunnar styrkst verulega sem ýtir enn frekar undir hallann næstu mánuði. Því má áætla að vöruskiptahallinn muni nema meira en 100 ma.kr. á árinu sem er met.

Jöfnuður þjónustuviðskipta jafnan jákvæður á þriðja fjórðungi ársins

Á móti auknum halla á vöruviðskiptum vegur að árstíðarbundin sveifla er í þjónustujöfnuði á þann veg að jafnan er nokkur afgangur á þriðja fjórðungi ársins. Ætla má að þessi árstíðarsveifla haldi sér, enda er í spánni gert ráð fyrir töluvert meiri þjónustuútflutningi á síðari helmingi þessa árs en í fyrra. Þó verður að setja þann fyrirvara að gengispróunin gæti einnig haft töluvert áhrif á þjónustujöfnuðinn, þótt sá þáttur þjónustuútflutnings sem vaxið hefur hvað mest að undanfögnu, þ.e.a.s. samgöngur, sé tiltölulega ónæmur fyrir gengisbreytingum.

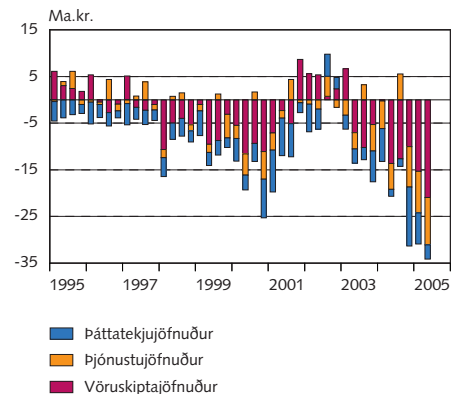
Mikil óvissa um þáttateknajöfnuð

Jöfnuður þáttatekna hefur verið nokkuð sveiflukenndur undanfarna ár. Meginástæða þessara sveiflna er liðurinn endurfjárfestur hagnaður af beinni erlendri fjárfestingu sem vegur sífellt þyngra eftir því sem bein fjárfesting innlendra aðila erlendis hefur aukist. Á öðrum fjórðungi ársins vó endurfjárfestur hagnaður að miklu leyti upp vaxtahallann og kom þannig í veg fyrir enn meiri viðskiptahalla. Í gegnum árin hefur

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar
1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005

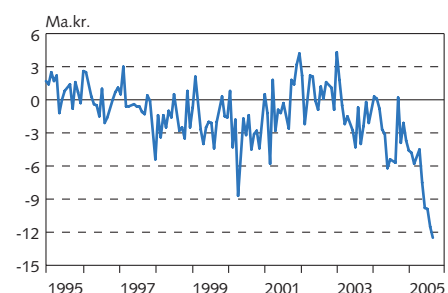
Rekstrarframlög talin með þáttatekjum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

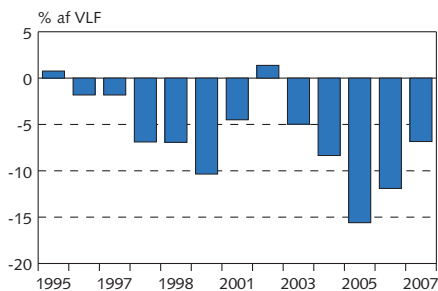
Mynd VII-2

Vöruviðskiptajöfnuður
janúar 1995 - september 2005¹



1. Á föstu gengi miðað við vöruviðskiptavog.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3
Viðskiptahalli 1995-2007¹



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

Þessi liður ýmist verði umtalsvert jákvæður eða neikvæður og endanlegar tölur borist seint.

Vegna þess að hrein erlend skuld landsmanna nemur tæplega 1½ landsframleiðslu hefur gengishækkun krónunnar fyrsta kastið þau áhrif að það dregur úr halla á vaxtajöfnuði. Litið til eins og tveggja ára eykur hærra gengi hins vegar viðskiptahallann, leiðir til aukinnar skuldaföfnunar og þar með meiri vaxtagreiðslna til erlendra aðila.

Erlendir langtímavextir hafa hækkað nokkuð undanfarna mánuði. Til þessa hefur lækkun erlendra vaxta vegið þyngra en versnandi skuldastaða. Horfur eru á að þessi þróun muni snúast við en áhrifanna verður líklega ekki farið að gæta að marki á þessu ári.

Viðskiptahallinn mun setja mikinn þrýsting á gengið á næstu árum

Ljóst er að hinn mikli viðskiptahalli sem fyrrsjáanlegur er í ár og á næsta ári mun knýja fram umtalsverða aðlögun í þjóðarþróunum er fram líða stundir. Grunnspáin sem sýnd er í þessu hefti *Peningamála* bendir til þess að umtalsverður halli verði enn fyrir hendi árið 2007, miðað við þær forsendur sem gefnar eru í spánni. Hins vegar er jafnframt næsta víst að þessar forsendur munu ekki ganga eftir. Viðskiptahalli af þeirri stærð sem nú er í sjónmáli er yfirleitt skammvinnt fyrirbæri. Raungengi er líklega langt yfir langtímajafnvægi. Jafn hátt raungengi og gengið er út frá í spánni hefur aldrei í íslenski hagsögu varað nema um skamma hríð.¹¹ Líklega mun því aðlögun að jafnvægi eiga sér stað fyrir tilstilli samverkandi áhrifa lægra gengis, aukins útflutnings og samdráttar í innlendri eftirspurn. Líklegt verður að telja að þessi aðlögun hefjist innan spátímabilsins. Því ber ekki að taka spána um viðskiptahalla á árinu 2007 of bókstaflega frekar en aðra þætti skilyrtrar spár.

Tafla VII-1 Viðskiptahalli 2004-2007

Hlutfall af VLF (%)	2004	Spá ¹		
		2005	2006	2007
Viðskiptajöfnuður	-8,4	-15,6	-11,9	-6,8
Vöruskiptajöfnuður	-4,1	-10,6	-4,6	0,7
Þjónustujöfnuður	-1,7	-2,1	-3,8	-3,4
Þáttateknajöfnuður	-2,4	-2,9	-3,4	-4,1

1. Spá Seðlabankans í nóvember 2005.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

11. Raungengi er nú u.þ.b. fimmtungi yfir meðaltali sl. tíu eða tuttugu ára. Ekki er ólíklegt að til lengri tíma muni raungengið hneigjast í átt að þessu meðaltali á ný og jafnvel víkja frá því í hina áttina tímabundið.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðlagspróun

Verðbólga hjaðnar á ný eftir að hafa náð hámarki í september

Verðbólga jókst sl. sumar og varð mest 4,8% í september. Síðan hefur hún hjaðnað nokkuð á ný og var komin niður í 4,2% í nóvember. Aukna verðbólgu á haustmánuðum má einkum rekja til þess að lækkun dagvöruverðs mánuðina á undan gekk til baka auk þess sem húsnæðisverðbólgan hélt áfram að aukast allt þar til í október. Nóvember markaði hins vegar þáttaskil að því leyti að nokkuð dró úr húsnæðisverðbólgunni og er líklegt að sú þróun muni halda áfram næstu mánuði.

Þótt dregið hafi úr húsnæðisverðbólgu í nóvember einkennist húsnæðismarkaðurinn enn af mikilli eftirspurn. Verðhækkun innlendirar þjónustu og umtalsverð hækkun á gengi krónunnar sem hefur ekki skilað sér í samsvarandi lækkun vöruverðs eru einnig til vitnis um mikla eftirspurn.

Kjarnavísitölurnar sýna nokkru meiri undirliggjandi verðbólgu en vísitala neysluverðs. Á tólf mánuðum til byrjunar nóvember hafði kjarnavísitala 1 hækkað um 4,6% og kjarnavísitala 2 um 4,4%. Hjöðnun verðbólgunnar undanfarna mánuði má því að nokkru leyti rekja til sveiflukennndra liða.

Verðbólga á þriðja fjórðungi ársins var 4,2%, eins og Seðlabankinn spáði í september, enda var langt liðið á fjórðunginn þegar spáin var gerð. Verðbólga á fjórða ársfjórðungi verður líklega nokkru minni en spáð var í september, eða um 4%.

Nokkuð dró úr húsnæðisverðbólgu í nóvember...

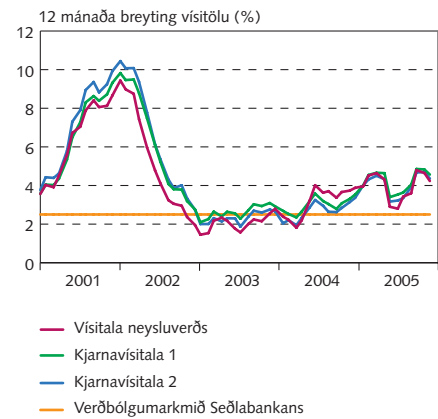
Hækkun húsnæðisverðs hefur verið meginuppspretta verðbólgu hér á landi undanfarið ár. Í nóvember var húsnæðisliður vísitölu neysluverðs 17,8% hærrí en fyrir ári. Áhrif hans til hækkunar vísitölu neysluverðs námu 3,4 prósentum. Hækkun húsnæðisliðarins skýrist að mestu leyti af hækkun markaðsverðs íbúðarhúsnæðis, sem í nóvember hafði hækkað um 33% á tólf mánuðum. Töluvert hefur dregið úr mánaðarlegri verðhækkun íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu. Í október hækkaði verð fjölbýlis á höfuðborgarsvæðinu um 1½% milli mánaða, samkvæmt Fasteignamati ríkisins, en verð einbýlis lækkaði um 1%. Undanfarna tólf mánuði hefur verð fjölbýlis og einbýlis á höfuðborgarsvæðinu hækkað um 34,9% og 45,9% samkvæmt upplýsingum Hagstofu Íslands. Verð íbúðarhúsnæðis á landsbyggðinni hefur hækkað öllu minna, eða um 20,6%, en öfugt við höfuðborgarsvæðið hefur verðhækkunin undanfarna mánuði verið meiri en áður, eða að meðaltali um tæplega 3% milli mánaða undanfarna fjóra mánuði.

... en verð á þjónustu hækkar hraðar

Verð opinberrar þjónustu hafði í byrjun nóvember hækkað um 6,7% á tólf mánuðum. Áhrif á vísitölu neysluverðs námu 0,5 prósentum. Á sama tíma hækkaði verð þjónustu einkaaðila um 4,2% og áhrif til hækkunar vísitölu á sama tíma tæplega prósentu.

Mynd VIII-1

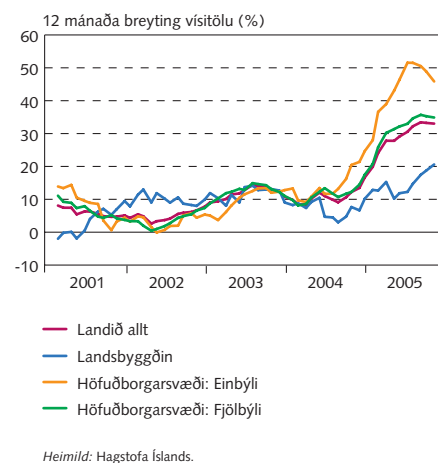
Verðbólga janúar 2001 - nóvember 2005¹



1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2

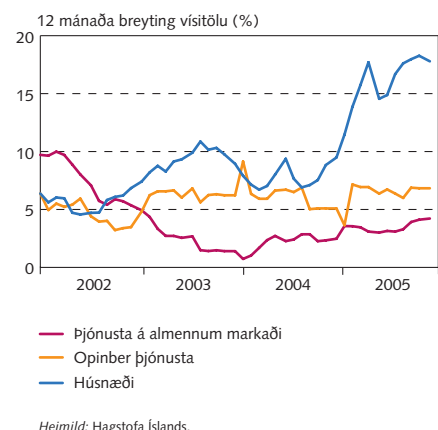
Markaðsverð íbúðarhúsnæðis
mars 2001 - nóvember 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3

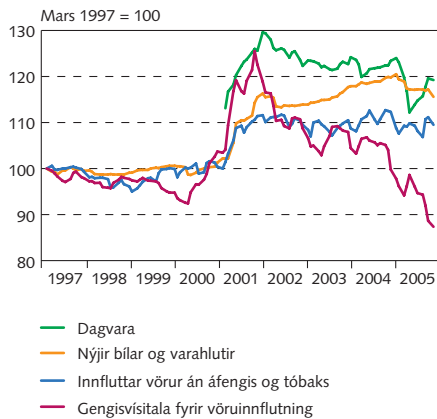
Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta
janúar 2002 - nóvember 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

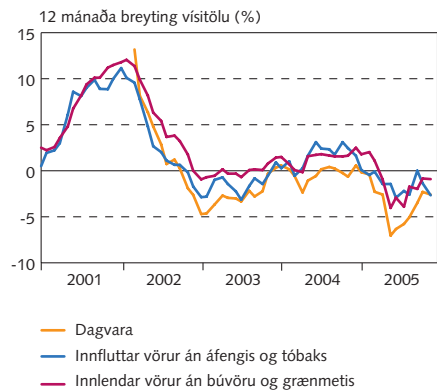
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - nóvember 2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-5

Vöruverð janúar 2001 - nóvember 2005

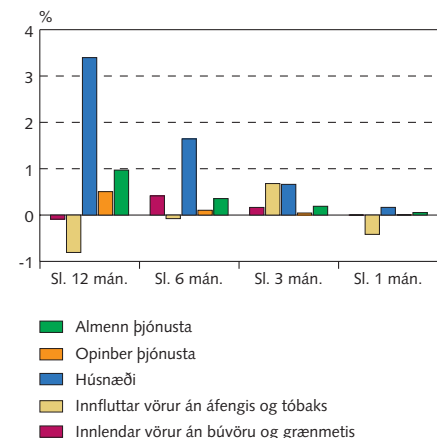


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs í nóvember 2005

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



Heimild: Hagstofa Íslands.

Áhrif gengishækkunar undanfarinna mánaða á verðlag innfluttrar vöru lítil

Gengi krónunnar fyrstu þrjár vikur nóvembermánaðar var að meðaltali tæplega 17% hærra en að meðaltali í nóvember í fyrra. Í spánni sem birtist hér á eftir var miðað við gengi sem er tæplega 6% hærra en í septemberspánni. Gengishækkun krónunnar undanfarna mánuði virðist ekki hafa komið fram í verði innfluttrar vöru nema að litlu leyti. Verðlag annarrar innfluttrar vöru en tóbaks og áfengis lækkaði um 2,6% á tólf mánuðum til nóvember, þar af lækkaði verðlag nýrra bíla um 3,6%, innfluttar matvöru um 6,8% og annarrar vöru en bíla, bensíns og matvöru um 4%.

Verðlag vöru til daglegra nota, eins og bensíns, olíu og dagvöru, fylgir gengisbreytingum jafnan betur eftir en verðlag vöru sem veltur hægar. Þótt verð bensíns sé næmt fyrir gengisbreytingum hefur erlend verðþróun vegið þyngra en gengishækkun krónunnar að undanförmu. Á sl. tólf mánuðum hefur verð bensíns hækkað um 4,5%. Verðlag innfluttrar matvöru hefur hins vegar lækkað um tæplega 7%. Hefur því innan við helmingur gengishækkunar krónunnar skilað sér í verðlagi matvöru. Dagvara, sem er að mestu leyti matvara, lækkaði á sama tíma um 2,5%. Verðstríð sem var á matvörumarkaði á vormánuðum virðist að mestu að baki. Það hafði í för með sér u.þ.b. 10% lækkun verðs dags dagvöru frá janúar til maímánaðar, en sú lækkun gekk að verulegu leyti til baka á tímabilinu maí til október. Í nóvemberbyrjun var verðlag 6,3% hærra en í maí, þegar verðstríðið var í algleymingi. Þar af hækkaði verðlag innfluttrar matvöru um 6,6%.

Þróun verðbólguvæntinga misvísandi frá síðustu útgáfu

Peningamála

Verðbólguvæntingar markaðsaðila, sem metnar eru út frá vaxtamun verðtryggðra spariskírteina og óverðtryggðra ríkisbréfa til átta ára, lækkuðu í október og nóvember í 3,5% eftir að hafa náð hámarki í 3,8% um mánaðamót september og október. Sérfræðingar á markaði gera einnig ráð fyrir minni verðbólgu á næsta ári en í könnun sem birtist í *Peningamála* 2005/3 (sjá rammagrein VIII-1). Í september gerðu þeir að meðaltali ráð fyrir 5,3% verðbólgu á tólf mánuðum til janúar 2007 en vænta nú 4,4% verðbólgu á sama tíma. Á tólf mánuðum til janúar 2008 gera sérfræðingarnir ráð fyrir 4,2% verðbólgu en í september töldu þeir að verðbólgan yrði 3,7%. Eitt ár fram í tímann telja þeir að verðbólga verði 3,9% en um 4,6% eftir tvö ár.

Verðbólguvæntingar almennings hafa vaxið töluvert frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Þá gerði almenningur að meðaltali ráð fyrir 3,8% verðbólgu næstu tólf mánuði en í nóvember 4,7% verðbólgu næstu tólf mánuði. Líklegt er að þessi breyting tengist aukinni verðbólgu mánuðina á undan. Því er líklegt að þessar væntingar hafi hjáðnað eitthvað á ný eftir hjóðnun verðbólgunnar sl. tvo mánuði. Verðbólguvæntingar meðal ráðamanna stærstu fyrirtækja á Íslandi hafa einnig aukist frá fyrri könnun í febrúar. Í október væntu ráðamenn stærstu fyrirtækja landsins 3,7% verðbólgu eftir eitt ár en 6,7% hækkun vísitölu neysluverðs á tveimur árum, í stað 3,6% og 6,0% í febrúar.

Enn hafa verðbólguvæntingar ekki hjáðnað verulega svo að ótvírætt sé og eru þær töluvert yfir 2,5% verðbólgu markmiði Seðla-

bankans. Áhrif hjöðnunar verðbólgunnar að undanfögnu gætu hins vegar átt eftir að koma fram.

Verðbólguþá Seðlabankans

Eins og áður hefur komið fram er spáin sem birtist í þessu hefti *Peningamála* uppfærsla á þjóðhags- og verðbólguþá sem birt var í september. Frá síðustu þá hafa stýrivextir bankans hækkað um 0,75 prósentur og eru nú 10,25%. Á sama tíma hefur gengi krónunnar hækkað um 6%. Birtir eru þrenns konar verðbólguferlar. Í svokallaðri grunnþá er gengið út frá óbreyttum stýrivöxtum og óbreyttu gengi krónunnar út spátímabilið, þ.e.a.s. að gengisvísitala erlendra gjaldmiðla verði u.þ.b. 102 stig. Að auki eru birtir tveir mismunandi verðbólguferlar sem byggjast á breytilegum vöxtum og gengi.

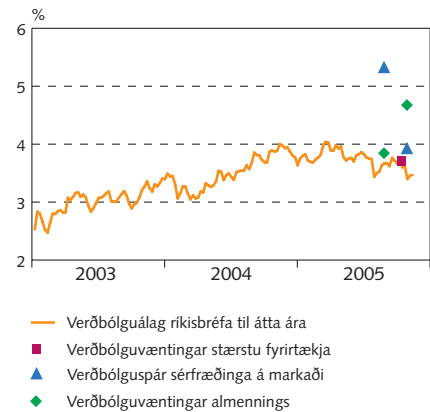
Verðbólguhorfur hafa heldur batnað...

Frá því í september hafa verðbólguhorfur heldur batnað. Í kjölfar stýrivaxtahækkunar Seðlabankans hafa raunvextir hækkað og

Mynd VIII-7

Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 8. nóvember 2005



Verðbólguvæntingar almennings og stærstu fyrirtækja eru til næstu tólf mánaða, verðbólguþá sérfræðinga á markaði miðar við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsþá sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru um miðjan nóvember sl. Sem endranær voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsþá ehf.

Að þessu sinni voru sérfræðingarnir í fyrsta skipti spurðir sérstaklega um verðbólguhorfur til eins og tveggja ára. Einnig var beðið um nokkru nánara álit á vaxtaferli Seðlabankans en gert hefur verið áður, þ.e. hvenær og við hvaða gildi hámarki og lágmarki stýrivaxta yrði náð innan spátímabilsins.

Helstu breytingar frá þá sömu aðila í september sl. er að þeir gera ráð fyrir heldur meiri hagvexti í ár og á næsta ári, jafnari verðbólguþróun, hærri stýrivöxtum og styrkari krönu.

Sérfræðingar þá meiri verðbólgu en í grunnþá Seðlabankans

Eins og í september telja sérfræðingarnir að verðbólgan verði töluvert yfir 2,5% verðbólguþá Seðlabankans allt spátímabilið. Mat á verðbólgu yfir árið og milli ársmeðaltala 2005 er nær óbreytt frá því síðast og samhljóða þá Seðlabankans sem varla kemur á óvart þar sem langt er liðið á árið. Yfir árin 2006 og 2007 búast spámenn að meðaltali við 4,4% og 4,2% verðbólgu en samkvæmt grunnþá Seðlabankans verður verðbólga heilli prósentu lægri í báðum tilvikum. Sérfræðingarnir telja að verðbólga milli ársmeðaltala verði tæplega 4% árið 2006 og fari í 4½% árið 2007 en samkvæmt grunnþá Seðlabankans verður verðbólgan 3,3% og 3,6%. Hafa verður í huga að í grunnþánni er reiknað með óbreyttum vöxtum og gengi á spátímabilinu, ólíkt þá sérfræðinganna.

Töluvert skiptar skoðanir á hagvaxtarhorfum

Sérfræðingarnir þá meiri hagvexti árin 2005-2006 en þeir gerðu í september en álíka miklum árið 2007. Töluverður munur er þó á milli einstakra aðila. Að meðaltali reikna þeir með 6,3% hagvexti í ár og 5,3% á næsta ári, en 1% árið 2007. Í þá Seðlabankans er jafnari hagvöxtur á tímabilinu: 4,7% á árinu sem er að líða, 6,6% á næsta ári og 4,1% árið 2007.

Samanburður við verðbólguferla Seðlabankans

Ástæða er til að ítreka að í grunnþám Seðlabankans er reiknað með óbreyttum stýrivöxtum og gengisvísitölu á spátímabili og því verður

Rammagrein VIII-1

Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

óhjákvæmilega misræmi. Samkvæmt verðbólguþá Seðlabankans með breytilegum vöxtum og gengi verður verðbólgan heldur meiri en í grunnspánni en þó minni en sérfræðingarnir spá að meðaltali, enda gera þeir ráð fyrir nokkru meiri gengislækkun krónunnar en reiknað er með í verðbólguferli, sem byggist á óvörðu vaxtafjavnægi út frá vaxtamuni spáðra stýrivaxta sérfræðinganna (sjá hér á eftir) og framvirkum erlendum vöxtum. Minni munur er á spám sérfræðinganna og verðbólguferli sem byggist á sama gengisferli en óbreyttum stýrivöxtum.

Sérfræðingar spá minni lækkun á gengi krónunnar...

Sýn svarenda á þróun gengisvísitölu hefur breyst mikið frá síðustu spá og reikna þeir nú með sterkari krónu bæði til eins og tveggja ára. Spá þeir 112 stiga gengisvísitölu eftir tólf mánuði og 124 stigum eftir tvö ár. Gengisvísitalan stóð í rúmum 102 stigum 16. nóvember sl.

... en meiri hækkun stýrivaxta Seðlabankans...

Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir um 0,75 prósentur 4. október sl., í 10,25%. Sérfræðingarnir búast við frekari hækkun stýrivaxta: að meðaltali spá þeir að stýrivextir verði rúmlega 11% eftir eitt ár en að þeir lækki og verði tæplega 8% eftir tvö ár. Í þetta sinn var einnig spurt um há- og lággildi stýrivaxtanna á næstu tveimur árum. Meirihluti svarenda býst við að stýrivextir nái hámarki fyrir mitt næsta ár og að verði þá u.þ.b. 12% en verði lægstir á seinni hluta ársins 2007, á bilinu 7½-10%. Einn svarenda sker sig nokkuð úr og telur að stýrivextir nái fljótlega hámarki í 10,75% en taki síðan að lækka í kjölfarið og verði komnir í 6% í lok árs 2007.

... og hóflegum hækkunum eignaverða

Þann 16. nóvember sl. stóð úrvalsvísitalan í tæpum 5.000 stigum svo að ekki búast svarendur við verulegum hækkunum hlutabréfa næsta árið og raunar heldur minni en undanfarið. Hækkun til tveggja ára meta menn um 12%. Einn spámanna telur þó að hlutabréf muni lækka og hefur verið þeirrar skoðunar nokkuð lengi.

Loks töldu allir svarendur að fasteignir hækki lítið í verði á næstu tveimur árum enda markaðurinn þegar farinn að kólna töluvert. Enginn býst við lækkun fasteignaverðs.

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)	3,8	3,7	4,0	4,4	3,6	5,7	4,2	2,9	6,1
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	4,0	3,8	4,0	3,9	3,7	4,1	4,6	3,5	6,8
Hagvöxtur	6,3	5,5	7,6	5,3	4,2	7,3	1,0	-0,9	2,2
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann					
Verðbólga	3,9	2,9	4,6	4,6	3,1	7,5			
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	112,0	107,0	115,0	124,0	118,0	133,0			
Stýrivextir Seðlabankans	113,0	9,0	12,0	7,9	6,0	10,0			
Langtímanafnvextir ²	7,7	7,5	8,0	6,9	6,5	7,2			
Langtímaraunvextir ³	4,1	3,6	4,6	3,6	3,3	4,0			
Úrvalsvísitala aðallista	5.166	4.487	5.689	5.564	4.263	6.258			
Breyting fasteignaverðs	5,8	3,0	10,0	6,0	3,0	10,0			

1. Taflan sýnir breytingu milla tímabila í % nema að því er varðar gengi, vexti og úrvalsvísitölu. Sínd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%), gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig) og úrvalsvísitölu aðallista (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.
2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsnæðisbréf (HFF 150644).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

gengi krónunnar styrkst. Verðbólguhorfur í umheiminum hafa heldur versnað frá því að spáin var gefin út, en gert var ráð fyrir því í september að svo yrði. Aðhaldssamari peningastefna dregur smám saman úr vexti innlendar eftirspurnar og hærra raungengi beinir eftirspurn í meira mæli út úr þjóðarþúskapnum. Því eru horfur á að eftirspurnarþrýstingur á spátímabilinu verði minni en reiknað var með í september sl.

Á móti kemur hins vegar að framleiðniþróun á spátímabilinu hefur verið endurmetin. Nú er talið að framleiðnivöxtur verði nokkru minni en reiknað var með í september. Algengt er að dragi úr framleiðnivexti á síðari stigum hagsveiflunnar. Þó er enn gert ráð fyrir að vöxtur framleiðni verði nálægt sögulegu meðaltali á spátímanum. Minni framleiðnivöxtur, ásamt heldur meiri vexti launakostnaðar, sem að hluta leiðir af nýlegri endurskoðun kjarasamninga, leiðir til þess að launakostnaður á framleidda einingu vex nokkru hraðar en gert var ráð fyrir í september. Þannig er nú spáð 5½% og tæplega 6% vexti launakostnaðar á framleidda einingu á þessu og næsta ári, sem er rúmlega 1 prósentu meiri vöxtur en reiknað var með í september. Árið 2007 er gert ráð fyrir að töluvert dragi úr vexti launakostnaðar á framleidda einingu en hann verði þó áfram nokkru meiri en samrýmist 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans til lengdar.

... en að óbreyttum stýrivöxtum verður verðbólga áfram nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu á spátímabilinu

Hærra gengi og minni framleiðsluspenna draga úr verðbólgu en meiri vöxtur launakostnaðar vinnur þar á móti. Framan af vegur þó gengisstyrking krónunnar þyngst og eru því horfur á að verðbólga verði nokkru minni fram á mitt næsta ár en spáð var í síðustu *Peningamálum*.

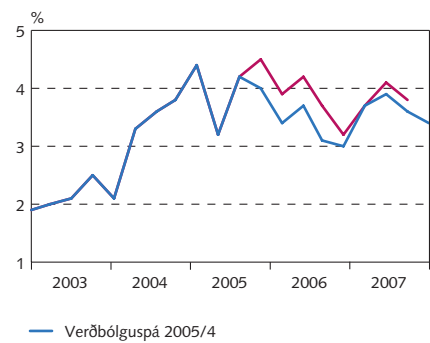
Í grunnspánni er gert ráð fyrir rúmlega 3% verðbólgu að ári, samanborið við 3,7% í septemberspánni, sé miðað við sama ársfjórðung og þá (4,2% sé miðað við spá til jafnlangs tíma). Verðbólguhorfur til tveggja ára hafa batnað minna þar sem meiri vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu vegur þyngra þegar líða tekur á spátímabilið. Verðbólgan verður rúmlega 3½% eftir tvö ár, en í september var spáð 3,8% verðbólgu, sé horft til sama ársfjórðungs (4,1% sé miðað við spá til jafnlangs tíma).

Áfram eru því horfur á að verðbólga verði yfir 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans á spátímabilinu þótt hún verði nær markmiðinu í lok tímabilsins en samkvæmt síðustu spá. Gangi forsendur grunnspárinnar eftir, sem reyndar verður að telja fremur ólíklegt, eru horfur á að verðbólgu markmiðið náist á árinu 2008.

Verðbólgu spár með breytilegum vöxtum og gengi

Frá útgáfu *Peningamála* 2004/4 hefur Seðlabankinn birt verðbólguferil sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi krónunnar til viðbótar við grunnspá bankans, þar sem gengið er út frá óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar á spátímanum. Megintilgangur grunnspárinnar er að gefa sýn á efnahagsframvinduna að því gefnu að bankinn haldi stýrivöxtum óbreyttum og að gengi krónunnar haldist óbreytt. Þannig nýtist hún sem vísbending um þörf fyrir breytingar á aðhaldi pen-

Mynd VIII-8
Verðbólgu spá með breytilegum vöxtum og gengi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

ingastefnunnar. Spá með breytilegu gengi og vöxtum getur hins vegar gefið raunsæri mynd af líklegri framvindu, sérstaklega við svipaðar aðstæður og nú eru til staðar. Raungengi er mun hærra en líklegt er að geti staðist til lengdar, en þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir að gengið haldist í sögulegu hámarki allt spátímabilið eru verðbólguhorfur samkvæmt grunnspánni óhagstæðar. Því blasir við að verðbólgu markmiðið muni ekki nást nema stýrivextir verði hækkaðir á spátímabilinu.

Greiningaraðilar gera ráð fyrir frekari hækkun stýrivaxta og lægra gengi en miðað er við í grunnspánni

Seðlabankinn spáir ekki eigin vöxtum, en með því að nota væntingar markaðs- og greiningaraðila um vaxtaþróunina má reikna verðbólguferil út frá breytilegum vöxtum og gengi. Í september var horfið frá því að nota fóligna framvirka vexti sem mælikvarða á vænta stýrivexti á spátímanum, því að þeir þóttu ekki gefa raunsæja mynd af væntingum á fjármálamarkaði. Þessi vandi hefur aukist enn frekar frá því í september með aukinni útgáfu erlendra aðila á skuldaþréfum í krónum, sem með óbeinum hætti hefur haft veruleg áhrif á verðmyndun óverðtryggðra skammtímaverðbréfa, eins og áður hefur verið vikið að. Þess í stað er notast við vaxtaferil sem meta má út frá svörum sérfræðinga á fjármálamarkaði um þróun stýrivaxta til næstu tveggja ára, eins og lesa má út úr mynd III-4 á bls. 15 og fjallað er nánar um í rammagrein VIII-1. Samkvæmt þeim munu stýrivextir ná hámarki um mitt næsta ár þegar þeir verða orðnir næstum 12%. Í kjölfarið lækka þeir smám saman og verða orðnir tæplega 8% í árslok 2007. Þessi vaxtaferill felur í sér að stýrivextir verða að meðaltali um 11½% á næsta ári og um 9% árið 2007, í stað 10,25% bæði árin í grunnspánni. Stýrivextir yrðu því töluvert hærri en í grunnspánni á næsta ári og allt fram á vormánuði 2007.

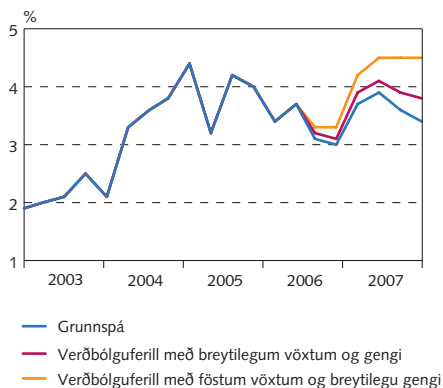
Út frá ofangreindum ferli stýrivaxta, erlendum vaxtaferli og að gefnu óvörðu vaxtafjafnvægi má reikna gengisferil sem notaður er við gerð verðbólguþáttanna.¹² Samkvæmt þessari aðferð mun gengisvísitala krónunnar lækka smám saman á tímabilinu og verða nálægt 115 stigum í lok árs 2007, sem telst tiltölulega hófleg lækkun í samanburði við spár sérfræðinga á fjármálamarkaði (sjá rammagrein VIII-1).

Verðbólguhorfur verulega verri gefi gengið eftir að óbreyttri peningastefnu...

Til viðbótar við áður nefndan verðbólguferil með breytilegum vöxtum og gengi er einnig gagnlegt að skoða verðbólguferil sem byggist á óbreyttum stýrivöxtum frá spádegi, eins og í grunnspánni, en gengisferli sem reiknaður er út frá óvörðu vaxtafjafnvægi, eins og fyrri verðbólguferillinn. Þessi verðbólguferill gefur hugmynd um hvernig verðbólgan gæti þróast ef gengið tæki að gefa eftir í samræmi við vaxtafjafnvægið, en án þess að Seðlabankinn bregðist við. Eins og mynd VIII-9 sýnir yrði verðbólga töluvert meiri en í grunnspánni eða 4½% í lok spátímans, í stað 3½% í grunnspánni. Aðhald peningastefnunnar er minna í þessu dæmi en í hinum tveimur, því að bæði

Mynd VIII-9

Mismunandi verðbólguferlar Seðlabankans



Heimild: Seðlabanki Íslands.

12. Ferillinn er reiknaður út frá viðskiptavegnum framvirkum vöxtum en þó þannig að gert er ráð fyrir áhættuþóknun sem rekur fleyg á milli innlendra og erlendra vaxta.

gengi og raunvextir eru lægri. Hagvöxtur eykst því nokkru meira en í grunnspánni sem leiðir til meiri framleiðsluspennu og þrýstir verðbólgu upp enn frekar.

...en hærri stýrivextir ná að vinna á móti áhrifum lægra gengis

Samanburður verðbólguferla sem reiknaðir eru út frá breytilegum vöxtum og gengi annars vegar og óbreyttum stýrivöxtum en breytilegu gengi hins vegar undirstrikar þátt stýrivaxta í að draga úr verðbólgu. Hagvöxtur og framleiðsluspenna verða minni ef stýrivextir hækka, en það léttir á innlendum verðbólguþrýstingi. Verðbólga í lok spátímabilsins verður ½ prósentu minni en í spá með föstum vöxtum en lækkandi gengi, eða tæplega 4%.

Lækkun gengis leiðir til lakari verðbólguhorfa en samkvæmt grunnspá jafnvel þótt stýrivextir hækki

Samanburður á grunnspánni og spá með breytilegum vöxtum og gengi sýnir hvernig hærri stýrivextir og lækkandi gengi sem hafa gagnstæð áhrif á verðbólgu, vega hvort annað upp. Hækkun stýrivaxta sem gert er ráð fyrir í þessu dæmi nær þó ekki að vega upp áhrif lækkandi gengis á tímabilinu. Verðbólgan verður því meiri en í grunnspánni þrátt fyrir hærri vexti. Af þessu má draga þá ályktun að raunvextir þurfi að hækka meira en gert er ráð fyrir í verðbólguferli með breytilegum vöxtum og gengi til að vega upp þá gengislækkun krónunnar sem vaxtamunurinn við útlönd ætti að fela í sér, jafnvel þótt lækkunin sé tiltölulega hófleg í samanburði við væntingar sumra sérfræðinga á fjármálamarkaði.

Áhættumat verðbólguþrýstingurinnar

Aukin hættu á meiri verðbólgu en í grunnspánni

Eins og endranær ríkir mikil óvissa um verðbólguþrýstingurinn og er afar ólíklegt að framvindan verði nákvæmlega eins og gert er ráð fyrir í grunnspánni. Því er mikilvægt að skoða líkindadreifingu þrýstingurinnar ekki síður en einstaka verðbólguferla við mat á verðbólguhorfum næstu tveggja ára.

Óvissuþættir verðbólguþrýstingurinnar eru í stórum dráttum þeir sömu og í síðustu spám bankans. Þó hefur óvissa tengd þróun á vinnu- markaði minnkað í kjölfar þess að ekki kom til uppsagnar á launalið kjarasamninga. Endurskoðunin er nú hluti af grunnspánni. Stærsti óvissuþátturinn er áfram gengisþróunin. Raungengi er enn hærra en í september og er því enn fjær því gengi sem samrýmst getur ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Líkur á því að gengi krónunnar lækki verulega á spátímabilinu og leiði til meiri verðbólgu hafa því aukist enn frekar frá því í september. Einkum er hætt við aukinni verðbólgu ef gengið lækkar skarpt meðan enn er veruleg spenna í þjóðarbúskapnum. Nýleg útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum eykur enn frekar á gengisóvissuna, einkum þegar dregur að gjalddaga bréfanna.

Á móti hættu á meiri innfluttri verðbólgu en spáð er vegur að langtímaraunvextir gætu hækkað meira en gert er ráð fyrir í spánni í september. Hækkun vaxta húsnæðislána, aukið framboð á nýju húsnæði og meiri óvissa um veðhæfi íbúðarhúsnæðis gætu leitt til lækk-

unar húsnæðisverðs á tímabilinu, en ekki er gert ráð fyrir nafnlækkun í spá bankans. Það hefði ekki aðeins bein áhrif til lækkunar verðbólgu heldur gæti dregið mun meira úr vexti einkaneyslu en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Aðrir óvissuþættir hafa lítið breyst frá því í september.

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 dregið úr vexti einkaneyslu umfram það sem gert er ráð fyrir í grunnspánni Hækkun vaxta gæti kælt húsnæðismarkaðinn hraðar en reiknað er með í spánni	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
Opinber fjármál	Möguleiki á að aðhald í opinberum fjármálum verði minna en gert er ráð fyrir – sérstaklega í ljósi kosningaára framundan Mögulegt er að áhrif áforma um skattalækkanir á væntingar um framtíðartekjur séu vanmetin og að eftirspurnaráhrif áforma verði því meiri	Hætta á að eftirspurnarþensla verði meiri í hagkerfinu en spáð er og verðbólgu því vanspáð
Eignaverð	Möguleiki á lækkun eignaverðs sem dragi úr einkaneyslu þegar liða tekur á spátímabilið	Framleiðsluspenna gæti orðið minni en spáð er og verðbólgu því ofspáð
Alþjóðleg efnahagsmál	Erlendir vextir gætu hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og auknið þannig við greiðslubyrði erlendra lána umfram það sem grunnspáin gerir ráð fyrir	Vöxtur innlendrar eftirspurnar gæti verið ofmetinn og verðbólgu því ofspáð
Áhættumat	<i>Eitt ár fram í tímann</i>	<i>Tvö ár fram í tímann</i>
<i>Peningamál 2005/2</i>	Samhverft	Upp á við
<i>Peningamál 2005/3</i>	Upp á við	Upp á við
<i>Peningamál 2005/4</i>	Upp á við	Upp á við

Að teknu tilliti til ofangreindra breytinga er áhættumat verðbólguþáttarinnar til eins árs áþekkt því sem það var í september en heldur meiri áhættu upp á við til tveggja ára. Miðað við grunnspána eru því heldur meiri líkur á að verðbólga verði meiri en spáð er eitt ár fram í tímann og töluvert meiri ef horft er til tveggja ára. Helstu ósamhverfu óvissuþættir spárinnar eru teknir saman í töflu VIII-1 og líkindadreifing verðbólguþáttarinnar er sýnd í mynd VIII-10. Líkindadreifing síðustu spár er einnig sýnd til samanburðar.

Heldur meiri líkur á að verðbólguþáttarinnar náist á spátímanum að óbreyttum stýrivöxtum

Tafla VIII-2 sýnir líkindadreifingu grunnspárinnar. Þótt heldur meiri líkur séu á því nú en í september að verðbólga verði í námunda við markmiðið eru þær enn mjög litlar að óbreyttum stýrivöxtum. Þannig eru innan við 20% líkur á að verðbólga verði á bilinu 2-3% eftir tvö ár og innan við 50% líkur á að hún verði á bilinu 1-4%.

Rétt er að ítreka að bæði grunnspáin og mat á óvissuþáttum hennar byggjast á því að stýrivextir Seðlabankans haldist óbreyttir út spátímabilið. Það er einmitt verkefni peningastefunnar að sjá til þess að framvindan verði ekki með þeim hætti sem grunnspáin og helstu áhættuþættir benda til. Grunnspáin sjálf jafnt sem líkindadreifingin

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%	
4. ársfj. 2005	< 1	< 1	< 1	40	60
3. ársfj. 2006	< 1	21	21	65	14
3. ársfj. 2007	< 1	9	10	38	52

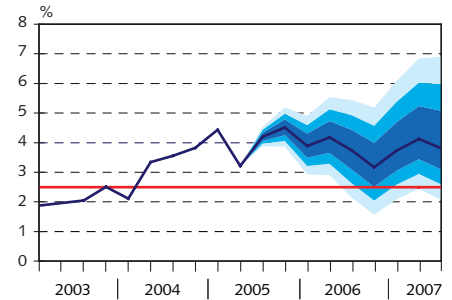
Taflan sýnir mat Seðlabankans á líkum á því að verðbólga verði á ákveðnu bili í prósentum.

gefa að því leyti ranga mynd af raunverulegum verðbólguhorfum að ekki er tekið tillit til viðbragða Seðlabankans.

Mynd VIII-10

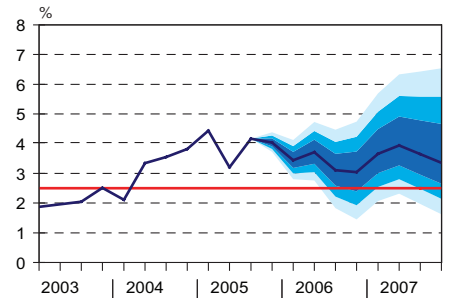
Síðasta verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá
(í Peningamállum (2005/3)

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



Ný verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá

Spátímabil: 4. ársfj. 2005 - 4. ársfj. 2007



- Vísitala neysluverðs
- Verðbólguþámið
- 50% óvissubíl
- 75% óvissubíl
- 90% óvissubíl

Myndirnar sýna óvissubíl verðbólguþáirinnar. 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 óvissubilsins. Óvissan í spánum er talin heldur minni en endurspeglast í sögulegum spásökkjum sem eru nokkuð lítaðar af þróuninni á árunum 2001-2002. Nánari útlístan á því hvernig líkindadreifing verðbólguþáirinnar er reiknuð út er að finna í viðauka 3 í Peningamállum 2005/1. Heimild: Seðlabanki Íslands.

IX Stefnan í peningamálum

Vaxtahækkunin í september reyndist áhrifarík

Hækkun stýrivaxta Seðlabankans um 0,75 prósentur, sem tilkynnt var í *Peningamálum* 2005/3 í lok september, reyndist áhrifaríkari en margar vaxtahækkanir Seðlabankans undanfarið rúmt ár. Eins og greint var frá í *Peningamálum* í september hafði bankinn af því áhyggjur að óraunsæjar væntingar um lækkun stýrivaxta fljótlega eftir að þeir næðu hámarki í ár tefðu fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið. Þessar væntingar um vaxtastefnuna voru þeim mun bagalegri sem verðbólguvæntingar færðust í aukana. Til samans fólu þær í sér vísbendingu um að peningastefnuna skorti trúverðugleika í augum markaðsaðila og annarra rýnenda hennar. Þeir virtust vantrúaðir á að Seðlabankinn myndi halda fast við verðból gumarkmiðið á næstu árum.

Áður en vöxtum var breytt í september voru áhrif aukins aðhalds á vexti verðtryggðra langtímaskuldabréfa enn hverfandi. Til þess að geta gert sér vonir um að peningastefnan hefði áhrif á þann hluta þjóðarbúskaparins þar sem þenslumerkin voru einna skýrust, þ.e.a.s. afar hraðan vöxt einkaneyslu, var mikilvægt að áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans næðu til þessara vaxta einnig. Vaxtahækkuninni í september og ekki síður boðskapnum um áframhaldandi strangt aðhald í peningamálum sem henni fylgdi var ætlað að stuðla að hraðari miðlun stýrivaxta um vaxtarófið. Það virðist hafa tekist. Meðalávöxtunarkrafa íbúðabréfa til tíu ára var í fyrri hluta nóvembermánaðar u.þ.b. 0,85 prósentum hærra en meðalávöxtunarkrafan í september. Þessi hækkun ávöxtunarkröfunnar hefur nú þegar skilað sér í nokkurri hækkun vaxta íbúðalána eftir síðasta útboð íbúðalánasjóðs. Veruleg vaxtahækkun gæti haft mikil áhrif á húsnæðismarkaðinn og almenna eftirspurn er fram líða stundir.

Samband er á milli miðlunar peningastefnunnar um gengis- og vaxtafarvegina

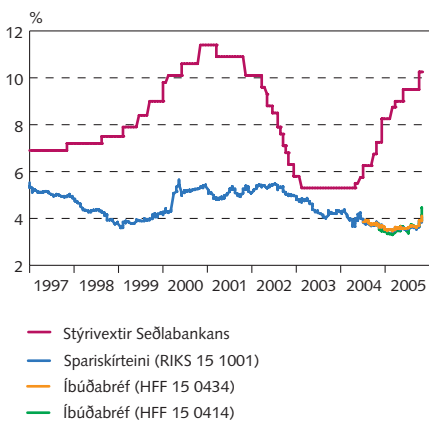
Auk þess að lyfta öllu vaxtarófinu nokkuð hafði vaxtahækkunin í september umtalsverð áhrif á gengi krónunnar. Fyrri hluta nóvember var gengi krónunnar að meðaltali rúmlega 5% hærra en í september. Við núverandi aðstæður óvenjumikillar ofpenslu í íslenska þjóðarbúskapnum og lágra erlendra vaxta er óhjákvæmilegt að miðlun peningastefnunnar finni sér farveg að miklu leyti í gegnum breytingar á gengi krónunnar, að minnsta kosti fyrst um sinn. Þetta er að ýmsu leyti óæskilegt, en um leið óhjákvæmilegt. Seðlabankinn hefur lítið vald yfir því með hvaða hætti miðlun peningastefnunnar á sér stað hverju sinni.

Hinar ýmsu miðlunarleiðir peningastefnunnar, um vaxtarófið, gengisbreytingar, áhrif á væntingar o.s.frv. eru innbyrðis háðar. T.d. eru nán tengsl á milli miðlunar peningastefnunnar um gengis- og vaxtafarveginn. Þróun vaxta og gengis frá því í september er dæmi um það. Vísbendingar eru um að hækkun ávöxtunarkröfu íbúðabréfa að undanfögnu stafi m.a. af því að erlendir eigendur íbúðabréfa hafi séð færi á að innleysa hagnað af íbúðabréfaeign sinni í ljósi þess hve gengi krónunnar var orðið hátt. Þannig er stýrivaxtabreytingum að nokkru leyti miðlað til vaxta verðtryggðra langtímaskuldabréfa um gengisfarveginn.

Mynd IX-1

Stýrivextir og ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaskuldabréfa

Vikulegar tölur 8. janúar 1997 - 8. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum beinir miðlun peningastefnunnar enn frekar um gengisfarveginn

Eins og ítarlega er fjallað um í sérstakri grein í þessu hefti *Peningamála* hefur vaxandi útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum nokkur áhrif á miðlunarferlið. Hún dregur sérstaklega úr áhrifum stýrivaxta á vexti óverðtryggðra skuldabréfa af svipuðum tímallengdum og erlendir aðilar hafa gefið út og þrýstir genginu tímabundið upp. Á móti kemur að hærra gengi felur í sér hvata fyrir fjárfesta, t.d. innlenda lífeyrissjóði, til að festa fé í erlendum verðbréfum eða innleysa hagnað af verðbréfaeign í krónum. Það vinnur til lengri tíma á móti afleiddum gengis- og vaxtaáhrifum útgáfunnar. Að auki ætti hærra gengi smám saman að draga úr eftirspurn eftir erlendu lánsfé, sem einnig vegur á móti áhrifum útgáfunnar. Hærra gengi eykur jafnframt á viðskiptahallann, sem stuðlar að lækkun raungengis til langs tíma litið.

Reynsla annarra þjóða bendir ekki til þess að skuldabréfaútgáfan auki líkur á snöggum gengisbreytingum...

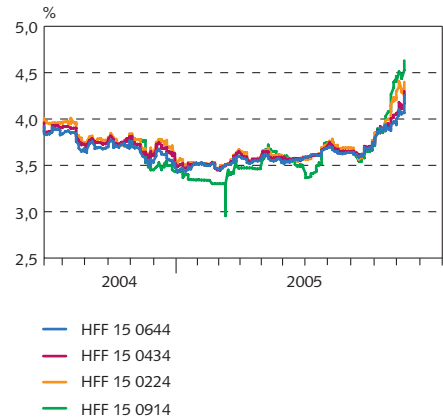
Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í íslenskum krónum er nýjung og hefur vaxið hratt á undanförunum mánuðum. Draga má þann lærdóm af reynslu annarra þjóða, t.d. Ný-Sjálendinga, að ekki sé sjálfgefið að þessi útgáfa leiði til meiri óstöðugleika, eins og margir hafa óttast. Meðan skuldabréfin sem erlendir aðilar hafa gefið út hafna í dreifðum eignasöfnum langtímafjárfesta fremur en eignasöfnum í virkri stýringu og hugsanlega fjárfesta sem hafa vanmetið gjaldmiðlaáhættuna, virðist ekki ástæða til að óttast snöggar sveiflur vegna þess að eigendur bréfanna ákveði skyndilega að losa stöður sínar. Skuldabréfaútgáfan stuðlar að dýpri gjaldeyris- og verðbréfamörkuðum og hefur að því leyti jákvæð áhrif á íslenska efnahagsþróun.

...en veldur þó aukinni óvissu um miðlun peningastefnunnar við núverandi aðstæður

Þar með er ekki fullvíst að þessi þróun sé að öllu leyti jákvæð eða áhættalaus við núverandi aðstæður. Eins og komið hefur fram er að mörgu leyti óheppilegt í hve ríkum mæli miðlun peningastefnunnar beinist um gengisfarveginn. Það kemur hart niður á útflutningsgreinum en gerir lítið til að stemma stigu við vexti einkaneyslu, nema síður sé, þar til áhrifanna fer að gæta um allt vaxtarófið. Niðurstaðan er aukinn viðskiptahallinn sem krefst áframhaldandi mikils innstreymis fjármagns til að koma í veg fyrir lækkun gengisins. Erlenda skuldabréfaútgáfan gerir mögulegt að fjármagna stærri halla yfir lengra tímabil en áður. Það gæti gert íslenska þjóðarbúskapinn berskjaldaðri en ella fyrir breytingum á ytri skilyrðum er fram í sækir. Ef t.d. vextir í Bandaríkjunum og Evrópu hækka verulega frá því sem nú er gæti það leitt til þess að áhugi erlendra fjárfesta á skuldabréfum í jaðargjaldmiðlum dofnaði skyndilega. Slík þróun hefur áður leitt til snöggra gengisbreytinga og gjaldeyriskreppu þar sem fastgengisstefnu er fylgt. Ef viðskiptahallinn er mjög mikill og að töluverðu leyti fjármagnaður með innstreymi fjármagns sem leiðir af útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í krónum, sem heldur gengi krónunnar háu lengur en ella, gæti það eitt að drægi úr útgáfunni kallað á hraða aðlögun gengis, jafnvel þótt hinir erlendu eigendur skuldabréfa seldu þau ekki þegar tekur að

Mynd IX-2
Ávöxtun íbúðabréfa

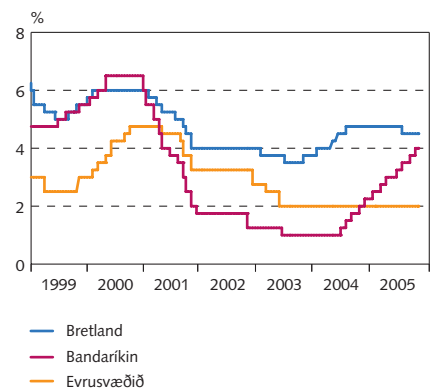
Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 11. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-3
Stýrivextir á evrusvæði, Bandaríkjunum og Bretlandi

Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 11. nóvember 2005



Heimild: EcoWin.

fjara undan genginu heldur héldu þeim allt til gjalddaga. Gjalddaginn verður í mörgum tilvikum reyndar einmitt þegar fjarað gæti hratt undan genginu.

Stefnir í nokkra hjöðnun verðbólgunnar á næstu mánuðum en veruleg hætta á meiri verðbólgu verði gengisaðlögun hröð

Grunnspáin sem kynnt er hér að framan sýnir heldur lægri verðbólguferil en spáin sem birt var í septemberhefti *Peningamála*. Bæði vextir og gengi hafa hækkað frá því sem gengið var út frá í septemberspánni, en hvort tveggja dregur úr framleiðsluspennu. Á móti kemur að launakostnaður hækkar meira á spátímabilinu en áður var gert ráð fyrir. Enn vantar því nokkuð á að horfur í verðlagsmálum séu ásættanlegar, jafnvel að því gefnu að gengi krónunnar haldist stöðugt frá spádegi.

Hins vegar er augljóst að gengisforsaenda spárinnar getur vart staðist til lengdar. Sögulega hefur raungengi krónunnar aldrei haldist svo hátt nema um skamma hríð. Viðskiptahallinn í ár stefnir í að verða hinn mesti frá upphafi hagmælinga. Þegar dregur úr umsvifum mun því skapast mikill þrýstingur á krónuna. Til að standa á móti honum þarf töluvert mikinn vaxtamun uns innlend eftirspurn hefur leitað jafnvægis og dregið hefur úr viðskiptahallanum. Verðbólguferill með breytilegum vöxtum og gengi, sem einnig eru birtar hér að framan, gefa vísbendingu um eðli vandans sem peningastefnan þarf að glíma við á næstu árum.

Hækkun erlendra vaxta gæti haft veruleg áhrif á miðlunarferlið á næstu árum

Erlend fjármálaleg skilyrði hafa verið mjög hagstæð undanfarin ár. Það hefur raunar komið sér afar illa fyrir framkvæmd peningastefnunnar á Íslandi, eins og fram kom hér að ofan, þótt til skamms tíma hafi það auðveldað baráttuna við verðbólguna með því að ýta undir gengishækkun krónunnar. Líklegt er að töluverð breyting verði þar á næstu árin. Hagvöxtur í heiminum hefur á heildina litið verið að styrkjast og vextir eru þegar farnir að þokast upp á við, þótt enn séu stýrivextir á evrusvæðinu óbreyttir og vaxtaálag lágt. Vaxtamunurinn við útlönd mun því að óbreyttu minnka og þrýstingur á krónuna aukast enn frekar. Vegna þess hve skuldir þjóðarbúsins hafa aukist á undanförunum árum munu áhrifin á þjóðarbúskapinn verða meiri en áður. Taki skammtímavextir í Evrópu að hækka fljótlega en í smáum skrefum, eins og nú virðist frekar líklegt, gæti það flýtt fyrir miðlun peningastefnunnar og leitt til heppilegra samspils vaxta og gengis en nú er til staðar. Síðbúnari og hraðari vaxtahækkunarferill í Evrópu, ásamt hækkun vaxtaálags og tregara framboði lánsfjár, eftir að tekið er að fjara undan krónunni, gæti hins vegar haft mjög óheppileg áhrif, þ.e.a.s. veikt krónuna enn frekar og ýtt undir verðbólgu og almennt bakslag í efnahagsmálum þegar síst skyldi.

Próun á fasteignamarkaði mun hafa mikil áhrif á framvindu efnahagsmála á næstunni...

Verulega hefur hægt á hækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu undanfarna mánuði og verð sérþýlis lækkaði í október. Á móti hefur

íbúðaverð á landsbyggðinni reyndar hækkað meira en áður, en á heildina litið hefur dregið úr húsnæðisverðbólgunni. Þegar hækkan ávöxtunarkröfu íbúðabréfa skilar sér að fullu í vaxtahækkun íbúðalána má búast við að húsnæðismarkaðurinn kólni enn frekar. Til viðbótar hafa bankarnir ýmist formlega eða óformlega lækkað á ný hámarksveðhlutföll lána sem þeir veita. Hvort tveggja mun sérstaklega kæla markaðinn fyrir stærri eignir, eins og þegar er sýnilegt.

Líklegt er að áhrif vaxtabreytinga á húsnæðismarkaðinn verði meiri nú en áður af tveimur ástæðum: Í fyrsta lagi er bilið á milli markaðsverðs húsnæðis og langtímafavnægisverðs líklega meira en nokkru sinni fyrr. Í öðru lagi felur afnám hafta það í sér að lánsfjárhæðin takmarkast í fleiri tilvikum en áður af mati á greiðslugetu lántaka fremur en öðrum takmörkunum, svo sem veðrymi eignar eða reglum um hámark láns. Því er ekki útilokað að fasteignaverð geti lækkað á næstu árum, en ekki er gert ráð fyrir því að slíkt gerist á spátímanum í þeim dæmum sem rakin hafa verið hér að framan.

...og gjörbreyta samsetningu verðbólgunnar

Fyrirsjáanlegt er að verulega muni draga úr árshraða húsnæðisverðbólgu á næstu mánuðum vegna svokallaðra grunnáhrifa, þ.e.a.s. þegar þeir mánuðir sl. vetur sem húsnæðisliður vísitölnunnar hækkaði mest hverfa úr tólf mánaða samanburðinum. Kólni húsnæðismarkaðurinn fyrr en nú er fyrirsjáanlegt mun það hafa veruleg áhrif á verðbólguhorfur á næstu árum og leiða til enn hraðari hjöðunar húsnæðisverðbólgu. Það gerist einkum með tvennum hætti: Í fyrsta lagi mun draga hratt úr verðhækkun eigin húsnæðis í vísitölu neysluverðs, sem undanfarið ár hefur skýrt þorra verðbólgunnar. Í öðru lagi mun lækkun fasteignaverðs draga úr eftirspurn, leiða til minni framleiðsluspennu og því minni verðbólgu. Þessi hjöðunaráhrif veiga á móti áhrifum lækkandi gengis krónunnar á verðbólguna.

Hvort húsnæðisliður er með í vísitölnni skiptir ekki meginmáli fyrir framkvæmd peningastefnunnar

Seðlabankinn hefur verið gagnrýndur fyrir að taka ekki tillit til þess við ákvarðanir í peningamálum hvernig verðbólgan er saman sett. Bent hefur verið á að verðbólga samkvæmt hinni samræmdu vísitölu neysluverðs ESB (HICP) hafi verið minni en markmið bankans, enda skýrist verðbólga að mestu leyti af hækkan húsnæðisverðs sem sé öðrum þræði eignaverð og ætti því að liggja utan áhrifasviðs peningastefnunnar. Þessi gagnrýni felur í sér grundvallarmisskilning á því hvað ræður vaxtaákvörðunum Seðlabankans. Stýrivaxtahækkanir Seðlabankans beinast ekki gegn liðinni verðbólgu, enda hefur bankinn ekki frekar en aðrir mikil áhrif á það sem liðið er, heldur þeirri verðbólgu sem bankinn sér framundan. Húsnæðisverðbólga liðins tíma hefur hins vegar bæði vísbendingargildi um og áhrif á framtíðarverðbólgu.

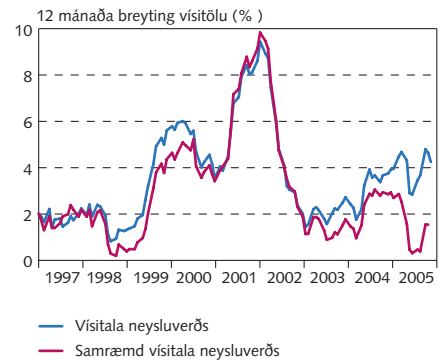
Aðhald peningastefnunnar hefur aukist töluvert frá septembermánuði...

Vaxtahækkunin í september skilaði sér að fullu í hækkan raunstýri-vaxta og miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið hefur miðað töluvert áfram, eins og greint var frá í kafla III. Auk þess felst aukið aðhald

Mynd IX-4

Vísitala neysluverðs og samræmd vísitala neysluverðs

Mánaðarlegar tölur janúar 1997 - nóvember 2005

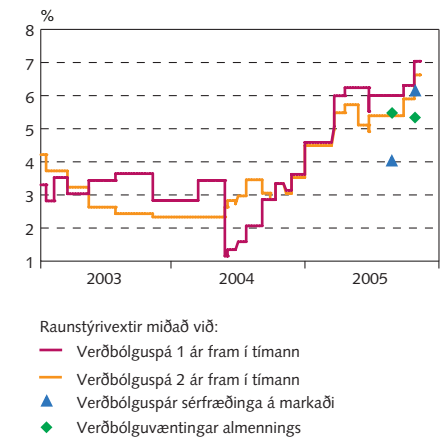


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IX-5

Raunstýrivextir

3. janúar 2003 - 11. nóvember 2005



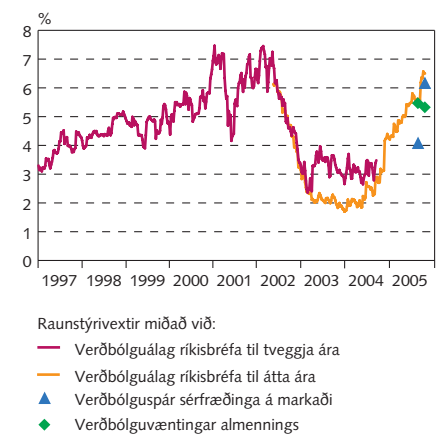
Verðbólguvæntingar almennings til næstu tólf mánaða voru kannaðar um mánaðarmót ágúst og september og um mánaðarmót október og nóvember, fyrra gildi verðbólguþá sérfræðinga á markaði miðar við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006, seinna gildi miðar við verðbólgu næstu tólf mánuði.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-6

Raunstýrivextir

8. janúar 1997 - 8. nóvember 2005

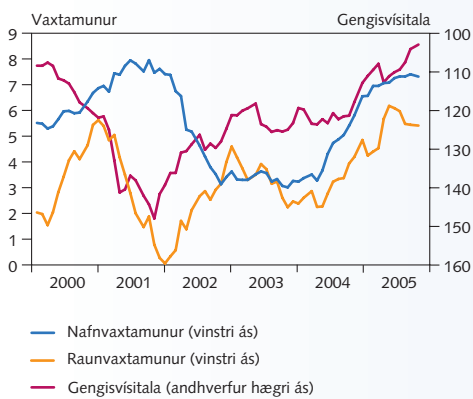


Verðbólguvæntingar almennings til næstu tólf mánaða voru kannaðar um mánaðarmót ágúst og september og um mánaðarmót október og nóvember, fyrra gildi verðbólguþá sérfræðinga á markaði miðar við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006, seinna gildi miðar við verðbólgu næstu tólf mánuði.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein IX-1 Gengi krónunnar og vaxtamunur við útlönd

Mynd 1
Vextir og gengi febrúar 2000 - október 2005
í lok mánaðar



Heimildir: EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Samkvæmt hefðbundnum hagfræðikenningum hafa vaxtahækkarnir seðlabanka tvenns konar áhrif á gengi gjaldmiðla. Annars vegar bein áhrif vegna þess að aukinn vaxtamunur við útlönd gerir innlend verðbréf álitlegri kost fyrir fjárfesta. Eftirspurn eftir innlendum gjaldmiðli eykst og gengi hans styrkist. Hins vegar óbein áhrif sem stafa af því að hærri vextir kunna að leiða til þess að almenningur vænti minni verðbólgu í framtíðinni sem aftur dregur úr væntingum um lækun gengis í framtíðinni.

Meðfylgjandi mynd sýnir mun tólf mánaða vaxta á innlendum peningamarkaðsvíxlum og vaxta sambærilegra erlendra verðbréfa annars vegar og gengisvísitölu krónunnar hins vegar frá ársbyrjun 2000. Eins og sjá má hækkuðu millibankavextir hér á landi fram undir lok árs 2001 er vaxtamunurinn varð um 8 prósentur. Á sama tíma lækkaði gengi krónunnar töluvert og náði lágmarki í nóvember 2001. Af hverju lækkaði gengi krónunnar á þessum tíma þrátt fyrir töluverða hækkun vaxta?

Auðveldara er að skilja þessa þróun með því að leiðrétta vaxtamuninn fyrir mismunandi verðbólguþætti milli Íslands og útlanda, þ.e. með því að skoða raunvaxtamuninn í stað nafnvaxtamunar. Þá kemur í ljós að þrátt fyrir að nafnvextir hafi hækkað töluvert hér á landi árin 2000 og 2001 vegna stýrivaxtahækkana Seðlabanka Íslands dugðu vaxtahækkarnir á þessum tíma ekki til að halda í við vaxandi verðbólgu hér á landi sem varð mun meiri en í helstu viðskiptalöndum. Raunvaxtamunur gagnvart útlöndum minnkaði því á sama tíma og nafnvaxtamunurinn jókst og gengi krónunnar veiktist.

Þetta dæmi sýnir að nauðsynlegt er að gera greinarmun á þeim hluta aukins nafnvaxtamunar er felur í sér aukningu raunvaxtamunar og hinum sem endurspeglar aukinn mun á verðbólgu hér á landi og erlendis. Í fyrra tilvikinu eykst eftirspurn eftir innlendum verðbréfum og gengi krónunnar hækkar yfirleitt að öðru óbreyttu, eins og gerst hefur frá ársbyrjun 2004. Á þeim tíma hefur raunvaxtamunurinn vaxið úr u.þ.b. 2½ prósentu í u.þ.b. 5½ prósentu og gengi krónunnar styrkst um tæplega 16%.¹

Í seinna tilvikinu er ávöxtun innlendra verðbréfa vissulega hærri en áður en á móti kemur að meiri verðbólga innanlands eykur líkur á því að gengi krónunnar gefi eftir síðar meir þar sem raun-gengi hækkar að óbreyttu nafngengi og knýr að lokum fram lækun nafngengis til að leiðrétta samkeppnisstöðu innlendarar framleiðslu gagnvart erlendri. Væntingar um að gengi krónunnar muni lækka síðar meir gera það að verkum að fjárfestar vilja síður eiga krónur til að forðast gengistap síðar. Þeir losa því stöður í innlendum verðbréfum, þrátt fyrir að nafnávöxtun bréfanna hafi aukist, og gengi krónunnar lækkar.

Því virðist auðveldara að skilja þróun gengis gjaldmiðla til lengri tíma með því að horfa fremur á raunvaxtamun viðkomandi mynta en nafnvaxtamuninn. Hins vegar er rétt að hafa í huga að afar erfitt hefur reynt að sjá fyrir þróun gengis gjaldmiðla til skemmri tíma og oft á tíðum virðist gengisþróunin litla stöð eiga í þróun undirliggjandi efnahagsstærða.² Þótt hagfræðingar telji að

1. Hér eru raunvextir reiknaðir út frá samtímaverðbólguþættum milli Íslands og helstu viðskiptalanda.

2. Sjá t.d. umfjöllun í rammagreininni „Hvað ræður ákvörðun gengis gjaldmiðla?“ í *Peningamálum* 2001/4, bls. 23-25.

ofangreindar kenningar byggja á innsæi sem gefi rétta mynd af þeim öflum sem hafa áhrif á gengi gjaldmiðla sýnir myndin einnig að fleiri þættir hafa áhrif á gengið og stundum er gengisþróunin gagnstæð því sem einfaldar hagfræðikenningar spá fyrir um. Þetta sést t.d. á gengisþróun ársins 2000 en þá lækkaði gengi krónunnar nokkuð þrátt fyrir talsverða hækkun raunvaxta á sama tíma. Innstreymi fjármagns vegna fjárfestingar og sveiflur í almennri tiltrú fjárfesta á stöðugleika gengisins hafa einnig sín áhrif. Slíkar sveiflur geta meðal annars valdið því að raunvextir hækka á sama tíma og gengi gjaldmiðils veikist.

Í gengishækkun krónunnar í kjölfar vaxtahækkunarinnar. Væntingar um þróun stýrivaxta hafa breyst verulega, einkum hjá greiningardeildum, og ættu að stuðla að hraðari miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið.

...en verðbólguþrögn krefst enn meira aðhalds

Verðbólgu- og þjóðhagsspánnar og áhættumat sem greint er frá hér að framan benda til þess að enn þurfi að herða nokkuð aðhaldið í peningamálum til þess að ná verðbólguþrögninni. Afar erfitt er hins vegar að gera sér grein fyrir því hve háir stýrivextirnir þurfa að verða til þess að ná markmiðinu. Þótt líklegt sé að gengi krónunnar muni lækka töluvert á næstu tveimur árum ríkir mikil óvissa um hraða þeirrar breytingar að óbreyttum stýrivöxtum, áhrif stýrivaxtabreytinga á gengisþróunina og verðlagsáhrif gengislækkunar, meðal annars í ljósi þess að verðlagsáhrif gengishækkunar undanfarinna mánaða hafa ekki skilað sér nema að litlu leyti inn í innlent verðlag.

Þetta er óvissa sem Seðlabankinn, fyrirtæki, almenningur og markaðsaðilar verða að búa við og henni verður ekki eytt sama hversu gagnsæ framkvæmd peningastefnunnar er. Seðlabankinn leggur hins vegar áherslu á að hvernig sem þróunin verður mun bankinn halda fast við verðbólguþrögn. Eftirgjöf í peningamálum er hefði í för með sér að verðbólga yrði langtímum saman verulega yfir markmiði bankans væri ekki til þess fallin að milda aðlögunarferlið sem fyrirsjáanlegt er á næstu árum. Ástæða er til að minna á að í landi þar sem bæði einstaklingar og fyrirtæki eru afar skuldsett og meginhluti skuldanna er annaðhvort gengis- eða verðtryggður getur of mikill slaki við peningastjórnina og gengislækkun ásamt verðbólgu sem af því leiðir ekki síður haft áhrif til samdráttar en háir vextir. Skaðleg áhrif þessarar leiðar yrðu meiri og gætu orðið langvinn.

Verðstöðugleiki mun eins og fyrr segir að líkindum krefjast verulegs jákvæðs vaxtamunar milli Íslands og viðkiptalandanna á meðan þjóðarbúskapurinn er að leita jafnvægis í kjölfar yfirstandandi ofpensluskeiðs. Hversu mikill hann þarf að vera ræðst þó að miklu leyti af því hve vel tekst að halda verðbólgu og verðbólguvæntingum í skefjum. Eins og fram kemur í rammagrein IX-1 er það raunvaxtamunur fremur en nafnvaxtamunur sem hefur áhrif á gengi krónunnar. Þetta undirstrikar hve mikilvægt er að viðhalda nægu aðhaldi uns dregið hefur úr ójafnvægi í þjóðarbúskapnum.

Fastir vaxtaákvörðunardagar munu auka gagnsæi peningastefnunnar

Í því skyni að auka gagnsæi peningastefnunnar hefur bankastjórn Seðlabankans ákveðið að taka upp fasta vaxtaákvörðunardaga. Á næsta ári verða sex fyrirfram ákveðnir vaxtaákvörðunardagar. Þrír þeirra verða jafnframt útgáfudagar *Peningamála*. Þetta felur í sér að sex sinnum á næsta ári mun bankastjórnin gera ítarlega grein fyrir ákvörðun sinni um vexti bankans, hvort heldur ákveðið verður að breyta þeim eða ekki. Þessi tilhögun mun gefa bankanum færi á að koma skilaboðum um stefnu sína á framfæri oft en áður og með þeim hætti að hafa áhrif á markaðsvæntingar og stuðla að skilvirkari miðlun peningastefnunnar. Fyrirfram ákveðnir vaxtadagar hindra þó ekki tíðari vaxtabreytingar ef bankinn telur þær nauðsynlegar. Útgáfudagar *Peningamála* og vaxtaákvörðunardagar á næsta ári eru sýndir í töflu IX-1.

Þótt útgáfudögum *Peningamála* verði fækkað úr fjórum á ári niður í þrjá frá og með árinu 2006 telur Seðlabankinn að það muni ekki draga úr gagnsæi peningastefnunnar, sérstaklega í ljósi þess að teknir verða upp fastir vaxtaákvörðunardagar um leið og að á vaxtaákvörðunardögum öðrum en útgáfudögum *Peningamála* verður birt frétt með rökstuðningi að baki vaxtaákvörðunum bankastjórnar. Í hverju hefti *Peningamála* verða fullbúnar þjóðhags- og verðbólgu- spár. Erfitt hefur reynst að haga fjórum útgáfum á ári þannig að ársfjórðungsleg haggögn, t.d. þjóðhagsreikningar, nýtist fyllilega. Benda má á að útgáfufni Seðlabanka Íslands er mjög viðamikili miðað við stærð bankans og hefur orðið umfangsmeira með árunum.¹³ Nú er t.d. gefin út sérstök skýrsla um fjármálastöðugleika, sem áður var hluti *Peningamála*. Mestu máli skiptir að sú greining sem í *Peningamálum* er að finna gefi glögga mynd af sjónarmiðum bankans. Nánar er fjallað um þær breytingar sem þurfti að gera á sameiginlegri yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar í rammagrein IX-2.

Tafla IX-1 Útgáfudagar *Peningamála* og vaxtaákvörðunardagar árið 2006

Dagsetning vaxtaákvörðunar	Greinargerð	Vikur frá síðasta vaxtaákvörðunardegi
26. janúar 2006	Fréttatilkynning	8
30. mars 2006	<i>Peningamál</i> 2006/1	9
18. maí 2006	Fréttatilkynning	7
6. júlí 2006	<i>Peningamál</i> 2006/2	8
14. september 2006	Fréttatilkynning	10
2. nóvember 2006	<i>Peningamál</i> 2006/3	7

13. Noregsbanki og Seðlabanki Chile gefa t.d. út þrjár verðbólgu- og vaxtaákvörðunarskýrslur á ári og Kanadabanki tvær skýrslur, auk tveggja stuttra uppfærslna á milli meginútgáfa sinna.

Hinn 11. nóvember síðastliðinn undirrituðu forsætisráðherra og bankastjórn Seðlabanka Íslands samkomulag um breytt orðalag á 11. tölulið yfirlýsingar um verðbólguþétt og breytta gengisstefnu frá 27. mars 2001.¹ Hann hljóðar nú sem hér segir:

11. Seðlabankinn gerir verðbólguþétt þar sem spáð er a.m.k. tvö ár fram í tímann. Spárnar skulu birtar í riti bankans *Peningamálum*. Þar skal einnig koma fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt mun bankinn gera grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum.

1. Að öðru leyti er yfirlýsingin frá 27. mars 2001 óbreytt. Hún var m.a. birt í *Peningamálum* 2001/2 auk þess að vera á heimasíðu bankans með breytingu undir yfirskriftinni „Verðbólguþétt“.

Rammagrein IX-2 Breyting á sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001

Í 24. grein laga nr. 36/2001 er kveðið svo á að bankastjórn skuli setja reglur um undirbúning, rökstuðning og kynningu ákvarðana sinna í peningamálum. Reglur samkvæmt ákvæði þessu voru settar í janúar 2002 og birtar í *Peningamálum* 2002/1. Í tengslum við ákvörðun um að taka upp fyrirfram tilkynnta vaxtaákvörðunardaga frá og með árinu 2006 voru reglurnar teknar til endurskoðunar. Stefnt er að setningu nýrra reglna fyrir lok ársins og verða þær birtar opinberlega í kjölfarið.

