

Próun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Mun verri verðbólguhorfur að óbreyttum vöxtum

Sviptingar á gjaldeyrismarkaði í febrúar og mars í kjölfar yfirlýsingar matsfyrirtækisins Fitch um neikvæðar horfur fyrir láns hæfiseinkunn ríkissjóðs, og skrifa greiningardeilda nokkurra erlendra fjármálastofnana í kjölfarið, undirstrika hve efnahagsástandið er viðkvæmt fyrir tiltölulega smávægilegum atburðum. Spám um framvindu efnahagsmála sem byggjast á þeirri forsendu að stýrivextir Seðlabankans og gengi krónunnar haldist óbreytt verður því sem fyrr að taka með miklum fyrirvara. Verðbólguhorfur næstu tveggja ára hafa versnað töluvert sökum meiri vaxtar eftirspurnar undanfarin tvö ár en áður var reiknað með og vegna þess að gengi krónunnar er nú mun lægra en þegar Seðlabankinn lagði mat á verðbólguhorfur síðast í desember. Spenna á vinnumarkaði hefur einnig haldið áfram að aukast og launakostnaður hækkað verulega umfram það sem samrýmst getur verðbólgu markmiði Seðlabankans. Á móti kemur að útlit er fyrir að húsnæðismarkaðurinn fari brátt að leita jafnvægis á ný og húsnæðisverðbólga er á undanhaldi. Lægra gengi krónunnar mun þó hafa meiri áhrif á verðbólguna næstu misseri, enda vöxtur eftirspurnar enn þá hraður. Nýlegir atburðir undirstrika að ekki er hægt að útiloka nokkuð snöggar breytingar. Í kjölfar gengisóróleikans í febrúar og mars hafa verðbólguvæntingar færst í aukana, sem hefur leitt til lækunar raunstýrivaxta og aukinnar eftirspurnar eftir verðtryggðum skuldabréfum. Ávöxtunarkrafa þeirra hefur því lækkað. Því hefur slaknað nokkuð á peningalegu aðhaldi á sama tíma og flest bendir til að auka þurfi aðhaldið verulega og á tiltölulega skömmum tíma.

I Yfirlit þjóðhags- og verðbólgu spár

Forsendur um stýrivexti og gengi hafa breyst verulega

Mikið ójafnvægi í þjóðarbúskapnum undanfarið ár veldur mikilli óvissu um þróun ýmissa hagstærða sem gegna lykilhlutverki í mati á verðbólguhorfum. Í *Peningamálum* hefur verið brugðist við þessu með því að draga nokkuð úr áherslu á einstakar spár, t.d. með því að greina frá ólíkum verðbólguferlum sem byggjast á mismunandi forsendum og með því að leggja sérstaka áherslu á mat á óvissu verðbólgu spárinnar. Svokölluð grunnspá byggist á þeirri forsendu að stýrivextir Seðlabankans, sem nú eru 10,75%, haldist óbreyttir á spátímanum. Þetta er ekki gert vegna þess að Seðlabankinn telji að það sé líkleg vaxtaþróun. Þvert á móti hefur Seðlabankinn oft breytt vöxtum um leið og spáin er gefin út. Slík spá er hins vegar gagnleg sem viðmiðun við ákvarðanir í peningamálum. Í grunnspánni er einnig reiknað með óbreyttu gengi krónunnar á spátímanum. Almennt er talinn lítill ávinningur af því að spá fyrir um gengisbreytingar samkvæmt kenningunni um slembigöngu (e. random walk). Þessi forsenda getur þó orkað tvímælis þegar raungengi gjaldmiðils er óvenju hátt eða lágt. Í grunnspánni sem hér er birt er gert ráð fyrir því að gengisvísitala erlendra gjaldmiðla verði 116 stig á næstu tveimur árum. Það felur í sér u.þ.b. 12% lægra gengi krónunnar en í grunnspánni sem birt var í desember. Einnig er birt fráviksspá með breytilegum stýrivöxtum og gengi samkvæmt spám greiningaraðila á fjármálamarkaði. Spárnar ná til fyrsta ársfjórðungs 2008.

Mun meira ójafnvægi í þjóðarbúskapnum en áður var talið

Nýjar þjóðhagstölur frá Hagstofu Íslands benda til þess að vöxtur

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 28. mars 2006, en spár byggjast á upplýsingum til 17. mars.

Tafla I-1 Þjóðhagsspá Seðlabankans miðað við óbreytta stýrivexti og gengi (grunnspá)

	Forsendur um stýrivexti og gengi ¹							
	Núverandi spá				Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Stýrivextir Seðlabankans (%)	6,13	9,37	10,73	10,75	-	0,01	0,48	0,50
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ³	121,0	108,6	114,3	116,0	-	0,4	12,1	13,7

	Ný þjóðhagsspá							
	Magnbreyting frá fyrra ári (%)				Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²			
	Núverandi spá							
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar								
Einkaneysla	7,2	11,9	5,4	0,5	0,3	0,8	-2,4	-3,6
Samneysla	2,9	3,2	2,8	4,0	0,1	0,2	-0,1	1,4
Fjármunamyndun	29,1	34,5	4,2	-17,1	8,1	3,5	7,1	2,7
Atvinnuvegafjárfesting	34,5	56,9	-1,1	-32,3	11,2	1,1	3,1	-0,1
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	13,8	10,3	24,8	15,7	8,1	-1,5	15,3	15,1
Fjárfesting hins opinbera	34,6	-13,5	-7,5	22,7	7,7	-2,3	6,5	-5,7
Þjóðarútgjöld	10,4	14,9	4,7	-3,3	2,0	1,6	0,6	-1,2
Útflutningur vöru og þjónustu	8,4	3,5	3,4	13,1	0,1	-0,1	-2,4	-2,3
Innflutningur vöru og þjónustu	14,4	28,4	4,5	0,9	0,2	3,9	4,0	2,3
Verg landsframleiðsla	8,2	5,5	4,2	0,4	2,0	0,8	-2,4	-3,7
Ýmsar lykilstærðir								
Landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	917	996	1.099	1.168	32	7	-11	-29
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-9,3	-16,5	-14,1	-9,9	-0,9	-0,9	-2,2	-3,1
Launak. á framl. einingu (br. milli ársmeðaltala)	5,1	6,2	6,4	3,9	-	0,6	0,6	-0,4
Atvinnuleysi (% af mannafla)	3,1	2,1	1,5	1,9	-	0,1	-0,4	-0,5

1. Ársmeðaltöl miðað við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 2. Breyting frá *Peningamálum* 2005/4. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting gengisvísitölu.

efnahagslífsins hafi verið mun meiri á síðustu tveimur árum en áður var talið. Því reiknast framleiðsluspenna og spenna á innlendum vinnu- markaði meiri og viðskiptahallinn stærri en spáð var í síðasta hefti *Peningamála*, þrátt fyrir að spáð sé heldur minni vexti innlendar eftirspurnar og hagvexti en þá.

Horfur á að hratt muni draga úr vexti innlendar eftirspurnar ...

Verulega mun draga úr vexti innlendar eftirspurnar þegar líða tekur á þetta ár og útlit er fyrir að samdráttur verði á því næsta. Hagvöxtur mun einnig minnka en þó hægar, því að hratt dregur úr vexti innflutnings á sama tíma og útflutningsframleiðsla tengd álafurðum eykst verulega á næsta ári.

Spáð er nokkru minni hagvexti á þessu ári en spáð var í desember, þrátt fyrir að vöxtur þjóðarútgjalda sé svipaður. Stafar það af óhagstæðara framlagi utanríkisviðskipta. Hagvöxtur næsta árs verður óverulegur og töluvert minni en spáð var í desember og skýrist það einnig af óhagstæðara framlagi utanríkisviðskipta og minni vexti innlendar eftirspurnar, sérstaklega einkaneyslu.

... meðan þjóðarbúskapurinn leitar jafnvægis

Minnkandi vöxtur innlendar eftirspurnar er óhjákvæmilegur fylgifiskur aðlögunar hagkerfisins að jafnvægi eftir nokkurra ára ofpensluskeið. Grunnspá Seðlabankans bendir hins vegar til þess að aðlögunin sé of hæg og hætta sé á að undirliggjandi ójafnvægi nái að festa sig í sessi

sakir viðvarandi hárra verðbólguvæntinga. Því virðist þurfa töluvert aðhaldssamari peningastefnu en felst í grunnspánni til að verðbólgu- markmiðið náist innan tveggja ára.

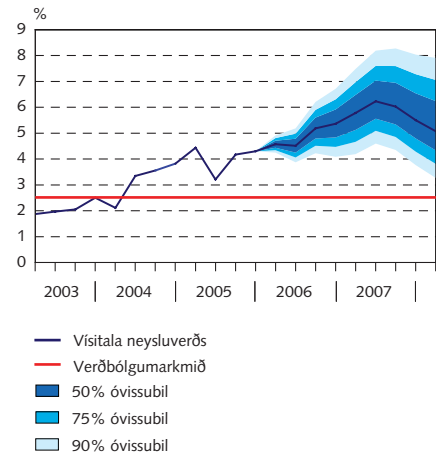
Verðbólguhorfur hafa versnað verulega

Veruleg lækkun á gengi krónunnar og aukið undirliggjandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum valda því að verðbólguhorfur eru nú verulega verri en þær voru í desember, þótt stýrivextir Seðlabankans hafi verið hækkaðir um hálfa prósentu frá þeim tíma.

Samkvæmt grunnspánni myndi verðbólga aukast hratt á næstunni, yrði komin í tæplega 5½% í lok þessa árs og ná hámarki um mitt næsta ár er hún verður rúmlega 6%. Samkvæmt þeirri spá mun verðbólga haldast há út spátímabilið og eru litlar líkur á því að verðbólgu markmiðið náist á næstu árum nema aðhald peningastefnunnar sé aukið verulega frá því sem nú er.

Fráviksspá sem byggist á spá greiningaraðila um þróun stýrivaxta Seðlabankans til næstu tveggja ára og gengisþróun sem metin er út frá óvörðu vaxtafjafnvægi staðfestir þetta mat.² Samkvæmt þeirri spá eru verðbólguhorfur jafnvel enn verri en í grunnspánni, þrátt fyrir hærri stýrivaxtaferil, enda gengi krónunnar nokkru lægra í fráviksspánni. Samkvæmt þeirri spá er útlit fyrir að verðbólga verði um 6% eftir tvö ár.

Mynd I-1
Ný verðbólgu spá Seðlabankans – grunnspá
Spátímabil: 1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla I-2 Verðbólguþróun og -horfur

Breyting neysluverðs frá sama fjórðungi fyrra árs (%)

Ársfjórðungur	Spá með óbreyttum stýrivöxtum og gengi	Spá með breytilegum stýrivöxtum og gengi
2005:1	4,4	4,4
2005:2	3,2	3,2
2005:3	4,2	4,2
2005:4	4,3	4,3
Ársmeðaltal	4,0	4,0
2006:1	4,6	4,6
2006:2	4,5	4,5
2006:3	5,2	5,2
2006:4	5,4	5,3
Ársmeðaltal	4,9	4,9
2007:1	5,8	5,8
2007:2	6,2	6,4
2007:3	6,0	6,4
2007:4	5,5	6,0
Ársmeðaltal	5,9	6,2
2008:1	5,1	5,7

Báðar þessar spár byggjast á ákveðnum stýrivaxtaferlum sem verður að telja óraunsæja í ljósi þess hve verðbólguhorfur eru slæmar. Afar ólíklegt er að Seðlabankanum takist að ná verðbólgu markmiðinu á spátímanum að gefnum þessum vöxtum.

2. Nánar er fjallað um væntan stýrivaxtaferil fráviksspárinnar í kafla III og rammagrein VIII-2. Út frá vaxtamun þess vaxtaferils og framvirkra erlendra vaxta er hægt að meta væntan gengisferil krónunnar miðað við óvarið vaxtafjafnvægi (e. uncovered interest parity), að teknu tilliti til áhættuþóknunar. Nánar er fjallað um gengisferilinn í kafla VIII.

Eins og fram hefur komið er mikilvægt að hafa í huga hina miklu óvissu sem er um verðbólguhorfur, einkum þegar jafn mikið ójafnvægi er í þjóðarbúskapnum og nú. Því er hér lögð mikil áhersla á mat á þessari óvissu og líklegum frávikum frá verðbólguferli hennar. Óvissuþættirnir eru í meginatriðum hinir sömu og í desember. Líkur á að verðbólgu sé vanspáð eru þó taldar heldur minni en í desember vegna þess að gengislækkunin sem þá var talin hætta á er þegar komin fram að nokkru leyti. Áfram er þó talin meiri hætta á að verðbólgu sé vanspáð tvö ár fram í tímann, að óbreyttum vöxtum, en að henni sé ofspáð. Telja má nánast útilokað að verðbólga verði við verðbólguþröngun bankans á spátímabilinu án frekari aðgerða í peningamálum. Því virðist blasa við að stóraukins peningalegs aðhalds sé þörf eigi að ná tókum á verðbólgunni.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Ytri skilyrði þjóðarbúsins eru almennt góð, að minnsta kosti til skamms tíma lítið. Áætlað er að hagvöxtur í heiminum hafi verið um 3,2% árið 2005 og spáð er svipuðum vexti á þessu ári. Gangi spár eftir má því almennt búast við áframhaldandi góðu ástandi í heimsbúskapnum.¹ Heldur hefur dregið úr verðbólgu í Evrópu og Bandaríkjunum frá því á haustmánuðum 2005. Sveiflur í verðlagsþróun skýrast að miklu leyti af breytingum á verði eldsneytis. Kjarnaverðbólga, skilgreind sem hækkun samræmdrar vísitölu neysliverðs án orku og matvæla, hefur verið lítil. Þrátt fyrir aukið aðhald í peningamálum í Bandaríkjunum og Evrópu að undanfögnu, sem leitt hefur til hækkunar skammtímaavaxta, eru raunvextir enn tiltölulega lágir og framboð lánsfjár mikið.

Verðlag helstu útflutningsafurða hefur hækkað verulega í erlendum gjaldmiðlum. Góðar horfur eru á því að verðlag útflutnings haldist áfram hátt eða hækki jafnvel enn frekar. Hins vegar eru nú taldar horfur á töluvert minni vexti útflutnings í ár og á næsta ári en spáð var í desember.

Hversu lengi geta Bandaríkin haldið áfram að leiða hagvöxt í heiminum?

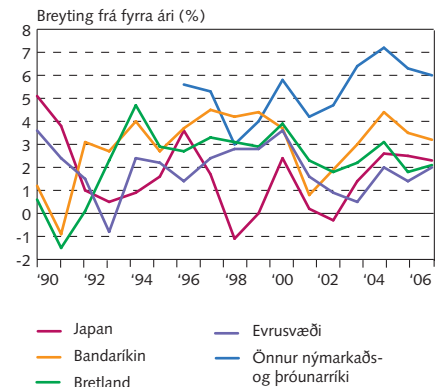
Eins og undangengin ár er hagvöxtur í heiminum að miklu leyti knúinn áfram af Bandaríkjunum, Kína og öðrum ört vaxandi hagkerfum í Asíu. Vegna stærðarinnar og örs vaxtar aukast áhrif Kína hratt. Bandaríkin hafa haldið uppi öflugri eftirspurn, en Asíulöndin sjá þeim og öðrum Vesturlöndum fyrir stöðugu framboði af ódýrum vörum og í auknum mæli einnig þjónustu. Að auki fjármagna þau ásamt olíuútflutningsríkjunum ört vaxandi viðskiptahalla Bandaríkjanna með stöðugum kaupum á bandarískum skuldabréfum. Þetta hefur ásamt öðru haldið langtímaavöxtum í Bandaríkjunum lágum þrátt fyrir vaxandi hagvöxt og leitt til þess að gjaldeyrisforði Kína, Japans og fleiri landa hefur aukist hröðum skrefum. Lágir vextir hafa svo haldið uppi öflugum vexti einkaneyslu í Bandaríkjunum og nokkrum öðrum löndum og ýtt undir hækkun eignaverðs, og þá sérstaklega húsnæðisverðs, víða um heim.

Deilt er um hversu sjálfbært þetta fyrirkomulag efnahagsmála í heiminum er. Telja sumir að það geti varað enn í fjölda ára án verulegra vandkvæða, en aðrir telja að það muni liðast í sundur innan eins til tveggja ára, enda sé vaxandi viðskiptahalli og skuldasöfnun Bandaríkjanna og gegndarlaus söfnun gjaldeyrisforða í Asíu og olíuútflutningsríkjum vísending um ósjálfbæra þróun sem hljóti að stöðvast. Ójafnvægið í heimsbúskapnum skapar nokkra óvissu um annars góðar hagvaxtarhorfur. Núverandi hagvaxtarskeiði hefur að töluverðu leyti verið viðhaldið af mikilli einkaneyslu og lágum sparnaði í Bandaríkjunum sem má að miklu leyti rekja til auðsáhrifa vegna hækkandi fasteignaverðs.

Mynd II-1

Alþjóðleg hagþróun 1990 - 2006¹

Hagvöxtur á helstu viðskiptasvæðum Íslands

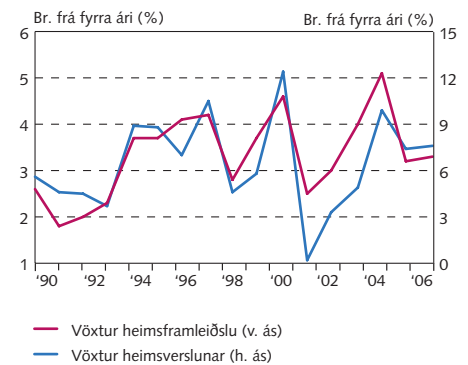


1. Tölur fyrir 2005 og 2006 byggja á spám.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts.

Mynd II-2

Alþjóðleg hagþróun 1990 - 2006¹

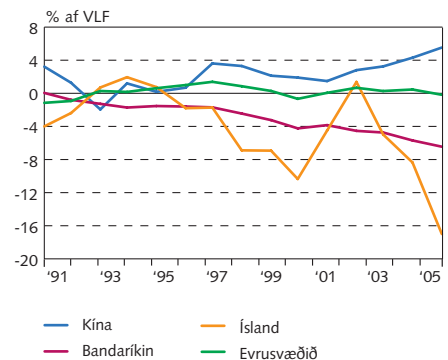
Heimsframléiðsla og heimsverslun



1. Tölur fyrir 2005 og 2006 byggja á spám.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts.

Mynd II-3

Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af landsframléiðslu 1991 - 2005¹

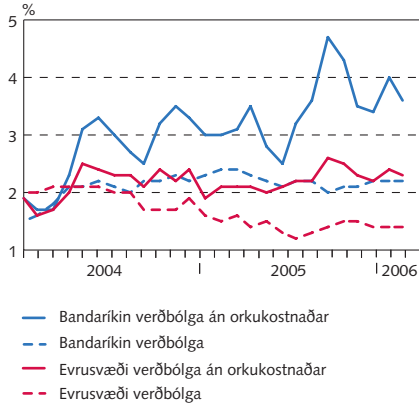


1. Tölur fyrir 2005 eru byggðar á spám.
Heimildir: Global Insight, OECD, Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

1. Sjá t.d. Moody's Global Outlook og Consensus Forecasts.

Mynd II-4

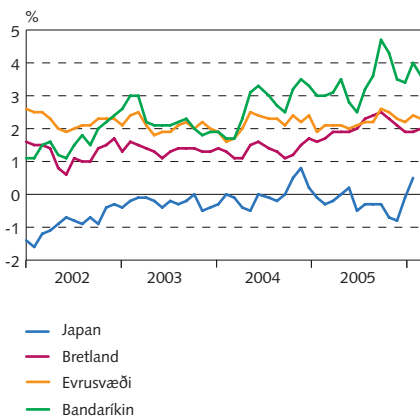
Verðbólga í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu janúar 2004 - febrúar 2006
Verðbólga með og án orkuverðs



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-5

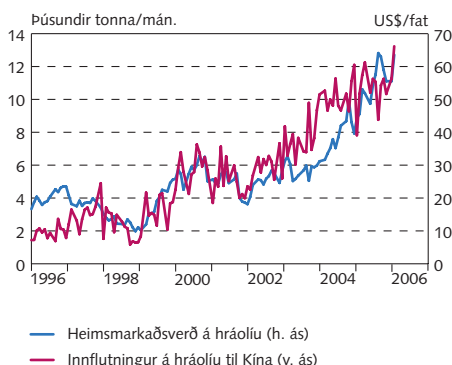
Verðbólguþróun á helstu viðskiptasvæðum Íslands
Janúar 2002 - febrúar 2006¹



1. Febrúartölur vanta fyrir Japan.
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6

Innflutningur á hráolíu til Kína og heimsmarkaðsverð á hráolíu
Janúar 1996 - janúar 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

Endalok fastgengiskerfisins gætu leitt til hærri vaxta og minni hagvaxtar

Efasemdir um að viðskiptahalli Bandaríkjanna geti staðist til frambúðar aukast eftir því sem hann verður meiri. Á síðasta fjórðungi liðins árs nam hann 7% af landsframleiðslu og eru engin fordæmi fyrir svo miklum viðskiptahalla hjá mesta efnahagsveldi heimsins.² Kína og Japan, ásamt nokkrum stórum olíuútflutningsríkjum, hafa haft mótsvarandi afgang á viðskiptajöfnuði, en á evrusvæðinu hafa utanríkisviðskipti verið nálægt jafnvægi undanfarin ár (sjá mynd II-3).

Kínverjar virðast nú vera að fíkra sig frá fastgengisstefnunni gagnvart Bandaríkjadal. Verði algerlega horfið frá henni gætu umskiptin hugsanlega orðið hröð og haft umtalsverð áhrif á heimsbúskapinn, meðal annars leitt til hærri vaxta og lækunar á gengi Bandaríkjadals. Draga myndi úr vexti einkaneyslu í Bandaríkjunum og líklega hagvexti í heild en vöxtur útflutnings aukast. Gengi Bandaríkjadals er enn tilþörlulega hátt, þrátt fyrir viðskiptahallann, en talsverður vaxtamunur við útlönd hefur stutt við gengið. Spár *Consensus Forecasts* sýna nokkra hækkun á stýrivöxtum á evrusvæðinu á árinu en litlar breytingar á stýrivöxtum í Bandaríkjunum. Minni vaxtamunur eykur líkur á að dalurinn veikist.

Hagvöxtur í Bandaríkjunum féll óvænt á fjórða ársfjórðungi í fyrra og mældist aðeins 1,6% á ársgrundvelli. Þetta var langt undir væntingum en líklegt er að um tímabundinn samdrátt hafi verið að ræða sem rekja má til breytinga á fyrirkomulagi greiðslna m.a. til varnarmála og röskunar í kjölfar fellibylja sem gengu yfir landið.

Vonir um hagvöxt á evrusvæðinu glæðast

Nýverið hafa birst vísbendingar sem gefa vonir um töluverðan efnahagsbata í Evrópu. Nýjustu spár Seðlabanka Evrópu gera ráð fyrir að meðalhagvöxtur á evrusvæðinu verði á bilinu 1,7% til 2,5% í ár. Þetta er lítils háttar hækkun frá síðustu spám bankans. Efnahagsbatinn er þó enn sem komið er að miklu leyti drifinn áfram af auknum útflutningi. Vöxtur einkaneyslu er enn dræmur, þótt hækkun viðhorfsvísitalna gefi fyrirheit um breytingu þar á. Dreigið hefur úr atvinnuleysi á svæðinu sem ætti að örva einkaneyslu, en hækkun orkuverðs ásamt áformuðum skattahækkunum gætu vegið á móti. Einnig er útlit fyrir að auknar launakröfur muni setja þrýsting á verðbólgu, en launahækkningar hafa verið mjög hóflegar á evrusvæðinu síðustu árin og kaupmáttur aukist lítið. Vöxtur fjárfestingar hefur verið nokkuð stöðugur og er gert ráð fyrir að hann aukist á þessu ári, sem eykur líkur á stöðugum efnahagsbata.

Búist er við áframhaldandi örum hagvexti í Kína á þessu ári og mikilli fjárfestingu í útflutningsgreinunum. Vaxandi eftirspurn frá Kína mun að öllum líkindum stuðla að áframhaldandi háu hrávöruverði á heimsmarkaði, og er hún talin skýra að miklu leyti verðhækkun bæði

2. Þrátt fyrir langvarandi hallarekstur og skuldaföfnun, sem hafa leitt til þess að hrein staða Bandaríkjanna gagnvart útlöndum nemur nú helmingi af landsframleiðslu Bandaríkjanna, hefur jöfnuður þáttatekna ekki versnað að marki. Vextir sem Bandaríkin greiða af skuld sinni við erlenda aðila og hagnaður erlendra aðila af fjárfestingu í Bandaríkjunum virðast því mun lægri en vextir og hagnaður Bandaríkjanna af erlendra fjárfestingu Bandaríkjamanna. Þetta kynni þó að breytast ef vextir hækka á bandarískum skuldabréfum sem myndu uppistöðuna í gjaldyrisforða margra Asíu- og olíuútflutningslanda.

hráolíu og málma (sjá mynd II-6). Með aukinni framleiðslu á þessu ári er hins vegar búist við minni verðsveiflum.

Seðlabanki Japans hefur nýverið aukið aðhald sitt í peningamálum eftir merki um töluverðan efnahagsbata í lok fyrra árs. Spár *Consensus Forecasts* gera ráð fyrir verulegri aukningu iðnaðarframleiðslu og einkaneyslu á árinu sem muni skila sér í 2,9% hagvexti, sem er töluvert hærra en í fyrri spám. Jafnframt er búist við hóflegri hækkun neysliverðsvisítölu eftir langt tímabil verðhjöðunar.

Afli dregst lítillaga saman en verðlag sjávarafurða hækkar

Í tonnum talið var aflinn í fyrra svipaður og árið áður en verðmæti aflans var minna vegna lakari þorsk- og karfaafla. Þá dróst rækjuafllinn saman um meira en helming.

Aflinn tvo fyrstu mánuði þessa árs hefur verið óvenju rýr. Á það við um bæði botnfisk- og loðnuafllann. Talsverðar líkur eru á að ekki muni veiðast meiri loðna en komin var á land í byrjun marsmánaðar. Yrði þá yfirstandandi loðnuvertíð ein sú lakasta um árabil. Gert er ráð fyrir svipuðum botnfiskafla og í fyrra, en talið er að rækjuafllinn haldi áfram að dragast saman. Að þessu gefnu er gert ráð fyrir að magn útflutnings sjávarafurða dragist saman um 2% á þessu ári. Mun meira verðmæti fæst þó úr loðnu- og síldaraflanum vegna þess að stór hluti síldaraflans fer að mestu leyti til matvælavinnslu og líklega hafa allt að 40% af loðnuaflla nýlokinnar vetrarvertíðar einnig farið til matvælavinnslu. Aukið vinnsluverðmæti þessara afurða vegur á móti magnsamdrætti í útflutningi sjávarafurða.

Verðlag sjávarafurða hækkaði verulega á liðnu ári. Botnfiskafurðir hækkuðu um rúmlega 8% og sjávarafurðir í heild um 8,4%. Mest hækkaði verð sjófrysta afurða og fersks fisks. Þá hækkaði mjöl- og lýsiverð umtalsvert. Hraði verðhækkana jókst þegar leið á árið. Seljendur telja að verð á öllum helstu sjávarafurðum muni halda áfram að hækka á þessu ári. Í spánni er gert ráð fyrir allt að 10% hækkun á verðlagi sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum milli árána 2005 og 2006.

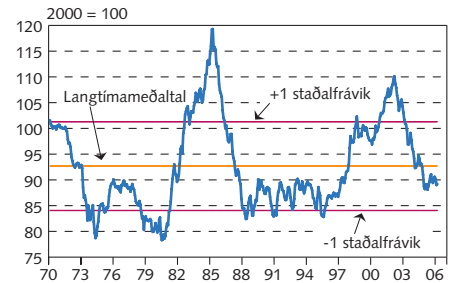
Horfur á að álverð haldist áfram hátt

Eftirspurn eftir áli hefur aukist hratt á undanförunum árum og hefur ekkert lát orðið á þeirri þróun á fyrstu mánuðum þessa árs. Birgðir í heiminum voru því sem næst helmingi minni í fyrra en árin 2002-2003. Verð áls hækkaði hratt á sl. ári, en sveiflur í framboði og eftirspurn höfðu í för með sér nokkrar sveiflur í verði. Grunnþættir verðmyndunar benda til þess að verðið haldist áfram hátt. Gert er ráð fyrir að dragi úr útflutningi frá Kína, þar sem hraður vöxtur innlendrar eftirspurnar krefst sífellt stærri hluta framleiðslugetunnar. Gæti innlend eftirspurn jafnvel fljótlega orðið meiri en innlend framleiðsla. Endurskipulagning framleiðslu í Evrópu og Bandaríkjunum og almennt vaxandi eftirspurn eftir áli í heiminum, t.d. í Bandaríkjunum, ætti að þrýsta verðinu upp. Heimseftirspurn er talin hafa aukist um 6% á sl. ári og er 20% vöxtur eftirspurnar í Kína talinn eiga þar stóran hlut að máli. Framvirkir samningar á London Metal Exchange benda til þess að verðið fari hæst á öðrum ársfjórðungi í 2.500 \$/t, sem er því sem næst 40% hærra en á sama tíma í fyrra. *GFMS Metals Consulting* spáir því að meðalverð á áli verði yfir 2.000 \$/t bæði í ár og á næsta ári.

Mynd II-7

Raugengi Bandaríkjadals
janúar 1970 - febrúar 2006

Mánaðarleg gögn m.v. hlutfallslegt neysliverð

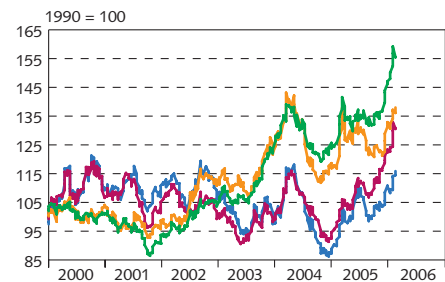


Heimildir: JP Morgan, Reuters EcoWin.

Mynd II-8

Hrávöruverð á heimsmarkaði

Vikulegar tölur janúar 2000 - febrúar 2006



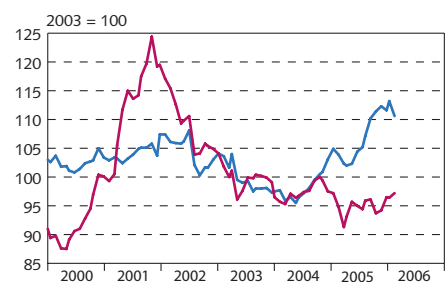
— Matvara (í EUR)
— Öll hrávara án eldsneytis (í EUR)
— Matvara (í USD)
— Öll hrávara án eldsneytis (í USD)

Heimildir: Reuters EcoWin.

Mynd II-9

Verðlag sjávarafurða

janúar 2000 - febrúar 2006



— Í erlendra mynt
— Í íslenskum krónum

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10

Raugengi

1. ársfj. 1986 - 4. ársfj. 2006¹



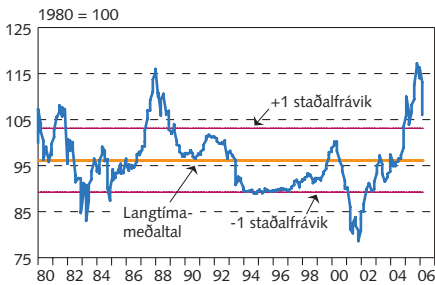
— Raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað
— Raungengi miðað við hlutfallslegt neysluverð

1. Spá miðast við óbreytt gengi frá mars 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Raugengi janúar 1980 - mars 2006

Mánaðarleg gögn m.v. hlutfallslegt neysluverð



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Erlendir ferðamenn streymdu til Íslands þrátt fyrir hátt gengi krónunnar

Ferðamannaiðnaðurinn hefur orðið fyrir töluverðum þrengingum vegna hás gengis krónunnar. Eigi að síður fjölgaði erlendum ferðamönnum um 2½% á síðasta ári og gistinóttum um 8%. Tekjur af erlendum ferðamönnum jukust hins vegar aðeins um 1% í krónum talið milli ára. Ferðapjónustan hefur því tekið á sig hluta þess kostnaðar sem hækkun krónunnar hafði í för með sér. Komum erlendra ferðamanna fyrstu tvo mánuði ársins fjölgaði um 12% frá fyrra ári. Því virðast engin merki um samdrátt í kjölfar hás gengis.

Raugengi krónunnar hefur lækkað nokkuð frá nóvembermánuði

Sem fyrr er raungengi krónunnar hátt í sögulegu samhengi, en töluverð lækkun hefur orðið á nafn- og raungengi krónunnar frá nóvembermánuði 2005. Miðað við meðalnafngengi fyrri hluta marsmánaðar var raungengi á mælikvarða verðlags um 10% lægra en í nóvember. Raungengi verður því töluvert lægra á næstu mánuðum en ársfjórðungana á undan haldist gengi krónunnar óbreytt eða lækki frekar.³

Líkur á töluvert minni útflutningi sjávarafurða á árinu en gert var ráð fyrir

Í síðasta hefti *Peningamála* var gert ráð fyrir 3% aukningu í útflutningsframleiðslu sjávarafurða en spár benda nú hins vegar til þess að samdráttur verði um 2% á árinu. Mismunurinn skýrist að miklu leyti af mun minni loðnuafla en búist var við. Hins vegar er gert ráð fyrir að vöxtur álframleiðslu sem spáð var árið 2007 muni að nokkru leyti koma fram á þessu ári. Búist er við lítils háttar samdrætti í útflutningi annarrar iðnaðarvöru en áls og málblendis. Spár um útflutning þjónustu eru að mestu óbreyttar. Samantekin áhrif á útflutning vöru og þjónustu eru þau að nú er búist við 3,4% vexti á árinu, sem er 2,4 prósentum minni vöxtur en gert var ráð fyrir í desember.

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	3,5	3,4	13,1	-0,1	-2,4	-2,3
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-6,0	-2,0	2,0	-4,0	-5,0	0,0
Útflutningsframleiðsla áls	2,4	31,3	61,6	2,4	15,7	-23,3
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	7,3	9,5	4,0	-1,7	3,5	1,0
Verð áls í USD ³	7,7	27,0	-2,0	-4,2	19,7	0,0
Verð eldsneytis í erlendri mynt ⁴	41,3	16,0	5,6	3,9	14,3	6,1
Alþjóðleg verðbólga ⁵	2,3	2,0	2,0	-0,2	-0,3	0,0
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	1,0	7,2	1,3	0,7	3,3	0,6
Erlendir skammtíma vextir ⁶	2,7	3,1	3,5	0,1	0,0	0,0

1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá *Peningamálum* 2005/4. 3. Spá byggð á framvirku álverði. 4. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði. 5. Spá frá *Consensus Forecasts*. 6. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

3. Raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað er töluvert lægra nú en sýnt var í síðasta hefti *Peningamála*. Þetta er vegna endurmat á erlendum launakostnaði nokkur ár aftur í tímann.

III Fjármálaleg skilyrði

Óróleika hefur gætt á fjármálamörkuðum á undanförunum vikum í kjölfar útgáfu skýrslna erlendra mats- og greiningarfyrirtækja um íslensk fjármálafyrirtæki og efnahagsmál og nýrra upplýsinga um umfang viðskiptahallans á síðasta ári. Fitch Ratings breytti horfunum um láns hæfi ríkissjóðs úr stöðugum í neikvæðar en staðfesti óbreytt mat á horfum um láns hæfi bankanna. Standard & Poor's staðfesti í mars óbreytt láns hæfismat á ríkissjóði og óbreyttar horfur. Frá síðustu útgáfu *Peningamála* hefur Seðlabankinn hækkað stýrivexti tvívegis, 2. desember sl. samhliða útgáfu *Peningamála*, og 26. janúar sl. á fyrsta formlega vaxtaákvörðunardegum ársins. Gengi krónunnar hefur lækkað töluvert það sem af er árinu og hafa verðbólguvæntingar aukist í kjölfarið. Það birtist í því að vextir verðtryggðra skuldabréfa hafa lækkað á nýjan leik og vextir óverðtryggðra skuldabréfa þokast upp síðan í febrúar. Þrátt fyrir lækkingu vaxta verðtryggðra skuldabréfa hefur peningalegt aðhald heimila aukist þar sem lægstu vextirnir á húsnæðisveðlánnum hafa hækkað.

Skammtíma vextir hækka í Bandaríkjunum og Evrópu

Seðlabanki Bandaríkjanna hefur hækkað stýrivexti jöfnum skrefum síðan um mitt ár 2004 og eru þeir nú 4,75%. Vextir á langtíma ríkisskuldabréfum í Bandaríkjunum hafa breyst lítið þrátt fyrir töluverða hækkun skammtíma vaxta. Þetta hefur leitt til þess að vaxtabilið milli skammtíma- og langtíma vaxta hefur minnkað jafnt og þétt og er nú nánast ekkert. Þetta gerðist síðast í ársbyrjun 2001 og er oft túlkað sem fyrirboði efnahagssamdráttar í Bandaríkjunum. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur þó slegið á þessar áhyggjur og bent á að þessa þróun megi skýra út frá lágum verðbólguvæntingum.

Seðlabanki Evrópu hefur einnig hækkað vexti, síðast í mars, til að bregðast við vísbendingum um aukna verðbólgu og eru vextir bankans nú 2,5%. Í samræmi við væntingar hafa stýrivextir á Bretlandi hins vegar haldist óbreyttir síðan um mitt ár 2005, en þeir standa nú í 4,5%.

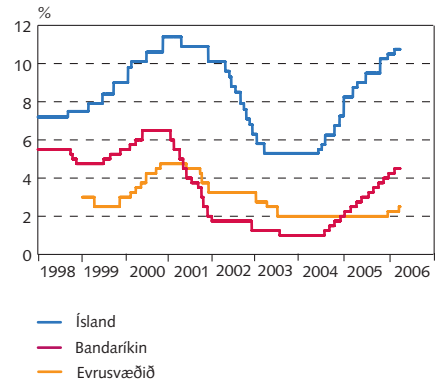
Lækkun á gengi krónunnar gæti gert skilyrði til erlendra lántöku hagstæðari en þyngt greiðslubyrði útstandandi lána

Óróa hefur gætt á gjaldeyrismarkaði síðan í febrúar. Í kjölfarið hefur gengi krónunnar lækkað töluvert og gengissveiflur aukist. Fyrstu þrjár vikur marsmánaðar var gengi krónunnar u.þ.b. 12,5% lægra en þegar það var sem sterkast í nóvember. Skilyrði til lántöku í erlendum gjaldmiðlum kunna því að vera orðin hagstæðari, sé gert ráð fyrir að gengið sé að mati lántakenda nær langtíma jafnvægi nú en það hefur verið undanfarna mánuði. Hins vegar hafa væntingar um heildaraðlögunarþörf gengisins líklega einnig breyst, t.d. vegna þess að viðskiptahallinn í fyrra reyndist meiri en spáð var og gengissveiflur hafa aukist. Nýjasta könnun á viðhorfum greiningardeilda gæti bent til þess. Gengislækkun skilar sér strax í þyngrri greiðslubyrði þeirra sem þegar hafa tekið erlend lán í íslenskum krónum.

Mynd III-1

Stýrivextir seðlabanka

Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 17. mars 2006

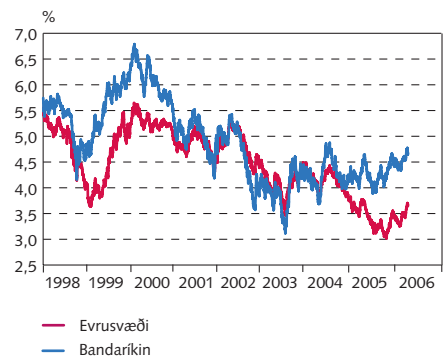


Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Ávöxtunarkrafa tíu ára ríkisskuldabréfa

Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 17. mars 2006

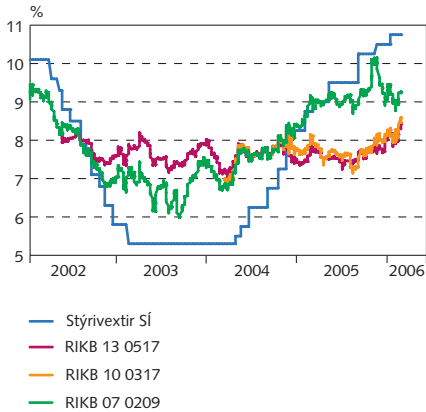


Heimildir: Reuters EcoWin.

Mynd III-3

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa og stýrivextir Sí

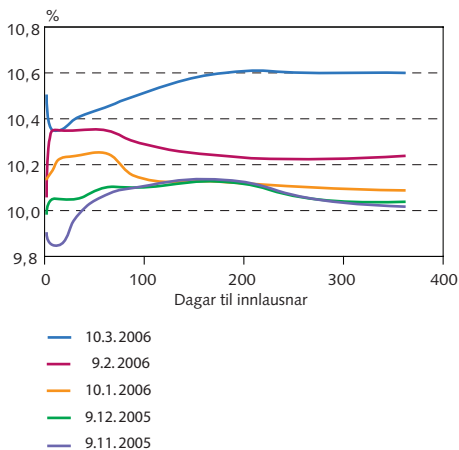
Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 17. mars 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

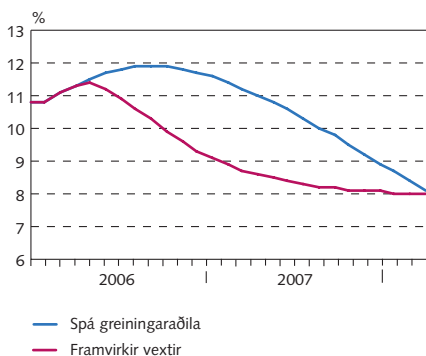
Tímaróf vaxta á krónumarkaði



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum og spám greiningaraðila
Janúar 2006 - mars 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið hefur ekki verið hnökralaus

Miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið hefur verið misgreið. Nokkur hækkun hefur þó orðið á vöxtum óverðtryggðra ríkisskuldabréfa með líftíma til u.þ.b. fjögurra og sjö ára. Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum hefur hins vegar þrýst niður vöxtum á skuldabréfum til eins árs auk þess sem uppkaup eru hafin á þeim flokki. Á tímabili gætti einnig áhrifa erlendu útgáfunnar á óverðtryggð vexti til fjögurra ára, en þau virðast hafa dvínað eftir að gengi krónunnar tók að lækka, auk þess sem verulega hefur hægt á útgáfunni það sem af er marsmánuði. Þrýstings til hækkunar hefur gætt á óverðtryggðum bréfum eftir að matsfyrirtækið Fitch breytti horfum á lánshæfismati ríkissjóðs úr stöðugum í neikvæðar og krónan lækkaði skarpt í kjölfarið. Það kann að skýrast af því að horfur séu taldar á lakara mati á lánshæfi bréfanna, en hitt vegur þó líklega þyngra að fjárfestar telji verðbólguálag óverðtryggðra skuldabréfa of lágt í ljósi gengislækkunar krónunnar.

Tímaróf vaxta á peningamarkaði hefur hliðrast upp í kjölfar stýrivaxtahækkana og lögum tímarófsins hefur breyst töluvert síðasta mánuðinn. Sérstaklega hefur orðið hliðrun á lengri enda þess. Gæti það stafað af auknum verðbólguvæntingum og væntingum um enn frekari hækkun stýrivaxta, en minnkandi útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum kann einnig að hafa haft þar áhrif. Hins vegar er sérkennilegt að eins til þriggja mánaða vextir hafa verið umtalsvert lægri en stýrivextir Seðlabankans, þrátt fyrir ótvíræð skilaboð um að frekari hækkunar stýrivaxta væri að vænta.¹

Túlkun framvirkra vaxta erfið

Eins og fjallað var um í síðasta hefti *Peningamála* sætir túlkun eingreiðsluferils óverðtryggðra vaxta nokkrum erfiðleikum. Kemur þar til mikil eftirspurn eftir innlendum skammtímaverðbréfum, sem hlýst af útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum, sem hefur þrýst niður stysta enda eingreiðsluferilsins. Þessu til viðbótar hefur ríkissjóður dregið mjög úr framboði skammtíma ríkisverðbréfa, sem hefur aukið enn frekar á ójafnvægi milli framboðs og eftirspurnar á innlendum peningamarkaði og skekkt verðlagningu þessara verðbréfa. Því er varasamt að túlka án fyrirvara framvirka vexti sem lesa má út úr eingreiðsluferlinum sem væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta Seðlabankans næstu árin.

Sérfræðingar á fjármálamarkaði vænta þess að stýrivextir haldi áfram að hækka um sinn

Könnun á viðhorfum sem Seðlabankinn gerir reglulega meðal sérfræðinga á fjármálamarkaði kann að gefa hugmynd um hve mikið eingreiðsluferillinn víkur frá raunverulegum væntingum. Í könnuninni er

1. Um miðjan desember tilkynnti Lánasýsla ríkisins nýtt fyrirkomulag við útgáfu ríkisvíxla. Dregið yrði úr framboði víxla auk þess sem styttri víxla yrði að ræða en áður. Í fyrsta útboðinu sem haldið var 27. febrúar var meðalávöxtun samþykkrta tilboða 9,506%. Lága ávöxtunarkröfu miðað við stýrivextina má skýra með litlu framboði á víxlum. Frá því að víxillinn var skráður í Kauphöll Íslands (2. mars) hefur ávöxtunarkrafan verið töluvert hærri eða rúmlega 11%.

spurt um þróun stýrivaxta til næstu tveggja ára (sjá nánar í rammagrein VIII-2). Í desember töldu sérfræðingarnir að stýrivextir bankans yrðu komnir í um 11,5% um þessar mundir, sem er 0,75 prósentum meiri hækkun vaxta en raunin varð. Því er ljóst að þeir áttu von á heldur aðhaldssamari peningastefnu en fylgt hefur verið að undanförmu.

Eftir sem áður búast þeir nú að meðaltali við því að stýrivextir haldi áfram að hækka fram á seinni hluta þessa árs þegar þeir verða komnir í tæplega 12%, sem er svipað og svör þeirra gáfu til kynna í desember, þótt hámarki verði náð heldur síðar og háir vextir vari nokkru lengur en þeir töldu í desember.² Eftir það taka vextir smám saman að lækka samkvæmt mati þeirra en verða ekki aftur við núverandi vaxtastig fyrr en á vormánuðum næsta árs. Eftir tvö ár telja þeir að meðaltali að vextirnir verði komnir í 8%, sem er töluvert hærra vaxtastig en lesa mátti úr svörum þeirra í desember.

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa hefur lækkað á ný

Í desemberhefti *Peningamála* var sagt frá því að miðlun peningastefnunnar væri loks farin að ná allt til vaxta verðtryggðra langtímaskuldabréfa. Eftir umtalsverða viðbótarhækkun síðari hluta janúarmánaðar hefur hún gengið til baka að töluverðu leyti. Skýringa kann að vera að leita bæði innanlands og erlendis. Vextir verðtryggðra bandarískra langtímaskuldabréfa lækkuðu dálítið eftir töluverða hækkun í Bandaríkjunum. Líklegasta skýringin er hins vegar að auknar verðbólguvæntingar í kjölfar lækkunar gengis krónunnar í febrúar hafi aukið eftirspurn eftir verðtryggðum skuldabréfum. Einnig má álykta að breytingar á væntingum markaðsaðila um aukið aðhald peningastefnunnar hafi haft áhrif. Að auki mun framboð íbúðabréfa verða minna á árinu en gert var ráð fyrir samkvæmt nýrri útgáfuáætlun Íbúðalánasjóðs. Óvissa um framtíð hans kann einnig að hafa áhrif á vexti verðtryggðra lána þar sem ekki er ljóst hvert framboð verðtryggðra íbúðabréfa verður á næstunni.

Lækkun ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa felur í sér umtalsverða slökun fjármálaalegra skilyrða leiði slíkt til lægri vaxta verðtryggðra útlána. Töluverð tregða er þó í sambandi útlánsvaxta og ávöxtunarkröfunnar. Þrátt fyrir lækkun ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa höfðu vextir húsnæðisveðlána ekki gengið að öllu leyti til baka undir lok síðasta árs og nýlega hafa vextir húsnæðisveðlána nokkurra banka verið hækkaðir.

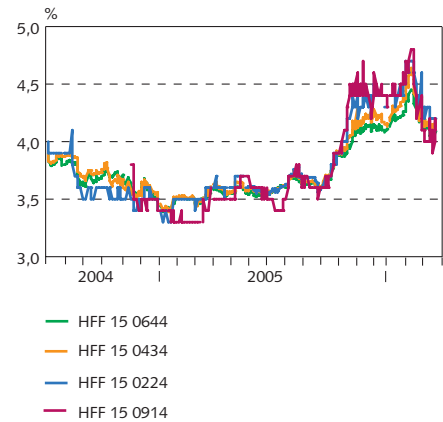
Raunstýrivextir hafa lækkað

Verðbólguvæntingar markaðsaðila, metnar út frá vaxtamun verðtryggðra spariskírteina og óverðtryggðra ríkisbréfa til sjö ára, hafa aukist frá því í desember þegar þær voru tæplega 3,5%. Verðbólguvæntingar stefna nú í að verða svipaðar og þegar þær voru hvað hæstar í mars í fyrra eða rúmlega 4% enda er búist við aukinni verðbólgu í kjölfar lækkunar krónunnar. Síðustu tvær stýrivaxtahækkanir skiluðu sér fyllilega í hækkun raunstýrivaxta í upphafi, en auknar verðbólguvæntingar

2. Rétt er að hafa í huga að á bak við þetta meðaltal er nokkuð mismunandi mat greiningaraðila. Þannig telur einn greiningaraðila að vextirnir nái hámarki í 12,5% og annar að vextirnir fari í allt að 14,5% snemma á næsta ári.

Mynd III-6
Ávöxtun íbúðabréfa

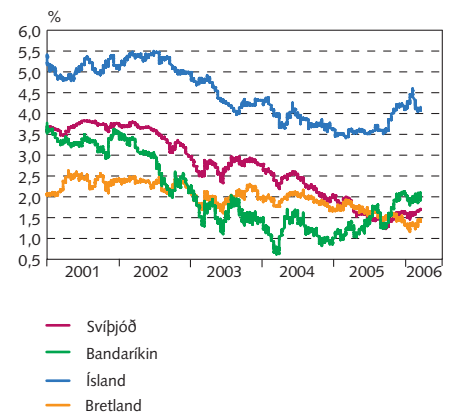
Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 17. mars 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa í nokkrum löndum

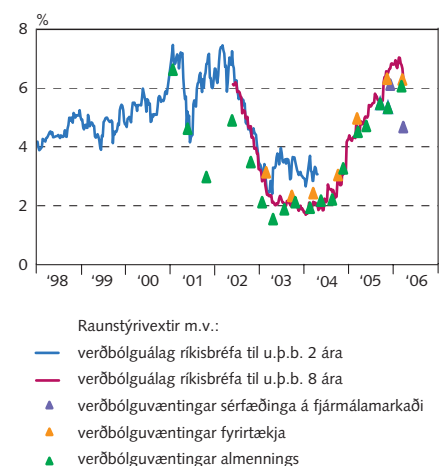
Daglegar tölur 14. janúar 2000 - 17. mars 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd III-8
Raunstýrivextir

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 14. mars 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

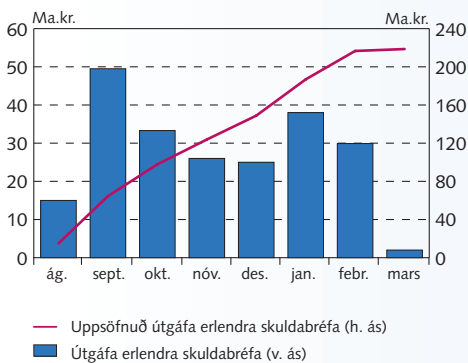
Rammagrein III-1

Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum

Mynd 1

Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum
ágúst 2005 - mars 2006¹

Umfang eftir mánuðum og uppsafnað

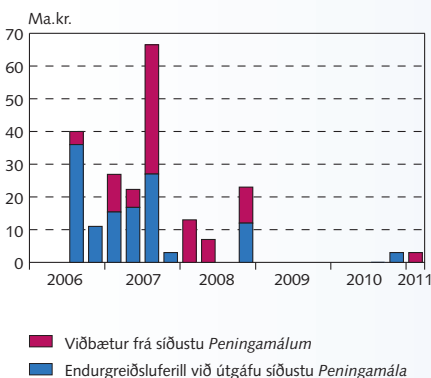


1. Gögn til og með 15. mars 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Endurgreiðsluferill erlendra skuldabréfa
í krónum

3. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2011



1. Gögn til og með 15. mars 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Erlendir aðilar hafa gefið út skuldabréf í íslenskum krónum að andvirði um 95 ma.kr. frá útgáfu síðustu *Peningamála* í byrjun desember sl. Alls nemur skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í krónum því um 220 ma.kr. þegar þetta er ritað um miðjan mars. Fyrstu skuldabréfin koma á gjalddaga á þriðja fjórðungi þessa árs.¹

Hægt á útgáfunni frá síðustu Peningamálum

Á síðasta ári nam erlend skuldabréfaútgáfa í krónum um 150 ma.kr. eða um 15% af landsframleiðslu. Nokkuð hefur hægt á útgáfu erlendra skuldabréfa undanfarna mánuði. Á þeim fjórtán vikum, frá því að útgáfan hófst í lok ágúst og þangað til að síðustu *Peningamál* voru gefin út í byrjun desember, voru að meðaltali gefin út skuldabréf að andvirði 8,8 ma.kr. á viku. Á næstu fjórtán vikum þar á eftir var meðalútgáfa 6,8 ma.kr. á viku. Aðeins hafa verið gefin út bréf að andvirði 2 ma.kr. í mars þegar þetta er ritað. Líklegt er að útgefendur haldi að sér höndum vegna óróa á gjaldeyrismarkaði í kjölfar útgáfu skýrslna frá matsfyrirtækinu Fitch og ýmsum greiningardeildum erlendra verðbréfafyrirtækja um íslensk efnahagsmál.

Bréf að andvirði um 50 ma.kr. á gjalddaga í ár

Á mynd 2 má sjá endurgreiðsluferil erlendra skuldabréfa í krónum. Rauði hluti stöplanna sýnir dreifingu gjalddaga skuldabréfa, sem hafa verið gefin út frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Gjaldþagi meginhluta bréfanna er á seinni helmingi þessa og næsta árs. Bréf að andvirði u.þ.b. 50 ma.kr. koma á gjalddaga á síðari hluta þessa árs og u.þ.b. 120 ma.kr. á öllu næsta ári. Þriðji fjórðungur næsta árs vegur þungst en þá koma bréf að andvirði tæplega 70 ma.kr. á gjalddaga.

Erfitt er að segja fyrir um með vissu hvað gerist er nær dregur gjalddaga fyrstu bréfanna. Þar sem um vaxtagreiðslubríf er að ræða fá kaupendur greiddan út höfuðstólinn í heild sinni í krónum á gjalddaga að viðbætti síðustu vaxtagreiðslunni. Þá geta kaupendur valið á milli þess að skipta krónunum í erlendan gjaldmiðil á íslenskum gjaldeyrismarkaði og endurfjárfesta þær í nýjum skuldabréfum í krónum. Hvor kosturinn verður fyrir valinu getur haft áhrif á gengi krónunnar. Verði fyrri kosturinn fyrir valinu er ljóst að framboð á krónum mun aukast. Hins vegar er líklegt að væntingar markaðsaðila til viðbragða eigenda bréfanna komi fram á gjaldeyrismarkaði áður en líftími bréfanna rennur út.

Rétt er að benda á að viðtækar rannsóknir hagfræðinga Seðlabanka Nýja-Sjálands hafa ekki sýnt fram á veruleg gengisáhrif útgáfu sem þessarar, hvorki við útgáfu né gjalddaga.

Áhrif á fjármálamarkað og gengi krónunnar

Áhrif útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í krónum á íslenskan fjármálamarkað virðast vera í takti við þá greiningu sem kynnt var í síðustu *Peningamálum*. Velta hefur aukist á millibankamörkuðum með krónur og gjaldeyri auk þess sem útgáfan hefur þrýst niður óverðtryggðum vöxtum og því hindrað að stýrivaxtahækkanir Seðlabankans skili sér í gegnum óverðtryggð vaxtarófið af fullum þunga. Takmarkað framboð óverðtryggðra ríkisbréfa hefur einnig haft sömu áhrif.

Erfitt er að fullyrða um gengisáhrif útgáfunnar. Í greiningu síðustu *Peningamála* var lögð áhersla á að gengi krónunnar hefði styrkst samfara auknu peningalegu aðhaldi á haustmánuðum síðasta árs en ómögulegt væri að fullyrða um þátt erlendu útgáfunnar í þeirri styrkingu. Gengisáhrif útgáfunnar til langs tíma myndu ráðast af væntingum markaðsaðila til vaxta- og verðbólguþróunar hér

1. Ítarlega umfjöllun um skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum má finna í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar í *Peningamálum* 2005/4 á bls. 55-83.

innanlands og erlendis og áhættumati fjárfesta gagnvart styrk krónunnar. Þróun síðustu vikna og mánaða hefur staðfest þetta.

Gengi krónunnar veiktist á undanförunum vikum í kjölfar útgáfu skýrslna frá erlendum mats- og greiningarfyrirtækjum um íslensk efnahagsmál og nýrra upplýsinga um umfang viðskiptahallans á síðasta ári. Áhættumat fjárfesta virðist hafa breyst í kjölfar þessa, a.m.k. tímabundið. Á sama tíma hafa vextir hækkað beggja vegna Atlantshafsins og vísbendingar litið dagsins ljós um að breytinga sé að vænta á peningastefnu Seðlabanka Japans. Loks er ljóst að erlend verðbréfa kaup innlendra fjárfesta hafa vegið upp á móti gengisáhrifum útgáfunnar. Fjárústreymi vegna þessara verðbréfa kaupa nam 210,9 ma.kr. á síðasta ári samanborið við um 98,7 ma.kr. árið áður, en erlend skuldabréfaútgáfa í krónum var um 150 ma.kr. á síðasta ári.

Væntingar til drifkrafta útgáfunnar

Í síðustu *Peningamála* kom fram að skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í krónum muni halda áfram meðan væntingar haldast stöðugar um að drifkraftar útgáfunnar verði áfram til staðar, þ.e. vaxtamunurinn við útlönd verði áfram mikill, gengi krónunnar haldi styrk sínum og innlend eftirspurn eftir lánsfé verði áfram kröftug. Líklegt er að væntingar markaðsaðila til þessara drifkrafta hafi breyst nokkuð frá því í desember, einkum að því er varðar gengi krónunnar og vaxtamunurinn við útlönd.

Eins og fyrr segir hefur verið órói á gjaldeyrismarkaði og gengi krónunnar veiktist í febrúar og framan af mars. Gengi krónunnar sem notað er í verðbólguþá Seðlabankans í þessu riti er 12% lægra en við útgáfu síðustu *Peningamála*. Straumar á alþjóðafjármálamörkuðum hafa einnig breyst nokkuð frá því í desember þar sem peningalegt aðhald hefur aukist. Vextir hafa t.d. farið hækkandi í löndum sem hafa verið fyrirferðarmikil í viðskiptum á gjaldeyrismörkuðum þar sem fjárfestar taka lán í gjaldmiðli þar sem vextir eru lágir og fjárfesta í gjaldmiðli þar sem vextir eru háir. Af þessum sökum er líklegt að áhugi erlendra fjárfesta á að eiga skuldabréf í krónum hafi dvínað þar sem breytingar hafa sennilega átt sér stað á væntingum þeirra um að vaxtamunurinn vegi þyngra á metunum en möguleg gengisbreyting krónunnar.

frá febrúarmánuði hafa leitt til lækkunar á ný. Þessi þróun dregur úr aðhaldsstigi peningastefnunnar. Raunstyrivextir hafa því ekki náð þeim hæðum sem þeir voru í á árunum 1999 til 2001, en eins og kom fram í septemberhefti *Peningamála* var það aðhaldsstig ekki talið hafa verið nægilegt eftir á að hyggja. Ójafnvægið er enn meira nú en á því tímabili. Vaxtamunurinn við útlönd miðað við peningamarkað er hins vegar nánast óbreyttur frá því í desember.

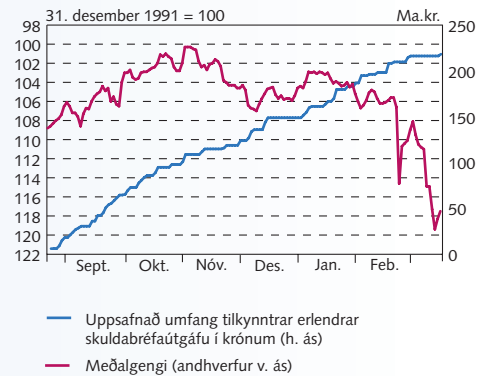
Fjármálaleg skilyrði heimilanna hafa líklega versnað en fyrirtækja lítið breyst

Líklega hafa þær hræringar sem orðið hafa á fjármálamörkuðum nýlega haft aðhaldsáhrif á heimili landsins. Vextir húsnæðisveðlana hafa hækkað þrátt fyrir nýlega lækkun ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa. Vextir óverðtryggðra lána hafa hækkað, en aukist verðbólguvæntingar heimilanna einnig á næstunni hefur hækkingin tæpast varanleg aðhaldsáhrif. Gengislækkun krónunnar mun skila sér í þyngrri

Mynd 3

Meðalgengi og erlend skuldabréfaútgáfa í krónum

Daglegar tölur 24. ágúst 2005 - 15. mars 2006

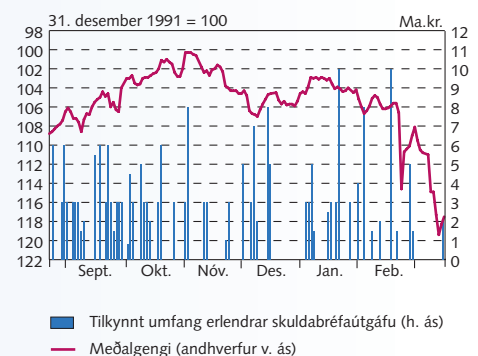


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Meðalgengi og tilkynningar um erlenda skuldabréfaútgáfu

Daglegar tölur 24. ágúst 2005 - 15. mars 2006

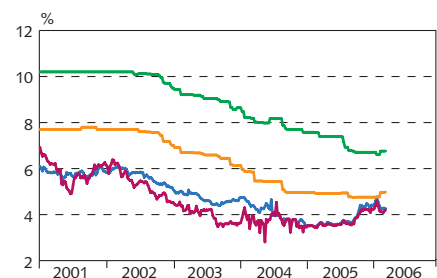


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða og ávöxtun spariskirteina og íbúðabréfa

Vikulegar tölur 5. janúar 2001 - 24. mars 2006

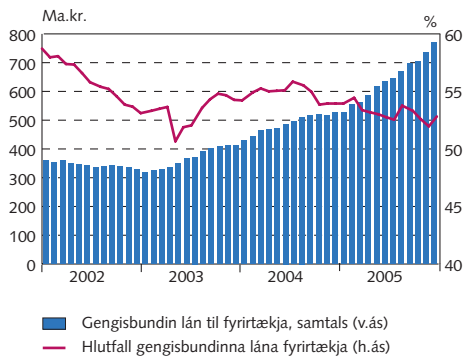


— Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa (HFF 15 0224)
— Ávöxtun spariskirteina (RIKS 15 1001)
— Meðalkjörvextir banka og sparisjóða
— Meðalútlánsvextir banka og sparisjóða

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

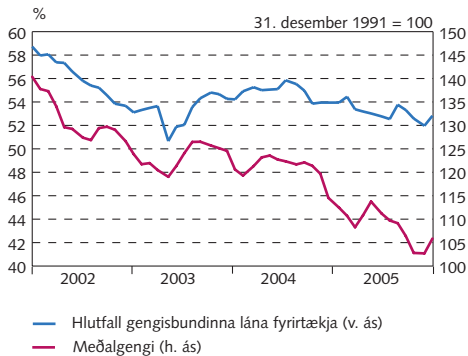
Gengisbundin lán fyrirtækja og hlutfall þeirra af heildarútlánum 2002 - 2005¹



1. Hlutfall gengisbundinna lána fyrirtækja af útlánnum innlánsstofnana, annarra lánastofnana og bein erlend útlán í lok hvers mánaðar.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Hlutfall gengisbundinna lána af útlánnum fyrirtækja og meðalgengi 2002 - 2005¹



1. Hlutfall gengisbundinna lána fyrirtækja af útlánnum innlánsstofnana, annarra lánastofnana og bein erlend útlán í lok hvers mánaðar.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

greiðslubyrði á erlendum lánnum, en þau veða ekki þungt í greiðslubyrði einstaklinga. Hlutfall gengisbundinna útlána lánakerfisins til heimila er talið vera milli 3 og 4%. Undir lok síðasta árs hægði á útlánaaukningu lánakerfisins til heimila. Frá því í ágúst 2005 hefur einnig hægt á útlánaaukningu innlánsstofnana en þá var ársvöxtur hvað mestur, um 131% samanborið við 68% í febrúar. Vöxturinn er enn talsvert meiri en hann var áður en bankarnir komu af fullum krafti inn á fasteignaveðlánamarkaðinn í ágúst 2004.

Verðbólguvæntingar forráðamanna fyrirtækja hafa hækkað verulega frá síðustu könnun. Væntir skammtímaraunvextir hafa því e.t.v. lækkað og minnkað aðhald fjármáalegra skilyrða þeirra. Verðtryggt lánsfé hefur hins vegar orðið heldur dýrara. Vöxtur útlána til fyrirtækja jókst um rúm 30% á síðasta fjórðungi ársins 2005 frá sama fjórðungi árið á undan. Útlán innlánsstofnana til fyrirtækja eru enn mjög mikil og hafa vaxið hratt á síðust mánuðum, en að teknu tilliti til ætlaðrar gengis- og verðuppfærslu hefur vöxturinn verið fremur stöðugur.

Áhrif lægra gengis koma mismunandi mikið við hina ýmsu geira atvinnulífsins. Gengislækkun stuðlar að meiri hagnaði í samkeppnisgreinum, eykur hins vegar greiðslubyrði fyrirtækja sem skuldsett eru í erlendum gjaldmiðlum, en gerir jafnframt erlenda lántöku hagkvæmari, að því gefnu að vænst sé minni lækkunar gengis eftir að gengisaðlögun er komin fram að hluta. Sterk króna á síðastliðnu ári virðist ekki hafa dregið úr erlendri lántöku fyrirtækja, þrátt fyrir að líkur á að gengið leiti jafnvægis hafi aukist eftir því sem raungengið fjarlægðist langtíma-jafnvægi sitt. Hlutfall gengisbundinna lána hefur þó lækkað þar sem útistandandi lán hafa lækkað í krónum talið sökum sterkara gengis. Lægra gengi mun hækka þetta hlutfall á ný og auka greiðslubyrði fyrirtækja. Hún eykur aðhald þeirra fyrirtækja sem ekki eru varin fyrir gengisbreytingum. Hins vegar hefur færst í vöxt að fyrirtæki verji sig fyrir gengisáhættu með skiptasamningum. Kostnaður við gengisvarnir hefur verið lægri upp á síðkastið en oft áður, að hluta til vegna erlendu útgáfunnar á skuldabréfum í íslenskum krónum. Upplýsingar um umfang og kjör skiptasamninga eru hins vegar af skornum skammti. Lækkun kostnaðar við gengisvarnir gæti hugsanlega skýrt aukningu erlendar lántöku þrátt fyrir styrkingu krónunnar ef kostnaður við varnir hefur verið minni en ábatinn af vaxtamuninum. Því er erfitt að ráða í heildaráhrif nýlegra hræringa á fjármálamörkuðum á fjármáaleg skilyrði fyrirtækja, en sennilega eru þau minni en virðist við fyrstu sýn.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Samkvæmt nýjum tölum Hagstofu Íslands jókst innlend eftirspurn enn hraðar síðastliðin tvö ár en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* og hefur enn einu sinni komið á óvart. Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum hefur aukist þar sem innlend eftirspurn hefur vaxið mun hraðar en framleiðslugetan. Horfur eru á að framleiðsluspenna haldist afar há út spátímabilið, miðað við að stýrivextir og gengi haldist óbreytt frá spádegi.

Vöxtur innlestrar eftirspurnar dregst saman í grunnspá bankans og enn hraðar í fráviksspá

Horfur eru á að verulega hægi á vexti innlestrar eftirspurnar á þessu ári og spáð er meiri samdrætti þjóðarútgjalda á næsta ári en spáð var í desember. Horfur um vöxt þjóðarútgjalda í ár eru hins vegar lítið breyttar frá desemberspánni, þrátt fyrir hækkun stýrivaxta um 0,5 prósentur og u.þ.b. 12% gengislækkun krónunnar. Hins vegar eru horfur á nokkru minni hagvexti. Hann helst þó jákvæður út spátímabilið því að útflutningur eykst mikið á næsta ári, þegar álútflutningur eykst verulega í kjölfar aukinnar framleiðslugetu. Rétt er að leggja ríka áherslu á að spáin sem lýst er hér á eftir, svokölluð grunnspá, gengur út frá óbreyttum stýrivöxtum og gengi út spátímabilið.

Í fráviksspá með breytilegum stýrivöxtum og gengi dregur hraðar úr vexti innlestrar eftirspurnar. Hagvaxtarhorfur eru hins vegar mjög svipaðar og í grunnspánni því að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar er jákvæðara í fráviksspánni vegna gengislækkunar krónunnar.

Meiri hagvöxtur í fyrra og mun meiri árið 2004 en áður var talið

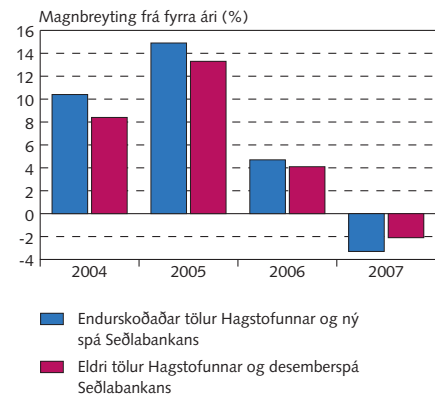
Þjóðhagsreikningar fyrir árið 2005 sýna að hagvöxtur var 5,5% á síðasta ári, sem er nokkru meira en Seðlabankinn spáði í desember. Athygli vekur að mun meiri hagvöxtur var á árinu 2004, eða 8,2%. Það er tveimur prósentum meiri vöxtur en áður var talið og mesti hagvöxtur sem mælst hefur hérlendis síðan á skattlausa árinu 1987. Endurmat á vexti fjármunamyndunar er helsta skýringin á þessum aukna hagvexti. Nefna má að Tyrkland er eina landið í hópi OECD-ríkja þar sem hagvöxtur var meiri á árinu 2004.

Síðastliðin þrjú ár hefur efnahagslífið einkennst af síauknum vexti innlestrar eftirspurnar og vaxandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Stóriðjuframkvæmdir, uppstokkun á innlendum lánamarkaði, vöxtur ráðstöfunartekna og hreins auðs eru helstu aflvakar þessa vaxtar sem á sér fá fordæmi í íslenskri hagsögu. Árið 2005 var ár nýrra meta í efnahagslífinu. Einkaneysla jókst hraðar en nokkru sinni síðan árið 1987 og fjármunamyndun hefur ekki vaxið hraðar síðan árið 1971. Innflutningur hefur ekki aukist svo mikið frá árinu 1953 og viðskiptahallinn sló öll fyrri met eftirstriðsáranna. Þær aðstæður sem nú eru fyrir hendi í þjóðarbúskapnum eru því afar sérstæðar.

Einkaneysla

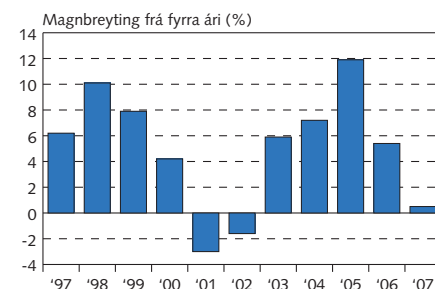
Einkaneysla jókst um 11,9% í fyrra samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofu Íslands. Þetta er 0,8 prósentum meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í desemberspá Seðlabankans. Endurmat Hagstofunnar á

Mynd IV-1
Vöxtur þjóðarútgjalda 2004 - 2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2
Vöxtur einkaneyslu 1997-2007¹



1. Spá Seðlabankans 2006-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

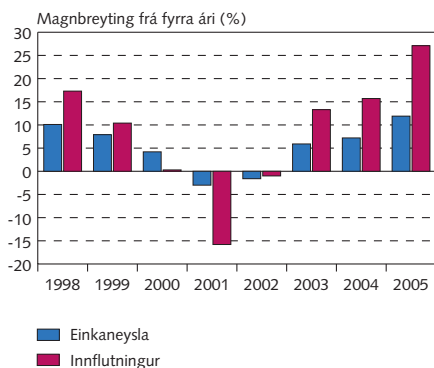
Tafla IV-1 Vísendingar um einkaneyslu 2005 og á fyrstu mánuðum 2006

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Ársfjórðungslegar tölur				Nýjasta tímabil		
	2005:1	2005:2	2005:3	2005:4	Mánuður	Breyting miðað við	
						sama mánuð í fyrra	uppsafnað frá ársbyrjun
Dagvöruvelta (raunbreyting)	7,2	10,5	9,2	9,5	febrúar	9,0	9,5
Greiðslukortavelta (raunbreyting) ¹	11,2	14,4	10,7	4,8	febrúar	9,3	7,5
þar af innanlands	9,8	12,8	8,3	1,5	febrúar	7,3	5,4
þar af erlendis	35,6	35,7	42,9	49,1	febrúar	36,4	42,5
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	61,4	64,4	57,8	43,3	desember	32,9	57,2
Almennur innflutningur (magnbreyting) ²	15,1	17,5	19,5	24,0	desember	.	24,0
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ²	22,1	26,9	26,0	27,1	desember	.	27,1
Bifreiðar til einkanota ²	56,7	66,0	61,3	54,9	desember	.	54,9
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ²	36,3	38,5	38,7	35,7	desember	.	35,7
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ²	16,9	17,4	17,5	20,6	desember	.	20,6
Mat- og drykkjarvörur ²	6,8	9,0	8,5	12,4	desember	.	12,4
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) ²	36,9	26,6	28,4	42,7	desember	.	42,7
Væntingavísitala Gallup	-1,7	9,4	6,2	4,1	febrúar	13,5	8,8
Mat á núverandi ástandi	21,2	34,6	31,5	28,8	febrúar	20,7	3,3
Væntingar til sex mánaða	-13,7	-5,9	-10,5	-8,1	febrúar	8,3	14,4

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, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, IMG Gallup, Íbúðalánasjóður, Samtök verslunar og þjónustu, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3
Vöxtur einkaneyslu og innflutnings
neysluvöru 1998-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

vexti einkaneyslu á fyrri hluta síðasta árs skýrir muninn að töliverðu leyti. Tímasetning á útborgun eingreiðslu, sem samið var um við endurskoðun kjarasamninga um miðjan nóvember, kann einnig að hafa haft áhrif en í síðustu spá var gert ráð fyrir að eingreiðslan yrði greidd út í janúar en ekki í desember, þar sem endanleg niðurstaða samninga lá ekki fyrir þegar spáin var gerð í nóvember.

Horfur á hægari vexti einkaneyslu í ár en spáð var í desember

Í desember spáði Seðlabankinn tæplega 8% vexti einkaneyslu á þessu ári og um 4% vexti á næsta ári. Nú eru horfur á nokkru minni vexti í ár og verulega minni vexti árið 2007. Spáð er u.þ.b. 5½% vexti einkaneyslu í ár og aðeins um ½% vexti á næsta ári. Hægari einkaneysluvöxtur en í desemberspá bankans skýrist einkum af minni kaupmætti ráðstöfunartekna vegna meiri verðbólgu og minni auðs-áhrifa, auk þess sem lækking gengis krónunnar dregur úr eftirspurn eftir innfluttum neysluvörum. Loks hefur meiri vöxtur einkaneyslu í fyrra gagnstæð áhrif í ár.

Heimilin bjartsýn sem aldrei fyrr en þær væntingar geta reynst hverfular

Væntingar heimilanna náðu hámarki í febrúar samkvæmt væntingavísitölu Gallups. Hækkunin kom í kjölfar mikillar umræðu um frekari stóriðjuframkvæmdir víðs vegar um landið. Hvort tveggja, mat á núverandi ástandi í efnahags- og atvinnumálum og væntingar til næstu sex mánaða, var afar jákvætt. Þær sviptingar, sem hafa átt sér

stað á fjármálamarkaði í kjölfar útgáfu skýrslna frá erlendum mats- og greiningaraðilum kynnu hins vegar að hafa haft gagnstæð áhrif á þessar væntingar sem kunna að koma fram í næstu könnunum.

Fjármálaleg skilyrði heimilanna ekki orðið fyrir miklum áhrifum af auknu peningalegu aðhaldi enn sem komið er

Fjármálaleg skilyrði heimilanna hafa þrengst nokkuð frá því í desember vegna hækkunar skammtímvaxta, lækkunar gengis krónunnar, hækkunar lægstu mögulegu vaxta á nýjum fasteignaveðlánum og aukinnar verðbólgu. Áhrif þessara breytinga eru þó minni en ætla mætti við fyrstu sýn. Verðtryggðar skuldir vega þyngst í fjármálum heimilanna. Greiðslubyrði þeirra skulda hefur lítið breyst nema sem nemur hækkun verðbóta vegna aukinnar verðbólgu. Hækkun á lægstu vöxtum á fasteignalánamarkaði hefur einungis áhrif á kaupendur sem taka ný lán á þessum breyttu kjörum. Heimili sem hafa tekið íbúðaveðlán á hagstæðari vaxtakjörum, eða yfirtekið eldri lán á þeim kjörum, finna því ekki fyrir nýtilkomnum vaxtahækkunum. Áhrifa hærri vaxta nýrra fasteignaveðlana gætir einkum á fasteignamarkaði, en hækkun fasteignaverðs hefur verið mikilvægur drifkraftur einkaneyslunnar.

Þróun eignaverðs og væntingar almennings til þess kunna að skipta sköpum fyrir vöxt einkaneyslunnar

Mikill vöxtur einkaneyslu er knúinn áfram af vexti ráðstöfunartekna og aukinni skuldsetningu heimilanna. Ráðstöfunartekjur hafa hækkað vegna launahækkana, aukinnar atvinnu og lækkunar skatta. Auður heimilanna hefur sömuleiðis vaxið hröðum skrefum í takt við verðhækkanir fasteigna og verðbréfa. Rýmri möguleikar almennings til skuldsetningar gegn vaxandi auði hafa lagst á áramar og ljóst er að vöxtur einkaneyslu er í auknum mæli drifinn áfram af miklum lántökum og skuldasöfnun. Jákvæðar væntingar almennings og fyrirtækja til þróunar efnahagsmála hafa skarað að kolum þessarar skuldsetningar.

Árlegur vöxtur einkaneyslu um eða yfir tug prósentna er fáséður og getur ekki varað nema skamma hríð. Flest bendir til að þróun eignaverðs eigi stóran þátt í hinum öra vexti. Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um u.þ.b. 45% síðastliðið eitt og hálf t. Framvinda Hlutabréfaverð hækkaði um tæp 95% á sama tímabili. Framvinda eignaverðs og væntingar almennings til þess munu skipta sköpum fyrir vöxt einkaneyslunnar á næstunni.

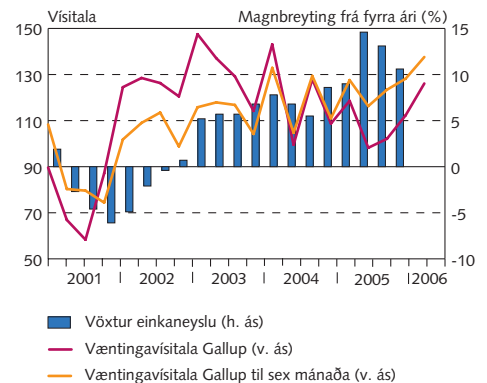
Dregið hefur úr hækkun fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu að undanfögnu, þótt enn sé mikill kraftur í fasteignamarkaðnum. Ef framhald verður á þeirri þróun mun vöxtur einkaneyslu færast í eðlilegra horf, eins og gerist í þeirri þjóðhagsspá sem hér er kynnt til sögunnar. Í spánni er reiknað með að fasteignaverð hækki nokkuð umfram almennar verðlagshækkanir á þessu ári en lækki heldur að nafnvirði á næsta ári. Þetta mun draga verulega úr vexti einkaneyslu á næsta ári.

Samneysla

Vöxtur samneyslu í fyrra var nokkurn veginn í takt við spár Seðlabankans. Samkvæmt þjóðhagsreikningum var vöxturinn 3,2%, en bankinn spáði 3% vexti í desember.

Mynd IV-4

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup
1. ársfj. 2001 - 1. ársfj. 2006¹



1. Væntingavísitala í lok ársfjórðungs. Gildi fyrir 1. ársfj. 2006 er þó fyrir janúar-febrúar.
Heimildir: Hagstofa Íslands, IMG Gallup.

Rammagrein IV-1

Efnahagsleg áhrif af brotthvarfi varnarliðsins

Hinn 15. mars sl. tilkynntu bandarísk stjórnvöld að þau hefðu ákveðið að flytja meginhluta þess herliðs og búnaðar, sem er í herstöðinni á Miðnesheiði, frá Íslandi núna í haust. Eftir að þotur og þylur hafa verið fluttar burt verður óverulegur liðsafli eftir hér á landi. Margt er þó enn óljóst varðandi þessi mál að því er varðar uppbyggingu varnar- og öryggisviðbúnaðar eftir að bandaríska herliðið fer og skiptingu kostnaðar af þeirri starfsemi bæði í bráð og lengd.

Varnarliðið hefur haft verulegt vægi í atvinnu og gjaldeyrisöflun þjóðarbúsins. Þetta vægi hefur farið minnkandi en er þó enn nokkurt. Á síðasta ári námu tekjur íslenskra aðila vegna vinnu fyrir varnarliðið rúmum 8 ma.kr. eða 0,8% af landsframleiðslu. Þar af voru laun 3,2 ma.kr., greiðslur til verktaka 1,3 ma.kr. og annað nam 3,6 ma.kr. Íslenskir starfsmenn varnarliðsins eru um 850.

Tekjur Íslendinga af varnarliðinu eru bókfærðar sem útflutningstekjur í þjóðhagsreikningum. Á árinu 2005 námu þessar tekjur 131 milljón dollara og höfðu aukist um 9% í dollurum talið frá árinu 2001. Aukningin endurspeglar gengislækkun Bandaríkjadals á þessum tíma. Í íslenskum krónum voru tekjurnar 30% lægri á árinu 2005 en á árinu 2001. Á árinu 2005 námu tekjur af varnarliðinu 2,3% af útflutningstekjum en í upphafi tíunda áratugarins rúmlega 7%.

Herinn greiðir nú fyrir hluta af nauðsynlegum rekstrarkostnaði Keflavíkurflugvallar. Ef herinn hættir að greiða þennan hluta færast hann yfir á íslenska ríkið, þá sem nota flugvöllinn eða báða aðila. Þylur hersins hafa nýst við björgunarstörf hér á landi. Búast má við að nauðsynlegt verði að fjölga þylum í flugflota Landhelgisgæslunnar þegar bandarísku þylurnar fara.

Mun óljósara er hvað talið verður nauðsynlegt að gera varðandi varnir landsins. Það fer væntanlega eftir því hvernig semst við bandarísk stjórnvöld. Einnig er líklegt að starfsemi sem íslensk stjórnvöld muni sjá um verði byggð upp á lengri tíma. Því er óvíst að mikill kostnaðarauki verði vegna hennar á næstu árum. Hins vegar er ljóst að varnarviðbúnaður er mjög kostnaðarsamur og algengt að ríki verji 1-2% af landsframleiðslu til þessa málaflokks.

Lauslega má áætla að áhrif þess að herinn fari allur fyrir 1. október 2006 yrðu sem hér segir á heilu ári: i) Útflutningstekjur minnka um 8 ma.kr., eða 130 milljónir Bandaríkjadala. ii) Kostnaður íslenskra aðila vegna starfrækslu Keflavíkurflugvallar hækkar um 1,5-2 ma.kr. iii) Ríkisútgjöld munu hækka vegna kaupa á björgunarþylum og rekstrar þeirra og iv) Ríkisútgjöld munu hækka vegna uppbyggingar á íslenskum varnarviðbúnaði.

Samdráttur útflutningstekna er nokkuð gefin stærð. Á móti gæti komið fjárstyrkur frá bandarískum stjórnvöldum. Hugsanlega yrði sá styrkur hluti af „aðlögunarferli“ og hyrfi á einhverjum árum.

Um ríkisútgjöldin ríkir meiri óvissa, bæði um fjárhæðir og tíma-setningu þeirra, meðal annars vegna hugsanlegrar þátttöku bandarískra stjórnvalda í aðlögunarferlinu. Ólíklegt virðist að umtalsverð uppbygging varnarviðbúnaðar verði á allra næstu árum.

Í þjóðhagssþá bankans er gert ráð fyrir að útflutningstekjur dragist saman um 8 ma.kr. frá og með næsta ári vegna brottfarar hersins. Gert er ráð fyrir að ríkið taki á sig 3 ma.kr. viðbótarkostnað vegna rekstrar Keflavíkurflugvallar og þylubjörgunarseita. Þessi kostnaður flokkast sem aukning samneyslu. Þá er gert ráð fyrir 1 ma.kr. aukningu í fjárfestingu hins opinbera í ár og á næsta ári, t.d. vegna kaupa á björgunarþylum. Um þessar tölur ríkir vitanlega mikil óvissa en búast má við því að betri mynd fái af áhrifum brottflutningsins á næstu vikum og misserum.

Í desember spáði Seðlabankinn 2,9% vexti samneyslu á þessu ári og 2½% á næsta ári. Ekki virðist tilefni til að breyta fyrri spá um vöxt þessa árs og spáir bankinn nú 2,8% vexti. Í áætlunum fjármálaráðuneytisins er gert ráð fyrir 2,2% vexti samneyslu á þessu ári. Vöxturinn er hins vegar yfirleitt meiri en fyrstu áætlanir gera ráð fyrir og hefur verið um og yfir 3% á ári allt frá árinu 1998, að einu ári undanskildu.

Hins vegar er spáð meiri vexti samneyslunnar á næsta ári en gert var í desember, eða 4% vexti. Meginskýringin er aukinn kostnaður ríkisins vegna brotthvarfs meginhluta bandaríska herliðsins (sjá rammagrein IV-1).

Fjármunamyndun

Mikill vöxtur fjárfestingar hefur einkennt efnahagslífið undanfarin þrjú ár. Hlutfall fjármunamyndunar af vergri landsframleiðslu var u.þ.b. 17% í efnahagslæggðinni árið 2002 en tæp 30% á síðasta ári, sem er hæsta hlutfall í hartnær þrjátíu ár. Fjárfesting í stóriðju og orkuverum ber uppi meginhluta vaxtarins. Hlutfall hennar af landsframleiðslu jókst úr u.þ.b. 2% í um 11% á sama tímabili. Stóriðjuframkvæmdir ná hámarki á árinu og samkvæmt spá Seðlabankans verður hlutfall fjárfestingar í stóriðju og orkuöflun af landsframleiðslu þá um 11½%, áður en það lækkar í um 3½% á næsta ári þegar framkvæmdir dragast verulega saman.

Mun meiri vöxtur fjármunamyndunar síðastliðin tvö ár en áður var áætlað ...

Samkvæmt endurskoðuðum þjóðhagsreikningum fyrir árið 2004 og fyrstu bráðabirgðatölum fyrir árið 2005 var vöxtur fjármunamyndunar enn meiri en áður var talið. Á árinu 2004 jókst fjármunamyndun um 29,1% í stað 21% í bráðabirgðatölunum sem birtar voru í september. Betri heimildir liggja nú fyrir um fjárfestingu fyrirtækja en voru tiltækar í september, einkum víðtækari upplýsingar úr ársreikningum.

Í desember spáði Seðlabankinn 31% vexti fjármunamyndunar árið 2005. Samkvæmt fyrstu bráðabirgðatölum í nýjum þjóðhagsreikningum Hagstofunnar var vöxturinn enn meiri eða 34½%. Munurinn skýrist af meiri vexti atvinnuvegafjárfestingar en bankinn gerði ráð fyrir, vöxtur íbúðafjárfestingar var hins vegar nokkru minni en spáð var í desember og samdráttur í fjárfestingu hins opinbera meiri. Fjárfesting í ál- og orkuverum nam tæpum helmingi fjárfestingar atvinnuveganna og er því þung á metunum í heildarmyndinni.

... og spáð er vexti í ár í stað lítills háttar samdráttar

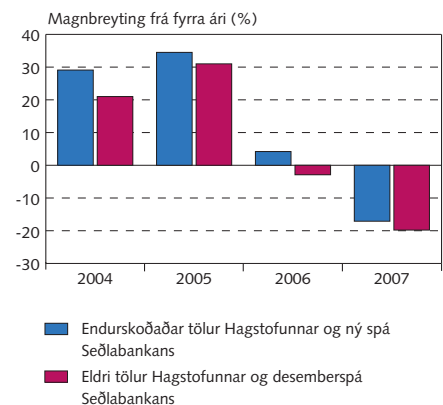
Horfur eru á rúmlega 4% vexti fjármunamyndunar í ár og um 17% samdrætti á næsta ári. Í desember var spáð 3% og 20% samdrætti hvort árið. Samdráttur atvinnuvegafjárfestingar er talinn verða minni og vöxtur íbúðafjárfestingar meiri en reiknað var með í desember.

Mikill vöxtur atvinnuvegafjárfestingar í fyrra borinn uppi af fjárfestingu í ál- og orkuverum

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst fjármunamyndun atvinnuveganna um tæp 57% í fyrra, sem er aðeins meira en

Mynd IV-5

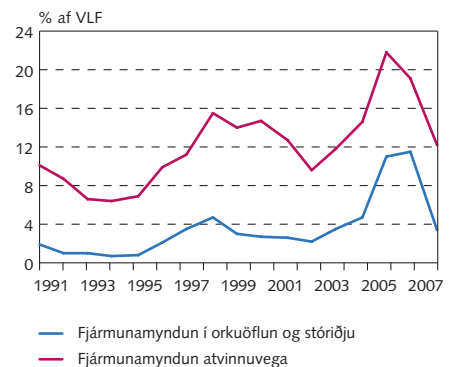
Vöxtur fjármunamyndunar 2004 - 2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Fjármunamyndun atvinnuvega og í stóriðju 1991-2007¹

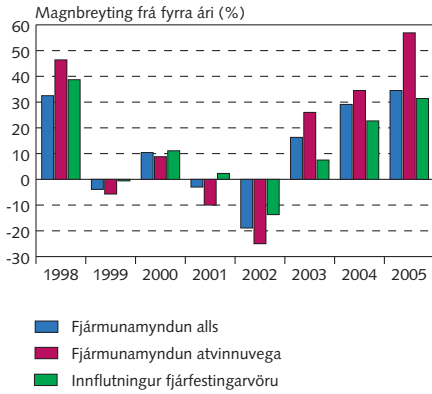


1. Spá Seðlabankans 2006-2007.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

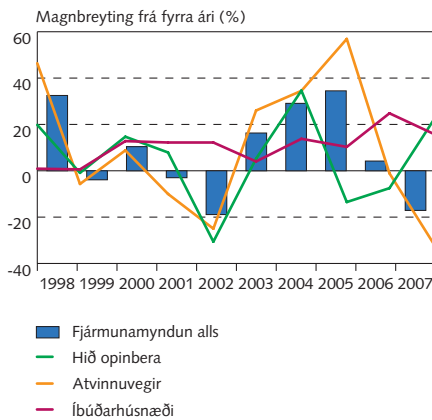
Vöxtur fjármunamyndunar og innflutnings
fjárfestingarvöru 1998-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-8

Vöxtur fjármunamyndunar og helstu
undirflokka hennar 1998-2007¹



1. Spá Seðlabankans 2006-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Seðlabankinn spáði í desember. Þessi mikli vöxtur fylgdi í kjölfarið á rúmlega 34% vexti árið 2004, eftir endurskoðun upp á við um 10 prósentur frá bráðabirgðatölunum sem birtar voru í september. Vöxtur árána 2004-2005 skýrist auðvitað fyrst og fremst af fjárfestingu í ál- og orkuverum. Frávikið árið 2005 stafar einkum af 6 ma.kr. meiri framkvæmdum við ál- og orkuver en gengið var út frá í desember.¹

Atvinnuvegafjárfesting stendur í stað í ár en dregst saman um tæpan þriðjung á næsta ári

Í desember spáði Seðlabankinn rúmlega 4% samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu í ár og tæplega þriðjungssamdrætti á næsta ári. Nú er spáð að atvinnuvegafjárfesting dragist saman um u.þ.b. 1% í ár en horfur fyrir næsta ár eru taldar óbreyttar.

Fjárfesting í ál- og orkuverum nær hámarki í ár. Áætlað er að hún nemi u.þ.b. 97 ma.kr., sem er um 6 ma.kr. meiri fjárfesting en í fyrra og u.þ.b. 4 ma.kr. meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans.² Á næsta ári verða umsvifin mun minni. Þá eru áætlaðar framkvæmdir fyrir u.þ.b. 34 ma.kr. Skýrir það samdrátt atvinnuvegafjárfestingar á næsta ári. Hlutdeild fjárfestingar í ál- og orkuverum í heildarfjármunamynduninni fer úr tæplega þriðjung í um 12% á næsta ári samkvæmt framangreindu.

Fjárfesting í flugvélum hefur verið mikil að undanfögnu. Útlit er fyrir að framhald verði á því. Í fyrra nam hún um 10 ma.kr., en gert er ráð fyrir enn meiri fjárfestingu í ár eða u.þ.b. 17 ma.kr. Einnig mun fjárfesting í hótél- og veitingastarfsemi aukast nokkuð á milli ára, úr 3 ma.kr. í fyrra í a.m.k. 5 ma.kr. í ár. Á næsta ári munu svo framkvæmdir við hótél í tengslum við tónlistar- og ráðstefnuhús í miðbæ Reykjavíkur komast á skrið en áætlað er að framkvæmdakostnaður þar verði a.m.k. 7 ma.kr.

Væntingar fyrirtækja að glæðast á ný?

Samkvæmt könnun Gallups á viðhorfum forsvarsmanna stærstu fyrirtækja á Íslandi sem gerð var í febrúar voru þeir, líkt og neytendur, nokkru bjartsýnni um stöðu og framtíðarhorfur efnahagsmála en í október. Niðurstöðum könnunarinnar verður hins vegar að taka með nokkrum fyrirvara þar sem hún var framkvæmd í kjölfar mikillar fjölmiðlamræðu um frekari stóriðjuframkvæmdir og að nokkru leyti áður en órói á fjármálamörkuðum átti sér stað. Svör forsvarsmanna fyrirtækja um fjárfestingaráform virðast samrýmast því mati að atvinnuvegafjárfesting standi því sem næst í stað í ár.

Fjármunamyndun hins opinbera

Í desember spáði Seðlabankinn rúmlega 11% samdrætti í fjárfestingu hins opinbera árið 2005, enn meiri samdrætti á yfirstandandi ári en verulegri aukningu fjárfestingar á næsta ári. Samkvæmt þjóðhagsreikningum var samdrátturinn nokkru meiri á síðasta ári en bankinn

1. Á móti vegur 2 ma.kr. tilfærsla á flugvéla kaupum frá síðasta ári yfir á yfirstandandi ár.
2. Umfjöllun um mögulegar frekari stóriðjuframkvæmdir á Norðurlandi, stækkun álversins í Straumsvík og álver í Helgúvík má nálgast í rammagrein IV-2. Í þeirri þjóðhagsspá sem er kynnt í þessum *Peningamálum* er ekki gert ráð fyrir þessum framkvæmdum enda hugmyndir mjög skammt á veg komnar.

gerði ráð fyrir eða 13,5%. Þrátt fyrir nokkurn mun í prósentum talið er frávik niðurstöðu þjóðhagsreikninga og spár bankans aðeins rúmlega 600 m.kr.

Í nýrri spá er reiknað með að fjárfesting hins opinbera í ár verði jafn mikil í krónum talið og áætlað var í desember, en samdrátturinn verður minni í prósentum talið vegna meiri samdráttar í fyrra en áður var reiknað með. Spáð er tæplega 23% vexti fjárfestingar hins opinbera á næsta ári. Fjárfesting ríkissjóðs mun aukast um 82% á því ári í samræmi við langtímaáætlanir fjármálaráðuneytisins, en auk þess er bætt við 1 ma.kr. vegna brotthvarfs varnarliðsins. Spáin gerir ráð fyrir að fjárfesting sveitarfélaga dragist saman um 20% á árinu 2007 en reynslan sýnir að slíkur samdráttur er algengur í kjölfar kosningaárs.

Mat á vexti íbúðafjárfestingar síðustu ára breytist vegna nýrrar aðferðafræði Hagstofunnar

Hagstofa Íslands hefur tekið upp nýjar aðferðir við mat á íbúðafjárfestingu sem leitt hefur til töluverðra breytinga á áætlunum um íbúðafjárfestingu á árunum 2001-2004. Vöxtur íbúðarfjárfestingar á árinu 2004 virðist hafa verið mun meiri en bráðabirgðatölur frá því í september sýndu, eða 13,8% í stað 5,7%. Vöxturinn árið 2003 var hins vegar minni en áður var talið.

Í síðustu heftum *Peningamála* hefur verið lögð áhersla á að vísbendingar um íbúðafjárfestingu á árunum 2004 og 2005 hafi verið misvísandi. Miklar verðhækkanir fasteigna gáfu vísbendingu um að sterkir hvatar væru fyrir hendi til íbúðabygginga. Upplýsingar um fjölda byggingarleyfa og innflutning helstu byggingarefna bentu til meiri vaxtar íbúðafjárfestingar en Hagstofan hafði áætlað. Samkvæmt fyrstu bráðabirgðatölum, sem voru gefnar út í mars á síðasta ári, jókst íbúðafjárfesting aðeins um 3% á árinu 2004. Í september mat Hagstofan vöxtinn ívið meiri, en bráðabirgðatölur sem Hagstofan birti í mars í ár eru mjög nálægt spá Seðlabankans um 13% vöxt, sem birtist í *Peningamálum* 2004/4, áður en fyrstu bráðabirgðatölur Hagstofunnar birtust.

Hagstofan birti fyrstu áætlanir um vöxt íbúðafjárfestingar árið 2005 hinn 14. mars sl. Samkvæmt þeim var vöxtur íbúðafjárfestingar 10,3% á liðnu ári, eða 1½ prósentu minni en Seðlabankinn spáði í desember. Fjöldi útgefna byggingarleyfa og upplýsingar um innflutning helstu tegunda byggingarefnis gætu gefið vísbendingu um töluvert meiri vöxt.

Mikill vöxtur íbúðafjárfestingar á þessu og næsta ári

Í desember spáði Seðlabankinn 9½% vexti íbúðafjárfestingar á þessu ári en einungis 0,6% vexti á næsta ári. Í ljósi nýrra upplýsinga um íbúðafjárfestingu undangengin ár virðast horfur á mun meiri vexti íbúðafjárfestingar en gert var ráð fyrir í desemberspánni. Spáð er u.þ.b. 25% aukningu á þessu ári og tæplega 16% aukningu á því næsta.

Spá um íbúðafjárfestingu byggist á nýju ársfjórðungslegu þjóðhagslíkani bankans. Ástæða þess að spáð er svo miklum vexti íbúðafjárfestingar á þessu og næsta ári er fyrst og fremst hækkun fasteignaverðs langt umfram hækkun byggingarkostnaðar. Ýmislegt bendir hins vegar til þess að íbúðafjárfesting síðastliðins árs sé varfærnislega

Rammagrein IV-2

Frekari stóriðjuframkvæmdir

Nýlega hafa hugmyndir um frekari uppbyggingu áliðnaðar hér á landi fengið aukinn byr í seglin. Áætlanir sem nú eru til skoðunar hjá stjórnvöldum, álframleiðendunum og orkusölum eru stækkun álvers Alcoa Corp. í Straumsvík um 280 þús. tonn á ári í 460 þús. tonn á ári, nýtt álver Alcoa við Húsavík og álver Norðuráls í Helguvík, bæði með 250 þús. tonna framleiðslugetu á ári. Allar þessar áætlanir eru á umræðu- eða frumrannsóknarstigi, og er mikil óvissa um allar forsendur t.d. hagkvæmni, tímasetningu, arðsemi, orkuverð, umhverfismat, samninga við yfirvöld og orkuöflun.

Því er ljóst að mikil vinna er framundan við hagkvæmni- og arðsemisrannsóknir, mat á efnahagslegum áhrifum, umhverfismat, orkurannsóknir, gerð samninga um orkuverð og við stjórnvöld og sveitarstjórnir, áður en ljóst er hvort af framkvæmdum verður.

Verkefni þrjú eru að ýmsu leyti ólík, t.d. varðandi tímasetningu, framkvæmdatíma, orkuöflun, væntanlega orkusala og aðkomu stjórnvalda.

Nánari lýsing hugsanlegra framkvæmda

Fulltrúar Reykjanesbæjar, Fjárfestingarstofu og Norðuráls hafa staðfest aðgerðaáætlun um mögulega byggingu álvers í Helguvík. Það álver yrði sennilega með 250 þús. tonna afkastagetu og yrði reist í tveimur jafnstórum áföngum á árunum 2008-2015. Orkan kæmi frá Hitaveitu Suðurnesja með gufuaflsvirkjun.

Alllangt er síðan hugmyndir um stækkun álversins í Straumsvík komu fyrst fram. Stækkunin sem um hefur verið rætt nemur 280 þús. tonna framleiðslugetu á ári. Miðað er við að framkvæmdum gæti verið lokið árið 2010. Það þýðir að framkvæmdir við stækkunina yrðu að hefjast ekki seinna en snemma árs 2008. Rætt hefur verið um að orkan komi að hluta frá Orkuveitu Reykjavíkur úr gufuaflsvirkjun (um 40%) en það sem eftir stæði frá Landsvirkjun með vatnsaflsvirkjunum á Þjórsársvæðinu.

Í byrjun marsmánaðar undirrituðu Alcoa Corp. og iðnaðarráðherra samkomulag um að hefja ítarlega könnun á hagkvæmni þess að reisa álver með 250 þús. tonna framleiðslugetu á ári við Húsavík. Rætt hefur verið um að Landsvirkjun afli orku til þessa álvers með gufuaflsvirkjunum í Þingeyjarsýslu. Verði ákveðið að reisa álverið munu framkvæmdir ekki hefjast fyrr en árið 2010.

Kostnaður, stærð og framkvæmdatími

Þar sem undirbúningur er á frumstigi ríkir mikil óvissa um hvenær framkvæmdir kynnu að hefjast og þeim að ljúka. Þær tímasetningar sem hér er fjallað um eru nær eingöngu byggðar á óskum álframleiðendanna. Óvíst er að hægt sé að verða við þeim óskum öllum. T.d. þarf að gera miklar rannsóknir á háhitasvæðum áður en til borana og gufuöflunar kemur. Þá þarf að gera umhverfismat. Fyrstu framkvæmdir við orkuöflun þyrftu að hefjast á næsta ári, ef taka ætti Helguvíkurverksmiðjuna og viðbót í Straumsvík í notkun árið 2010. Byggingar- og framkvæmdatími vegna ofangreindra

Tafla 1 Yfirlit um hugsanlegar stóriðjuframkvæmdir

	Framleiðslugeta tonn/ár	Fjárfestingarkostnaður vegna virkjana	Fjárfestingarkostnaður vegna iðjuvera	Fjárfestingarkostnaður alls	Tímarammi
Stækkun Alcoa í Straumsvík	280 þús.	80 ma.kr.	80 ma.kr.	160 ma.kr.	2007-2010
Alcoa v. Húsavík	250 þús.	60 ma.kr.	75 ma.kr.	130 ma.kr.	2010-2015
Norðurál í Helguvík	250 þús.	60 ma.kr.	75 ma.kr.	135 ma.kr.	2008-2015
Aukin framleiðslugeta t/ár	780 þús.				
Fjárfestingarkostnaður alls		200 ma.kr.	230 ma.kr.	430 ma.kr.	

Heimild: Seðlabanki Íslands.

þriggja verkefna myndi því líklega dreifast á tiltölulega langt tímabil á árunum 2007 til 2015, eða níu ár.

Lauslega áætlað gæti heildarkostnaður vegna ofangreindra álvera og orkuöflunar numið allt að 430 ma.kr., þar af 200 ma.kr. vegna orkuöflunar og 230 ma.kr. vegna iðjukosta. Þetta eru því umfangsmeiri framkvæmdir en þær sem nú standa yfir og áætlað er að kosti tæplega 300 ma.kr. sem falla til á tímabilinu 2001-2007. Hins vegar myndu þær líklega dreifast yfir lengra tímabil og því hugsanlegt að komast mætti hjá jafnmiklum toppum og skapast við núverandi framkvæmdir í ár og í fyrra. Um þessar framkvæmdir allar ríkir hins vegar meiri óvissa en svo að hægt sé að taka mið af þeim við mat á efnahagshorfum.

metin. Mat á íbúðafjárfestingu er ekki auðvelt viðfangsefni og reynslan sýnir að frávik endanlegs mats frá fyrstu bráðabirgðatölum nokkrum árum síðar er oft töluvert. Í ljósi þess kann vöxtur íbúðafjárfestingar á þessu og næsta ári að vera ofmetinn í spá bankans en vöxtur síðasta árs vanmetinn í bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Upplýsingar um útgefin byggingarleyfi á síðasta ári gefa þó til kynna að vöxtur í fjárfestingu íbúðarhúsnæðis verði mikill í ár líkt og undanfarin ár.

Áhrif strangara peningalegs aðhalds á fjármunamyndun

Mikill vöxtur fjármunamyndunar er ásamt vexti einkaneyslu megin-skýring þess að innlend eftirspurn hefur aukist langt umfram framleiðslugetu hagkerfisins undanfarin ár.

Í grunnspánni sem rædd er hér að framan er gert ráð fyrir að fjárfesting atvinnuveganna verði áfram í sögulegum hæðum í ár en dragist hratt saman á næsta ári þegar umfang stóriðjuframkvæmda minnkar. Spáð er miklum vexti íbúðafjárfestingar í ár og á næsta ári. Spyrja má hvert sé svigrúm peningastefnunnar til að skapa peningalegt aðhald sem dregur úr fjárfestingu og stuðlar að auknu jafnvægi í þjóðarþúskapnum þegar stór hluti hennar er nánast fyrirfram ákvarðaður og óháður peningalegu aðhaldi. Fjárfesting í ál- og orkuverum er tæplega helmingur áætlaðrar atvinnuvegafjárfestingar í ár og um þriðjungur heildarfjármunamyndunar. Eftir stendur um helmingur áætlaðrar atvinnuvegafjárfestingar sem peningastefnan gæti haft áhrif á og tveir þriðju hlutar fjármunamyndunarinnar. Því er töluvert svigrúm fyrir áhrif peningalegs aðhalds.

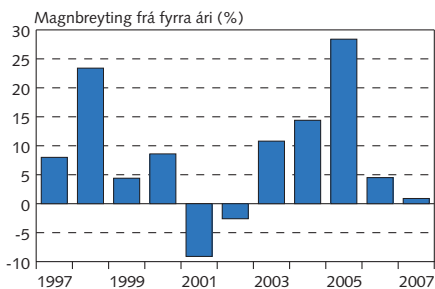
Innflutningur

Líkt og áður hefur komið fram, jókst innflutningur í fyrra um 28,4%, sem er mesti vöxtur í rúma hálfu öld. Þetta er tæpum fjórum prósentum meiri vöxtur en í desemberspánni. Frávikið skýrist einkum af meiri vexti fjármunamyndunar og einkaneyslu en spáð var þá.

Spáð meiri vexti innflutnings í ár en í desemberspánni þrátt fyrir lækkun gengis

Spáð er 4½% vexti innflutnings á þessu ári og tæplega 1% vexti á næsta ári. Í desember var hins vegar spáð 1,4% samdrætti árið 2007. Í innflutningsspánni er gengið út frá 12% lægra gengi en í desember.

Mynd IV-9
Vöxtur innflutnings 1997-2007¹



1. Spá Seðlabankans 2006-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ætla mætti að svo mikil gengislækkun leiddi til samdráttar innflutnings í ár í ljósi þess að aðeins var spáð ½% vexti í desember, og að spáð er minni vexti einkaneyslu nú en í síðustu spá. Skýringin er sú að spáð er nokkrum vexti fjármunamyndunar nú í stað samdráttar í síðustu spá. Eigi að síður dregur úr vexti innflutnings þegar líður á árið og kominn verður samdráttur á síðasta fjórðungi ársins.

Hagvöxtur og framleiðsluspenna

Verulega lakari hagvaxtarhorfur en í síðustu spá

Í desember spáði Seðlabankinn að hagvöxtur í þessari uppsveiflu næði hámarki í ár, þegar hann yrði 6½%, og að vöxturinn yrði 4% á næsta ári. Þrennt hefur breytt þeirri mynd sem var dregin upp af þróun hagvaxtar í síðustu spá.

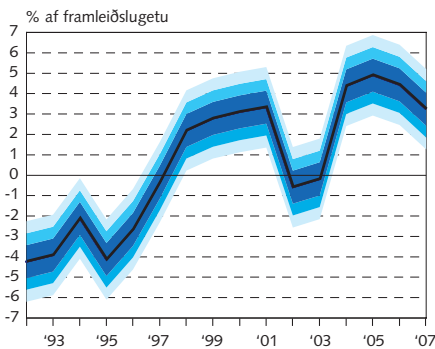
Í fyrsta lagi, eins og kom fram í upphafi þessa kafla, sýna endurskoðaðir þjóðhagsreikningar Hagstofu Íslands fyrir árið 2004 og fyrstu áætlanir fyrir árið 2005 mun meiri hagvöxt á síðustu tveimur árum en áður var talið, eða 8,2% árið 2004 og 5,5% í fyrra.

Í öðru lagi er gert ráð fyrir enn neikvæðara framlagi utanríkisviðskipta í ár en spáð var í desember, sökum meiri innflutnings og minni útflutnings.

Í þriðja lagi er spáð meiri samdrætti þjóðarútgjalda á næsta ári en gert var í desember. Hægari vöxtur einkaneyslu vegur þar þyngra en minni samdráttur fjármunamyndunar.

Niðurstaðan er að spáð er 4,2% hagvexti í ár og einungis 0,4% vexti á næsta ári. Hagvaxtarhorfur eru því mun lakari nú en í desember.

Mynd IV-10
Framleiðsluspenna/framleiðslulaki
1992 - 2007¹



1. Mat á framleiðsluspennu með óvissubili, þar sem 50%, 75% og 90% líkur eru á að framleiðsluspennan verði innan við það, miðað við meðaltal staðalfráviks ólíkra aðferða síðan 1981.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Meiri spenna í þjóðarbúskapnum en áður var talið og helst há útspátímabilið

Mat á framleiðsluspennu hefur tekið nokkrum breytingum samfara upptöku nýs þjóðhagslíkans. Sömuleiðis hafa verið gerðar nokkrar breytingar á framsetningu matsins til að leggja áherslu á hina miklu óvissu sem ríkir um mat á framleiðsluspennu, eins og nánar er fjallað um í rammagrein IV-3.

Mun meiri hagvöxtur árin 2004 og 2005 felur í sér meiri framleiðsluspennu en talið var í desember. Framleiðsluspennan í ár er þó óbreytt frá síðustu spá vegna mun minni hagvaxtar, en töluvert meiri á næsta ári. Miðað við óbreytta stýrivexti og gengi í grunnspá bankans eru horfur á að framleiðsluspenna hverfi ekki úr þjóðarbúskapnum fyrr en á fyrsta fjórðungi ársins 2010.

Framleiðsluspenna veitir peningayfirvöldum mikilvæga vísbendingu um undirliggjandi verðbólguþrýsting. Mat á framleiðsluspennu er hins vegar bundið mikilli óvissu. Sífellt er unnið að endurskoðun þessara aðferða innan Seðlabankans með hliðsjón af framförum og nýjustu þekkingu á þessu sviði. Hér verður gerð grein fyrir nokkrum breytingum á bæði aðferðafræði og framsetningu á mati bankans á framleiðsluspennu.

Óvissa við mat á framleiðsluspennu

Framleiðsluspenna er mismunur vergrar landsframleiðslu og framleiðslugetu hagkerfisins, mældur sem hlutfall af framleiðslugetunni. Framleiðslugetan er það framleiðslustig sem samrýmist fullri nýtingu framleiðslupáttá við skilyrði stöðugrar verðbólgu.

Mat á framleiðsluspennu er háð tvenns konar óvissu. Í fyrsta lagi er um gagnaóvissu að ræða. Hún stafar af því að oft er um verulega endurskoðun að ræða frá birtingu fyrstu bráðabirgðatalna í þjóðhagsreikningum og þangað að endanleg gögn liggja fyrir. Endurskoðun á hagvexti undanfarin ár er gott dæmi um þessa gagnaóvissu. Í öðru lagi er framleiðslugetan ómælanleg og mat á henni er því háð óvissu. Ýmsar aðferðir hafa verið þróaðar til að meta framleiðslugetuna en engin samstaða ríkir um hver sé heppilegasta matsaðferðin.

Hagfræðingar hjá Noregsbanka hafa áætlað að óvissa framleiðsluspennumats vegna endurskoðunar gagna sé á bilinu ½-1½%. Óvissa vegna mats á framleiðslugetu er sögð enn meiri. Heildaróvissa framleiðsluspennumats er áætluð á bilinu 1½-3½%.¹ Þetta er mikil óvissa í ljósi þess að metin framleiðsluspenna er oft innan þessa óvissubils.

Aðferðafræðin til þessa

Seðlabanki Íslands hefur um nokkurra ára skeið metið framleiðsluspennu með svokallaðri framleiðslufallsaðferð.² Framleiðslugeta hagkerfisins er þá metin út frá Cobb-Douglas framleiðslufalli með fastri stærðarhagkvæmni. Tekið hefur verið meðaltal fjögurra mismunandi útfærslna af framleiðslufallsaðferðinni þar sem leitniferill vinnuafis er metinn með mismunandi hætti. Matið hefur verið byggt á ársögnum og svokallaðri Hodrick-Prescott (HP)-síu beitt í misríkum mæli. Tekið hefur verið sérstakt tillit til eðlis stóriðjuframkvæmda. Blind notkun HP-síu gæti leitt til vanmats á framleiðsluspennu því að hún býr til leitniferla framleiðslupáttá þar sem aukinni framleiðslugetu nýrra álvera og virkjana á næstu árum er dreift aftur í tímann.

Þrjár breytingar á aðferðafræðinni

Nýtt þjóðhagslíkan Seðlabankans, sem nánar er fjallað um í viðauka 1, og sá gagnagrunnur, sem líkanið styðst við, gefa færi á því að bæta matsaðferðir bankans. Þrjár breytingar skipta mestu máli:

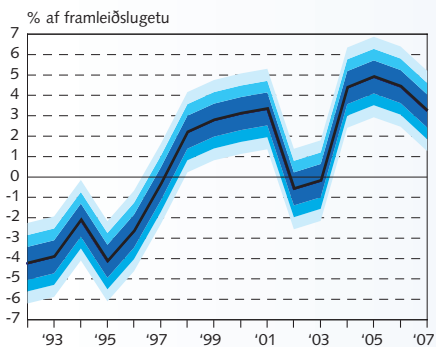
Í fyrsta lagi er byggt á ársfjórðungsgögnum í stað ársagna áður. Til þessa hefur framleiðsluspenna verið metin á grundvelli ársagna, enda eru ársfjórðungslegir þjóðhagsreikningar einungis til frá árinu 1997. Í tengslum við gerð nýs líkans hafa starfsmenn hagfræðisviðs Seðlabankans búið til gagnagrunn á ársfjórðungstíðni fyrir mikilvægar hagstærðir nokkra áratugi aftur í tímann. Mat á framleiðsluspennu, sem birtist í þessum *Peningamálum*, byggist í fyrsta skipti á ársfjórðungslegum gögnum.

1. Sjá umfjöllun í rammagrein á bls. 36 í *Inflation Report* 3/2005 frá Noregsbanka og tilvísanir í heimildir þar.
2. Síðast var gerð grein fyrir aðferðafræði Seðlabankans við mat á framleiðsluspennu í *Peningamálum* 2005/1, sjá viðauka 2 á bls. 55-58.

Rammagrein IV-3

Mat á framleiðsluspennu

Mynd 1
Framleiðsluspenna/framleiðsluslaki¹



1. Mat á framleiðsluspennu með óvissubili, þar sem 50%, 75% og 90% líkur eru á að framleiðsluspennan verði innan við það, miðað við meðaltal staðalfráviks ólíkra aðferða síðan 1981.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Í öðru lagi fær mat á framleiðsluspennu með nýja þjóðhagslíkaninu vægi í heildarmatinu. Í nýja líkaninu er framleiðslugetan metin út frá Cobb-Douglas framleiðslufalli, sem er metið fyrir tímabilið 1981-2004, án þess að stuðst sé við HP-síu. Framleiðsluspennan er þá fengin á hefðbundinn hátt sem mismunur landsframleiðslu og framleiðslugetu.

Í þriðja lagi eru gerðar nokkrar breytingar á því hvernig tekið er tillit til stóriðjuframkvæmda. Áður var eldra þjóðhagslíkan Seðlabankans notað til að meta landsframleiðslu, fjármunastofn, vinnuafslnotkun og mannafla sem myndast hefðu ef framkvæmdirnar ættu sér ekki stað. Þetta hefur reynst sífellt erfiðara í framkvæmd eftir því sem liðið hefur á framkvæmdatímann. Í stað þess að reyna að búa til fráviksspá án stóriðjuframkvæmda er framleiðsluspennu sem metin er með nýja þjóðhagslíkaninu gefið aukið vægi í heildarmatinu þar sem það byggist ekki á notkun HP-síu. Í því er einnig tekið nokkurt tillit til áhrifa innflutts vinnuafsls á framleiðslugetu hagkerfisins en ljóst er að aðgangur að erlendu vinnuafli hefur létt verulega á þrýstingi á innlendum vinnumarkaði sem ella hefði brotist fram í enn meiri verðbólgu.

Ný framsetning framleiðsluspennumats

Ekki er síður mikilvægt að huga vel að framsetningu mats á framleiðsluspennu en sjálfri aðferðafræðinni. Mikilvægt er að undirstrika þá óvissu sem umlykur mat á framleiðsluspennu. Því er óheppilegt að umræðan snúist um of um misáreiðanlegt punktmat. Þess vegna er mat á framleiðsluspennu nú sett fram með óvissubilum sem 50%, 75% og 90% líkur eru taldar á að framleiðsluspennan verði innan við út frá meðaltali staðalfráviks ólíkra matsaðferða síðan 1981. Myndrænt er óvissumatið sýnt með sífellt dekkri litum eftir því sem bil matsins þrængist. Rétt er að undirstrika að þessi framsetning tekur aðeins á óvissu sem snýr að útreikningum á framleiðslugetunni og áhrifum hennar á framleiðsluspennumat bankans. Ekki er gerð tilraun til að gera grein fyrir áhrifum gagnaóvissu á mat bankans á framleiðsluspennu.

Á myndinni má sjá að veruleg spenna er í hagkerfinu um þessar mundir og engar líkur eru taldar á að framleiðsluslaki myndist á spátímabilinu, eða að þjóðarbúskapurinn sé nálægt jafnvægi eftirspurnar og framleiðslugetu.

Aðrar vísbendingar um framleiðsluspennu

Peningayfirvöld víða um heim hafa stórkæmið notkun kannana við mat á framleiðsluspennu. Reynsla síðustu ára sýnir að slíkar kannanir veita peningayfirvöldum gagnlegar upplýsingar um framleiðsluspennu og gera þeim kleift að bera saman niðurstöður þeirra og hefðbundinna hagrannsóknna. Niðurstöður kannana geta því þjónað mikilvægu staðfestingarhlutverki gagnvart niðurstöðum annarra hagrannsóknna en einnig brýnu vísbendingahlutverki um stefnur og trauma í efnahagslífinu.

Í febrúarkönnun Gallups á stöðu og framtíðarhorfum stærstu fyrirtækja landsins var í fyrsta skipti spurt um getu fyrirtækja til að bregðast við óvæntri aukningu í eftirspurn eða sölu. Túlkun svara fyrirtækja er nokkrum takmörkunum háð þar sem ekki er hægt að bera svör þeirra saman við fyrri svör. Engu að síður kemur glögglega í ljós að mikill munur er á getu fyrirtækja til að bregðast við óvæntri aukningu eftirspurnar eða sölu á milli atvinnugreina.

V Opinber fjármál

Afkoma hins opinbera aldrei betri

Afgangur á rekstri hins opinbera á árinu 2005 varð um 30 ma.kr. eða um 3% af landsframleiðslu. Er það mesti afgangur hins opinbera svo langt sem samanburðarhæf gögn ná. Er þó ekki talinn með hagnaður af einkavæðingu Símans. Í upphafi árs var gert ráð fyrir að afgangur hins opinbera yrði um 14 ma.kr., þar af 3 ma.kr. hjá sveitarfélögum og 11 ma.kr. hjá ríkissjóði. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands varð hins vegar um 6 ma.kr. halli á rekstri sveitarfélaga en um 37 ma.kr. afgangur á ríkissjóði. Batinn á rekstri hins opinbera umfram fyrstu áætlanir er því allur hjá ríkissjóði og gott betur. Tekið skal fram að í þessum kafla er fylgt framsetningu þjóðhagsreikninga á fjármálum hins opinbera. Því er m.a. sleppt færslum vegna sölu Símans.

Tafla V-1 Fjármál hins opinbera 2003-2007 (% af landsframleiðslu)¹

	2003	2004	2005	2006	2007
Tekjur hins opinbera	44,5	45,6	47,3	46,5	42,5
Útgjöld hins opinbera	46,5	45,3	44,3	43,2	43,9
Afkoma hins opinbera	-2,0	0,3	3,0	3,3	-1,4
Afkoma ríkissjóðs	-1,7	1,2	3,8	4,0	-1,1
Afkoma sveitarfélaga	-0,5	-1,1	-0,6	-0,6	-0,2

1. Samkvæmt uppsetningu þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans fyrir árin 2006-2007.

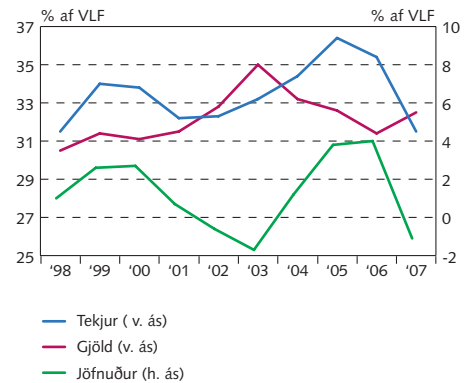
Góð afkoma ríkisins á síðasta ári stafaði eingöngu af gríðarmiklum skatttekjum á flestum sviðum. Þær urðu 37 ma.kr. eða 13% meiri að nafnvirði en áætlanir fjármálaráðuneytisins í janúar 2005 gerðu ráð fyrir. Þá var reiknað með óbreyttu nafnvirði tekna af tekjuskatti einstaklinga í kjölfar 1% lækkunar skatthlutfalls. Niðurstaðan er rúmlega 10% vöxtur. Tekjuskattur fyrirtækja skilaði mettekjum, sem rekja má til góðrar afkomu fyrirtækja árið 2004. Tekjur af stimpilgjöldum urðu um 9 ma.kr., eða tvöfalt meiri að nafnvirði en í fyrstu áætlun ráðuneytisins. Það má rekja til aukinna viðskipta á húsnæðismarkaði. Ríflega helmingur af auknum skatttekjum ríkissjóðs, eða 19 ma.kr., skýrist af auknum tekjum af virðisaukaskatti og öðrum sköttum af vörum og þjónustu. Einna mest jukust tekjur af bílainnflutningi, um 65% að nafnvirði á milli ára, en 88% á föstu gengi.

Útgjöld ríkisins urðu 4% hærri en ætlað var í janúarspá fjármálaráðuneytisins. Mest jukust tilfærslur, en samneysla fór um 1% fram úr áætlun. Aukning útgjalda milli ára var um 7% að nafnvirði, öllu meiri en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í desember 2005, en svipuð og talið var í næstu *Peningamálum* þar á undan.

Sveitarfélögin enn þá rekin með halla

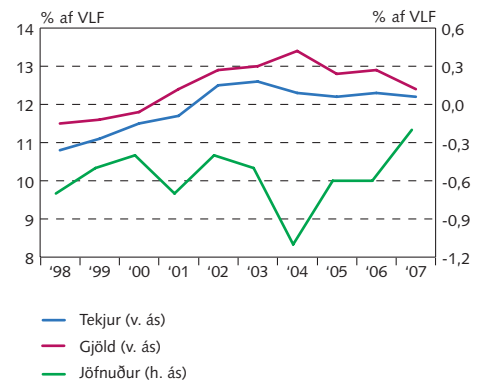
Úrvinnsla úr fjárhagsupplýsingum sveitarfélaga er talsvert seinlegri en úr gögnum ríkissjóðs. Er því oft talsverður munur á fyrstu tölum og endanlegum. Í ársbyrjun 2005 var gert ráð fyrir að tekjur sveitarfélaga hækkuðu um 9% frá fyrra ári en gjöld um 6%, og að afkoma þeirra yrði jákvæð um 3 ma.kr. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar er hækkan tekna nær 8% og hækkan gjalda rúm 4%. Hins vegar er nú

Mynd V-1
Fjármál ríkissjóðs 1998 -2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans.

Mynd V-2
Fjármál sveitarfélaga 1998 - 2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans.

talið að 6 ma.kr. halli hafi orðið á rekstri sveitarfélaganna á síðasta ári. Við fyrstu sýn virðist verulegt misræmi á milli þessarar niðurstöðu og þróunar tekna og gjalda. Breytingar tekna og gjalda reyndust nálægt áætlunum, en afkoman langtum verri. Skýringin er að afkoma sveitarfélaga á árinu 2004 reyndist mun verri en talið var í ársbyrjun 2005.

Horfur á góðri afkoma hins opinbera í ár

Líklegt virðist að afkoma hins opinbera í ár verði svipuð eða aðeins betri en á síðasta ári, þegar afgangur nam 3% af landsframleiðslu, eins og áður hefur verið vikið að. Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans eru horfur á að metafrkoma ríkissjóðs frá síðasta ári batni enn lítillega, en afkoma sveitarfélaga standi nokkurn veginn í stað. Tekjur hins opinbera hækka um rúmar 2 prósentur umfram neysluverð. Þær lækka þó aðeins sem hlutfall af landsframleiðslu, úr tæplega 47½% í 46½%. Útgjöld hækka um rúmlega 1% að raunvirði en lækka úr tæplega 44½% af landsframleiðslu í rúmlega 43%. Tekjuafgangur vex lítillega og verður nær 3,3% af landsframleiðslu. Í *Peningamálum* í desember var gert ráð fyrir 5% raunhækkun tekna og 2% raunhækkun gjalda árin 2005-2006 og að afgangur hins opinbera yrði nær 5% af landsframleiðslu árið 2005. Munurinn felst í lægra mati á afgangi bæði ríkis og sveitarfélaga, eins og hér verður lýst.

Miklar tekjur af tekjusköttum lögaðila og fjármagnstekjuskatti vega á móti áhrifum hægari vaxtar einkaneyslu

Í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir að tekjur ríkissjóðs hækkuðu um 3,7% umfram verðlag milli árána 2005 og 2006, útgjöld um 1,1% og að afgangur ríkissjóðs yrði 55 ma.kr. Nú er gert ráð fyrir að tekjurnar aukist aðeins um 1% að raunvirði og að afgangur ríkissjóðs nemi 43 ma.kr. eða aukist úr 3,8% í 4% af landsframleiðslu. Áætlanir Hagstofunnar sýna nú jafnframt nokkru lakari niðurstöðu ríkissjóðs árið 2005 en reiknað var með í desember.

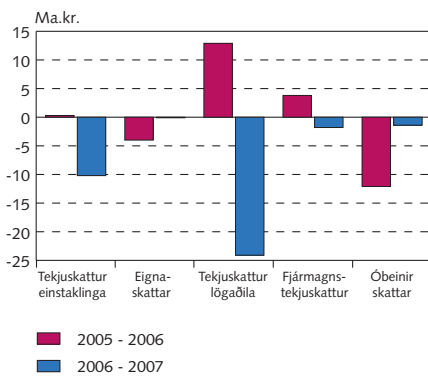
Horfur eru á að tekjur af óbeinum sköttum ríkissjóðs aukist minna en talið var í desember, sem rekja má til þess að dregur úr einkaneyslu og velta á íbúðamarkaði minnkar. Á móti vegur að tekjuskattur lögaðila skilar ríkissjóði líklega u.þ.b. 15 ma.kr. meiri tekjum en í fyrra miðað við tilkynntar hagnaðartölur síðasta árs og að fjármagnstekjuskattur virðist stefna a.m.k. 2-3 ma.kr. fram úr áætlun fjárlaga.

Gert er ráð fyrir að útgjöld ríkisins standi nánast í stað að raunvirði, þótt brottför varnarliðsins sé talin kosta um 1½ ma.kr. Samneysla og tilfærslur vaxa um 2½-3% en framkvæmdir minnka. Gert er ráð fyrir um ½ prósentu meiri vexti samneyslu heldur en í síðustu áætlunum fjármálaráðuneytisins. Það kann að vera varfærið mat í ljósi þess að síðustu átta árin hefur samneysla sex sinnum farið umtalsvert fram úr fjárlagaáætlunum, að meðaltali um 1,2% af landsframleiðslu.

Afkoma sveitarfélaga svipuð og í fyrra

Horfur í rekstri sveitarfélaga skýrast ekki að marki fyrr en seinna í vor. Áætlanir Seðlabankans eru byggðar á tölum Hagstofunnar fyrir árið 2005 og áætlunum fjármálaráðuneytisins fyrir árin 2005-7. Nú er áætlað að bæði tekjur og gjöld sveitarfélaga hækki um nálægt 4% umfram neysluverð og að halli á rekstri þeirra verði svipaður og á síð-

Mynd V-3
Tekjubreytingar ríkisins 2005-2007
Raunvirt breyting milli ára í ma.kr.



Heimild: Áætlanir Seðlabankans.

asta ári, eða um 6 ma.kr. Hallinn gæti minnkað ef fasteignagjöld skila meiru en hér er reiknað með, en mörg sveitarfélög lækkuðu álagningarhlutföll vegna mikillar hækkunar íbúðaverðs og fasteignamats á árinu 2005. Fæst lækkuðu þó skatta á atvinnuhúsnæði sem vegur mun þyngra í fasteignagjöldum.

Afkoma versnar mjög árið 2007

Á næsta ári er viðbúið að ríkisfjármálin einkennist af síðasta áfanga skattalækkana, sem ætla má að kosti ríkissjóð um 13 ma.kr., og af nær 10 ma.kr. aukningu framkvæmda. Gert er ráð fyrir að tekjuskattur fyrirtækja skili á móta miklu miðað við landsframleiðslu og árin 2002-2004 og að hlutfall eyðsluskatta af landsframleiðslu lækki áfram og verði um 15½%, samanborið við tæplega 18% á síðasta ári. Í þessum áætlunum er þó ekki gert ráð fyrir jafnhraðri lækkingu og eftir síðustu uppsveiflu. Rauntekjur ríkissjóðs miðað við neysluverð lækka samkvæmt þessu um 9½%, úr um 35½% af landsframleiðslu í 31½%. Miðað við langtímaáætlanir má ætla að útgjöld vaxi um 5½% umfram verðlag vegna vaxtar í tilfærslum og framkvæmdum. Tilfærsluaukningin er dreifð, en auknar framkvæmdir má rekja til þess að framkvæmdum var frestað meðan virkjanaframkvæmdir stæðu sem hæst, til sérstakra fjárveitinga af söluandvirði Símans og til áforma sem sem kynnt voru árið 2003, um að bregðast við samdrætti í atvinnulífinu að afstöðnum stórframkvæmdum. Að auki er reiknað með að útgjöld ríkissjóðs aukist um 4 ma.kr. á árinu 2007 sökum brottfarar varnarliðsins, einkum rekstrargjöld.

Miðað við þessar forsendur versnar afkoma ríkissjóðs mikið á næsta ári, úr 43 ma.kr. afgangi í 12 ma.kr. halla, sem nemur u.þ.b. 1% af landsframleiðslu. Breytingin nemur fimm prósentum af landsframleiðslu til hins verra.

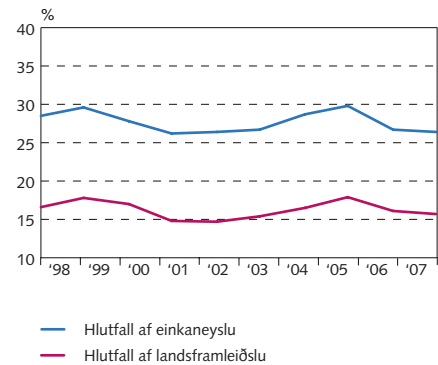
Miklu minni breyting verður hjá sveitarfélögunum. Langstærsti tekjustofn þeirra er útsvar, sem er ekki eins viðkvæmt fyrir hagsveiflunni og tekju- og eyðsluskattar ríkisins. Því má búast við að tekjur sveitarfélaga hækki lítillega umfram neysluverðlag. Reiknað er með að raunútgjöld lækki um 2½% vegna samdráttar í fjárfestingu, eins og oft verður að afstöðnum kosningum. Fyrir vikið ætti halli sveitarfélaganna að minnka um 4 ma.kr., úr 0,6% í 0,2% af landsframleiðslu.

Skuldir hins opinbera

Ef þróunin verður eins og hér hefur verið lýst ættu hreinar skuldir ríkissjóðs að meðtöldum bankainnstæðum að vera því sem næst horfnar í árslok 2006, en hreinar skuldir sveitarfélaga verða áfram milli 4% og 5% af landsframleiðslu. Peningakröfur ríkissjóðs, aðrar en bankainnstæður, ættu einnig að lækka heldur á árinu. Þær hafa lækkað úr 17% af landsframleiðslu árið 1999 niður í um 9% í lok árs 2005, einkum vegna þess að fyrirtæki í eigu ríkisins taka í auknum mæli lán í eigin nafni fremur en með fulltingi ríkissjóðs. Fyrir vikið hafa heildarskuldir ríkisins lækkað meira en hreinar skuldir undanfarin ár auk þess sem ríkið hefur safnað bankainnstæðum.

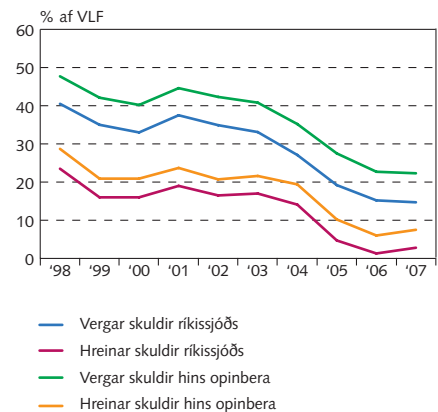
Í þessum tölum eru bankainnstæður ríkisins taldar til eigna í hreinum skuldum, en ekki er reiknað með lífeyrisskuldbindingum ríkis eða sveitarfélaga. Þær námu 190 og 24 ma.kr. í árslok 2004.

Mynd V-4
Tekjur ríkissjóðs af óbeinum sköttum
1998 - 2007



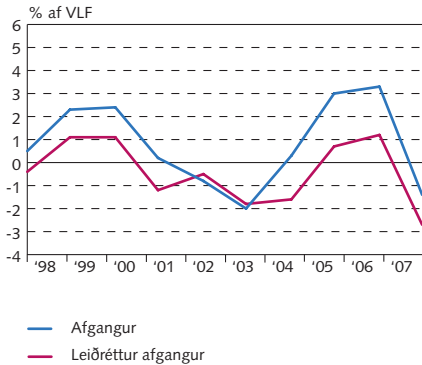
Heimildir: Ríkisreikningur, áætlanir Seðlabankans.

Mynd V-5
Skuldir hins opinbera og ríkissjóðs
1998 - 2007



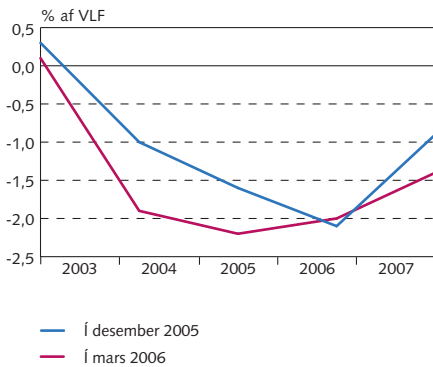
Bankainnstæður lækka hreinar skuldir.
Heimildir: Ríkisreikningur, áætlanir Seðlabankans.

Mynd V-6
Sveifluleiðréttt afkoma hins opinbera
1998 -2007



Heimild: Áætlanir Seðlabankans.

Mynd V-7
Sveifluleiðrétting á opinberum búskap
2003 - 2007
Leiðréttur afgangur mínus afgangur



Heimild: Áætlanir Seðlabankans.

Hagsveiflan í opinberum búskap

Umfjöllunin hér að framan ber með sér að hagsveiflan hefur talsverð áhrif á fjármál hins opinbera og meiri á hag ríkis en sveitarfélaga. Því veldur hve viðkvæmar tekjur af óbeinum sköttum, tekjusköttum fyrirtækja og fjármagnstekjuskatti, eru fyrir efnahagsástandi og raungengi og hve miklu næmari tekjuskattur einstaklinga til ríkisins er fyrir sveiflum en útsvarstekjur sveitarfélaga. Fremur en að nota mælda afkomu hins opinbera sem mælikvarða á aðhaldsstig ríkisfjármála, er gjarnan reynt að leiðrétta hana með því að draga frá þann hluta tekna og gjalda sem rakinn verður til áhrifa hagsveiflunnar. Í þessu skyni er yfirleitt reynt að meta hvernig tekjur og gjöld breytast með breytingum á framleiðsluspennu og nota þá fylgni til að leiðrétta fyrir sveiflunni.

Í *Peningamálum* í desember 2005 var talið að árið 2006 yrði afgangur á rekstri hins opinbera rúmlega 4½% af landsframleiðslu en sveifluleiðréttur afgangur yrði um 2½%. Nú er talið að afgangurinn verði tæplega 3½% af landsframleiðslu og sveifluleiðréttur afgangur rúmlega 1%. Á mynd V-6 er sýndur rekstrarafgangur hins opinbera ásamt sveifluleiðrétttum afgangi, en á mynd V-7 er sýnd sveifluleiðréttingin, mismunur afgangis og sveifluleiðrétts afgangis, eins og hann er metinn nú og eins og hann var metinn í síðustu *Peningamálum*. Þótt áætlaður og leiðréttur afgangur hafi lækkað árið 2006, er leiðréttingin óbreytt, enda er metin framleiðsluspenna sú sama. Á árinu 2007 eykst hagsveifluleiðréttingin hins vegar frá desembermánuði, þ.e.a.s. verður meira neikvæð. Skýringin er að nú er talið að hægar dragi úr framleiðsluspennu en álitid var í desember.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Atvinnuleysi nálgast nú lágmark síðustu uppsveiflu. Vaxandi skortur á vinnuafli hefur ýtt undir launaskrið. Á sl. ári hafa laun hækkað töluvert umfram það sem samrýmist verðbólguþéttum Seðlabanka Íslands. Eigi að síður hafa laun hækkað minna en vænta mætti út frá sögulegu sambandi hagvaxtar, vinnuafseftirspurnar og launabreytinga. Innflutningur vinnuafls hefur því greinilega aukið þanþol íslensks vinnumarkaðar og sveigjanleika hans. Vinnuframlag Íslendinga jókst nokkuð á síðasta ári og á líklega enn eftir að aukast töluvert miðað við reynslu frá síðustu uppsveiflu.

Atvinnuleysi í takt við spá

Atvinnuleysi á árinu 2005 var 2,1%, í samræmi við síðustu spá Seðlabankans. Atvinnuleysi hefur minnkað hratt í vetur og var 1,3% í febrúar að teknu tilliti til árstíðarsveiflu, litlu meira en það var í október 2000 þegar árstíðarleidd atvinnuleysi varð lægst 1,1% í síðustu uppsveiflu. Hefur atvinnuleysi ekki verið svo lágt frá því um mitt ár 2001. Horfur eru á að atvinnuleysi verði minna í ár en spáð var í desember, eða 1,5%. Gert er ráð fyrir að það aukist á næsta ári, og verði tæplega 2%.

Á haustmánuðum dró úr framboði starfa hjá vinnumiðlum. Frá því í desember hafa færri störf verið í boði en á sama tíma árið á undan. Hefur það ekki gerst frá janúarmánuði árið 2003. E.t.v. boðar þetta minnkandi spennu á vinnumarkaði, en gæti einnig tengst breytingum sem gerðar voru í september á verklagi við afgreiðslu atvinnuleyfa ríkisborgara nýju aðildarríkja EES, sem gætu hafa dregið úr þörf fyrir að auglýsa störf með jafnlöngum fyrirvara og áður.¹

Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar er enn fyrir hendi ...

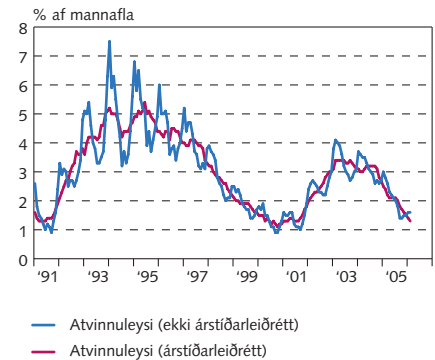
Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar virðist enn töluverður. Framboð innlands vinnuafls sveiflast töluvert í takt við hagsveifluna, bæði fjöldi fólks á vinnumarkaði og vinnutími þess. Að auki flytja íslenskir ríkisborgarar til og frá landinu eftir aðstæðum á vinnumarkaði og þar við bætist nú aukið framboð erlends vinnuafls.

Framboð innlands vinnuafls jókst árið 2005 frá árinu á undan og gæti enn átt eftir að aukast töluvert miðað við reynslu frá síðustu uppsveiflu. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands jókst vinnuafslnotkun enn frekar á síðasta fjórðungi ársins 2005 og á árinu öllu urðu mikil umskipti frá fyrra ári, á alla mælikvarða vinnuafslnotkunar. Starfandi fólki fjölgaði um 3,3% milli ára, aukning heildarvinnu-
magns var svipuð og atvinnuþátttaka jókst um 1,2 prósentur. Viðbótin við vinnuaflið kom, eins og í fyrri uppsveiflum, fyrst og fremst úr yngstu (16-24 ára) og elstu aldurshópunum (55-74 ára), hvort heldur skoðuð er fjölgun starfandi fólks eða heildarvinnu-
magn.

1. Afgreiðslu umsókna frá ríkisborgurum hinna átta nýju aðildarríkja EES-samningsins var breytt í byrjun september til að minnka umsýslu og þann tíma sem tæki að afgreiða umsóknir. Í allt að fjórar vikur frá 7. september var einnig veitt undanþága frá þeirri meginreglu að dvalar- og atvinnuleyfi hafi verið gefin út áður en erlendur starfsmaður frá nýju aðildarríkjunum EES kæmi til landsins. Markmiðið var að bjóða þeim starfsmönnum sem komið höfðu frá þessum ríkjum á grundvelli t.d. þjónustusamninga, störf og starfskjör með hefðbundnum hætti.

Mynd VI-1

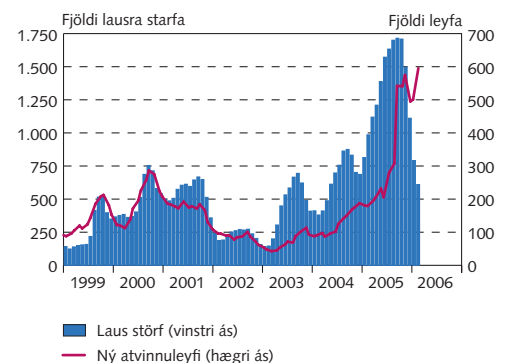
Atvinnuleysi janúar 1991 - febrúar 2006



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

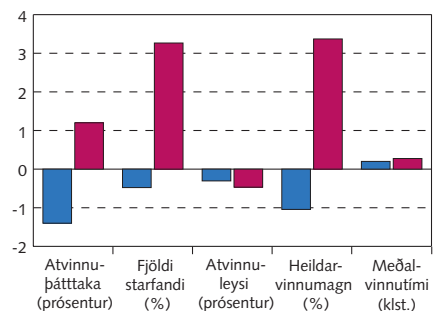
Fjöldi lausra starfa hjá vinnumiðlum og nýrra atvinnuleyfa 1999-2006¹



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

Mynd VI-3

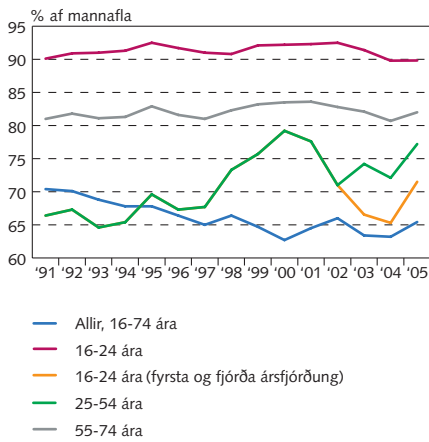
Breytingar á vinnuafli 2003-2005



■ Breytingar milli ára '03-'04
■ Breytingar milli ára '04-'05

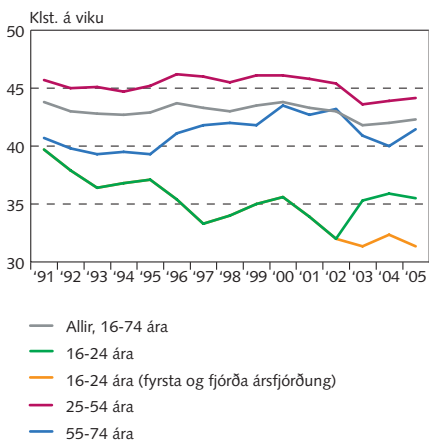
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-4
Atvinnuþátttaka 1991 - 2005



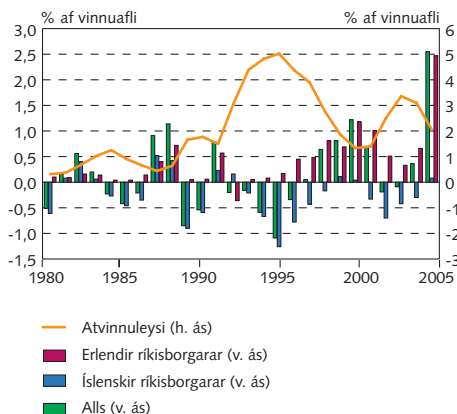
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-5
Meðalvinnutími 1991 - 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-6
Aðfluttur umfram brottflutna til landsins og atvinnuleysi 1980 - 2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun.

Atvinnuþátttaka var svipuð árið 2005 og árið 2003 eða um 82%.² Hún var þó minni en í síðustu uppsveiflu árin 2000 og 2001, þegar hún var mest 83,5%. Munurinn er þó töluvert meiri ef einungis er miðað við fyrsta og síðasta fjórðung árána 2003-2005.³ Á þetta við um alla aldurshópa, en þó sérstaklega sveigjanlegasta hluta vinnuafslins, þ.e.a.s. yngsta aldurshópin, 16-24 ára. Í síðustu uppsveiflu varð atvinnuþátttaka hans mest rúmlega 79% árið 2000. Hún minnkaði síðan hratt þegar dró úr vinnuafslseftirspurn og varð minnst 65,3% árið 2004. Árið 2005 jókst atvinnuþátttaka þessa aldurshóps aftur í 71,5%. Svipaða sögu er að segja um meðalvinnutíma.

Framlag búferlaflutninga Íslendinga til og frá landinu er einnig töluvert. Að meðaltali hafa fleiri Íslendingar flutt til útlanda en til landsins, en útstreymið snúist tímabundið við í hámarki hagsveiflnanna. Áhrif þess á vinnuaflið eru nú svipuð og í síðustu uppsveiflu.

... og þanþol hans hefur aukist

Í síðustu tveimur uppsveiflum og einkum í þeirri sem nú stendur yfir hefur þáttur erlendra ríkisborgara aukist.⁴ Erlendum ríkisborgurum fjölgaði reyndar einnig þegar samdráttur var í efnahagslífinu, eins og t.d. á árinu 2002, en mun meira á uppgangstímum.

Útgáfa nýrra atvinnuleyfa og framlenging eldri leyfa jókst verulega á haustmánuðum 2005. Fjölgun atvinnuleyfa endurspeglar eflaust mestmegnis aukna eftirspurn eftir vinnuafli, en nýtt verklag við afgreiðslu atvinnuleyfa ríkisborgara nýju aðildarríkja EES frá og með september 2005 hefur líklega einnig haft áhrif. Um 4.300 ný atvinnuleyfi voru gefin út á árinu 2005. Er það þreföldun frá árinu 2004 og tvisvar sinnum fleiri leyfi en voru gefin út árið 2000 þegar útgáfa atvinnuleyfa náði hámarki í síðustu uppsveiflu.

Samkvæmt áætlun Vinnuálagstofnunar voru rúmlega 70% þeirra sem störfuðu við stóriðju- og virkjanaframkvæmdir í lok árs 2005 erlendir ríkisborgarar. Gert er ráð fyrir töluverðri útgáfu atvinnuleyfa í ár vegna framkvæmda við ál- og orkuver, en að tilefni þeirra færast frá Kárahnjúkum á Reyðarfjörð og suðvesturhorn landsins.⁵

Vinnuafslseftirspurn á enn eftir að aukast

Niðurstöður könnunar meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins benda til þess að vinnuafslseftirspurn eigi enn eftir að aukast töluvert.⁶ Nú vilja fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki næstu sex mánuði en í sambærilegri könnun í október 2005, eða tæplega helmingur, og helmingi færri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki. Þetta á bæði við um fyrirtæki á höfuðborgarsvæðinu og á landsbyggðinni. Töluvert virðist hafa dregið úr þörf fyrirtækja á landsbyggðinni til að fækka starfsmönnum. Í október

- Árið 2003 var fyrsta ár samfelldrar vinnuálagsskönnunar.
- Sjá umfjöllun um breytingar á framkvæmd vinnuálagsskönnunar Hagstofu Íslands og niðurstöður hennar eftir ársfjórðungum í *Peningamálum* 2004/2.
- Þeir sem flytja til og frá landinu gera það ekki einungis í atvinnuskyni, en sambandið milli hagsveiflnar og flutninga fólks bæði íslenskra og erlendra ríkisborgara til og frá landinu er sterkt (sjá mynd VI-6).
- Fjöldatölur eru þó líklegast nokkurt ofmat á því hve mikið vinnuálag hefur bæst við innlent þar sem atvinnuleyfi eru yfirleitt bundin við styttra tímabil en eitt ár. T.d. hafa flest atvinnuleyfi fyrir erlenda starfsmenn við Kárahnjúka verið til sex mánaða. Við það bætist að nokkuð hefur verið um það að erlendir starfsmenn vinni ekki allan leyfistímann.
- Könnunin var gerð af Gallup í febrúar sl. fyrir Seðlabanka Íslands, fjármálaráðuneyti og Samtök atvinnulífsins.

vildi um helmingur sjávarútvegsfyrirtækja fækka starfsfólki næstu sex mánuði en einungis 11% nú. Líklegt er að nokkur fækkun hafi þegar átt sér stað þar sem þrír fjórðu hlutar sjávarútvegsfyrirtækja vilja nú halda starfsmannafjölda sínum óbreyttum og fyrirtæki sem vilja fjölga starfsmönnum eru rúmlega helmingi fleiri en í október. Nokkru meiri bjartsýni virðist einnig gæta í iðnaði og framleiðslu en þar vilja nú fleiri fyrirtæki fjölga starfsmönnum og færri fækka þeim en í október 2005.

Aukin samkeppni er um innlent vinnuafli ...

Umframeftirspurn eftir vinnuafli, sérstaklega í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð, hefur verið mætt með innflutningi vinnuafls. Atvinnurekendur þurftu því ekki að mæta vinnuafllsskorti með yfirboðum í launum. Launaskrið í þessum atvinnugreinum hefur því verið lítið í sögulegu samhengi.

Töluverður hluti atvinnuleyfa, u.þ.b. 40%, er tengdur stóriðju- og virkjanaframkvæmdum. Um 25% atvinnuleyfa eru fyrir starfsfólk í iðnaði og fiskvinnslu, 15% fyrir starfsfólk annarra byggingarverktaka en þeirra sem tengjast stóriðju- og virkjanaframkvæmdum og um 20% fyrir starfsfólk í þjónustugreinum. Forsvarsmenn sumra sveitarfélaga hafa haldið því fram undanfarið að ekki sé lengur hægt að mæta vinnuafllsskorti innanlands fyllilega með innflutningi vinnuafls. Atvinnurekendur hafa því í auknum mæli þurft að keppa um starfsmenn með yfirboðum og eru nýgerðir kjarasamningar og endurskoðun launaliðar hjá sumum sveitarfélögum skýr merki þar um.

... og launaskrið eykst í kjölfarið

Afleiðingin er aukið launaskrið, en það hefur aukist töluvert frá því um mitt ár. Launavísitala fyrir laun á almennum markaði hækkaði um 1,4% milli þriðja og fjórða ársfjórðungs 2005. Laun opinberra starfsmanna og bankamanna hækkuðu minna eða um 1% en áhrif kjarasamninga sveitarfélaga komu ekki fram af fullum þunga í launavísitölu fyrr en í upphafi árs 2006. Milli meðaltala árána 2004 og 2005 hækkaði launavísitalan fyrir allan vinnumarkaðinn um 6,8%, vísitala neysliverðs um 4% og kaupmáttur launavísitölu því um 2,8%.

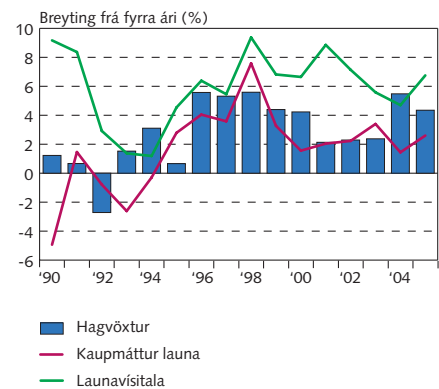
Svör forsvarsmanna fyrirtækja í fyrrnefndri könnun gætu þó bent til þess að flest fyrirtæki geri sér vonir um að geta beitt öðrum úrræðum en yfirboðum til þess að fullnægja vinnuafllspörfinni. Færri forsvarsmenn gera ráð fyrir að laun muni hækka á árinu nú en í október og fleiri telja að laun muni standa í stað. Hugsanlega er launakostnaður þegar orðinn það hár að erfitt sé að hækka laun frekar. Lækkun á gengi krónunnar frá því að könnunin var gerð skapar þó svigrúm til launahækkana hjá útflutningsfyrirtækjum.

Launakostnaður eykur verðbólguþrýsting

Miðað við spá Seðlabankans sem birt er hér að framan eykst launakostnaður á framleidda einingu hraðar en samrýmist verðbólguþrýsting miði Seðlabanka Íslands en samkvæmt henni er gert ráð fyrir svipaðri aukningu í ár og á síðasta ári, 6½%. Á næsta ári er gert ráð fyrir að dragi úr launaskriði í takt við aukið atvinnuleysi og launakostnaður á framleidda einingu aukist um 3,9%. Töluverð óvissa ríkir hins vegar um endurskoðun kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í nóvember. Miðað við verðbólguhorfur nú virðist torsótt að forsendur þeirra standist.

Mynd VI-7

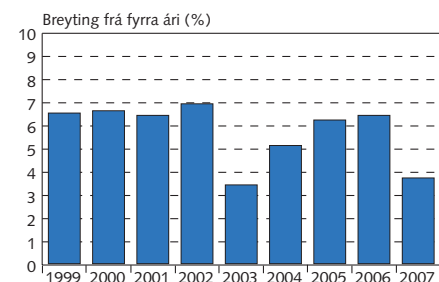
Launavísitala, kaupmáttur launa og hagvöxtur 1990 - 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

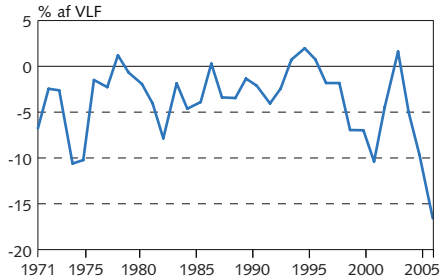
Mynd VI-8

Launakostnaður á framleidda einingu 1999-2007¹



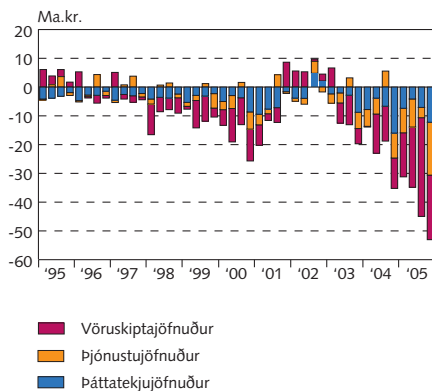
¹ Áætlun fyrir árið 2005. Spá Seðlabankans 2006-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-1
Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af
landsframleiðslu 1971-2005



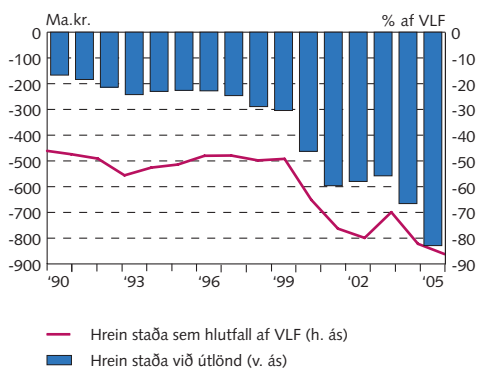
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2
Undirþættir viðskiptajafnaðar
1. ársfj. 1995 - 4. ársfj. 2005
Rekstrarframlög eru talin með þáttatekjum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3
Erlend staða þjóðarbúsins 1990 - 2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VII Ytri jöfnuður

Hallinn á viðskiptum Íslands við útlönd fór sívaxandi eftir því sem leið á síðasta ár. Sú þróun endurspegladist í spám Seðlabankans í fyrra sem sýndu æ meiri halla í hverju hefti *Peningamála*. Endanlegur halli varð meiri en nokkrar spár gerðu ráð fyrir, eða rúmlega 161 milljarður króna, sem er mun meiri halli en áður hefur mælst hér á landi. Viðskiptahallinn nam alls um 16½% af landsframleiðslu. Auk þess að vera mesti viðskiptahalli sem mælst hefur hér á landi er hann jafnframt sá mesti á meðal OECD-ríkjanna frá stofnun þeirra samtaka. Næstmesti halli sem áður hafði mælst hjá OECD-ríki var í Noregi á áttunda áratugnum, þegar mikil fjárfesting í olíuvinnslu átti sér stað. Þá nam viðskiptahalli Noregs 12% af landsframleiðslu þegar hann varð mestur. Horfur eru á að viðskiptahallinn muni nema um 14% af landsframleiðslu í ár, að óbreyttum vöxtum og gengi, og tæplega 10% af landsframleiðslu á næsta ári. Hærri vextir og lægra gengi krónunnar en gengið er út frá í spánni gæti hins vegar leitt til mun hraðari jöðnunar hallans.

Bein áhrif framkvæmda við ál- og orkuver námu þriðjungi viðskiptahallans

Verðmæti útflutnings vöru og þjónustu var nánast það sama á árunum 2004 og 2005 en jókst um 3,6% að magni. Innflutningur jókst mun meira. Núverandi hallaskeið á það því sameiginlegt með tímabilinu 1996-2000 að hallann má fyrst og fremst rekja til aukins innflutnings.

Halli á vöru- og þjónustujöfnuði var rúmlega 133 ma.kr., eða rúmlega 4/5 af heildarviðskiptahallanum. Álvers- og virkjunarframkvæmdir skýra stóran hluta innflutnings vöru og þjónustu. Nákvæmar upplýsingar um bein áhrif þeirra á viðskiptajöfnuðinn eru þó ekki fyrir hendi, því að innflutningur er ekki flokkaður með þeim hætti. Því verður að styðjast við áætlanir framkvæmdaaðila. Heildarkostnaður við stóriðjuframkvæmdir er áætlaður um 90 ma.kr. árið 2005. Þar af er erlendur kostnaður (innflutt fjárfestingarvara og þjónusta) talinn hafa numið tæplega 55 ma.kr., eða tæplega þriðjungi viðskiptahallans. Heildaráhrifin, þ.e.a.s. þegar tekið er tillit til óbeinna áhrifa gætu þó verið töluvert meiri, eða allt að helmingi viðskiptahallans. Til samamburðar má geta þess að halli sem ekki skýrist með beinum hætti af framkvæmdunum er samkvæmt þessu álíka mikill og allur hallinn árið 2000. Rétt er að hafa í huga að önnur stór fjárfestingarverkefni höfðu einnig áhrif á hallann. T.d. voru fluttar inn flugvélar að verðmæti tæplega 10 ma.kr.

Skuldasöfnun hefur ekki leitt til samsvarandi aukningar vaxtabyrði

Aldrei áður hafa erlendar skuldir þjóðarbúsins aukist jafn hratt á milli ára og í fyrra, eða um 77%. Þær námu í árslok ríflega þrefaldri landsframleiðslu. Á móti þessari skuldasöfnun er mikil eignamyndun. Erlendar eignir Íslendinga meira en tvöfölduðust milli ára og nam verðmæti þeirra tæplega 2½ landsframleiðslu í árslok. Stór hluti skuldasöfnunar og eignamyndunar þjóðarbúsins tengist svokallaðri

„útrás“ íslensku viðskiptabankanna. Skuldasöfnun hefur einkum verið í formi skuldabréfaútgáfu, en eignamyndun í formi vaxandi útlána til erlendra aðila og beinnar fjárfestingar, sem jókst um rúmlega 230% í fyrra. Bein fjárfesting erlendra aðila á Íslandi rúmlega þrefaldaðist á milli ára. Hrein skuldastaða við útlönd nam í árslok ríflega 1½ landsframléiðslu en hrein staða þjóðarbúsins, þ.e.a.s. að meðtöldu hlutfé og beinni fjárfestingu, var neikvæð um 86% af landsframléiðslu, samborið við 82% í lok árs 2004. Hún versnaði því ekki nærri eins mikið og skuldastaðan. Þessi þróun endurspeglar mikil kaup innlendra aðila á erlendu hlutfé sem fjármögnuð eru með erlendu lánsfé.

Greiðslubyrði hefur ekki aukist í takt við skuldir

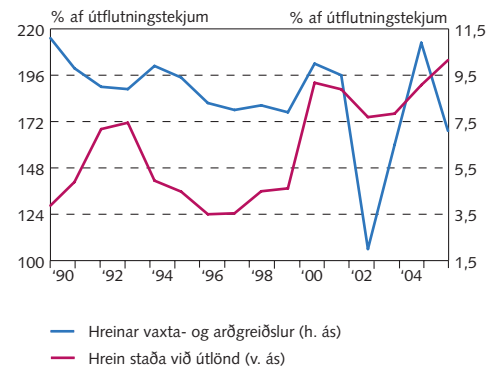
Hröð skuldaaukning leiðir að öðru óbreyttu til aukinna vaxta- og arðgreiðslna til útlanda. Þetta hefur þó ekki gerst á undanförunum árum. Það skýrist af því að hagnaður af erlendra fjárfestingu var mikill en vextir lágir. Hagnaðurinn hefur þó verið sveiflukenndur, eins og mynd VII-4 ber með sér. Erlendar eignir Íslendinga skiluðu í fyrra meiri tekjum en nam aukinni vaxtabyrði af stærri skuldastofni. Halli þáttatekna var því minni árið 2005 en árið áður. Ekki er að treysta því að þetta ást- and vari lengi, eins og rakið er í kafla II. Hækkun vaxta gæti haft umtalsverð áhrif á viðskiptajöfnuðinn á komandi árum. Ef meðalvextir af erlendra skuld þjóðarbúsins færu t.d. í svipað horf og að meðaltali á tíunda áratug síðustu aldar, þ.e.a.s. í um það bil 6,4% myndi viðskiptahallinn sem hlutfall af landsframléiðslu aukast um rúmlega 3%, að öðru óbreyttu. Hins vegar myndi slík hækkun óhjákvæmilega kalla á aðlögun í þjóðarbúskapnum sem hefði mótverkandi áhrif.

Stærri hluti viðskiptahalla nú skýrist af fjármunamyndun en í síðustu uppsveiflu

Tímabil mikils viðskiptahalla hafa sjaldan verið löng.¹ Jafnan leiða þau fljótlega til aðlögunar í formi hægari vaxtar eftirspurnar, gengislækkunar eða hvors tveggja. Eftirköstin ráðast ekki eingöngu af stærð hallans, heldur einnig samsetningu hans. Því stærri sem þáttur arðbærrar fjárfestingar í myndun hans er, því meiri líkur eru á tiltölulega mjúkri aðlögun, án samdráttar og verulegrar gengisaðlögunar. Þannig var t.d. aðlögun Noregs í kjölfar uppbyggingar olíuvinnslu í Norðursjó tiltölulega mjúk, þótt heppni kæmi þar einnig við sögu.² Til þess að meta líkur á því er gagnlegt að skoða framlag aukinnar fjármunamyndunar annars vegar og minni þjóðhagslegs sparnaðar hins vegar til myndunar viðskiptahalls í samanburði við fyrri tímabil. Samkvæmt skilgreiningu þjóðhagsreikninga er þjóðhagslegur sparnaður mismunur fjármunamyndunar og viðskiptahalla. Fjármunamyndun á árinu 2005 nam 28,7% af landsframléiðslu. Þjóðhagslegur sparnaður nam því rúmlega 12% af landsframléiðslu. Það er álíka hlutfall sparnaðar og árið 2000, þegar hann náði sögulegu lágmarki, og tveimur prósentum minni sparnaður en árið 2004.

Mynd VII-4

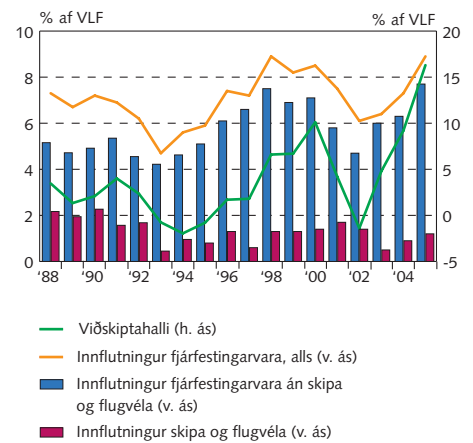
Skuldahlutföll og greiðslubyrði 1990 - 2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-5

Innflutningur fjárfestingarvöru og viðskiptahalli 1988 - 2005

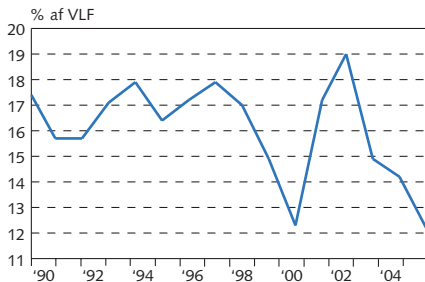


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Sjá t.d. Edwards, Sebastian (2004), „Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops“, *IMF Staff Papers* 51, janúar.
2. Olíuverð hækkaði verulega árin eftir mestu framkvæmdirnar.

Mynd VII-6

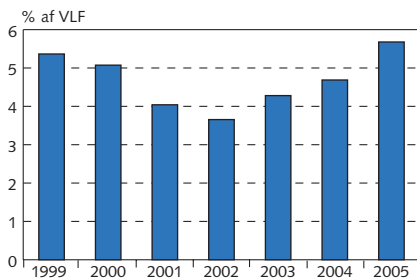
Þjóðhagslegur sparnaður sem hlutfall af VLF 1990 - 2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-7

Innflutningur varanlegra neysluvara sem hlutfall af VLF 1999 - 2005¹



1. Innflutningur hálfvaranlegra neysluvara er meðtalin.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Árið 2002 varð nokkur afgangur á utanríkisviðskiptum. Árið 2003 hófust framkvæmdir við virkjanir og einkavæðingu bankanna. Því er eðlilegt að nota árið 2002 sem grunnár við athugun á framlagi aukinnar fjármunamyndunar og minni þjóðhagslegs sparnaðar til myndunar viðskiptahallans. Breyting viðskiptajafnaðar á þessu tímabili samsvarar 17,7% af landsframleiðslu. Þar af skýrast 11,3% af aukinni fjármunamyndun, en 6,5% af minni þjóðhagslegum sparnaði. Í samburði við viðskiptahallann sem myndaðist á árunum 1995-2000 skýrist hlutfallslega stærri hluti hallans því af aukinni fjármunamyndun, en hallinn er jafnframt mun meiri. Þjóðhagslegur sparnaður hefur hins vegar rýrnað meira á síðustu þremur árum en á fimm ára tímabilinu 1995-2000. Þetta segir þó ekki alla söguna, því að ekki er öll fjárfesting útflutningsskapandi. Íbúðafjárfesting hefur t.d. aukist meira á undanföllum árum en í síðustu uppsveiflu. Áætlað er að hún hafi numið tæplega 6% af landsframleiðslu á sl. ári og hefur hlutfallið hækkað á hverju ári frá árinu 1999, þegar fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði nam aðeins 3½% af landsframleiðslu.

Innflutningur neysluvara hefur aukist hratt á þessu hallaskeiði

Innflutningur neysluvara, einkum varanlegrar neysluvara, er næmur fyrir tekju- og gengisþróun. Aukningin hefur verið sérstaklega mikil á þessu hallaskeiði, ekki síst á síðasta ári. Fjöldi innfluttra fólkubíla jókst t.d. um rúmlega helming árið 2005. Innflutningur heimilistækja jókst um fjórðung og innflutningur annarra varanlegra neysluvara um tæplega fjórðung. Hlutfall innfluttrar varanlegrar neysluvara af landsframleiðslu varð hærra í fyrra en á síðasta viðskiptahallaskeiði, eða rúmlega 5½%. Frá árinu 2002 skýrir aukinn innflutningur varanlegrar neysluvara hallamyndun sem nemur 2,2% af landsframleiðslu. Þá skýrir aukin neysla Íslendinga erlendis rúmlega 1% af landsframleiðslu og aukinn eldsneytisinnflutningur innan við 1%.

Að óbreyttu gengi og vöxtum yrði umtalsverður halli enn til staðar árið 2007 en aðlögun gæti orðið hraðari

Hvaða ályktun er hægt að draga af ofangreindum tölum um líklega þróun viðskiptahallans á næstu árum? Ekki er óeðlilegt að horfa til árána 2001 og 2002, sem var tímabil nokkuð harkalegrar aðlögunar í kjölfar hallatímabilsins árin 1998-2000.³ Gengi krónunnar lækkaði þá um tæplega 30% frá vori 2000 til nóvember 2001, verðbólga varð 9,4% í byrjun árs 2002 og þjóðarútgjöld voru 6% lægri árið 2002 en árið 2000. Vísbendingar eru um að aðlögunarþörfin sé öllu meiri núna.⁴ Viðskiptahallinn er töluvert meiri og hækkan erlendra vaxta myndi auka á hallann og gera kröfu um enn meiri aðlögun. Á móti kemur að hlutur útflutningsskapandi fjárfestingar er stærri.

3. Sjá Arnór Sighvatsson, „Myndun og hjöðnun viðskiptahalla árin 1998-2002“, *Peningamál* 2003/1, bls. 72-94.

4. Viðskiptahallinn náði hámarki árið 2000 þegar hann stóð í rúmlega 10% af landsframleiðslu en árið 2002 var hann horfinn að fullu og gott betur. Það ár var viðskiptajöfnuður jákvæður um sem nam 1½% af landsframleiðslu. Vegna þess að horfið var frá fastgengisstefnu snemma á árinu 2001 er hugsanlegt að aðlögunin í kjölfar núverandi hallaskeiðs verði töluvert öðruvísi.

Þegar til kastanna kemur mun aðlögunarferlið ráðast að miklu leyti af samspili gengisbreytinga, verðbólgu og vaxta. Í þeirri grunnþjóðhagssþá sem kynnt er hér að framan er gengið út frá óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar. Að þeim forsendum gefnum verður aðlögunarferlið nokkuð langdregið og umtalsverður halli stendur eftir þegar framkvæmdum lýkur og útflutningur áls er hafinn. Þannig mun t.d. viðskiptahallinn enn nema tæplega 10% af landsframléiðslu árið 2007, eftir um 14% halla í ár.

Verði þróun gengis og vaxta á annan veg gæti aðlögunin orðið mun hraðari. Einnig ber að hafa í huga að skuldir heimila, fyrirtækja og þjóðarþúsins í heild hafa stórauðist. Það gæti ekki aðeins veikt krónuna þegar erlendir vextir hækka, vegna þess að það eykur á þáttatekjuhallann og dregur úr vaxtamun, heldur einnig leitt til snarps samdráttar innlendrar eftirspurnar. Því ber að taka spám um þróun viðskiptahallans miðað við óbreytta stýrivexti og gengi krónunnar með miklum fyrirvara.

Áhrif útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum eru óviss

Sú grundvallarbreyting hefur orðið á umhverfi efnahagsmála að frá því í ágúst sl. hafa erlendir aðilar gefið út skuldabréf í íslenskum krónum sem nemur u.þ.b. fimmtungi landsframléiðslu Íslands. Erfitt er að segja til um hvaða áhrif það mun hafa á gengi krónunnar þegar þessi skuldabréf koma á gjalddaga. Ekki er sjálfgefið að miklar sveiflur verði við gjalddaga stórra skuldabréfaútgáfna því að upplýsingar um gjalddaga bréfanna eru þegar kunnar á gjaldeyrismörkuðunum og ættu þess vegna að endurspeglast í genginu nú þegar (sjá rammagrein III-1). Hins vegar er ákveðin óvissa í kringum áframhaldandi útgáfu skuldabréfa í íslenskum krónum og endurnýjun útistandandi bréfa. Því gæti þrýstingur skapast á krónuna í kringum þessa gjalddaga, einkum ef vaxtamunur er ekki nægur að mati fjárfesta til að vege upp gjaldmiðlaáhættu. Hækkun á erlendum vöxtum gæti einnig haft umtalsverð áhrif að þessu leyti, bæði ef dregur úr vaxtamun, en ekki síður vegna þess að almennt gæti dregið úr áhuga fjárfesta á áhættusömum hávaxtabréfum.

Tafla VII-1 Viðskiptahalli 2004 -2007

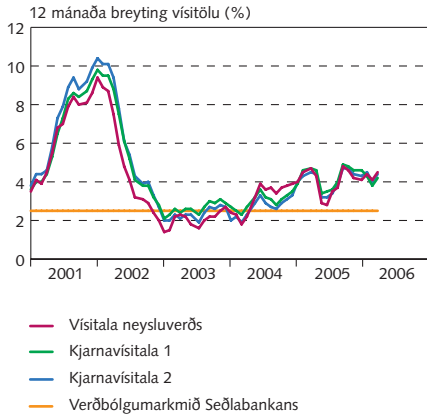
Hlutfall af VLF (%)	Áætlun		Spá ¹	
	2004	2005	2006	2007
Viðskiptajöfnuður	-9,3	-16,5	-14,1	-9,9
Vöru- og þjónustujöfnuður	-5,7	-13,5	-11,7	-7,0
Þáttateknajöfnuður	-3,6	-3,0	-2,4	-2,9

1. Spá Seðlabankans í mars 2006.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-1

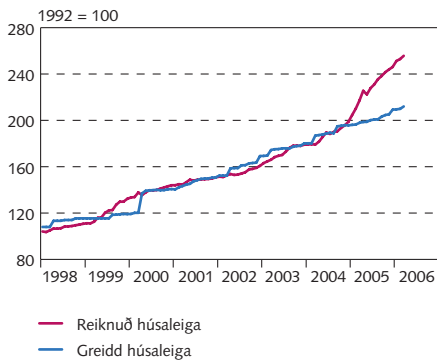
Verðbólga janúar 2001 - mars 2006¹



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

Þróun greiddrar og reiknaðrar húsaleigu
janúar 1998 - mars 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðlagspróun

Undanfarna mánuði hefur verðbólga áfram verið töluvert yfir verðbólgu markmiði Seðlabankans. Í marsbyrjun hafði vísitala neysluverðs hækkað um 4,5% á tólf mánuðum. Er það sjöundi mánuðurinn í röð sem verðbólga mælist yfir 4%. Ef horft er framhjá sveiflukenndum liðum mælist verðbólgan örlitlu minni (kjarnavísitala 1) en munurinn minnkar ef einnig er horft fram hjá opinberum verðhækkunum (kjarnavísitala 2), sem hafa verið litlar frá ársbyrjun 2005. Meginhluti verðbólgunnar undanfarid ár skýrist af hækkun húsnæðiskostnaðar. Húsnæðisverðbólgan hefur þó hjaðnað töluvert frá því í október og horfur eru á að hjaðnun hennar haldi áfram. Á sama tíma hefur dregið úr hjaðnun vöruverðlags og verður að telja líklegt að framhald verði á þeirri þróun einnig. Á hinn bóginn hefur dregið nokkuð úr tólf mánaða verðhækkun þjónustu, bæði opinberrar og þjónustu einkaaðila. Á bak við þessar breytingar á verðbólgunni eru að miklu leyti svokölluð grunnáhrif, þ.e.a.s. breytingar á vísitölunni fyrir tólf mánuðum, fremur en að skörp skil hafi orðið undanfarna mánuði. Hröð hækkun húsnæðis á fyrstu mánuðum ársins 2005 er að hverfa úr tólf mánaða verðbólgu mælingu, sem veldur því að verðbólgan mælist minni. Á vormánuðum mun hins vegar gæta gagnstæðra grunnáhrifa verðstríðs á dagvörumarkaði sl. vor. Því eru horfur á að verulegar breytingar verði á því hvernig verðbólgan er saman sett á þessu ári, hvað sem líður framvindu verðbólgunnar í heild.

Húsnæðisverðbólga hjaðnar

Töluvert hefur dregið úr húsnæðisverðbólgu frá nóvembermánuði, þ.e.a.s. þeirri verðlagsmælingu sem lá fyrir þegar *Peningamál* 2005/4 voru gefin út í byrjun desember. Húsnæðisverðbólga varð mest 18,3% í október en var komin niður í 13,7% í byrjun mars. Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs vegur rúmlega 23% í vísitölunni. Hækkun hans hefur því umtalsverð áhrif á verðbólguna og hefur raunar skýrt meginhluta hennar á sl. ári. Sá þáttur húsnæðisliðarins sem þyngst vegur, u.þ.b. 15% í vísitölu neysluverðs, er svokölluð reiknuð húsaleiga, þ.e.a.s. reiknaður húsnæðiskostnaður þeirra sem búa í eigin húsnæði. Helstu áhrifaþættir reiknaðrar húsaleigu eru breytingar á markaðsverði húsnæðis og vöxtum.¹ Markaðsverð húsnæðis hækkaði, sem kunnugt er, hröðum skrefum í kjölfar þess að aðgengi almennings að lánsfé til húsnæðiskaupa var bætt verulega á árinu 2004 og vextir húsnæðislána voru lækkaðir verulega sumarið og haustið 2004.² Verðhækkunarbylgja þessi reis hæst snemma árs 2005, og hækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu t.d. um því sem næst 10% fyrstu tvo mánuði ársins og um ríflega fimmtung á tímabilinu desember 2004 til maí 2005.

1. Gerð er grein fyrir því hvernig Hagstofan reiknar húsnæðisliðinn í *Peningamálum* 2005/2.
2. Um áhrif kerfisbreytinganna á innlendum húsnæðislánamarkaði á þróun húsnæðisverðs er fjallað nánar í grein Lúðvíks Eliassonar og Þórarins G. Péturssonar, „The residential housing market in Iceland: Analysing the effects of the recent mortgage market restructuring”, Central Bank of Iceland, *Working Papers*, nr. 29/2006.

Þótt markaðsverð húsnaðis hafi hækkað til muna hægar undanfarna mánuði en fyrir ári hefur íbúðaverð hækkað nokkuð umfram almennt verðlag, sé horft framhjá árstíðarbundnum og óreglulegum skammtímasveiflum. Í mars hafði t.d. þriggja mánaða meðaltal markaðsverðs húsnaðis, sem notað er við mat á húsnaðiskostnaði húseigenda, hækkað um 1% frá fyrri mælingu. Þetta er mikil hækkun, þótt hún sé mun minni en á sama tíma fyrir ári. Verð húsnaðis á landsbyggðinni hækkaði hlutfallslega meira eða um 2,5% á meðan hækkun á höfuðborgarsvæðinu var 0,61%, en taka verður tillit til þess að höfuðborgarsvæðið vegur 72% í útreikningi í vísitölunni. Íbúðaverðbólga hefur því hjaðnað heldur hægar en vonir stóðu til og skýrist það fyrst og fremst af því að þeir mánuðir sem íbúðaverð hækkaði mest eru að hverfa út úr samanburðinum. Enn virðist mikill kraftur í húsnaðis-eftirspurn og hátt verð sem byggingarverktakar voru reiðubúnir að greiða fyrir lóðir við Úlfarsfell bendir til þess að þeir telji að eftirspurn verði áfram sterk. Þetta háa lóðaverð ætti enn fremur að draga úr líkum á verðlækkun á næstunni. Þessi þróun mun að líkindum halda áfram á næstu mánuðum. Ennfremur er líklegt að tímabundið bakslag komi í hjóðnun húsnaðisverðbólgu í maí sökum breytinga sem gerðar voru á húsnaðislið vísitölu neysluverðs í maí 2005 og hætta að hafa áhrif á mælda verðbólgu í maí nk. Þá var viðmiðunartímabil vaxta við útreikning vísitölnnar stytt úr fimm árum í tólf mánuði. Áhrif þessarar breytingar til lækkunar vísitölu neysluverðs námu 0,45%. Þessi áhrif á mælda verðbólgu ganga til baka í maí.

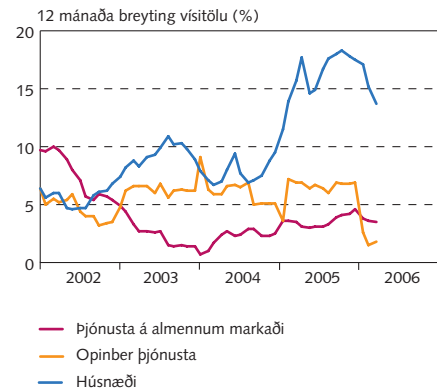
Óvenjumikið bil hefur myndast á milli greiddrar og reiknaðrar húsaleigu

Húsaleiga hefur jafnan fylgt markaðsverði húsnaðis eftir, stundum með nokkurri töf. Á sl. ári hefur hins vegar myndast breiðara bil á milli greiddrar og reiknaðrar húsaleigu en áður hefur gerst. Í árslok 2004 höfðu báðir þættir hækkað því sem næst jafn mikið frá grunni vísitölnnar í mars 1997. Þá hófst hins vegar hrina verðhækkana sem leiddi til þess að „reiknuð húsaleiga“ hækkaði um 20% umfram greidda húsaleigu. Þessa framvindu má túlka með mismunandi hætti og eftir því draga ólíkar ályktanir um breytingu húsnaðiskostnaðar næstu mánuði. Í fyrsta lagi er hugsanlegt að muninn megi rekja til þess að hækkun reiknaðrar húsaleigu endurspegli ekki fyllilega áhrif lægri vaxta á húsnaðiskostnað. Leigusalar geti sökum minni vaxtakostnaðar boðið húsnaði á verði sem er lægra miðað við kaupverð en áður. Í öðru lagi er hugsanlegt að greiðari aðgangur að lánsfé hafi dregið úr eftirspurn eftir leiguhúsnaði, sem geri leigusöllum erfitt um vik að hækka leigu til jafns við íbúðaverð. Í þriðja lagi er hugsanlegt að munurinn endurspegli einfaldlega töf í aðlögun leigusamninga, sem gerðir eru með mislönngum uppsagnarákvæðum eða töf á því að slíkar breytingar séu teknar inn í vísitölu neysluverðs.

Dæmi um hið síðastnefnda er hækkun greiddrar húsaleigu á árinu 2000, tæplega ári eftir að gjá tók að myndast á milli reiknaðrar og greiddrar húsaleigu. Þá var bilinu lokað með 14% hækkun greiddrar húsaleigu á milli mars og apríl það ár. Yrði bilinu lokað á sama hátt og á árinu 2000 myndi það leiða til þess að verðbólga ykist um því sem næst ½ prósentu. Það mun þó vart gerast jafn snögglega og árið

Mynd VIII-3

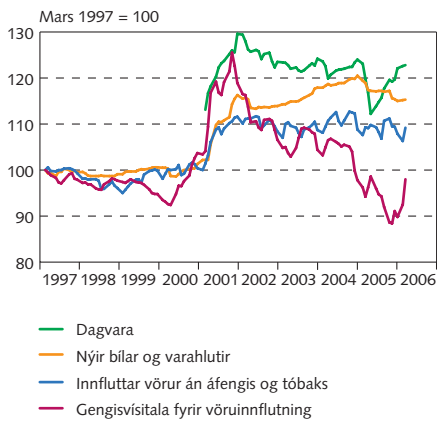
Verðlagsþróun: húsnaði og þjónusta
janúar 2002 - mars 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

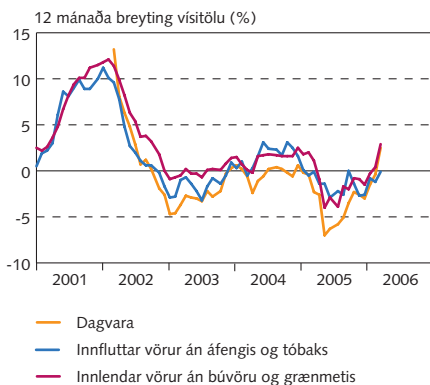
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru
mars 1997 - mars 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

Vöruverð janúar 2001 - mars 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

2000, því að Hagstofan kannar nú húsaleigu á þriggja mánaða fresti. Einnig má líta á þetta bil sem vísbendingu um að íbúðaverð sé orðið úr takti við undirliggjandi áhrifaþætti og að það sé vísbending um að íbúðaverð kunni að lækka á ný í átt að leiguverðinu. Ef sú yrði raunin myndu áhrifin auðvitað verða til að draga úr verðbólgu.

Hjöðnun vöruverðs hefur gengið til baka og horfur eru á vaxandi árshækkun á næstu mánuðum

Á vormánuðum sl. ár lækkaði vöruverð verulega. Verðlækkunina mátti einkum rekja til dagvörumarkaðarins, þar sem samkeppni um markaðshlutdeild leiddi um tíma til lægra verðlags. Síðla sl. sumar og á haustmánuðum gekk þessi lækkun til baka að miklu leyti. Með vorinu mun, sem fyrr segir, gæta grunnáhrifa lækkunarinnar fyrir ári og má gera ráð fyrir að árshækkun dagvöruverðs geti þá numið allt að 10%, ef ekki verða verulegar breytingar á dagvöruverði næstu mánuði. Ef áhrif gengislækkunar krónunnar að undanförunu skila sér í enn frekari verðhækkunum gæti tólf mánaða breytingin orðið enn meiri. Þessar hræringar og lækkun á gengi krónunnar gætu leitt til þess að verðbólga aukist töluvert um sinn með vorinu.

Eins og sjá má á mynd VIII-4, er langt frá því að verðlag innfluttrar vöru hafi ævinlega fylgt gengisbreytingum fyllilega eftir. T.d. gætti gengislækkunarinnar síðla árs 2001 aldrei fyllilega í innflutningsverði, né heldur gengishækkunar krónunnar undanfarin tvö ár. Margt er að gæta í því sambandi. Í fyrsta lagi ber að gæta þess að innlendir kostnaður hefur umtalsverð áhrif á verðmyndun vöru þótt hún sé innflutt. Þetta getur verið nokkuð mismunandi eftir vörutegundum og ræðst meðal annars af kostnaði við dreifingu, birgðahald og smásölu. Í mörgum tilvikum er þetta umtalsverður þáttur í verðmynduninni, sem þýðir að þróun innlends launa- og húsnæðiskostnaðar, svo að nokkuð sé nefnt, getur vegið á móti áhrifum gengisbreytinga. Þá er líklegt að notkun gengisvarna sé í sumum tilvikum umtalsverð, sem dregur úr hraða aðlögunarinnar og getur jafnvel leitt til þess að skammtímbreytingar hafi lítil sem engin áhrif. Þá er hugsanlegt að mismikil samkeppni hafi áhrif á hve hratt gengisbreytinga gætir í innlendu verðlagi. Hins vegar er hægt að færa rök fyrir hvoru tveggja, að fákeppni auki fylgni við gengissveiflur og að hún leiði til minni fylgni. Því er ekki ljóst hvort fákeppni er ein af skýringunum.

Dregið hefur úr árshækkun þjónustuverðlags

Fyrir u.þ.b. ári stóðu vísitölur opinberrar og almennrar þjónustu (einkaaðila) nokkurn veginn jafnfætis miðað við grunnmánuðinn í mars 1997. Undanfarin ár hefur verðlag opinberrar þjónustu hækkað umtalsvert umfram neysliverðsvísitöluna í heild. Í ársbyrjun 2006 lækkuðu leikskólagjöld og verðlag annarrar opinberrar þjónustu hækkaði minna en oft er raunin um áramót. Lækkun leikskólagjalda um 10% undanfaríð ár vegur upp aðrar hækkunarir. Fyrir vikið dró verulega úr árshækkun opinberrar þjónustu í ársbyrjun. Í mars nam hún einungis 1,8%. Þetta veldur því að kjarnavísitala 2, sem inniheldur ekki opinbera þjónustu, hækkaði nokkru meira en kjarnavísitala 1, eða um 4,4%.

Verðlag þjónustu einkaaðila var í marsbyrjun 3,5% hærra en fyrir ári. Er það töluvert lækkun frá því í byrjun desember, en þá nam

árshækkun þessa þáttar neysluverðsvisitölunnar 4,6%. Auk þess sem verðhækkun almennrar þjónustu hefur verið tiltölulega hófleg undanfarna mánuði gætir þess að 1% hækkun í janúar 2005 hverfur úr tólf mánaða samanburðinum. Hækkunin í janúar 2005 skýrðist af verðhækkun allmargra þátta, t.d. símaþjónustu, íþrótt- og tómstundaiðu og bankaþjónustu, svo að nokkuð sé nefnt. Þessir liðir hækkuðu ekki jafn mikið í byrjun þessa árs, þótt ýmsir liðir, t.d. flutningar og ferðalög innanlands, menntun, gisting, veitingar, hársnyrting og bankaþjónusta hafi hækkað verulega á árinu 2005.

Meiri verðbólga undanfarna mánuði en spáð var

Í verðbólguþáttinum sem birt var í *Peningamálaum* 2005/4 var reiknað með að verðbólga yrði 4% á síðasta fjórðungi ársins.³ Í reynd hækkaði vísitalan um 4,3%. Einnig stefnir í að verðbólga á fyrsta fjórðungi þessa árs verði töluvert meiri en Seðlabankinn reiknaði með í desember, eða rúmlega 4%. Í desember var spáð 3,4% verðbólgu á fyrsta fjórðungi ársins.

Verðbólguvæntingar færast í aukana eftir gengislækkun krónunnar

Í kjölfar þess að gengi krónunnar lækkaði eftir skýrslu matsfyrirtækisins Fitch færðust verðbólguvæntingar verulega í aukana, hvort heldur horft er til verðbólguálags skuldabréfa eða væntinga fyrirtækja. Væntingar einstaklinga höfðu hins vegar heldur hjaðnað í síðustu könnun, í takti við síðustu verðbólguvæntingarmælingar áður en könnunin var gerð.

Samkvæmt könnun sem gerð var 15. til 27. febrúar væntu einstaklingar að meðaltali 4,4% verðbólgu næstu tólf mánuði. Þetta voru ívið lægri væntingar en í næstu könnun á undan og endurspeglar líklega minni verðbólgu í febrúar en mánuðina á undan. Í ljósi verðbólgunnar sem mældist í mars má því reikna með að verðbólguvæntingar einstaklinga færast í aukana á ný.

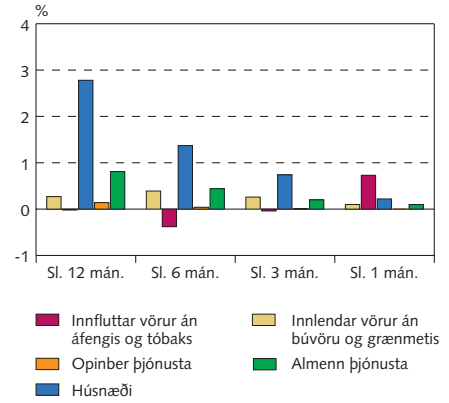
Í könnun sem gerð var á viðhorfum stærstu fyrirtækja á Íslandi á tímabilinu 9. febrúar til 3. mars gerðu forráðamenn fyrirtækjanna að meðaltali ráð fyrir að verðbólga yrði 4,2% næstu tólf mánuði og að vísitala neysluverðs hækkaði um 7,2% á næstu tveimur árum, sem felur í sér 3% verðbólgu seinna árið. Þetta eru mestu verðbólguvæntingar forráðamanna íslenskra fyrirtækja frá því að þessi könnun hóf göngu sína í september árið 2002. Í síðustu könnun, sem gerð var í október sl., væntu þeir að meðaltali 3,7% verðbólgu næstu 12 mánuði.

Eins og fjallað er um í kafla III jókst verðbólguálag skuldabréfa skarpt í kjölfar þess að gengi krónunnar lækkaði í febrúar. Greinilegt er að lækkunin ýtti undir verðbólguvæntingar, sem leiddu til þess að eftirspurn eftir verðtryggðum skuldabréfum jókst og ávöxtunarkrafa þeirra lækkaði. Miðað við verðbólguálag skuldabréfa til átta ára á tímabilinu frá því að skýrsla Fitch kom út til 27. mars væntu markaðsaðilar að meðaltali 3,9% verðbólgu yfir líftíma bréfanna.

3. Þá lá fyrir vísitala neysluverðs í nóvember, en desember- og janúargildi vísitölunnar eru einnig notuð við útreikning á ársfjórðungsvisitölunni. Október- og janúargildin fá hálf vægi nóvember- og desembermánaðar. Ársfjórðungsmeðaltal fjórða ársfjórðungs er reiknað sem $(0,5 \cdot V_{okt} + V_{nóv} + V_{des} + 0,5 \cdot V_{jan})/3$, þar sem V_{okt} , $V_{nóv}$, V_{des} og V_{jan} eru vísitölugildi viðkomandi mánaða.

Mynd VIII-6
Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs í mars 2006

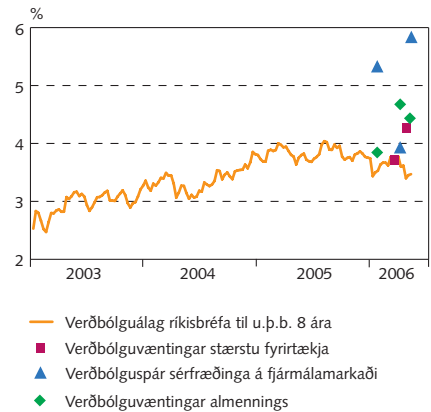
Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 1, 3, 6 og 12 mánuði



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-7
Verðbólguvæntingar

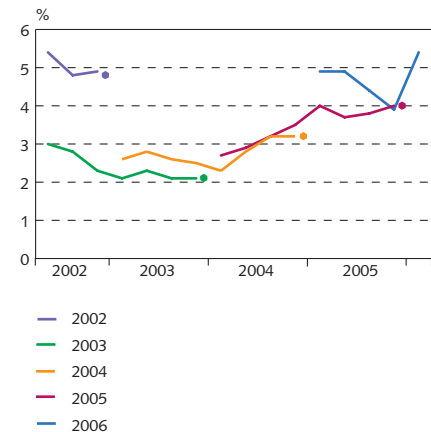
Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 14. mars 2006



Verðbólguvæntingar almennings og stærstu fyrirtækja eru til næstu tólf mánaða, verðbólguvæntingar sérfræðinga á markaði miða við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-8
Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði um verðbólgu milli ársmeðaltala¹



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

Rammagrein VIII-1

Aðferðir Seðlabankans við verðbólguþspár

Seðlabankinn hefur birt spár um verðbólgu um árabíl. Mikilvægi þessara spáa jókst verulega þegar bankinn hóf að miða peningastefnu sína við formlegt verðbólguþspármið í mars árið 2001 en frá þeim tíma hefur bankinn birt ársfjórðungslega verðbólguþspá ásamt áhættumati spárinnar,¹ tvö ár fram í tímann í *Peningamálum*.

Framan af byggði bankinn spár sínar á einföldu einnar jöfnu líkani þar sem verðbólga ræðst af breytingum á verðlagi innfluttrar vöru í innlendri mynt og launakostnaði á framleidda einingu, þ.e. vexti launa umfram vöxt framleiðni vinnuafis (sjá t.d. Guðmund Guðmundsson, 1990). Þetta líkan hefur reynst ágætlega sem spálíkan, sérstaklega til að spá verðbólguþróun til tiltölulega skamms tíma. Gallar þess komu þó glögglega í ljós á árinu 1999. Þá var gengi krónunnar tiltölulega stöðugt, alþjóðleg verðbólga lítil og vöxtur launakostnaðar hóflegur. Verðbólga varð hins vegar töluvert meiri en bankinn spáði og virtist mega rekja vanmatið til þess að einfalda spálíkanið tók ekki tillit til áhrifa framleiðsluspennu sem í alþjóðlegum rannsóknum hefur reynst mikilvæg skýristærð framtíðarverðbólgu (sjá t.d. umfjöllun í *Peningamálum*, 2004/2, bls. 35-36). Verðbólguþspáverk bankans var því endurbætt og til viðbótar tekið í notkun jöfnukerfi sem lýsti samspili verðbólgu og launa og áhrifum spennu á vöru- og vinnumarkaði á þróun þessara stærða (sjá Þórarin G. Pétursson, 2002). Til viðbótar hefur bankinn á síðustu árum notað tvö önnur verðbólguþspálíkön sem gera ráð fyrir slembileitnihegðun í langtímaákvörðun verðlags (sjá Guðmund Guðmundsson, 2002). Þannig hefur bankinn notað fjögur líkön við að spá verðbólgu undanfarin ár og hefur grunnspáin verið vegið meðaltal þessara spálíkana. Vægi einstakra líkana hefur verið breytilegt eftir því til hversu langs tíma er verið að spá: Líkön sem hafa betur grundaða hagfræðilega eiginleika vega meira til langs tíma en spálíkön sem byggjast meira á hreinu tölfræðilegu sambandi fá meira vægi í skammtímaspám.

Eins og fjallað er um í viðauka 1 í þessu hefti *Peningamála*, hefur Seðlabankinn tekið í notkun nýtt ársfjórðungslegt þjóðhagslíkan sem jafnframt er notað við gerð meginverðbólguþspár bankans. Verðbólguþspájafnan í því líkani er einungis metin frá árinu 1992 og er ákvörðun verðbólgu samkvæmt því líkani með nokkuð öðrum hætti en í fyrri verðbólguþspálíkönunum bankans. Verðbólguþspájafna þjóðhagslíkansins er gefin sem eftirfarandi Phillips-ferill:

$$\pi_t = \alpha\pi_{t-1} + \beta\pi_{t+1}^e + (1 - \alpha - \beta)\pi^T + \varphi y_{t-1} + \lambda x_{t-2}$$

þar sem π_t er ársverðbólga ársfjórðungs t , π_{t+1}^e er vænt verðbólga² í ársfjórðungi $t+1$, π^T er verðbólguþspármið Seðlabankans, y_{t-1} er framleiðsluspenna í ársfjórðungi $t-1$ og x_{t-2} er árleg raungengisbreyting í ársfjórðungi $t-2$ (hækkun x táknar lækkun raungengis).

Stærð stikanna α og β ákvarðar undirliggjandi hegðun verðbólgu. Eftirspurnar- og framboðsskellir (breytingar á y og x) hafa því lengur áhrif á verðbólgu sem stikinn α er hærri, áhrif væntinga um framtíðarhorfur verðbólgu verða því meiri sem stikinn β er hærri og verðbólguþspármiðið verður þeim mun trúverðugra sem summa α og β er nær núlli. Þar sem summa verðbólguþspárstikanna þriggja er = 1 er tryggt að Phillips-ferillinn er lóðréttur til langs tíma og verðbólga jöfn verðbólguþspármiði bankans.

Kostir þessarar verðbólguþspár eru fyrst og fremst þeir að jafnan hefur vel grundaða fræðilega eiginleika, er sveigjanleg í notkun og virðist lýsa betur verðbólguþróun síðustu ára en eldri verðbólguþspár.

1. Um áhættumat verðbólguþspárinnar er fjallað sérstaklega í Viðauka 3, „Óvissumat verðbólguþspár Seðlabankans“ í *Peningamálum* 2005/1, bls. 59-62.

2. Verðbólguþspár væntingar geta bæði verið aðlögunarvæntingar (e. adaptive expectations) út frá einföldu tölfræðilíkani eða hagsýnisvæntingar (e. rational expectations) út frá itreksunum á líkaninu í heild.

Framvegis mun því verðbólguþá Seðlabankans í meginatriðum byggjast á ofangreindu líkani. Eftir sem áður mun þó sjálfstætt mat sérfræðinga bankans gegna mikilvægu hlutverki við endanlegt mat á verðbólguhorfum. Eldri verðbólgulíkön bankans munu jafnframt framvegis gegna mikilvægu hlutverki við mat á óvissuþáttum spárinnar og við fráviksspár.

Heimildir

Guðmundur Guðmundsson (1990), „Tölfræðikönnun á verðbólgu á Íslandi árin 1962-1989”, *Fjármálatíðindi*, 37, 43-53.

Guðmundur Guðmundsson (2002), „Samband verðbólgu við laun og innflutningsverðlag”, *Fjármálatíðindi*, 49, 23-34.

Þórarinn G. Pétursson (2002), „Verð- og launamyndun í litlu opnu hagkerfi”, *Fjármálatíðindi*, 49, 3-22.

Verðbólguhorfur

Frá því að Seðlabankinn birti síðast mat sitt á verðbólguhorfum næstu tveggja ára hefur hann hækkað stýrivexti tvisvar, um 0,5 prósentur samtals, og eru stýrivextir bankans nú 10,75%. Á sama tíma hefur gengi krónunnar hins vegar lækkað verulega og er gengisvísitala erlendra gjaldmiðla sem miðað er við í grunnspá bankans 116 stig en var í síðustu spá 102 stig. Gengi krónunnar sem miðað er við í grunnspánni hefur því lækkað um 12% frá síðustu spá.

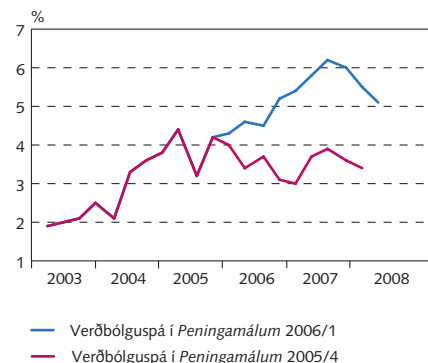
Verðbólguhorfur hafa versnað verulega

Þar sem gengi krónunnar hefur veikst verulega frá síðustu spá og undirliggjandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum virðist vera meira en áður var talið, hafa verðbólguhorfur versnað töluvert. Þetta á bæði við grunnferilinn, þar sem miðað er við óbreytta vexti og gengi á spátímanum, og fráviksspá með breytilegum vöxtum og gengi. Báðar spárnar benda til þess að verðbólga verði töluvert yfir verðbólguþáttum bankans á spátímanum, sem nú nær til fyrsta fjórðungs ársins 2008. Til þess að koma í veg fyrir langvarandi frávik frá markmiðinu yrðu stýrivextir að hækka verulega frá því sem nú er og nokkuð umfram það sem gengið er út frá í fráviksspánni. Þetta kemur skýrt fram í spá sem byggist á stýrivaxtaferli sem er í samræmi við að verðbólguþáttum sé náð við lok spátímabilsins, sjá nánar í kafla IX.

Verðbólguþá miðað við óbreytta vexti og gengi

Miðað við forsendur grunnspárinnar um óbreytta vexti og gengi krónunnar gæti verðbólga orðið allt að 5½% eftir eitt ár. Það er mun meiri verðbólga en spáð var í síðasta hefti *Peningamála*. Þá var spáð 3% verðbólgu í sama ársfjórðungi. Litið tvö ár fram í tímann eru verðbólguhorfur, miðað við ofangreindar forsendur, litlu skárrí. Horfur eru á að verðbólga nái hámarki um mitt næsta ár. Þá gæti hún orðið rúmlega 6%, en 5½% eftir tvö ár, en spáð var 3½% verðbólgu í þeim ársfjórðungi í desember.

Mynd VIII-9
Endurskoðuð verðbólguþá



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Lækkun á gengi krónunnar skapar aukinn verðbólguþrýsting

Ein meginástæða þess að verðbólguhorfur hafa versnað svo mikið sem raun ber vitni, þrátt fyrir hærri stýrivexti en þegar síðasta spá var gerð í desember, er veruleg lækkun á gengi krónunnar undanfarnar vikur. Þrátt fyrir að ætla megi að dregið hafi úr áhrifum gengisbreytinga á verðbólgu á undanförunum árum, er hætt við því að svo mikil gengislækkun, á sama tíma og mikillar ofþenslu gætir enn í þjóðarbúskapnum, auki verðbólguþrýsting mun lengur en sem nemur tímabundnum verðbólguáhrifum hækkunar innflutningsverðs. Þannig dregur gengislækkunin eftirspurn aftur inn í landið, með tilheyrandi þrýstingi á innlend aðföng. Ennfremur er hætt við því að skörp gengislækkun hafi áhrif á verðbólguvæntingar um nokkurt skeið, svo lengi sem traust á verðbólguþrýstingum og peningastefnu Seðlabankans nægir ekki til að gefa verðbólguvæntingum kjölfestu.

Undirliggjandi ójafnvægi meira en áður var talið...

Eins og lýst er í kafla IV hefur hagvöxtur verið meiri en áður var talið. Þensla á innlendum húsnæðismarkaði hefur einnig verið þrálátari og skýrir að hluta þá staðreynd að verðbólga síðustu mánaða hefur verið mun meiri en spáð var í desember. Framleiðsluspenna er af þessum ástæðum talin meiri nú en í desember. Hafa ber í huga að óvissan er líklega enn meiri en venjulega við núverandi skilyrði. Eftir sem áður er ljóst að eftirspurn er langt umfram það sem framleiðslan getur annað. Þessi spenna brýst fram í aukinni verðbólgu nema peningastefnan bregðist við.

... sem kemur m.a. fram í miklum vexti launakostnaðar...

Spenna og ójafnvægi í þjóðarbúskapnum birtist einnig á innlendum vinnumarkaði. Samkvæmt grunnspánni eru horfur á að atvinnuleysi nái lágmarki um mitt þetta ár og verði þá komið undir 1½%, sem er mun minna atvinnuleysi en samræmst getur jafnvægi á vinnumarkaði og verðstöðugleika.

Líkt og áður hefur verið fjallað um hefur vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu verið langt umfram verðbólguþrýsting Seðlabankans á undanförunum misserum. Miðað við það ójafnvægi sem skapast hefur í þjóðarbúskapnum eru horfur á að svo verði áfram á spátímabilinu, jafnvel þótt aðgengi að erlendu vinnuafli hafi létt töluvert á spennunni og hjálpað til við að halda aftur af vexti launakostnaðar. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu hækki á bilinu 4-6½% á næstu tveimur árum. Að öðru óbreyttu mun svo mikill vöxtur skapa verulegan verðbólguþrýsting sem hætt er við að fóðri verðbólgunna áfram um langt skeið, sérstaklega ef verðbólgan leiðir til þess að háar verðbólguvæntingar festa sig í sessi.

... og auknum verðbólguvæntingum

Eins og áður hefur verið fjallað um virðast verðbólguvæntingar hafa aukist töluvert frá desemberbyrjun. Miklar verðbólguvæntingar ýta undir verðbólgu og gera æ erfiðara að koma böndum á hana ef ekkert verður til að breyta þeim. Í grunnspánni birtist þetta í því að hægt dregur úr verðbólgunni þegar líða tekur á spátímabilið. Ef gert er ráð

fyrir að verðbólguþáttur Seðlabankans sé trúverðugra en í grunnspánni dregur hraðar úr verðbólgunni.

Verðbólguþáttur miðað við breytilega vexti og gengi

Megintilgangur grunnspárinnar er að gefa sýn á efnahagsframvinduuna að því gefnu að aðhaldsstig peningastefnunnar haldist óbreytt á spátímanum og að gengi krónunnar haldist nálægt núverandi stigi. Spáin nýtist því fyrst og fremst bankanum við mat á því hvort breytinga á stýrivöxtum sé þörf. Líkt og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* er raunsæi spárinnar lítið þegar verðbólga er langt yfir verðbólguþáttur Seðlabankans og horfur á spátímanum svo slæmar að óhugsandi virðist að bankinn grípi ekki til umtalsverðrar stýrivaxtahækkunar. Eftir því sem ójafnvægi er meira dregur úr gildi upplýsinga sem slík spá veitir um líklega þróun efnahagslífsins og möguleg viðbrögð Seðlabankans.

Til að koma til móts við þennan vanda að einhverju leyti og til samanburðar hefur Seðlabankinn einnig birt fráviksspá sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi. Þessi spá hefur þann kost að forsendur hennar um viðbrögð peningastefnunnar við slæmum verðbólguhorfum eru raunsærri. Í fráviksspánni er gert ráð fyrir breytilegu gengi krónunnar á spátímanum sem skipt getur töluvert miklu máli þegar líklegt þykir að gengi krónunnar og vextir séu verulega frá langtíma-jafnvægi sínu.

Hærrí stýrivextir og lægra gengi en miðað er við í grunnspá

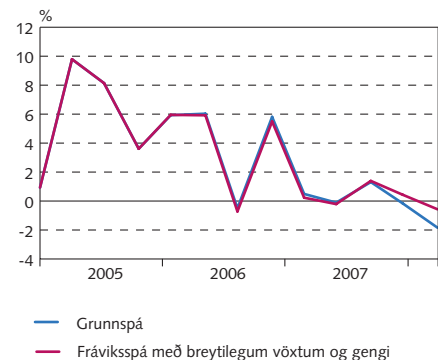
Eins og áður eru væntingar markaðs- og greiningaraðila nýttar við gerð spár með breytilegum vöxtum og gengi. Í síðustu útgáfum *Peningamála* hefur verið horft til könnunar á væntingum greiningaraðila um þróun stýrivaxta í stað þess að meta þær beint út frá framvirkum vöxtum. Það hefur verið vandkvæðum bundið undanfarið, eins og fjallað er um í kaflanum um fjármálaleg skilyrði fyrr í þessu hefti. Samkvæmt svörum greiningaraðila gera þeir ráð fyrir því að stýrivextir haldi áfram að hækka á næstunni og nái hámarki á seinni hluta þessa árs er þeir verða tæplega 12%. Í kjölfarið gera þeir síðan ráð fyrir því að vextir lækki smám saman og verði rúmlega 8% eftir tvö ár (sjá nánar í rammagrein VIII-2). Fráviksspá sem byggist á þessum stýrivaxtaferli felur því í sér nokkru aðhaldssamari peningastefnu en grunnspáin fram undir næsta ár en heldur slakari stefnu þegar líður að lokum spátímans.

Gengisferill fráviksspárinnar byggist á óvörðu vaxtajafnvægi út frá ofangreindum stýrivaxtaferli og framvirkum viðskiptavegnum erlendum vöxtum, að teknu tilliti til áhættuþóknunar á innlendar fjáreignir. Gengisferillinn út frá þessu mati gefur gengisvísitölu nálægt 128 stigum við lok spátímabilsins, sem er nokkurn veginn í samræmi við spár greiningaraðila (sjá rammagrein VIII-2).

Verðbólguhorfur heldur verri samkvæmt fráviksspá

Samkvæmt fráviksspánni verður vöxtur innlendrar eftirspurnar heldur minni á þessu ári og samdrátturinn á næsta ári meiri en ella. Skýrist það af hærri stýrivöxtum framan af en í grunnspánni. Hagvöxtur

Mynd VIII-10
Mismunandi hagvaxtaferlar
Spátímabil: 1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Rammagrein VIII-2

Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Eftirfarandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru um miðjan mars sl. Að venju voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Glitnis hf., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

Auk þeirra upplýsinga sem fram koma í töflunni var spurt um nánara álit á vaxtaferli Seðlabankans þ.e. hvenær og við hvaða gildi hámarki og lágmarki stýrivaxta verði náð innan spátímabilsins.

Helstu breytingar frá spá sömu aðila í nóvember sl. eru þær að þeir gera nú ráð fyrir heldur minni hagvexti í ár en meiri á næsta ári, meiri verðbólgu í ár en svipaðri árið 2007, hærri stýrivöxtum og lægra gengi krónunnar á spátímabilinu.

Sérfræðingar spá meiri verðbólgu á þessu ári en í grunnspá Seðlabankans

Eins og í september og nóvember sl. telja sérfræðingarnir að verðbólgan verði töluvert yfir 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans allt spátímabilið. Mat þeirra á verðbólgu milli ársmeðaltala 2005 og 2006 hefur hækkað töluvert frá því í nóvember og er nú 5,4%, sem er heldur hærra en 4,9% spá Seðlabankans. Árið 2007 telja spámenn að verðbólgan lækki í 4,6% en samkvæmt grunnspá Seðlabankans verður verðbólga þá verulega meiri, eða tæplega 6%. Við samanburð á þessum spám þarf að hafa í huga að í grunnspá Seðlabankans er reiknað með óbreyttum vöxtum og gengi á spátímabilinu, ólíkt spám sérfræðinganna. Fráviksspá, sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi, gerir ráð fyrir meiri verðbólgu á næsta ári en grunnspáin. Frávikid er því enn meira milli fráviksspár bankans og spár sérfræðinganna.

Hagvaxtarhorfur hafa breyst

Hagvaxtarspá sérfræðinganna hefur breyst mikið frá því í nóvember. Hún hefur lækkað fyrir árið 2006 en hækkað fyrir árið 2007. Nokkur munur er á einstökum spám, einkum fyrir árið 2007. Að meðaltali reikna sérfræðingar með 4,6% hagvexti í ár og 2,5% á næsta ári. Í spá Seðlabankans gætir meiri svartsýni: Búist er við 4,2% vexti nú í ár en aðeins 0,4% á næsta ári.

Sérfræðingar spá frekari lækkun á gengi krónunnar...

Sýn svarenda á þróun gengisvísitölu hefur breyst mikið frá síðustu spá enda gengi krónunnar lækkað hratt undanfarið og reikna þeir nú með miklu veikari krónu en síðast bæði til eins og tveggja ára. Spá þeir 123 stiga gengisvísitölu eftir tólf mánuði og nánast þeirri sömu eftir tvö ár. Gengisvísitalan stóð í rúmum 116 stigum 17. mars sl. Í fráviksspá Seðlabankans er reiknað með að gengisvísitalan verði komin í rúmlega 127 stig eftir tvö ár.

... hækkun stýrivaxta Seðlabankans...

Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir um 0,25 prósentur tvívegis á síðustu mánuðum, hinn 2. desember árið 2005 og 26. janúar sl. og eru nú 10,75%. Sérfræðingarnir búast við frekari hækkun stýrivaxta og er spá þeirra jafnframt hærri en hún var í nóvember. Að meðaltali spá þeir að stýrivextir verði rúmlega 12% eftir eitt ár en að þeir lækki á ný og verði tæplega 9% eftir tvö ár en töluverður innbyrðis munur er á spám – sérstaklega þegar litið er til tveggja ára. Sem fyrr segir var einnig spurt um hágildi og lágildi stýrivaxtanna á næstu tveimur árum. Svarendur eru mjög ósammála um hvert hágildi stýrivaxta verður og eru svör á bilinu 11,25-14,75%. Meirihluti telur þó að hágildi vaxtanna náist á síðari hluta þessa árs og lágildi verði í byrjun ársins 2008 en um það eru menn frekar sammála, telja að lágildi verði í kringum 8%. Einn svarenda er á annarri skoðun og

álítur að lággildi vaxta næstu tveggja ára sé einmitt nú og að vextir verði hæstir að ári.

... og minni hækkunum eignaverðs en oft áður

Hinn 15. mars sl. stóð úrvalsvísitalan í tæpum 6.154 stigum sem er um 18% hækkun frá því um miðjan nóvember þegar sérfræðingar á fjármálamarkaði spáðu síðast fyrir um efnahagsfravindu. Ekki sýnist þeim að sá hækkunartaktur geti haldist og gera þeir ráð fyrir að hægi á. Skoðanir eru þó afar skiptar. Einn spámannanna telur t.d. að hlutabréf muni lækka í verði hvort sem litið er til eins árs eða tveggja.

Loks bjuggust svarendur við minni hækkun fasteignaverðs á næstu tveimur árum en nokkru sinni áður sem er í samræmi við framvinduna á fasteignamarkaði. Þó á enginn von á lækku á verði fasteigna.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2005			2006		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	6,1	5,2	7,0	4,1	3,2	5,1
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	5,4	4,7	5,8	4,6	2,9	5,6
Hagvöxtur	4,6	4,0	5,1	2,5	0,8	3,5
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Verðbólga	5,8	5,1	6,7	3,9	2,9	5,0
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	123,4	120,0	127,5	122,8	116,0	125,0
Stýrivextir Seðlabankans	12,1	10,8	14,5	8,7	7,0	12,0
Langtímanafnvextir ²	8,1	7,0	9,5	7,4	6,4	8,5
Langtímaraunvextir ³	4,1	3,6	5,2	3,8	3,4	4,6
Úrvalsvísitala aðallista	6.594	5.500	7.066	7.154	5.200	8.295
Breyting fasteignaverðs	5,5	2,0	10,0	6,6	4,0	10,0

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi, vexti og úrvalsvísitölu. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%), gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig) og úrvalsvísitölu aðallista (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Glitnis 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 15 0644).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

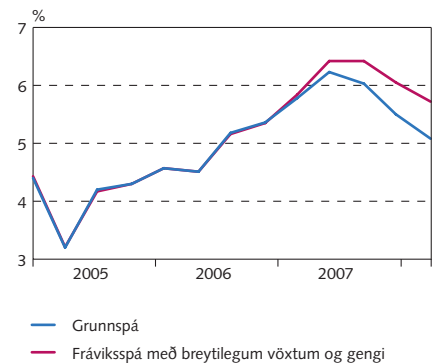
verður lítillega minni í fráviksspánni fram undir mitt næsta ár en þá er aðhaldsstig peningastefnunnar orðið minna og leiðir til þess að samdrátturinn í fráviksspánni verður minni undir lok spátímans.

Verðbólguhorfur í báðum spánum eru því svipaðar framan af en draga fer í sundur þegar líður á næsta ár. Verðbólgan hjaðnar heldur hægar í fráviksspánni, enda gengi krónunnar lægra og framleiðsluspenna meiri, þrátt fyrir heldur hærri stýrivexti framan af. Samkvæmt fráviksspánni verður verðbólga u.þ.b. 6% eftir tvö ár, eða um ½ prósentu meiri en í grunnspánni. Slæmar verðbólguhorfur staðfestast því enn frekar í fráviksspánni.

Útlit er fyrir að stýrivextir þurfi að hækka meira en greiningaraðilar gera ráð fyrir

Bæði grunn- og fráviksspá gefa til kynna að stýrivextir þurfi að hækka töluvert frá því sem nú er eigi að ná verðbólgu markmiðinu á spátímanum. Samkvæmt grunnspánni verður verðbólga töluvert yfir verðbólgu markmiðinu jafnvel að því gefnu að gengi krónunnar lækki ekki frekar frá því sem orðið er. Allir greiningaraðilar gera hins vegar ráð fyrir því að gengi krónunnar lækki áfram á næstunni. Fráviksspáin

Mynd VIII-11
Mismunandi verðbólguferlar
Spátímabil: 1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

gefur vísbendingu um að hækkun stýrivaxta, sem greiningaraðilar vænta, nægi ekki til að veða á móti áhrifum gengislækkunarinnar sem gert er ráð fyrir í spánni.

Áhættumat grunnverðbólguþáráttinnar

Umtalsverð óvissa er um ýmsar forsendur þáráttinnar og áföll og búhnykki sem dunið gætu á þjóðarbúskapnum á næstu árum. Af þessum sökum leggur bankinn mikla áherslu á að horfa til allrar lík-indadreifingar grunnþáráttinnar við mat sitt á verðbólguhorfum næstu tveggja ára.

Helstu óvissuþættir þáráttinnar þeir sömu og áður

Í meginatriðum eru óvissuþættir grunnþáráttinnar þeir sömu og hafa verið í síðustu spám bankans. Þó hefur líklega heldur dregið úr hættu á verulegri gengislækkun í ljósi þess að gengi krónunnar hefur þegar lækkað nokkuð og vaxtamunur gagnvart útlöndum er enn töluvert mikill. Hins vegar hefur ójafnvægið á eignamarkaði frekar aukist og því e.t.v. meiri hætta á skarpri leiðréttingu á næstu misserum sem dregið gæti snögglega úr innlendum eftirspurnarþrýstingi. Nú er þó gert ráð fyrir nokkurri lækkun húsnæðisverðs síðari hluta spátímans, sem ætti að draga úr líkum á stórum frávikum.

Einnig er hætta á að launaliður kjarasamninga verði endurskoðaður eða þeim verði sagt upp næsta vetur ef verðbólga verður langt

Tafla VIII-1 Helstu ósamhverfir óvissuþættir grunnþár

Óvissuþáttur	Skýring
Einkaneysla	Aukin skuldsetning og lækkun eignaverðs gæti slegið á mögulegan vöxt einkaneyslu umfram það sem gert er ráð fyrir í meginþáráttinni
Gengisþróun	Mikill viðskiptahalli og væntingar um aukna verðbólgu næstu árin geta þrýst niður gengi krónunnar
Opinber fjármál	Möguleiki á að aðhald í opinberum fjármálum verði minna en gert er ráð fyrir – sérstaklega í ljósi kosningaára framundan Möguleiki á að áhrif skattalækkanaáætlana á væntingar um framtíðartekjur séu vanmetin og að eftirspurnaráhrif áforma verði því meiri
Launakostnaður	Möguleiki á að launakostnaður hækki meira en gert er ráð fyrir vegna mikillar verðbólgu og slæmra verðbólguhorfa á sama tíma og mikil þensla er á innlendum vinnumarkaði
Eignaverð	Möguleiki á lækkun eignaverðs sem dragi úr einkaneyslu þegar líða tekur á spátímabilið
Alþjóðleg efnahagsmál	Erlendir vextir gætu hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og auknið þannig við greiðslubyrði erlendra lána umfram það sem meginþáráttin gerir ráð fyrir
<i>Áhættumat Seðlabankans</i>	<i>Eitt ár fram í tímann</i> <i>Tvö ár fram í tímann</i>
<i>Peningamál 2005/3</i>	Upp á við Upp á við
<i>Peningamál 2005/4</i>	Upp á við Upp á við
<i>Peningamál 2006/1</i>	Upp á við Upp á við

umfram viðmið samninga. Vegna þess hve vinnumarkaðurinn er yfirspenntur er hætta á að uppsögn eða endurskoðun samninga leiði til meiri launahækkana og verðbólguþrýstings en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Ósamhverfni líkindadreifingarinnar eftir tvö ár heldur minni en í síðustu spá

Út frá mati á ofangreindum óvissuþáttum er áhættumat spárinnar eitt ár fram í tímann talið áþekkt og í spá bankans frá því í desember, en spáóvissan er talin heldur minni upp á við tvö ár fram í tímann. Líkindadreifing verðbólguþrýstings er sýnd á mynd VIII-12. Líkindadreifing síðustu spár er einnig sýnd til samanburðar.

Ólíklegt að verðbólguþrýstingur náist á spátímabilinu

Samkvæmt grunnspánni eru nánast engar líkur á að verðbólguþrýstingur náist á spátímabilinu að óbreyttum stýrivöxtum. Verulegar líkur eru á því að verðbólga verði rúmlega 4% á öllu tímabilinu.

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

Tafla VIII-2 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

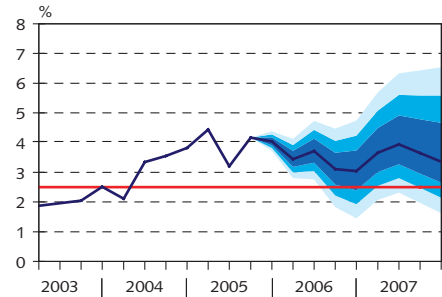
Ársfjórðungur	Verðbólga				yfir
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	
1. ársfj. 2006	< 1	< 1	< 1	< 1	99
4. ársfj. 2006	< 1	< 1	< 1	4	96
4. ársfj. 2007	< 1	< 1	< 1	7	93

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

Mynd VIII-12

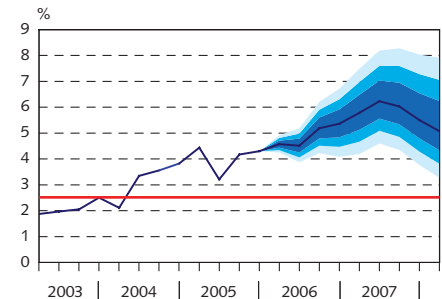
Síðasta verðbólguþrýstingur Seðlabankans – grunnspá (í Peningamálaum 2005/4)

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



Ný verðbólguþrýstingur Seðlabankans – grunnspá

Spátímabil: 1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2008



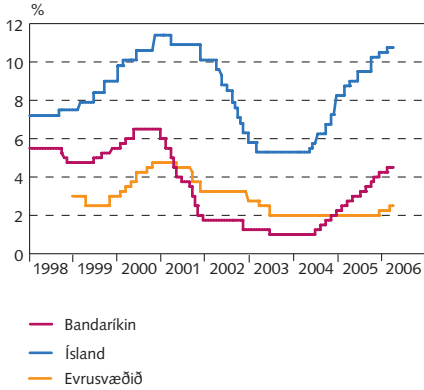
- Vísitala neysluverðs
- Verðbólguþrýstingur
- 50% óvissubil
- 75% óvissubil
- 90% óvissubil

Myndirnar sýna óvissubil verðbólguþrýstingsins. 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 spá er lengra fram í tímann og endurspeglast það í vikkun óvissubilsins. Óvissan í spánum er talin heldur minni en endurspeglast í sögulegum spáskekkjum sem eru nokkuð lítaðar af þróuninni á árunum 2001-2002. Nánari útlitun á því hvernig líkindadreifing verðbólguþrýstingsins er reiknuð út er að finna í viðauka 3 í Peningamálaum 2005/1. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-1

Stýrivextir seðlabanka

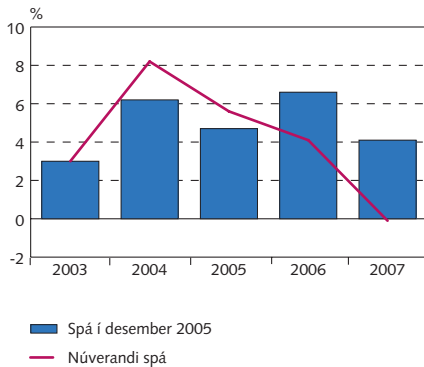
Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 17. mars 2006



Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2

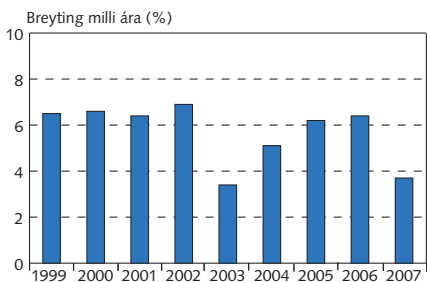
Hagvöxtur 2003 - 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-3

Launakostnaður á framleidda einingu
1999-2007¹



1. Áætlun fyrir árið 2005. Spá Seðlabankans 2006-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

IX Stefnan í peningamálum

Tímabilið frá því að *Peningamál* komu út í desember 2005 hefur verið nokkuð viðburðaríkt. Til viðbótar 0,25 prósentu vaxtahækkun samhliða útgáfu *Peningamála* og verðbólguþáttar 2. desember 2005 hækkaði Seðlabankinn stýrivexti um 0,25 prósentur 26. janúar sl. Í frétt sem gefin var út samhliða vaxtahækkuninni í janúar vísaði bankinn til þess að gengi krónunnar hefði veikst, vísbendingar væru um áframhaldandi afar hraðan vöxt eftirspurnar og vaxandi spennu á vinnumarkaði er birtist í auknu launaskriði. Um langtímahorfur sagði að hæsta raungengi frá níunda áratugnum og meiri viðskiptahalli en áður hefur mælst bentu til þess að umtalsverður verðbólguþrýstingur kynni að vera framundan, jafnvel handan þess sjóndeildarhrings sem spár Seðlabankans næðu jafnan til. Þá sagði að peningastefnan yrði að bregðast tímanlega við þessum aðstæðum svo að ekki yrði að beita enn harkalegra aðhaldi síðar. Eins og horfði kynni Seðlabankinn því að þurfa að hækka vexti enn frekar síðar á árinu.

Framvinda efnahagsmála gefur tilefni til að auka enn frekar aðhald í peningamálum

Framvinda efnahagsmála frá því að vöxtum var breytt í janúar gefur Seðlabankanum ekki tilefni til að slaka á aðhaldi peningastefnunnar. Þvert á móti hefur framvindan í meginatriðum verið verðbólgu-markmiði Seðlabankans öndverð. Verðbólga er sem fyrr langt yfir verðbólgu-markmiðinu og jókst verulega í mars. Gengi krónunnar hefur lækkað umtalsvert frá því að bankinn gerði síðustu spá sína í nóvember 2005 og uppgjör þjóðhagsreikninga sýnir meiri vöxt innlendar eftirspurnar árin 2004 og 2005 en Seðlabankinn hafði spáð eða reiknað með áður. Því er ljóst að framleiðsluspenna er jafnvel enn meiri en áður hefur verið áætlað. Verðbólguhorfur hafa því versnað verulega ef horft er til næstu tveggja ára og einnig til lengri tíma litið í ljósi meiri viðskiptahalla á sl. ári en spáð var. Spenna á vinnumarkaði heldur áfram að aukast og útlit er fyrir að launakostnaður á framleidda einingu aukist verulega umfram verðbólgu-markmið. Lægra gengi og aukin verðbólga auka hættu á að launaþróun fari úr böndunum. Útlána- og peningamagnsvöxtur gefur einnig tilefni til þess að hafa gætur á verðbólguþrýstingi til lengri tíma litið. Jafnvel fasteignamarkaðurinn, sem vonir hafa verið bundnar við að myndi kólna hratt með hærri vöxtum, er býsna líflegur ennþá.

Þrýstings gætti á gengi krónunnar í febrúar og mars ...

Í febrúar og mars gætti þrýstings á gengi krónunnar og lækkaði það um 14% frá 20. febrúar til 24. mars. Í umfjöllun um verðbólguhorfur í *Peningamálum* hefur Seðlabankinn lagt áherslu á áhættumat spárinnar ekki síður en tiltekna verðbólguferla, sem kynntir eru sem grunn- eða fráviksspár bankans. Einn helsti áhættuþátturinn að undanfögnu hefur verið vaxandi líkur á umtalsverðri gengislækkun til lengri tíma litið. Ástæðan fyrir þessu mati á verðbólguhorfum hefur verið sögulega hátt raungengi og ósjálfbær viðskiptahalli, auk þess sem hækkun erlendra vaxta, sem virðist líkleg á komandi misserum, gæti valdið auknum þrýstingi á gengið. Til þess að hamla gegn of

hraðri gengislækkun krónunnar er nauðsynlegt að innlendir vextir séu nægilega háir til þess að veða upp vænta gengislækkun krónunnar. Í ljósi þess að horfur eru á að erlendir skammtíma- og langtímavextir muni hækka áfram er líklegt að innlendir skammtímavextir þurfi einnig að hækka, þótt ekki væri nema til að halda vaxtamuninum í horfinu.

...sem gæti aukist frekar þegar skuldabréf í krónum útgefin af erlendum aðilum falla í gjalddaga

Mikill vaxtamunur við útlönd hefur ýtt undir útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum á alþjóðlegum markaði. Nú hafa verið gefin út bréf fyrir 220 ma.kr., eða andvirði rúmlega fimmtungs landsframleiðslu Íslands. Útgáfan hefur í sjálfu sér ekki áhrif á gengi krónunnar en afleidd viðskipti útgefenda og milligönguaðila hafa styrkt gengi krónunnar. Á þriðja fjórðungi ársins fellur fyrsta lota þessarar skuldabréfaútgáfu í gjalddaga, skuldabréf að andvirði samtals 40 ma.kr. Ef ekki kemur til nýrrar skuldabréfaútgáfu er líklegt að þrýstingur á gengið aukist. Ef ný skuldabréfaútgáfa erlendrar aðila á að koma í stað þeirrar sem er á gjalddaga á þessum tíma þarf vaxtamunur að vera nægur til þess að gera hana fýsilega í ljósi gengisáhættu, sérstaklega ef stöðugleiki krónunnar hefur minnkað. Gjald dagar skiptasamninga í tengslum við skuldabréfaútgáfu erlendra aðila, líkleg hækkun erlendra vaxta, vaxandi óstöðugleiki krónunnar og efasemdir um sjálfbærni íslenskrar efnahagsþróunar þýða að stýrivextir muni þurfa að vera háir um langt skeið ef koma á í veg fyrir að gengi krónunnar lækki hraðar og meira en samrýmist verðbólgu markmiði Seðlabankans.

Slaknað hefur á aðhaldi peningastefnunnar

Á sama tíma og upplýsingar hafa komið fram er benda til þess að verðbólguþrýstingur sé jafnvel enn meiri en Seðlabankinn hefur gert ráð fyrir í spám sínum til þessa bendir flest til að slaknað hafi á því aðhaldi sem peningastefnan veitir. Aðhaldið ræðst ekki einungis af því hve háir stýrivextir eru á hverjum tíma og væntingum um stýrivaxtaþróun næstu missera, heldur einnig af væntri verðbólgu, gengisþróun og því hversu greitt vaxtabreytingar Seðlabankans miðlast um vaxtarófið. Á öllum þessum sviðum hefur orðið afturför frá því að *Peningamál* komu út í desember 2005 og frá síðustu vaxtabreytingum Seðlabankans einnig.

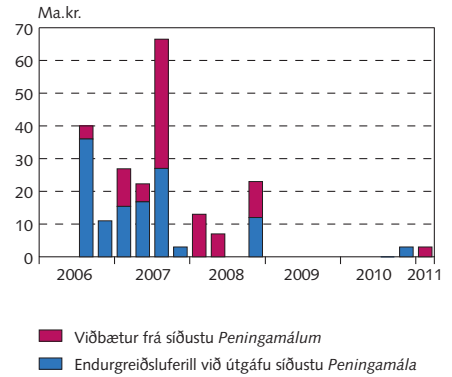
Eins og greint er frá að framan jukust verðbólguvæntingar í kjölfar þess að gengi krónunnar lækkaði. Af þessum sökum má ætla að raunstýrivextir hafa lækkað um ½ til 1 prósentu frá síðustu vaxtaákvörðun. Auknar verðbólguvæntingar eftir gengislækkun í febrúar og mars hafa enn fremur leitt til aukinnar eftirspurnar eftir verðtryggðum skuldabréfum. Ávöxtunarkrafa þeirra hefur því lækkað, sem leiddi til þess að Íbúðalánasjóður lækkaði vexti lítilla á ný í mars eftir hækkun í desember. Hins vegar hækkuðu bankar vexti verðtryggðra útlána lítilla í mars, þ.m.t. á fasteignaveðtryggðum lánnum.

Ekki aðeins hafa vaxandi verðbólguvæntingar unnið gegn markmiðum peningastefnunnar, heldur hefur orðið verulegur misbrestur á því að skammtímavextir, jafnvel til aðeins eins mánaðar, fylgi vöxtum Seðlabankans eftir. Óhugsandi er að slíkt skýrist af væntingum um vaxtabreytingar Seðlabankans. Líta verður svo á að hér sé um mark-

Mynd IX-4

Endurgreiðsluferill erlendra skuldabréfa í krónum¹

3. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2011

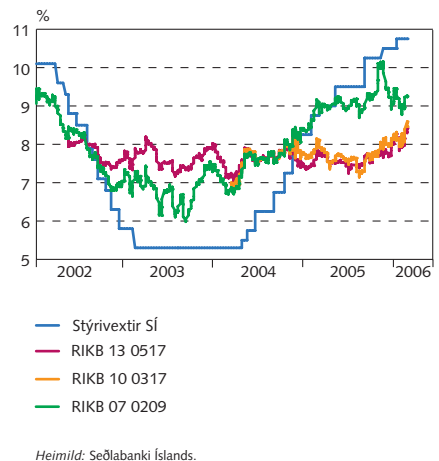


1. Gögn til og með 15. mars 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-5

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa og stýrivextir SÍ

Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 17. mars 2006

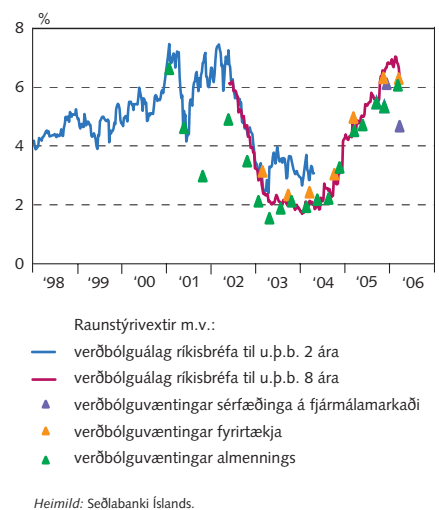


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-6

Raunstýrivextir

Vikulegar tölur 5. janúar 1998 - 17. mars 2006

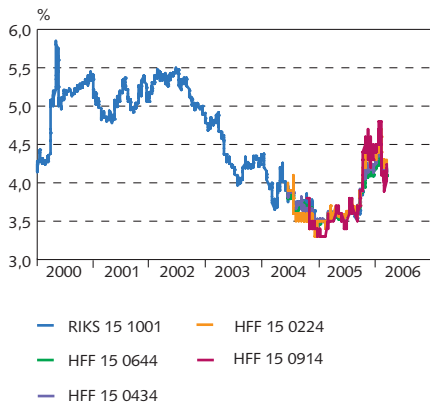


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-7

Ávöxtun íbúðabréfa og spariskirteina

Daglegar tölur 4. janúar 2000 - 24. mars 2006

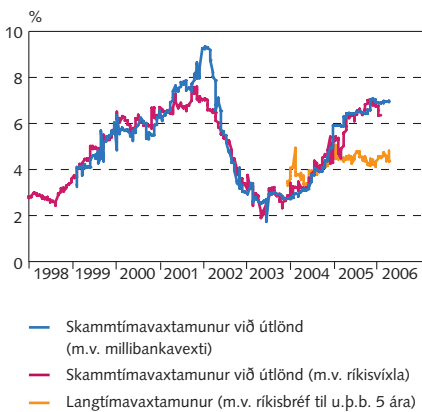


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-8

Vaxtamunur við útlönd

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 14. mars 2006

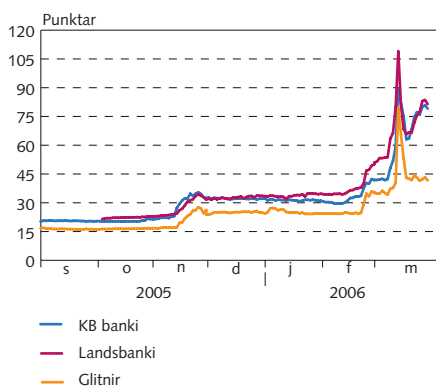


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-9

Áhættuálag á eftirmarkaði með skuldabréf íslenskra banka

Daglegar tölur 1. september 2005 - 28. mars 2006



Heimild: Bloomberg.

aðsbrest að ræða, sem veldur vandkvæðum við framkvæmd peninga-stefnunnar.

Gagnstætt því sem að var stefnt hefur hækkun raunvaxta fyrr á árinu gengið til baka, bæði á skemmri og lengri enda vaxtarófsins. Ef ekkert er að gert eða eitthvað verður til þess að breyta aðstæðum á mörkuðum er hætt við að væntingar um vaxandi verðbólgu grafi enn frekar undan aðhaldinu, spenna magnist á vinnumarkaði og þrýstingur á krónuna aukist.

Hætt við að lægra gengi ýti undir launahækkanir

Lægra gengi krónunnar er vissulega léttir fyrir fyrirtæki sem starfa í harðri samkeppni við útlönd en sum þeirra lentu í þrengingum vegna hágengis undanfarið ár. Lægra gengi gæti hins vegar gefið fyrirtækjum svigrúm til að hækka laun í harðri samkeppni um innlent vinnuafli, sem er af skornum skammti. Því felur gengislækkun krónunnar einnig í sér minna peningalegt aðhald, sem hætt er við að leiði til aukinnar verðbólgu sem samtök launþega munu krefjast að fá bætt þegar kemur að næstu endurskoðun launaliðar kjarasamninga í nóvember nk., til viðbótar við bein áhrif gengislækkunar til hækkunar á verði innfluttra vara.

Lakari erlend fjármálaleg skilyrði gætu haft veruleg áhrif á útlánagetu innlendra fjármálastofnana

Síðla árs í fyrra tók áhættuálag útgefina skuldabréfa íslenskra banka að hækka á alþjóðlegum eftirmarkaði. Það hækkaði frekar í febrúar og byrjun mars í kjölfar skýrslna erlendra aðila sem fóru fremur neikvæðum orðum um íslenska banka og bentu á ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap. Ef bankarnir þyrftu að fjármagna útlán sín á gildandi eftirmarkaðsvöxtum má ætla að það leiddi til hækkunar útlánsvaxta. Á þessu stigi er ekki ljóst hvort um tímabundna eða langvarandi hækkun vaxtaálags er að ræða. Hækki vextir í heiminum hins vegar áfram, er líklegt að áhættuálag muni almennt einnig hækka. Aukið áhættuálag veldur fjármálafyrirtækjum ekki endilega vanda til skamms tíma litið, en verði ástandið viðvarandi mun það veikja þau í erlendri samkeppni. Ljóst virðist að hröð sigling íslenskra fjármálafyrirtækja á undanförmum árum ásamt vaxandi ofpenslumerkjum og ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap séu meginástæður þess að áhætta er metin meiri á erlendum mörkuðum a.m.k. um sinn. Til þess að bregðast við þessari stöðu þurfa fjármálafyrirtæki væntanlega m.a. að rífa seglin. Ekki er síður brýnt að stuðla að því að draga úr ójafnvæginu í íslenskum þjóðarbúskap sem fyrst. Greinilegt er að jafnvel þau fjármálafyrirtæki sem hafa meginhluta starfsemi sinnar erlendis gjalda fyrir ójafnvægið í þjóðarbúskapnum. Of hröð sigling kann einnig að rýra lánsþæfismat Íslands almennt.

Minna aðhaldssöm peningastefna treystir ekki undirstöður fjármálalegs stöðugleika

Meginmarkmið peningastefnunnar er að stuðla að stöðugu verðlagi. Meðal meginverkefna Seðlabankans er einnig að stuðla að fjármála- legum stöðugleika og jafnan ætti ekki að vera togstreita á milli þessara markmiða. Eins og oft hefur verið bent á í *Peningamálum* stuðlar

stöðugleiki í verðlagsmálum og efnahagslífinu að fjármálalegum stöð-
ugleika til lengri tíma litið. Því er að jafnaði enginn ávinningur af því
að fórna meginmarkmiði peningastefnunnar í því skyni að létta róður
fjármálafyrirtækja um sinn, t.d. með lægri vöxtum en samrýmast verð-
bólumarkmiði. Til lengdar er hagsmunum þeirra best þjónað með
peningastefnu sem stuðlar að stöðugu verðlagi. Eins og oft hefur verið
rakið í *Peningamálum* gildir þetta sérstaklega í landi þar sem heimili
og fyrirtæki eru afar skuldsett og skuldbindingar þeirra að miklu leyti
bundnar vísitölu neysluverðs eða erlendum gjaldmiðlum. Ótímabær
slaki í peningamálum er leiðir til mikillar verðbólgu og gengissveiflna
getur haft skaðleg áhrif á efnahagsreikning og afkomu þessara mik-
ilvægu skuldara við lánakerfið, að því marki sem þeir hafa ekki full-
nægjandi varnir, og þegar upp er staðið kallað á meiri vaxtahækkanir
en ella. Vanda sem íslenskar fjármálastofnanir standa frammi fyrir um
þessar mundir má að einhverju leyti rekja til útpenslustefnu þeirra og
vaxandi ójafnvægis í íslenska þjóðarbúskapnum. Hann verður ekki
leystur með of slöku peningalegu aðhaldi sem aðeins myndi auka enn
frekar á ójafnvægið og þar með grafa undan fjármálastöðugleika.

Strangt peningalegt aðhald nauðsynlegt

Verðbólga hefur nú um langt skeið verið umtalsvert yfir verðbólgu-
markmiði Seðlabankans. Því lengur sem þetta ástand varir þeim mun
hættara er við að verðbólguvæntingar verði yfir markmiðinu um langa
framtíð. Aðhald peningastefnunnar verður sem því nemur minna að
gefnum tilteknum stýrivöxtum og kostnaðarsamara að koma böndum
á verðbólguna á ný. Á næstu misserum verða raunvextir að vera nægi-
lega háir til þess að veita eftirspurn viðunandi aðhald og vaxtamunur
við útlönd að vera nægur til þess að erlendir fjárfestar sjái sér áfram
hag í því að eiga skuldabréf í íslenskum krónum uns dregið hefur úr
ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Þannig má stuðla að því að aðlögun
gengis krónunnar að langtímajafnvægi verði með hætti sem samrým-
ist verðbólumarkmiðinu fremur en með snöggri dýfu og yfirskoti er
leiddi til verðbólguholskeflu líkt og gerðist árið 2001. Ljóst er að til
þess að ná þessu markmiði verða stýrivextir Seðlabankans að hækka
töluvert frá því sem nú er og vera háir um langt skeið.

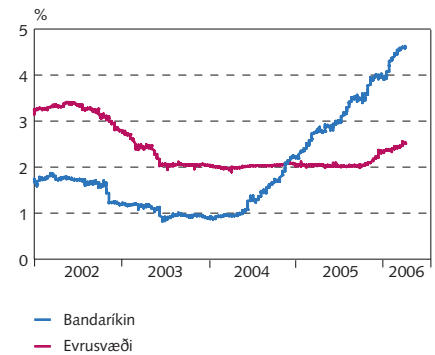
Frekari stóriðjuframkvæmdir gætu haft áhrif á aðlögunarferlið

Eins og greint er frá í rammagrein IV-2 eru ýmsar áætlanir um frekari
stóriðjuframkvæmdir í bígerð. Um þessar áætlanir ríkir enn mikil óvissa
og því ekki tilefni til að taka mið af þeim í spám og mati á verðbólgu-
horfum enn sem komið er. Þó er íhugunarefni hvaða áhrif það gæti
haft á framvindu efnahagsmála ef nýjar framkvæmdir hæfust fljótlega
eftir að núverandi framkvæmdum lyki, t.d. í ársbyrjun 2008. Ekki er
hægt að yfirfæra vérlænt reynsluna frá núverandi framkvæmdaskeiði
vegna þess að þjóðarbúskapurinn hefur orðið fyrir mörgum stórum
hnykkjum á sama tíma. Ljóst er að útpensla fjármálakerfisins, þ.m.t.
hörð samkeppni á fasteignalánamarkaði, hefur leikið lykilhlutverk
við að magna áhrif þeirra stórframkvæmda sem hófust árið 2003.
Útpenslugetu fjármálafyrirtækja kann að verða þrengri stakkur skor-
inn á næstu árum. Þá kann eignaverðsuppsveiflan á síðustu árum að
renna sitt skeið innan skamms og gæti unnið á móti áhrifum nýrra

Mynd IX-10

Ávöxtun ríkisvixla til 3 mánaða

Daglegar tölur 1. janúar 2002 - 17. mars 2006

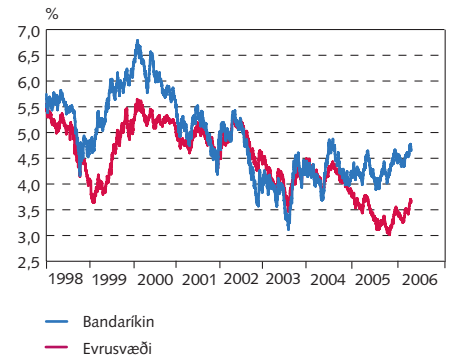


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd IX-11

Ávöxtun tíu ára ríkisskuldabréfa

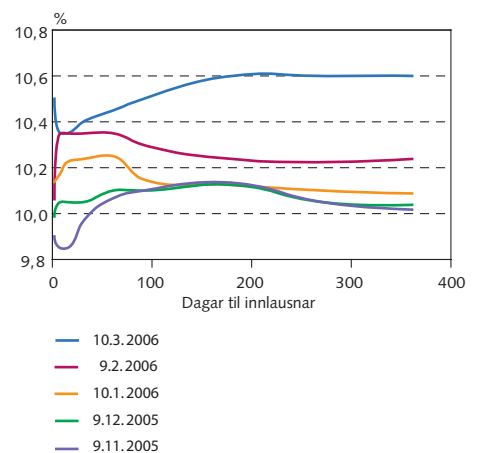
Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 17. mars 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

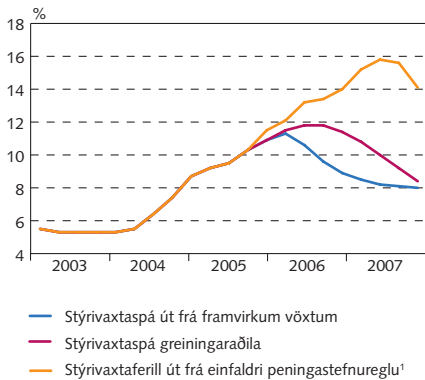
Mynd IX-12

Tímaróf vaxta á krónumarkaði



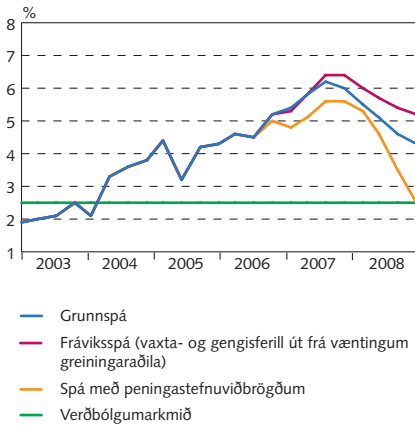
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-13
Mismunandi stýrivaxtaferlar



1. Stýrivaxtaferill sem miðar að því að ná verðbólgu markmiðinu á næstu 2-3 árum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-14
Mismunandi verðbólguferlar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

framkvæmda. Vöxtur einkaneyslu hefur að miklu leyti verið fjármagn-
aður með lánsfé og skýrist að verulegu leyti af samspili lægri vaxta og
hækkunar eignaverðs. Líklegt er að dragi úr vexti einkaneyslu á næstu
árum, jafnvel þótt til frekari framkvæmda komi. Hins vegar er ljóst
að nýjar framkvæmdir gætu haft umtalsverð áhrif á væntingar um
verðbólgu, vexti og gengisþróun, en miklu skiptir hve hratt yrði farið í
þessar framkvæmdir. Eins og nú horfir virðist líklegast að þær myndu
dreifast yfir það langt tímabil að hlutfall fjárfestingar af landsfram-
leiðslu yrði lægra en í þeirri hrinu sem nú stendur yfir. Nauðsynlegt
verður að meta gaumgæfilega áhrif nýrra framkvæmda á jafnvægi
í þjóðarbúskapnum áður en ráðist er í þær. Seðlabankinn getur hins
vegar ekki tekið tillit til þessara áætlaða og enn síður brugðist við þeim
fyrr en þær skýrast.

Dýrkeypt yrði að hrika frá verðbólgu markmiðinu

Í *Peningamálum* hefur oft verið varað við hugmyndum um að rétt
væri að „leyfa“ verðbólgunni að aukast um sinn meðan núverandi
framkvæmdahrina gengur yfir. Ástæða er til að endurtaka þessi varn-
aðarorð. Slík stefna myndi umsvifalaust skila sér í auknum verðbólgu-
væntingum, sem myndu grafa undan því aðhaldi peningastefnunnar
sem nú er til staðar. Aukin verðbólga myndi við núverandi skilyrði á
vinnumarkaði skila sér fljótt í launabólgu og grafa enn frekar undan
stöðugleika krónunnar, sem á mjög undir högg að sækja um þessar
mundir. Þvert á móti er brýnt að snúa við þeirri þróun sem grafið
hefur undan aðhaldi peningastefnunnar á undanförunum mánuðum og
endurreisa sem fyrst trúverðugleika markmiðsins. Þetta er sérstaklega
mikilvægt í ljósi þess að samkvæmt þjóðhagsspa Seðlabankans eru nú
horfur á nokkurri framleiðsluspennu allt til ársins 2010, að óbreyttum
vöxtum. Það gæti bent til þráláts verðbólguvanda ef ekkert er að
gert. Horfur eru á að Seðlabankinn þurfi að hækka vexti meira en
áður hefur verið talið til þess að ná markmiði sínu. Hermun með nýju
þjóðhagsslíkani Seðlabankans bendir til þess að vextirnir gætu þurft að
hækka í meira en 15% og haldast þar um töluverða hríð ef þokkalegar
líkur eiga að vera á því að verðbólgu markmiðinu verði náð á spátím-
anum. Slíkt mat er þó mikilli óvissu háð.

Nýtt ársfjórðungslegt þjóðhagslíkan Seðlabankans

Þjóðhagsspáin sem birtist í þessu hefti *Peningamála* er unnin með nýju þjóðhagslíkani sem þróað hefur verið af starfsmönnum hagfræðisviðs Seðlabanka Íslands. Þetta líkan er töluvert frábrugðið því líkani sem Seðlabankinn hefur notað við mat á efnahagshorfum frá árinu 2002, en er að gerð líkt líkönum sem ýmsir aðrir seðlabankar hafa notað. Hér eru eiginleikar nýja líkansins bornir saman við eiginleika eldra líkans.

Gamla árslíkanið hentaði Seðlabankanum að ýmsu leyti illa

Frá því að Seðlabankinn hóf að birta þjóðhagsspár árið 2002 hefur hann stuðst við þjóðhagslíkan sem þróað var af starfsmönnum Þjóðhagsstofnunar í samvinnu við Seðlabankann og fjármálaráðuneytið. Þótt líkanið hafi þjónað tilgangi sínum eru á því ýmsir annmarkar. Það hentar t.d. ekki sérlega vel fyrir greiningar- og spávinnu af því tagi sem Seðlabankinn hefur mesta þörf fyrir. Líkanið var t.d. á ársgrunni og nýttist því ekki nægilega vel við að greina skammtímaþróun efnahagslífsins. Það er galli fyrir seðlabanka sem þarf að nýta sem best nýlegar upplýsingar við mat á efnahagshorfum, sem eru mikilvæg undirstaða vaxtaákvæðana. Gerð líkansins er einnig sérsniðin að þörfum ríkisfjármála, með ítarlega sundurliðun á mismunandi skattstofnum og áhrifum þeirra. Síður er hugað að hlutverki peningastefnunnar og helstu miðlunarleiðum hennar um hagkerfið, sérstaklega við núverandi aðstæður þar sem gengi krónunnar flýtur á markaði og Seðlabankinn hefur verðbólguþröng. Í slíku umhverfi hafa væntingar almennings og markaðsaðila veruleg áhrif á hagstærðir eins og verðbólgu, gengi og eignaverð. Árslíkanið er mjög stórt og sundurliðað og inniheldur yfir þúsund hagstærðir. Það er því afar kostnaðarsamt að halda því við og uppfæra undirliggjandi gagnagrunna. Hætt er við að yfirsýn yfir gangverk svo viðamikils líkans glattist og að erfitt verði að túlka mismunandi niðurstöður þess. Túlkunin verður enn vandasamari fyrir þær sakir að miklar breytingar hafa orðið á grunngerð hagkerfisins frá því að líkanið var upphaflega metið.¹ Nokkuð langt er síðan það hefur verið endurskoðað í heild sinni og ítarleg greining á langtímaeiginleikum þess hefur aldrei verið gerð.

Nýtt ársfjórðungslíkan

Af framangreindum orsökum hóf Seðlabankinn undirbúning að gerð ársfjórðungslegs þjóðhagslíkans snemma árs 2001, sem gengið hefur undir skammstöfuninni QMM (Quarterly Macroeconomic Model). Töluverður tími fór í að byggja upp nýjan gagnagrunn sem styður líkanið, enda ársfjórðungslegir þjóðhagsreikningar ekki til fyrir Ísland nema frá árinu 1997 og fjöldi mikilvægra hagstærða ekki til á ársfjórðungstíðni. Þróunarvinnu við líkanið er að ljúka og byggist spáin í

1. Þar sem líkanið er á ársgrunni þarf að meta það yfir tímabil sem nær tiltölulega langt aftur í tímann. Jöfnurnar eru því metnar yfir tímabil þar sem vaxtaákvæðanir voru t.d. ekki frjálssar, fjármagnshreyfingar til og frá landinu heftar og verðbólga mikil og sveiflukennd.

Þessu hefti *Peningamála* eingöngu á því. Í tveimur síðustu spám hafði líkanið verið prófað til hliðar við eldra líkanið. Gerð líkansins er þó ekki að fullu lokið, enda má segja að vinnu við þjóðhagslíkön ljúki aldrei því að stöðugt er verið að breyta þeim og endurbæta eftir því sem nýjar upplýsingar og þekking verða til. Á næstu misserum er áætlað að ljúka við endanlega útfærslu langtímaeiginleika líkansins. Í kjölfarið verður líkanið kynnt opinberlega og handbók, sem unnin hefur verið samhliða gerð líkansins, gefin út. Áformað er að nýjasta útgáfa líkansins á hverjum tíma, undirliggjandi gagnagrunnur og handbók verði öllum aðgengileg á heimasíðu bankans.

QMM er sem fyrr segir mun einfaldara en eldra árslíkan. Í því er aðeins einn atvinnugeiri og fjöldi hagstærða er um 150. Sökum þess að líkanið er á ársfjórðungstíðni er mögulegt að meta það yfir mun nýrra tímabil sem líklegra er að endurspegli núverandi uppbyggingu hagkerfisins betur. Þannig er líkanið í flestum tilvikum metið með gögnum sem einungis ná aftur til fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar.

Vegna smæðar líkansins veitir það ekki eins miklar upplýsingar um samspil mismunandi atvinnugreina og þróun verðhlutfalla og eldra líkan. Auðveldari túlkun á samspili helstu efnahagsstærða vegur hins vegar mun þyngra á metaskálunum. Frá sjónarhóli seðlabanka varðar tvennt mestu: annars vegar að líkanið lýsi helstu ákvörðunarþáttum heildareftirspurnar og samspili hennar við framleiðslugetu hagkerfisins og verðbólgu og hins vegar að það gefi rétta mynd af miðlun peningastefnunnar og áhrifum á heildareftirspurn og þar með verðbólgu. Við þá spá- og greiningarvinnu sem mestu skiptir fyrir seðlabanka vega kostir tiltölulega lítils líkans mun þyngra en gallarnir, enda hefur þróunin einnig verið í átt til smærri og viðráðanlegri þjóðhagslíkana í öðrum löndum.²

Eiginleikar nýja líkansins

QMM er byggt upp með hefðbundnum hætti. Til langs tíma ráðast efnahagssumsvif af framboðshlið hagkerfisins sem lýst er með Cobb-Douglas framleiðslufalli með fastri stærðarhagkvæmni. Framleiðslufallið ákvarðar hlutdeild framleiðsluþáttanna vinnuafis og fjármagns til langs tíma, sem aftur setur langtímaskorður á fjárfestingu og eftirspurn eftir vinnuafli.

Eftirspurnarhlið hagkerfisins lýsir ráðstöfun framleiðslunnar hverju sinni. Þannig ákvarðast einkaneysla af ráðstöfunartekjum, auði og vöxtum, fjárfesting atvinnuveganna af almennri eftirspurn og raunkostnaði fjármagns, fjárfesting í íbúðarhúsnæði af almennri eftirspurn og hlutfalli markaðsvirðis húsnæðis af byggingakostnaði, útflutningur vöru og þjónustu af alþjóðlegri eftirspurn og raungengi og innflutningur vöru og þjónustu af innlendri eftirspurn og raungengi.

Verðlag ákvarðast af Phillips-ferli fyrir visitölu neysliverðs, þ.e.a.s. verðbólga ákvarðast af verðbólguvæntingum, sögulegri verðbólgu, framleiðsluspennu og tímabundnum raungengisskellum.³ Laun ákvarðast af fráviki atvinnuleysis frá náttúrulegu atvinnuleysi og þeim lang-

2. Til viðbótar hefur Seðlabankinn yfir fjölda lítilla líkana að ráða sem henta til að svara sérstökum spurningum sem QMM á erfiðara með að veita svör við.

3. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein VIII-1 í þessu hefti *Peningamála*.

tímaskorðum sem framleiðslufallið og hagnaðarhámörkun fyrirtækja setja á hlutfall vinnuafis í heildartekjum þjóðarbúskaparins. Nafnverð annarra stærða ákvarðast í meginatriðum sem álag ofan á tilheyrandi kostnaðarpætti.

Í QMM er fullkominn aðskilnaður nafn- og raunhluta hagkerfisins til langs tíma, þ.e. Phillips-ferillinn er lóðréttur og hlutleysi peninga til langs tíma tryggt. Tregbreytanleiki raun- og nafnstærða veldur því að peningastefnan hefur áhrif á hagvöxt til skamms og meðallangs tíma, í samræmi við hefðbundnar niðurstöður nútímahagfræði. Til lengdar hefur peningastefnan hins vegar einungis áhrif á nafnvöxt en raunstærðir ráðast af framleiðslugetu þjóðarbúsins og í samræmi við jafnvægisvaxtarferil þess (e. balanced growth path).

Hverju breytir nýtt líkan?

Vonir eru bundnar við að hið nýja líkan verði til þess að bæta þjóðhags- og verðbólguþátt Seðlabankans. Þær eru þó ekki einungis hugsaðar sem tæki til þess að spá fyrir um efnahagsframvindu miðað við ákveðnar forsendur. Tilgangur þeirra er ekki síður, og jafnvel frekar, að vera hjálpartæki til að greina undirliggjandi þróun og orsakir hennar. Nýja líkanið ætti að efla greiningu Seðlabankans á framvindu efnahagslífsins og gera mat hans á áhrifum mismunandi efnahagsaðgerða og atburða á þjóðarbúskapinn áreiðanlegra. Einfaldleiki og gagnsæi líkansins ætti einnig að auðvelda bankanum að koma efnahagsgreiningu og forsendum ákvarðana hans á framfæri við almenning og markaðsaðila. Þannig gæti það stuðlað að trúverðugri og betri peningastefnu.

