

Hægari hjöðnun verðbólgu tefur lækkun stýrivaxta

Verðbólga hefur hjaðnað hægar en Seðlabanki Íslands spáði í lok mars þótt gengi krónunnar hafi verið hærra en reiknað var með þá. Undirliggjandi verðbólga, þ.e.a.s. að frátöldum áhrifum sveiflukennra þátta, verðbreytinga opinberrar þjónustu, skattabreytinga og vaxta, hefur minnkað mun minna en verðbólga samkvæmt breytingu vísitölu neysluverðs undanfarið ár. Í júníbyrjun er áætlað að undirliggjandi verðbólga hafi verið rúmlega 6% en mæld verðbólga var 4%. Vísbendingar um eftirspurn eru einnig vandtúlkaðar um þessar mundir, m.a. vegna óreglu sem tengist sterkum grunnáhrifum af völdum gengisbreytinga fyrir ári. Þrátt fyrir aðhaldssama peningastefnu virðast umsvif í efnahagslífinu hafa vaxið á ný undanfarna mánuði. Eftir lítils háttar samdrátt einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins samkvæmt þjóðhagsreikningum virðist hún hafa tekið við sér á öðrum ársfjórðungi. Hraður vöxtur atvinnu bendir einnig til þess að umsvifin á fyrsta fjórðungi ársins kunni að hafa verið meiri en fyrstu tölur gefa til kynna. Uppsveifla hefur einnig verið á fasteignamarkaði, enda hafa bæði kaupmáttur og framboð lánsfjár aukist verulega undanfarna mánuði. Alþjóðleg skilyrði hafa verið hagfelld og stuðlað að hækkun hávaxtagjaldmiðla. Raungengi krónunnar er orðið afar hátt, einkum ef miðað er við vinnuafllskostnað á framleidda einingu. Því eru vaxandi líkur á að gengið lækki til lengri tíma litið, einnig í ljósi mikils viðskiptahalla. Þótt hallinn á fyrsta fjórðungi ársins hafi verið mun minni en reiknað var með virðist ólíklegt að á árinu í heild verði hann miklu minni en spáð var í mars. Erfitt er þó að ráða í undirliggjandi þróun viðskiptajafnaðar vegna mikillar óvissu um þáttatekjur. Verðbólguhorfur til næsta árs hafa versnað nokkuð frá síðustu spá Seðlabankans. Til þess að verðbólguþröðmiðað náist innan viðunandi tíma virðist nú þurfa að halda stýrivöxtum óbreyttum lengur en talið var í mars.

I Verðbólguhorfur og stefnan í peningamálum

Í júníbyrjun var verðbólgan 4%, eftir hjöðnun undanfarna mánuði. Hjöðnunin er hins vegar að töluverðu leyti til komin vegna áhrifa skattabreytinga og annarra tímabundinna þátta sem eðlilegt er að horfa framhjá við ákvarðanir í peningamálum. Undirliggjandi verðbólga er því töluvert meiri, eða rúmlega 6%. Þetta er mikil verðbólga í ljósi þess að gengi krónunnar hefur hækkað talsvert undanfarna mánuði og töluvert meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans. Horfur eru á að næsta árið verði verðbólga áfram meiri en spáð var í mars miðað við þann stýrivaxtaferil sem þá var gert ráð fyrir. Að því tilskildu að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en reiknað var með í marsspánni eru verðbólguhorfur til lengri tíma þó áþekkar og í fyrri spá, eins og nánar verður lýst hér á eftir.

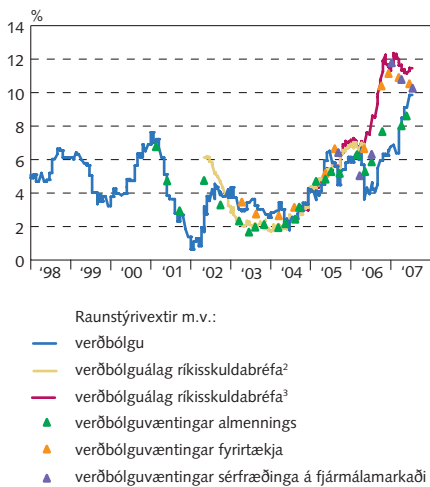
Aðlögun að jafnvægi mun tefjast enn um sinn

Vandasamt er að túlka nýlegar efnahagsvísbendingar. Samkvæmt niðurstöðum þjóðhagsreikninga var hagvöxtur enginn á fyrsta fjórðungi ársins þrátt fyrir drjúgan vöxt útflutnings. Einkaneysla og einkum fjármunamyndun drógust saman. Þessar niðurstöður eru hins vegar að töluverðu leyti afleiðing sveiflukennra þátta, t.d. flugvélaviðskipta. Einnig verður að skoða tölur um fyrsta ársfjórðung í ljósi sterkra grunnáhrifa, þ.e.a.s. gríðarlegs vaxtar á sama tíma fyrir ári. Þá hafði einkaneysla aukist um 11,5% frá fyrra ári og fjármunamyndun um

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 3. júlí 2007, en spár byggjast á upplýsingum til 19. júní.

Mynd I-1
Raunstyrivextir¹

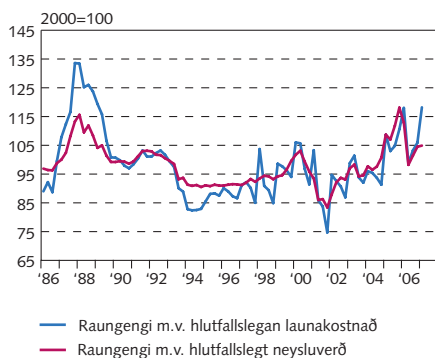
Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 3. júlí 2007



1. Stýrivöxtum hefur verið umbreytt í ávöxtun. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 3. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Raungengi

1. ársfj. 1986 - 1. ársfj. 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

36%. Í langtímasamhengi er innlend eftirspurn því enn firnasterk. Þá er mikilvægt að túlka niðurstöður þjóðhagsreikninga með hliðsjón af öðrum vísbendingum, t.d. þróun á vinnu- og húsnæðismarkaði, sem benda til meiri vaxtar eftirspurnar og að hann hafi aukist á öðrum fjórðungi ársins. Launaskrið virðist einnig fara vaxandi þrátt fyrir mikið innstreymi erlends vinnuafis. Þá er hæg hjöðnun verðbólgu undanfarna mánuði þrátt fyrir hækkandi gengi krónu vísbending um sterka eftirspurn og jafnvel að hún hafi verið meiri á síðasta ári en bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands sýna.

Samkvæmt ofangreindu virðist flest benda til þess að aðlögun að jafnvægi muni tefjast enn um sinn. Spurningin er hvort þróunin undanfarna mánuði skýrist af tímabundnum þáttum, t.d. kosningunum í vor og aðstæðum á alþjóðamörkuðum, eða hvort um varanlegri þróun sé að ræða, sem óhjákvæmilegt er að peningastefnan bregðist kröftuglega við. Ekki er tímabært að fullyrða að um varanlega breytingu sé að ræða, en full ástæða er til að vera á varðbergi gagnvart þessari þróun og meta gaumgæfilega hvort núverandi aðhald peningastefnunnar sé fullnægjandi.

Penningastefnan er aðhaldssöm en ekki eins og reiknað var með í mars

Raunstyrivextir eru háir á alla mælikvarða. Verðbólguvæntingar hafa þó vaxið að undanfögnu nema hjá heimilunum. Þróunin endurspeglar meiri verðbólgu sl. mánuði en vænst var. Auknar verðbólguvæntingar fela í sér að raunstyrivextir hafa verið lægri en reiknað var með í síðasta hefti *Penningamála*. Verðbólguvæntingar heimila, sem voru afar miklar fyrir, hafa þó minnkað nokkuð. Almennt hefur miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið verið nokkuð greið síðustu mánuði. Ávöxtun skuldabréfa til miðlungslangs tíma hefur hækkað verulega frá útgáfu *Penningamála* í mars. Líklegt er að þar gæti áhrifa þess að í mars hóf Seðlabankinn að birta vaxtaferil sem sérfræðingar bankans telja tryggja að verðbólguþætti náist innan viðunandi tíma. Áhrifa hærri erlendra vaxta gæti þó líklega einnig. Vextir verðtryggðra útlána bankanna hafa einnig hækkað, en íbúðalánasjóður hefur að miklu leyti komist hjá vaxtahækkun með því að fjármagna útlán sín með útgáfu skuldabréfa nánast eingöngu í lengsta flokki íbúðabréfa. Bankarnir hafa mætt versnandi samkeppnistöðu gagnvart íbúðalánasjóði með aukinni áherslu á gengistryggð útlán. Stór hluti þessara útlána hefur verið í lágvaxtagjaldmiðlum, einkum japönskum jennum og svissneskum frönkum. Heimilin og fyrirtækin hafa því tímabundið komist hjá því aðhaldi sem felst í háum skammtímavöxtum, en á kostnað aukinnar vaxta- og gengisáhættu.

Gengi krónunnar og annarra hávaxtagjaldmiðla hefur verið afar sterkt undanfarna mánuði og vextir í gjaldmiðlum sem vinsælir eru til lántöku um þessar mundir eru óvenju lágir. Gjaldmiðlaáhætta að viðbættri vaxtaáhættu sem láni með breytilegum vöxtum fylgir er því mikil. Greiðslubyrði slíkra lána gæti hæglega tvöfaldast, ef tekið er mið af sögulegri reynslu. Líklegt er að einhver hluti lántakenda vanmeti þá áhættu sem fólgin er í breytilegum vöxtum í gjaldmiðlum sem standa lágt og bera óvenju lága vexti á sama tíma og raungengi krónunnar er að öllum líkindum umtalsvert hærra en samrýmist langtíma jafnvægi og

umtalsverð yfirkot gengis eru möguleg. Aukin hlutdeild lána í erlendum gjaldmiðlum vinnur gegn aðhaldi peningastefnunnar til skamms tíma og getur magnað útlánasamdrátt þegar í baksegin slær.

Birting stýrivaxtaferils hefur skilað árangri

Í þessu hefti *Peningamála* birtir Seðlabankinn í annað skipti þjóðhags- og verðbólguþátt sem byggjast á stýrivaxtaferli sem sérfræðingar bankans telja samrýmast verðbólguþáttinu. Ferillinn er valinn með hliðsjón af því markmiði að verðbólga verði sem næst 2½% innan ásettans tíma og haldist stöðug í nánd við verðbólguþáttinn eftir það. Stýrivaxtaferillinn er birtur með óvissubili til að undirstrika óvissuna sem umlykur spána og lögð er áhersla á að hann breytist eftir því sem nýjar upplýsingar verða tiltækar um framvindu efnahagsmála.

Birting stýrivaxtaferils í mars virðist sem fyrr segir hafa haft veruleg áhrif á væntingar markaðsaðila til peningastefnunnar. Væntingar markaðs- og greiningaraðila hafa færst mun nær stýrivaxtaferli marsþáttinn en þær voru fyrir birtingu hennar (sjá mynd III-2 á bls. 15). Aukið gagnsæi hefur því styrkt miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið eins og stefnt var að.

Hægari hjöðnun verðbólgunnar á þessu ári og aðhaldssamari stýrivaxtaferill

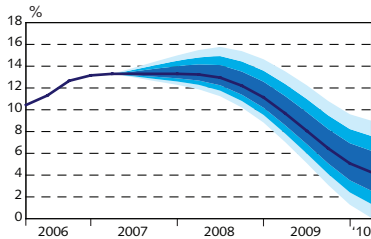
Þegar Seðlabankinn mat verðbólguhorfurnar í mars sl. var niðurstaðan sú að stýrivextir bankans, sem höfðu verið 13,3% (nafnvextir eins og

Mynd I-3

Grunnspá í *Peningamálum* 2007/2

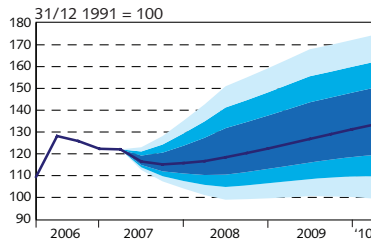
Spátímabil 2. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010

Mynd I-3a
Stýrivextir



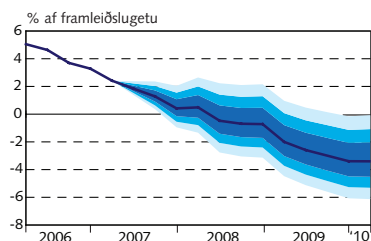
— Stýrivextir

Mynd I-3b
Gengisvísitala



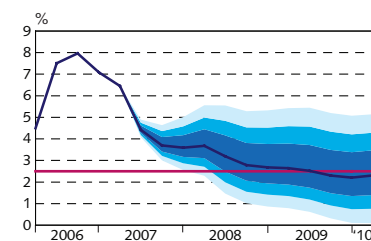
— Gengisvísitala

Mynd I-3c
Framleiðsluspenna



— Framleiðsluspenna

Mynd I-3d
Verðbólga

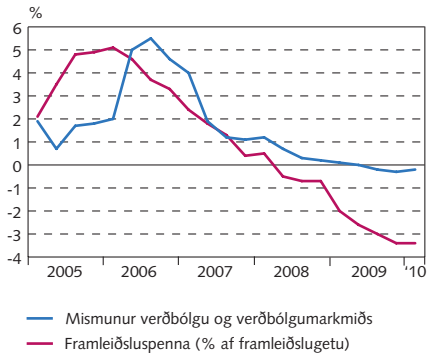


— Verðbólga — Verðbólguþáttur

■ 50% óvissubil ■ 75% óvissubil ■ 90% óvissubil

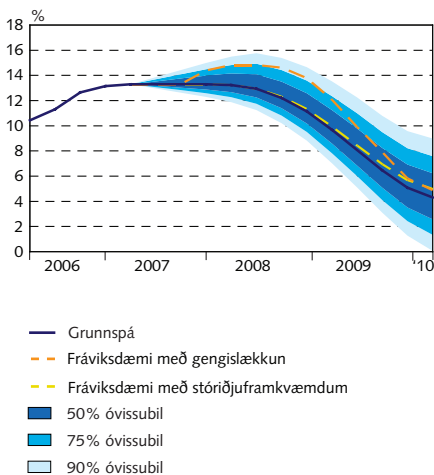
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Frávik verðbólgu frá markmiði
og framleiðsluspenna



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Stýrivextir - fráviksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

nú er miðað við; samsvarar 14,25% ávöxtun á ári sem tilgreind var í vaxtartilkyningum bankans þar til í júní sl.) frá desember sl. samrýmdust því að ná verðbólgu markmiðinu á þessu ári, eða á næsta ári að áhrifum skattabreytinga frátöldum. Nú virðist einsýnt að þetta gerist ekki jafn hratt og þá var talið.

Meginniðurstöður eru dregnar saman í mynd I-3. Hún sýnir að til þess að ná verðbólgu markmiðinu innan ásættalegs tíma og tryggja að verðbólga haldist í nánd við markmiðið eftir það þarf stýrivaxtaferillinn að vera nokkru aðhaldssamari en talið var í mars. Það getur gerst með því að hækka vextina yfir allt tímabilið eða halda vöxtunum háum lengur en reiknað var með í mars. Þrátt fyrir þetta eru horfur á að verðbólga verði töluvert meiri næsta árið en þá var spáð. Þá voru taldar horfur á að verðbólgu markmiðið næðist á þriðja fjórðungi ársins miðað við mælda verðbólgu, en nú virðast hverfandi líkur á að það gerist á þessu ári. Til þess þyrfti a.m.k. að hækka vexti mjög mikið, því reikna má með að eitt til tvö ár geti liðið frá stýrivaxtabreytingu þar til að áhrif hennar hafa komið fram að mestu leyti. Með því að halda stýrivöxtum háum lengur en gert var ráð fyrir í mars eru nú horfur á að verðbólga verði í nánd við markmiðið undir lok næsta árs. Gildir þá einu hvort miðað er við verðbólgu að frádregnum skattaáhrifum eða mælda verðbólgu.

Meginástæður þess að gert er ráð fyrir meiri verðbólgu næstu mánuði en í síðustu spá liggja í verulegri uppsveiflu á íbúðamarkaði. Hún er helsta ástæða þess að verðbólga er nú meiri í upphafi spátímans en í mars og dregið hefur úr líkum á því að húsnæðisverð lækki á næstu misserum. Á móti kemur að gengi krónunnar er sterkara en reiknað var með í mars. Þótt áhrif þess á verðlag hafi verið minni en ætla mætti mun það halda aftur af verðlagshækkunum næstu mánuði, jafnvel þótt gengið lækki lítils háttar á ný. Til lengri tíma felur hátt raungengi nú hins vegar í sér auknar líkur á að gengið lækki hraðar en reiknað var með í mars. Minnkandi vaxtamunur við útlönd eftir vaxtahækkunir erlendis stuðlar að hinu sama. Þetta tvennt endurspeglast í nokkru brattari gengisferli nú en í síðustu spá.

Vegna þess að verðbólga í upphafi er meiri, verðbólguhorfur og -væntingar lakari framan af spátímanum, raunvextir því lægri og lækkun gengis hraðari en spáð var síðast þarf hærri stýrivexti til þess að ná fram nægum slaka, sem vegur á móti þessum áhrifum. Það gerist í spánni með því að seinka lækkun stýrivaxta miðað við það sem reiknað var með í mars. Eigi að síður dregst innlend eftirspurn minna saman en í fyrri spá m.a. vegna þess að raunvextir verða lægri framan af og aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi á sér í meira mæli stað í gegnum gengi krónunnar og utanríkisviðskipti.

Áfram líklegra að verðbólga verði umfram spá

Í kafla IX er fjallað um óvissuþætti verðbólgu spárinnar. Eins og í mars er talið líklegra að verðbólguþrýstingur verði meiri en felst í grunnspánni en að hann verði minni. Það myndi krefjast aðhaldssamari peningastefnu en felst í grunnferlinum. Stærstu óvissuþættirnir eru hinir sömu og fyrr, þ.e.a.s. gengisþróunin og hugsanlegar stórframkvæmdir, sem endurspeglast í tveimur fráviksdæmum (sjá myndir I-5 og I-6). Í öðru dæminu er reiknað með samsvarandi gengislækkun og

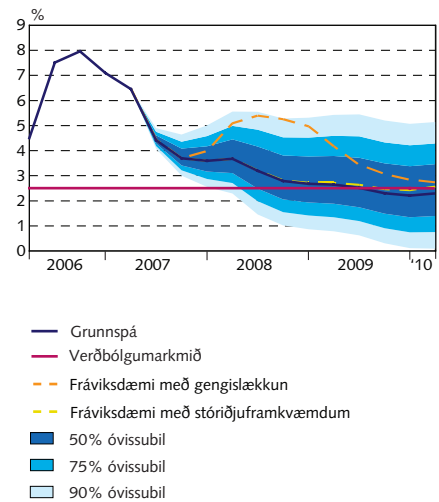
gert var í mars, en þó ársfjórðungi síðar. Í hinu er reiknað með framkvæmdum Century Aluminium í Helguvík, en í fráviksdæminu í mars var einnig reiknað með framkvæmdum Alcan í Straumsvík. Áhrifin eru því töluvert minni. Þessi fráviksdæmi endurspeglast í óvissurófi verðbólgu-, gengis-, spennu- og vaxtaferlanna. Einkum gæti til muna óhagstæðari gengispróun leitt til þess að óhjákvæmilegt yrði að hækka vexti frekar og halda þeim lengur háum. Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* getur krónan verið afar næm fyrir breyttum horfum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Erlendir skuldabréfavextir hafa hækkað töluvert að undanfögnu, en án þess að það hafi skilað sér í lækkun gengis krónunnar, enn sem komið er. Það styður við krónuna að innlendir skammtíma vextir eru með því hæsta sem gerist í heiminum.

Mikil og langvarandi frávik geta grafið undan trausti á peningastefnunni

Markmið Seðlabanka Íslands er að verðbólga, reiknuð sem hækkan vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, sé að jafnaði því sem næst 2½%. Markmiðið er sveigjanlegt að því leyti að ekki er reiknað með því að Seðlabankinn geti ávallt haldið verðbólgu við markmiðið, en bankanum ber að sjá til þess að frávik verði hvorki kerfisbundin né langvarandi. Seðlabankanum er í sjálfsvald sett hvernig hann túlkar og bregst við frávikum, en ríkar kröfur eru gerðar um gagnsæi í framkvæmd peningastefnunnar og að bankinn haldi fast við markmiðið til lengri tíma litið.

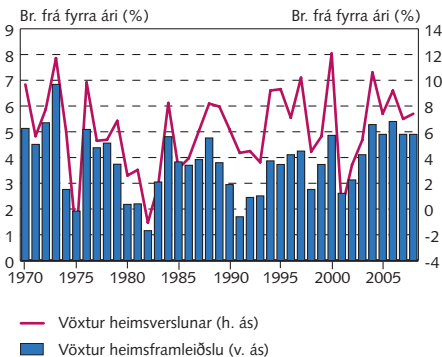
Verðbólga hefur nú verið yfir markmiði frá maí 2004. Frá upp-töku verðbólgu markmiðsins í mars 2001 hefur verðbólga verið frá 1,5% til 9,4% og að meðaltali 4,7%. Jafn mikil og langvarandi frávik frá markmiði og verið hafa undanfarin þrjú ár grafa óhjákvæmilega undan trausti á peningastefnunni og leiða til þess að væntingar um þráláta verðbólgu festast í sessi. Því lengur sem þetta ástand varir, því brýnna verður að verðbólgan hjaðni sem fyrst varanlega að markmiði. Áréttað skal að verðbólga sem er að jafnaði í samræmi við markmið felur í sér að hún getur tímabundið ýmist verið yfir eða undir markmiði. Í grunnspánni sem hér er kynnt fer verðbólgan aðeins undir markmið síðla árs 2009. Frávikið verður þó mjög hóflegt og tímabundið. Í ljósi óvissuástandsins eru enn fremur verulegar líkur á að hærri stýri-vexti þurfi til að verðbólgan verði ekki yfir markmiði í lok spátímans. Í ljósi þrálátrar verðbólgu undanfarinna ára er hættan á að hún verði yfir markmiði mun alvarlegri en tímabundið undirskot. Seðlabankinn mun leggja höfuðáherslu á að verðbólga verði að jafnaði í grennd við markmiðið, jafnvel þótt tímabundin undir- og yfirskot geti orðið, t.d. af völdum gengissveiflna.

Mynd I-6
Verðbólga - fráviksdæmi



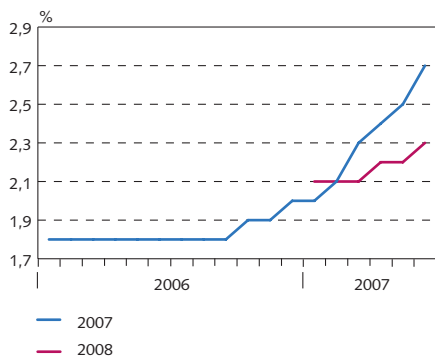
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-1
Alþjóðleg hagþróun 1970-2008¹
Heimsframleiðsla og heimsverslun



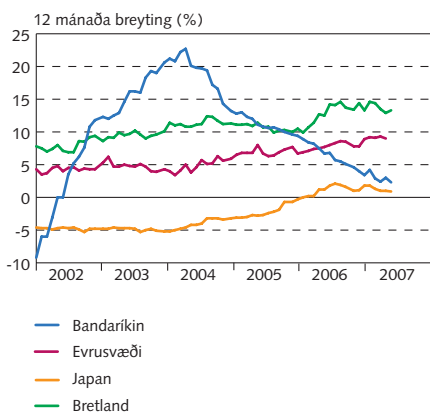
1. Tölur fyrir 2007 - 2008 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-2
Hagvaxtarspár fyrir evrusvæðið
2007 og 2008¹



1. Tímássinn sýnir mánuðinn sem spáin var gerð í.
Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-3
Útlánavöxtur innlánsstofnana



Heimild: Reuters EcoWin.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Horfur um þróun ytri skilyrða hafa lítið breyst frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Efnahagshorfunar eru þó að því leyti traustari að hagvöxturinn er dreifður á fleiri lönd en áður. Jafnframt hefur dregið nokkuð úr væntingum um að samdráttur á bandarískum húsnæðismarkaði breiðist til annarra geira og leiði að lokum til efnahagslæggðar víða um heim. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáði 4,9% hagvexti í heiminum fyrir árið 2007 í apríl sl. en nýjustu vísbendingar gefa til kynna að hann verði talsvert meiri. Hagvaxtarskeiðið sem nú hefur staðið yfir í fjögur ár samfleytt er hið mesta síðan snemma á áttunda áratugnum (sjá mynd II-1). Hætta á aukinni verðbólgu á heimsvísu virðist hafa aukist, m.a. í ljósi launaþróunar á evrusvæðinu, mikils framboðs lánsfjár og hækkunar olíuverðs. Erlendir vextir hafa af þeim sökum hækkað og munu líklega hækka nokkru hraðar en gert hefur verið ráð fyrir í fyrri spám. Vaxtabyrði af erlendum lánnum mun því aukast og minnkandi vaxtamunur gæti valdið þrýstingi á gengi krónunnar.

Hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu stöðugar

Árlegur hagvöxtur á evrusvæðinu á fyrsta ársfjórðungi 2007 var 3%, sem er 0,8 prósentum meiri vöxtur en á sama tímabili í fyrra. Vöxtur landsframleiðslunnar var einkum drifinn áfram af aukinni einkaneyslu, vexti ríkisútgjalda og stóru aukinni fjárfestingu. Hagvaxtarspár fyrir yfirstandandi ár hafa verið endurskoðaðar verulega upp á við undanfarna mánuði. Samkvæmt Consensus Forecasts (11. júní 2007) verður hagvöxtur 2,7% í ár, en á næsta ári dregur nokkuð úr honum á ný (sjá mynd II-2).

Þrátt fyrir hækkun stýrivaxta í mars og aftur í júní síðastliðnum getur peningastefna á evrusvæðinu vart talist aðhaldssöm. Vöxtur peningamagns (M3) (sjá mynd II-4) og útlána (sjá mynd II-3) hefur aukist það sem af er árinu. Atvinnuleysi minnkaði í apríl, sjötta mánuðinn í röð. Það hefur minnkað um 0,9 prósentur frá sama tíma í fyrra og er nú hið minnsta síðan samræmdar mælingar hófust árið 1993. Almenn verðbólga og kjarnaverðbólga hefur verið tiltölulega stöðug undanfarna mánuði, í kringum 1,9%. Minnkandi atvinnuleysi á undanförunum misserum gæti hins vegar leitt til aukins launaþrýstings sem gæti ýtt undir verðbólgu er fram í sækir.

Hagvöxtur í Bandaríkjunum minnkaði á fyrsta ársfjórðungi

Samkvæmt bráðabirgðatölum dró verulega úr hagvexti í Bandaríkjunum á fyrsta ársfjórðungi. Vöxtur vergrar landsframleiðslu milli ársfjórðunga mældist aðeins 0,7% á ársvarða. Vöxtur frá fyrra ári var 1,9% og hefur ekki verið minni frá miðju ári 2003. Minni hagvöxt má að mestu leyti rekja til óhagstæðrar þróunar vöruviðskipta og samdráttar ríkisútgjalda og íbúðafjárfestingar. Búist er við að hagvöxtur taki aftur við sér þegar líður á árið. Hagnaður fyrirtækja var mjög mikill á fyrsta ársfjórðungi, sem gefur til kynna að talsvert svigrúm sé fyrir hendi til að auka fjárfestingu, sem dregið gæti frekar úr atvinnuleysi. Eins mun veiking Bandaríkjadals undanfarna mánuði styðja við vöxt útflutnings og draga úr vexti innflutnings. Consensus Forecasts spá 2,1% hagvexti fyrir árið í heild og að hann aukist í 2,9% á næsta ári. Verðbólga

í Bandaríkjunum hefur aukist það sem af er ári. Að undanskildum orkukostnaði hefur hún þó haldist nokkuð stöðug, eða nálægt 2½%.

Horfur á Bretlandi og á Norðurlöndunum stöðugar

Hagvöxtur á Bretlandi var áfram ör á fyrsta ársfjórðungi, en var þó lítið eitt minni en árið 2006. Verðbólga fór í fyrsta sinn upp fyrir þolmörk verðbólgu markmiðs Englandsbanka í mars þegar hún mældist 3,1%, en hjaðnaði á ný í apríl og maí, þegar hún mældist 2,5%. Englandsbanki hækkaði stýrivexti í maí um 0,25 prósentur en hélt þeim óbreyttum nú í júní. Áfram eru þó taldar líkur á frekari hækkunum stýrivaxta.

Efnahagshorfur annars staðar á Norðurlöndunum eru almennt stöðugar. Hagvöxtur í Finnlandi og Noregi jókst á fyrsta ársfjórðungi 2007 en minnkaði í Danmörku og Svíþjóð miðað við fyrra ár. Það sem af er ári hefur dregið úr verðbólgu í öllum löndunum nema Finnlandi. Mest hefur verðbólga minnkað í Noregi, þar sem hún mældist aðeins 0,3% í maí, en verðbólguhjöldunin má að stærstum hluta rekja til lækkunar raforkuverðs.

Mikill uppgangur í Kína en Japanir glíma enn við verðhjöldun

Engin merki eru enn um að hægt hafi á efnahagslífinu í Kína. Hagvöxtur mældist 11,1% á fyrsta ársfjórðungi. Stjórnvöld í Kína hafa undanfarna mánuði reynt að sporna við ofpenslu með hækkun vaxta, aukningu bindiskyldu innlánsstofnana og hækkun skatta á verðbréfa-viðskipti.

Efnahagsástandið í Japan heldur áfram að batna, þótt ekki sé öruggt að verðhjöldun sé úr sögunni. Innlend eftirspurn hefur haldist nokkuð stöðug og útflutningur er áfram einn meginþrífkraftur hagvaxtar, sem mældist 2,2% á fyrsta ársfjórðungi. Eftir að hafa aukist fram yfir mitt sl. ár tók verðbólgan að hjaðna á ný. Það sem af er ári hefur hún verið nálægt núlli.

Lakari botnfiskafli á fyrstu fimm mánuðum ársins

Heildarafliinn það sem af er ári nemur 765 þús. tonnum, sem er um 6% aukning frá sama tíma í fyrra. Aflaukningin er öll í uppsjávarfiski, sem jókst um 65 þús. tonn, en botnfiskafliinn dróst saman um 17 þús. tonn. Samdráttur botnfiskaflla olli því að aflaverðmæti á föstu verði á fyrstu fimm mánuðum ársins var um 3% minna en á sama tíma í fyrra. Útflutningsverðmæti sjávarafurða var rúmlega 10% meira í erlendra mynt á tímabilinu janúar-apríl sem að stórum hluta má rekja til um 8% hækkunar á verðlagi sjávarafurða í erlendra mynt miðað við sama tíma í fyrra. Eftirstöðvar aflaheimilda í lok maímánaðar sl. voru um fjórðungi meiri en fyrir ári. Búast má við að þessar aflaheimildir verði nýttar á næstu mánuðum. Að öðru óbreyttu mun því meiri afli koma á land á sumarmánuðum en á síðasta fiskveiðarári.¹

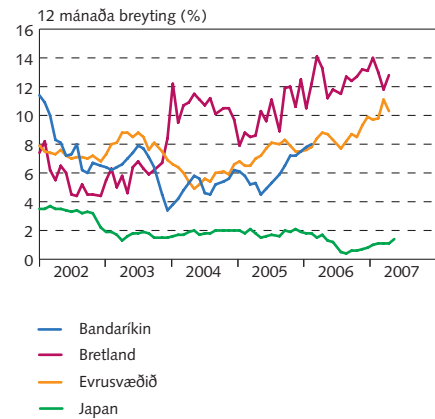
Verð sjávarafurða hækkar enn

Verð sjávarafurða hefur hækkað nokkru meira en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í mars. Í lok apríl hafði verð allra sjávarafurða hækkað

Mynd II-4

Vöxtur breiðs peningamagns (M3)

Janúar 2002 - maí 2007

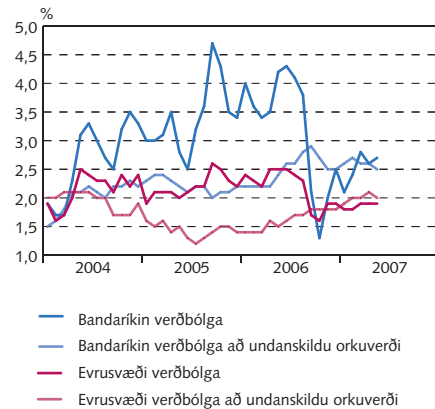


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-5

Verðbólga í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu janúar 2004 - maí 2007

Verðbólga með og án orkuverðs

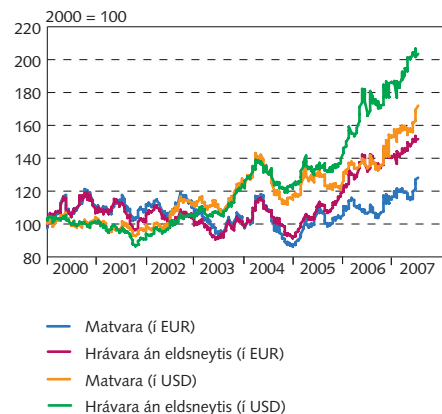


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6

Hrávöruverð á heimsmarkaði

Vikulegar tölur 7. janúar 2000 - 22. júní 2007



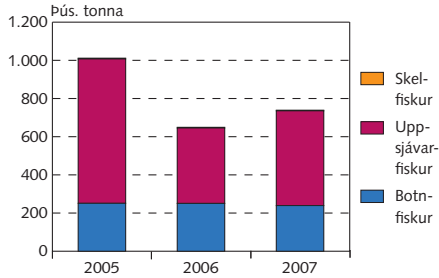
Heimild: Reuters EcoWin.

1. Fiskveiðiráðið er frá 1. september 2006 til 31. ágúst 2007.

Mynd II-7

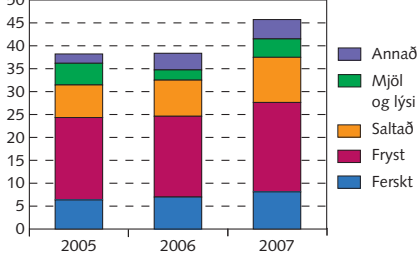
Afli og útflutningsverðmæti sjávarafurða

Magn afla janúar-maí



Útflutningsverðmæti sjávarafurða

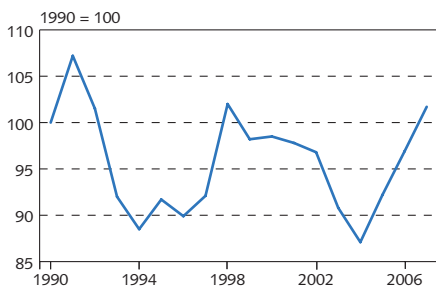
Ma.kr.



Heimildir: Fiskistofa, Hagstofa Íslands.

Mynd II-8

Verðlag sjávarafurða í erlendri mynt¹



1. Staðvirk með veginni neysluverðsvisitölu í helstu viðskiptalöndunum. Árlegar tölur 1990-2006, nýjasta gildi er fyrir maí 2007.
Heimild: Hagstofa Íslands.

um ríflega 12% í erlendri mynt talið á tólf mánuðum, en botnfiskafurðir um tæplega 8%. Verð bræðsluafurða hefur hækkað mest, eða um 57% á fyrrgreindu tímabili, en landfrystar botnfiskafurðir, ferskur fiskur og saltfiskafurðir hafa einnig hækkað verulega. Markaðsástand er gott á nær öllum mörkuðum botnfiskafurða. Samkeppnisstaða íslenskra afurða og eftirspurn hafa verið sterk, en framboð hefur dregist saman á heildina lítið.² Engar vísbendingar eru um að þetta ástand breytist til hins verra á næstunni, en hátt verð skapar eðlilega hættu á að neytendur snúi sér að ódýrari samkeppnisvörum. Hráefnavisitölur matvæla hafa hækkað stöðugt seinustu misseri. Matvælavísitalan hefur hækkað um 23% sl. tólf mánuði í Bandaríkjadöllum talið, en um 17% í evrum. Óformleg könnun á viðhorfum innlendra markaðsaðila síðla vetrar leiddi í ljós að ekki væri búist við frekari verðhækkunum á komandi mánuðum. Nú telja markaðsaðilar hins vegar að enn megi búast við nokkurri verðhækkun. Í forsendum þjóðhagsspárinnar er gert ráð fyrir að verðlag sjávarafurða hækki alls um 7% á þessu ári frá sl. ári en verðhækkun milli árána 2007 og 2008 verði talsvert minni eða 3,7%.

Líkur á minni þorskafla á næsta fiskveiðiári

Horfur um helstu botnfisktegundir eru dökkar. Ein meginniðurstaða nýlegrar skýrslu Hafrannsóknastofnunar (*Nytjastofnar sjávar 2006/2007*) er að ástandi þorskstofnsins hefur hrakað á síðustu árum. Sterkar vísbendingar hafa komið fram um að hrygningarstofn þorsks við Ísland sé hættulega lítill. Þá kemur einnig fram að nauðsynlegt sé að draga úr aflaheimildum í ýsu, karfa og ufsa í ljósi ástands þessara stofna. Í tillögum Hafrannsóknastofnunar fyrir næsta fiskveiðiár er lagt til að veiðiheimildir í þorski verði skornar niður um þriðjung, hámarksafli ýsu minnki um tæp 10%, ufsa um 25% og gullkarfa um hátt í 40%. Gangi tillögurnar eftir mun samdráttur í aflaheimildum helstu botnfisktegunda valda því að útflutningsverðmæti sjávarafurða verði um 22 ma.kr. minna á næsta ári en annars hefði verið, en um 5-6 ma.kr. á þessu almanaksári. Sjávarútvegsráðherra hefur enn ekki tekið ákvörðun um leyfilegan hámarksafla á næsta fiskveiðiári en í ljósi tillagna Hafrannsóknastofnunar verður að reikna með verulegum aflasamdrætti. Í þeirri þjóðhagsspá sem birtist í þessu hefti *Peningamála* er gert ráð fyrir að hámarksaflaheimildir í þorski verði skertar um 17%. Ekki er gert ráð fyrir að aflaheimildir í öðrum botnfisktegundum verði skertar frá því sem þær eru á yfirstandandi fiskveiðiári.³

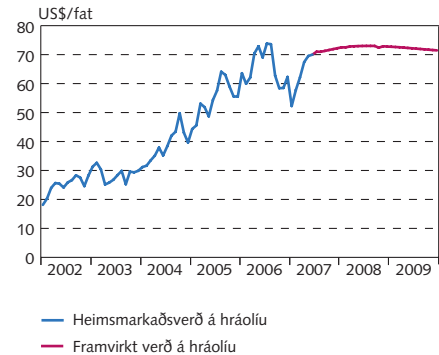
- Afli helstu botnfisktegunda á N-Atlantshafsvæðinu er talinn verða um 3% minni í ár en aflinn 2004. Sérstaklega á þetta við um verðmætustu tegundir botnfisks, þorsk, ýsu og flatfisk. Þorskaflinn er talinn munu dragast saman um 15%, karfi um 15% en ýsaflinn aukast um 7% og ufsaflinn um 24%. Til samanburðar jókst neysla sjávarafurða um 6% í Bretlandi á síðasta ári en Bretlandsmarkaður er stærsti markaður íslenskra sjávarafurða.
- Í þjóðhagsspá sem birtist í síðustu *Peningamálum* var reiknað með um 4% magnaukningu í útflutningi sjávarafurða á þessu ári og óbreyttu magni árið 2008. Við þá skerðingu sem að ofan greinir hefur þessum forsendum verið breytt þannig að nú er reiknað með 1% magnaukningu á þessu ári en 6% samdrætti í magni á næsta ári. Sem jafnan fyrr eru þessar forsendur háðar verulegri óvissu og skal bent á að mikil óvissa er um loðnustofninn og aflinn mjög sveiflukenndur milli ára. Miklu skipti varðandi aflaverðmæti og útflutningsmagn á næsta ári hvernig loðnaflinn mun verða.

Oliuverð helst hátt en álverð mun líklega gefa nokkuð eftir á næstu tveimur árum

Oliuverð hefur hækkað nokkuð frá því í janúar sl. og var það um miðjan júnímánuð u.þ.b. 12% hærra en meðalverð í desember 2006. Verðlagning framvirkra samninga í olíu bendir til þess að núverð hækki fram á árið 2008. Samkvæmt því má búast við háu eldsneytisverði næstu tvö árin. Ástæða þessarar þróunar er að OPEC-ríkin hafa ekki fallist á að auka framboð á olíu í takt við vaxandi eftirspurn sem hefur aukist meira en væntingar stóðu til. Þá hefur framleiðsluaukning olíuframleiðslulanda sem standa utan við OPEC ekki verið í samræmi við væntingar. Því er reiknað með að oliuverð á þessu ári verði um 3% hærra en meðalverð árið 2006, hækki um 8% á næsta ári en standi því sem næst í stað árið 2009.

Mynd II-9

Heimsmarkaðsverð á hráolíu
Mánaðarlegar tölur janúar 2002 - desember 2009



Heimildir: Bloomberg, NYMEX, Reuters EcoWin.

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

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Útflutningur vöru og þjónustu	12,0	9,5	5,5	2,4	-7,2	1,0
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	1,0	-6,0	0,0	-3,0	-6,0	0,0
Útflutningsframleiðsla stóriðju	61,9	61,2	1,0	-13,0	11,6	0,2
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	7,0	3,7	2,5	1,6	0,7	0,5
Verð áls í USD ³	10,0	-3,5	-3,0	-3,3	22,3	22,0
Verð eldsneytis í erlendri mynt ⁴	2,9	8,2	-1,0	8,2	1,3	-1,3
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-0,1	0,6	0,0	-4,2	9,0	6,6
Alþjóðleg verðbólga ⁵	1,8	1,9	1,9	-0,1	0,0	0,0
Alþjóðlegur hagvöxtur	2,7	2,4	2,4	0,3	0,0	-0,1
Alþjóðlegir skammtímavextir ⁶	4,4	4,6	4,7	0,3	0,6	0,7

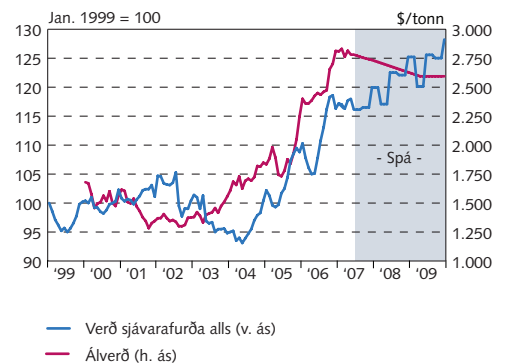
1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2007/1. 3. Spá byggð á framvirku álverði. 4. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði. 5. Spá frá Consensus Forecasts. 6. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Álverð hefur hækkað verulega á undanförunum árum og tvöfaldast frá árinu 2002. Verðhækkunin skýrist einkum af miklum vexti eftirspurnar í Asíu, sérstaklega Kína og Indlandi. Á fyrstu mánuðum þessa árs breyttust ýmsar grunnforsendur á álmarkaði. Í stað umfram eftirspurnar snerist markaðsstaðan í umframframboð. Á fyrsta fjórðungi þessa árs jókst heimsframleiðslan um 12% en eftirspurn um 9,5% milli ára. Þetta olli því að framvirkt verð í febrúar sl. fyrir árin 2008 og 2009 snarféll. Meginástæðan á bak við þennan umsnúning, frá umframeftirspurn í -framboð, var gríðarlega mikil framleiðsluaukning í Kína, en ársaukningin hefur verið um og yfir 40% sl. mánuði. Síðustu tvo mánuði hefur framleiðsluhalli aftur gert vart við sig og hlutfall milli birgða og notkunar lækkað. Spurn eftir áli er víðast hvar sterk eða vaxandi um þessar mundir nema í Bandaríkjunum. Talið er að svo verði a.m.k. út þetta ár. Sterk eftirspurn kemur frá bíla- og byggingariðnaði í Evrópu og Japan, frá aukinni flugvélaframleiðslu og framleiðslu á ýmsum varanlegum neysluvörum. Samkvæmt framvirkum samningum mun álverð taka að lækka lítils háttar á fyrri hluta

Mynd II-10

Verð á sjávarafurðum (í erl. gjaldmiðli) og áli



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

næsta árs og fara lækkandi árin 2008 og 2009. Ýmsir greiningaraðilar telja að áframhaldandi sterkur vöxtur eftirspurnar á sama tíma og dregur úr vexti álframleiðslu í Kína muni valda því að verðið taki að hækka á ný árið 2010. Í þjóðhagsspánni nú er reiknað með að álverð í ár verði að meðaltali um 10% hærra en á árinu 2006 en lækki um 3½% 2008 og um 3% árið 2009. Í þjóðhagsspá sem birt var í síðasta hefti *Peningamála* var hins vegar gert ráð fyrir mun meiri verðlækkun á árunum 2008 og 2009 eða um 25% hvort ár í samræmi við nýjstu framvirk verð á þeim tíma. Viðskiptakjörin munu því ekki versna í þeim mæli sem þá var spáð. Í stað talsvert versnandi viðskiptakjara á þessu ári og næstu tveimur árum er nú í stórum dráttum gert ráð fyrir óbreyttum viðskiptakjörum vöru- og þjónustuviðskipta á spátímabilinu.

III Fjármálaleg skilyrði

Birting stýrivaxtaspár í síðasta hefti *Peningamála* hefur haft tilætluð áhrif á væntingar markaðsaðila til peningastefnunnar sem hafa færst mjög nærri stýrivaxtaferli marsspárinnar. Aukin upplýsingagiöf virðist því hafa greitt fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið og aukið áhrifamátt hennar. Aðhald peningastefnunnar hefur aukist miðað við raunstýrivexti sem eru reiknaðir út frá liðinni verðbólgu eða verðbólguvæntingum almennings, en þeir hafa lækkað lítillega miðað við verðbólguálag ríkisbréfa til u.þ.b. fjögurra ára. Meiri verðbólga en gert var ráð fyrir í marsspánni leiðir hins vegar til þess að raunstýrivextir verða lægri á þessu ári en áætlað var í síðustu *Peningamálum*. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa hefur haldist há frá því að ríkisstjórnin tilkynnti um fyrirhugaða lækkun óbeinna skatta. Það hefur þó ekki skilað sér í verulegri hækkun útlánsvaxta íbúðalánasjóðs, sem hafa lítið lækkað frá tilkynningunni. Útlit er fyrir að stýrivextir í helstu viðskiptalöndum Íslands hækki á næstunni eftir töluverða hækkun undanfarna mánuði. Vextir til meðallangs og langs tíma hafa hækkað umtalsvert frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Áhrif erlendra vaxta á íslenskt efnahagslíf hafa aukist samhliða auknum vaxtamunarviðskiptum, auk þess sem hlutfall gengistryggðra lána af heildarútlánum heimila hefur aukist. Gengi íslensku krónunnar hefur hækkað frá ársbyrjun. Líklegt er að væntingar um að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en áður var gert ráð fyrir hafi haft töluverð áhrif. Eins og oft áður hefur gengi krónunnar þó hreyfst líkt og annarra hávaxtagjaldmiðla, t.d. nýsjálensks dals, sem bendir til þess að aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafi haft mikil áhrif.

Raunstýrivextir hafa hækkað vegna lækkunar verðbólgu

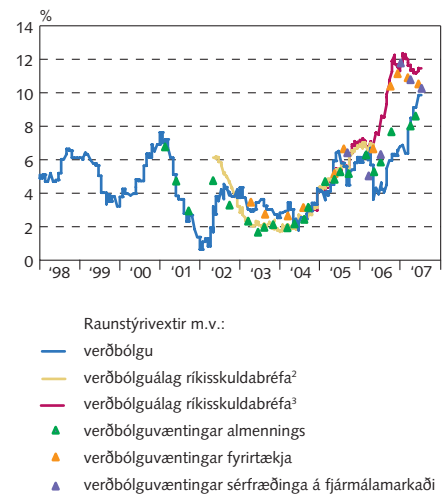
Stýrivöxtum hefur verið haldið óbreyttum frá desember í fyrra. Raunstýrivextir miðað við liðna verðbólgu hafa hins vegar hækkað um tæplega 2 prósentur frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Vegur þar þungt tímabundin lækkun verðbólgu sökum lækkunar óbeinna skatta. Raunstýrivextir miðað við verðbólguvæntingar almennings hafa einnig hækkað lítillega en lækkað miðað við verðbólguálag ríkisbréfa til u.þ.b. fjögurra ára. Verðbólguvæntingar markaðsaðila lækkuðu í kjölfar tilkynningar ríkisstjórnarinnar um lækkun óbeinna skatta og vörugjalda. Verðbólga hefur hins vegar ekki hjaðnað eins hratt og vænst var. Því hafa verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði og meðal fyrirtækja hækkað á ný.

Birting stýrivaxtaferils virðist greiða fyrir miðlun peningastefnunnar

Undanfarin ár hafa væntingar markaðsaðila um stýrivexti verið töluvert frábrugðnar sýn Seðlabankans. Í ársbyrjun mátti þó sjá að skilin þar á milli höfðu minnkað. Þá fór að draga úr áhrifum erlendra útgáfu á skuldabréfum í íslenskum krónum og öðrum þáttum sem höfðu gert mat á væntingum markaðsaðila með framvirkum vöxtum erfitt. Í síðustu útgáfu *Peningamála* birti Seðlabankinn í fyrsta sinn stýrivaxtaferil sérfræðinga bankans. Þrátt fyrir að lítil reynsla sé komin á þetta fyrirkomulag bendir þróun undanfarinna mánaða til þess að

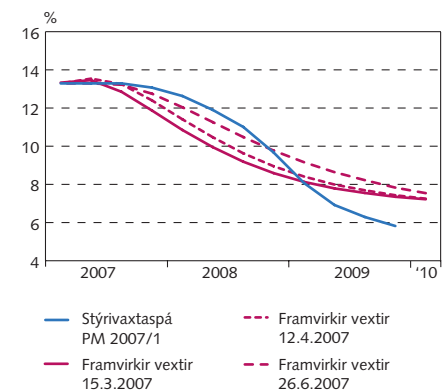
Mynd III-1
Raunstýrivextir¹

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 3. júlí 2007



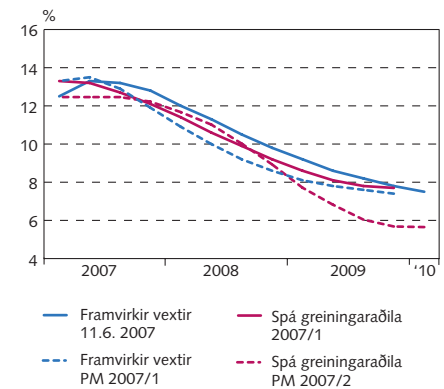
1. Stýrivöxtum hefur verið umbreytt í ávöxtun. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RÍKB 13 0517 og RÍKS 15 1001. 3. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RÍKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2
Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010



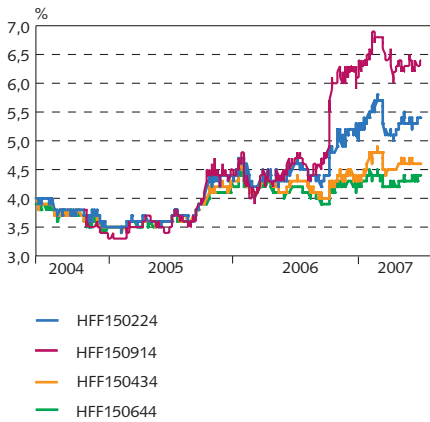
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3
Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum og spám greiningaraðila
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010



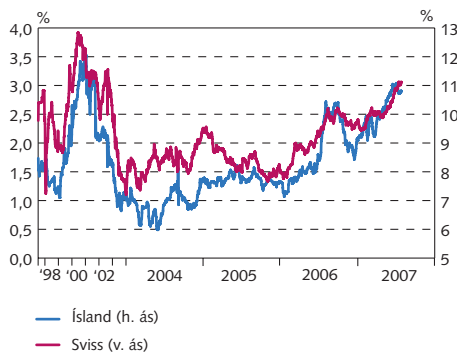
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4
Ávöxtun íbúðabréfa
Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 3. júlí 2007



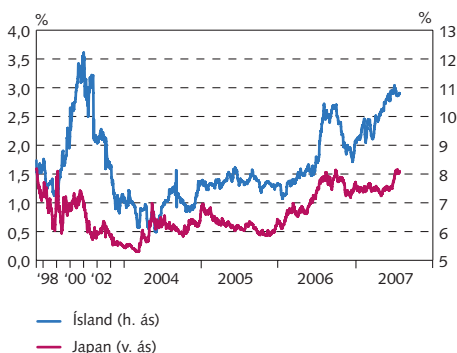
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5
Ávöxtunarkrafa 5 ára ríkisskuldabréfa
á Íslandi og í Sviss
Daglegar tölur 9. júlí 1997 - 3. júlí 2007¹



1. Vikulegar tölur fram til ársins 2004.
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6
Ávöxtunarkrafa 5 ára ríkisskuldabréfa
á Íslandi og í Japan
Daglegar tölur 9. júlí 1997 - 3. júlí 2007¹



1. Vikulegar tölur fram til ársins 2004.
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

bankanum hafi tekist að gefa skýrari skilaboð um stefnuna í peningamálum. Væntingar markaðsaðila um stýrivaxtaferilinn sem lesa má út frá framvirkum vöxtum eru nú svipaðar og stýrivaxtaferillinn í síðustu grunnsþá Seðlabankans. Þegar litið er lengra en tvö ár fram á við skilur þó aðeins á milli væntinga markaðsaðila annars vegar og stýrivaxtaferils grunnsþárinna hins vegar. Markaðsaðilar gera ráð fyrir að stýrivöxtum verði haldið nokkuð háum lengur en reiknað var með í síðustu grunnsþá. Ástæða þess er líklega sú að þeir gera ráð fyrir nýjum stóriðju- og virkjanaframkvæmdum sem ekki var reiknað með í grunnsþám Seðlabankans. Í því tilviki kann stýrivaxtaferill fráviksdæmis með stóriðjuframkvæmdum að vera eðlilegri samanburður (sjá t.d. rammagrein IX-2).

Greiningaraðilar virðast gera ráð fyrir töluvert lægri stýrivöxtum frá miðju næsta ári en lesa má út frá framvirkum vöxtum. Það er í fyrsta skipti frá því að Seðlabankinn hóf framkvæmd slíkra kannana að greiningaraðilar gera ráð fyrir lægri stýrivöxtum en lesa má út frá framvirkum vöxtum. Spá greiningaraðila er lítið frábrugðin þeim stýrivaxtaferli sem birtur var í síðustu *Peningamálum* þrátt fyrir að flestir greiningaraðilar geri ráð fyrir frekari virkjanaframkvæmdum.

Útlánsvextir íbúðalánasjóðs hafa ekki fylgt þróun ávöxtunarkröfu íbúðabréfa

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa hækkaði í október þegar tilkynnt var um fyrirhugaða lækkun óbeinna skatta. Tveir skemmri flokkarnir hækkuðu mest í kjölfar tilkynningarinnar. Því mátti búast við að hækkunin gengi að miklu leyti til baka mánuðina á eftir. Hún gekk þó minna til baka en fyrir fram var gert ráð fyrir. Líklega hafa væntingar um hærri raunstýrivexti á líftíma bréfanna en áður var reiknað með stuðlað að því að ávöxtunarkrafa skemmstu íbúðabréfanna hefur haldist há. Þrátt fyrir að ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hafi hækkað um 0,4-2,3 prósentur frá því að ríkisstjórnin tilkynnti um lækkun óbeinna skatta eru útlánsvextir íbúðalánasjóðs aðeins 0,1 prósentu hærri en fyrir tilkynninguna.

Útlit fyrir hækkun vaxta á erlendum mörkuðum

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hafa stýrivextir á evrusvæðinu, í Bretlandi og víðar verið hækkaðir um 0,25 prósentur. Reikna má með frekari vaxtahækkunum í þessum löndum á árinu sem og í Japan. Væntingar um lækkun stýrivaxta í Bandaríkjunum hafa gengið til baka. Út frá framvirkum vöxtum má einnig greina væntingar um hærri vexti í þessum löndum í viðbót við umtalsverða hækkun vaxta til meðallangs og langs tíma upp á síðkastið. Samþætting íslensks og erlendra fjármálamarkaða hefur aukist til muna og hafa áhrif erlendar vaxtaþróunar hér á landi aukist bæði sökum aukinnar erlendar lán-töku heimila og fyrirtækja og sívaxandi vaxtamunarviðskipta.

Gengi krónunnar hefur hækkað það sem af er ári

Gengi krónunnar hefur hækkað frá byrjun árs og raungengi færst fjær langtímaþvægi. Líkt og fjallað var um hér að framan gera markaðsaðilar nú ráð fyrir að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en þeir gerðu ráð fyrir í upphafi árs og styður það við gengi krónunnar.

Erlendir vextir hafa farið hækkandi og vaxtamunur því minnkað. Það hefur þó ekki leitt til lækkunar á gengi krónunnar enn sem komið er. Vaxtamunur á milli Íslands og evrusvæðisins að teknu tilliti til vænts gengisflökts (e. carry-to-risk-ratio), hækkaði skarpt frá janúarbyrjun til maíloka. Því koma mikil umsvif vaxtamunarviðskipta á því tímabili ekki á óvart. Nokkur lækkun hefur átt sér stað í júní, e.t.v. vegna minnkandi vaxtamunar. Minnkandi vaxtamunur gæti dregið úr hvatanum til vaxtamunarviðskipta með fjáreignir í krónum. Fylgni gengis krónunnar við aðra hávaxtagjaldmiðla á borð við nýsjálenska dalinn hefur aukist í kjölfar aukinna vaxtamunarviðskipta. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur nýsjálenski dalurinn hækkað eins og krónan. Útgáfa erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum hefur haft minni áhrif á gengi krónunnar á útgáfudögum en undanfarin misseri. Gæti það að hluta stafað af því að verið sé að endurfjármagna samninga sem komnir hafa verið á gjalddaga. Þrátt fyrir minni áhrif þessara bréfa á útgáfudegi er ljóst að útgáfan styður við gengi krónunnar. Þá er ljóst að margir erlendir fjárfestar fara nýjar leiðir í vaxtamunarviðskiptum með fjáreignir í krónum. Almenn viðskipti af því tagi hafa líklega aukist frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Framvirk staða bankanna hefur aukist undanfarna mánuði og þ.a.l. er orðið dýrara að taka stöðu á móti krónunni.

Framboð lánsfjár hefur aukist það sem af er ári, helst á gengistryggðum lánnum

Í lok febrúar var hámarkslánshlutfall lána Íbúðalánasjóðs hækkað úr 80% í 90% og hámarksfjárhæð almennra lána úr 17 í 18 m.kr. Lánshlutfallið og hámarksfjárhæðin voru því færð í sama horf og þau voru áður en ríkisstjórnin greip til aðgerða í efnahagsmálum í lok júnímánaðar 2006. Á svipuðum tíma jókst einnig framboð lánsfjár hjá viðskiptabönkunum. Hörð samkeppni þeirra við Íbúðalánasjóð hefur leitt til þess að þeir hafa ekki getað hækkað útlánsvexti verðtryggðra íbúðalána þrátt fyrir hækkandi ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa.¹ Það kann að hafa leitt til þess að framboð gengistryggðra útlána hefur aukist, en á því sviði eru bankarnir óháðir samkeppni frá Íbúðalánasjóði. Mikill vaxtamunur og umræða um háa vexti hafa líklega einnig stuðlað að aukinni gengistryggðri lántöku heimila og fyrirtækja.

Áhætta af erlendra lántöku hefur aukist ...

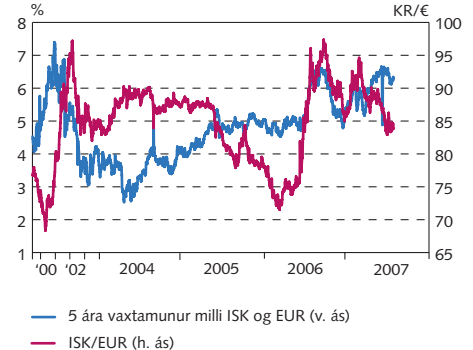
Vöxtur útlána lánakerfisins náði sögulegu hámarki á síðasta fjórðungi sl. árs, en á fyrsta fjórðungi þessa árs hægði verulega á honum. Er hann nú svipaður og undir árslok 2004. Vöxtur útlána innlánsstofnana hefur þó aukist á ný undanfarna mánuði. Vöxtur gengisbundinna útlána heimila að teknu tilliti til gengisbreytinga hefur verið mikill frá ársbyrjun 2005, einkum undanfarið ár. Þótt gengislækkun krónunnar á sl. ári hafi aukið greiðslubyrði erlendra lána virðast lántakendur hafa talið litla hættu á frekari gengislækkun, enda ætti lægra raungengi jafnan að fela í sér hagstæðari skilyrði til lántöku í erlendum gjaldmiðlum til langs tíma lítið. Nú er meðalgengi krónu hins vegar orðið mun hærra á ný, án þess að verulega hafi dregið úr eftirspurninni.

1. Verðtryggðir meðalvextir banka og sparisjóða hafa hækkað meira en verðtryggðir vextir íbúðalána.

Mynd III-7

5 ára vaxtamunur og gengi krónunnar gagnvart evru

Daglegar tölur 1. júlí 1999 - 3. júlí 2007¹

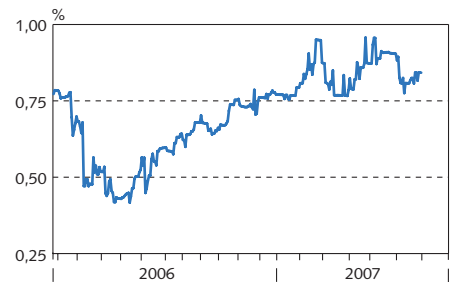


1. Vikulegar tölur fram til ársins 2004. Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Vaxtamunur að teknu tilliti til vænts gengisflökts¹

Daglegar tölur 25. janúar 2006 - 3. júlí 2007

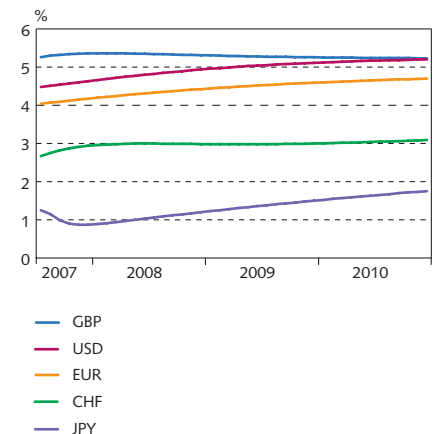


1. Hlutfall þriggja mánaða vaxtamunar á peningamarkaði á Íslandi og evrusvæði af afleiðdu flökki á ISK/EUR valréttum. Heimild: Bloomberg.

Mynd III-9

Framvirkir vextir

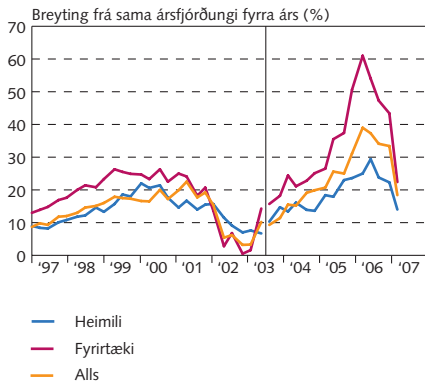
Mánaðarlegar tölur júlí 2007 - júlí 2010



Heimild: Reuters.

Mynd III-10
Útlánaaukning lánakerfisins¹

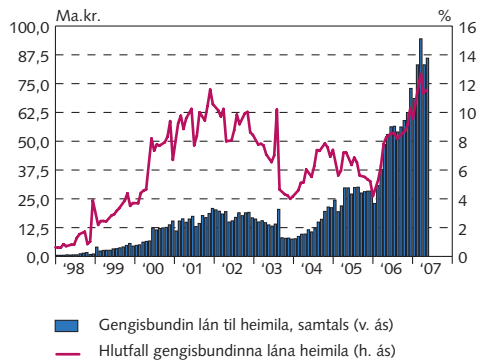
1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2007



1. Vegna breytingar á lánaflokkum eru tölur frá og með þriðja ársfjórðungi 2003 ekki fyllilega sambærilegar við eldri tölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

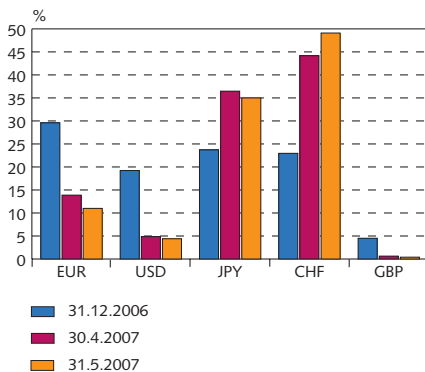
Mynd III-11
Gengisbundin útlán innlánsstofnana til heimila og hlutfall þeirra af heildarútlánum

Mánaðarlegar tölur janúar 1998 - maí 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12
Myntsamsetning erlendra lána til heimila
Kaupþing, Landsbanki, Glitnir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gjaldmiðlasamsetningin hefur einnig tekið töluverðum breytingum undanfarið hálf t.ár. Um áramót voru lán til heimila í svissneskum og japönskum jenum 47% gengistryggðra útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna en um 85% í maímánuði.

... einkum sökum aukins vægis lágvaxtagjaldmiðla

Aukið vægi lágvaxtagjaldmiðla felur í sér umtalsvert aukna áhættu af þrennum toga. Í fyrsta lagi leiða sveiflur í gengi krónunnar almennt til meiri breytileika greiðslubyrðar gengistryggðra en verðtryggðra lána. Vegna þess að heimilin, ólíkt mörgum fyrirtækjum, eru alla jafna ekki með neinar gengisvarnir, hvorki með tekjuflæði í lántökugjaldmiðli né framvirkum samningum, eru þau berskjölduð fyrir slíkum sveiflum. Í öðru lagi er sérstök áhætta bundin þeim gjaldmiðlum sem veða þyngst um þessar mundir. Í sögulegu samhengi er gengi þeirra veikt og gæti því átt eftir að hækka verulega, einkum gengi japanska jensins. Ef veiking krónunnar færi saman við enn frekari styrkingu þessara gjaldmiðla gæti það haft veruleg áhrif á greiðslubyrði þessara lána. Í þriðja lagi bera þessi lán breytilega vexti sem nú eru sögulega lágir. Lesa má út úr framvirkum vöxtum þeirra gjaldmiðla sem veða rúmlega 95% í gengistryggðum útlánnum þriggja stærstu bankanna til heimilanna þ.e. svissnesks franka, japansks jens og evru, að vænst er verulegrar hækkunar vaxta á næstu misserum. Þessu til viðbótar má telja verulegar líkur á að hækkun vaxta t.d. í Japan muni leiða til hækkunar á gengi jensins og lækkunar á gengi krónunnar. Áhættuþættirnir eru því innbyrðis tengdir. Mikilvægt er að lántakendur geri sér grein fyrir því.

Þótt gengistryggð lán nemi nú 11-12% af heildarútlánnum innlánsstofnana til heimila ráðast fjármálaleg skilyrði heimilanna enn að langmestu leyti af innlendri vaxtaþróun og framboði lánsfjár.² Öðru máli gegnir um fyrirtæki. Hlutdeild gengistryggðra lána er um 60% af heildarútlánnum innlánsstofnana til fyrirtækja. Mörg fyrirtæki hafa tekjur í erlendum gjaldmiðlum auk þess sem gengisvarnir eru þeim mun aðgengilegri. Gjalddeyrisáhætta sem fólgin er í gengistryggðum útlánnum til fyrirtækja er því oftast en ekki mun minni en til heimilanna. Hjá fyrirtækjum veða áhrif erlendra fjármálalegra skilyrða mun þyngra. Á móti hærri erlendum grunnvöxtum vegur að þau kunna að njóta lægra áhættuálags bankanna að einhverju leyti. Verð skuldtrygginga þeirra er nú svipað og rétt eftir að Moody's hækkaði lánsþæfismat bankanna í febrúar sl. Ætla má að betri vaxtakjara bankanna gæti í útlánsvöxtum sem þeir bjóða heimilum og fyrirtækjum.

2. Hlutfallið fór upp í 13% í mars, en hefur síðan aðeins lækkað vegna gengisbreytinga.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands og greiðslujafnaðartölur Seðlabankans fyrir fyrsta fjórðung ársins virðast við fyrstu sýn gefa vísbendingar um að aðlögun þjóðarþúskaþarins að jafnvægi hafi verið hraðari en Seðlabankinn spáði í mars. Óreglulegir liðir og grunnáhrif vegna mikils vaxtar á fyrsta fjórðungi í fyrra villa mönnum hins vegar sýn. Flestir aðrir hagvísar, t.d. af vinnu- og fasteignamarkaði, benda til kröftugs vaxtar eftirspurnar. Verðbólga hefur verið meiri en spáð var í mars og mun verða áfram næstu mánuði. Það er ótvírætt merki um sterka eftirspurn og leiðir til þess að raunvextir hafa verið og verða lægri til skamms tíma en gert var ráð fyrir í marsspánni. Stýrivaxtaferillinn sem birtur er í þessu hefti *Peningamála* bendir til þess að eigi verðbólgu-markmið Seðlabankans að nást innan ásættanlegs tíma þurfi stýrivextir að vera óbreyttir lengur en gert var ráð fyrir í mars. Breytingar á gengi krónunnar hafa heldur meiri áhrif á aðlögunarferlið í gegnum utanríkisviðskipti en í síðustu spá. Meginhluti aðlögunarinnar á sér þó sem fyrr stað með samdrætti þjóðarútgjalda. Þau dragast saman um 8½% frá þessu ári til ársins 2009, samanborið við 10½% samdrátt í síðustu spá (nánari sundurgreiningu á grunnspánni er að finna í töflu 1 í viðauka 1, bls. 43).

Lægri raunstýrivextir framan af spátímanum en hærrí síðar

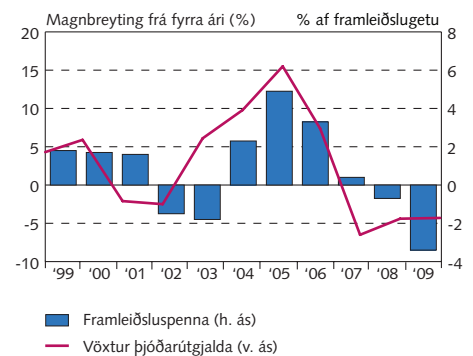
Breytingar sem orðið hafa á framvindu innlestrar eftirspurnar frá marsspánni skýrast einkum af minni vexti á fyrsta fjórðungi ársins en vænst var, meiri hækkun húsnæðisverðs í ár, lægri raunvöxtum, meira launaskriði og nokkru minna atvinnuleysi allt spátímabilið.

Innlend eftirspurn dregst meira saman í ár en spáð var í mars. Helsta ástæðan er að gert er ráð fyrir meiri samdrætti fjárfestingar, sem vegur þyngra en nokkru meiri vöxtur einkaneyslu. Árið 2008 verður samdráttur innlestrar eftirspurnar hins vegar rúmum tveimur prósentum minni en í síðustu spá. Gætir þar m.a. áhrifa þess að raunvextir verða lægri en reiknað var með áður, sem ásamt hagstæðari þróun eignaverðs og kaupmáttar leiðir til þess að samdráttur fjárfestingar og einkaneyslu verður töluvert minni en spáð var í mars. Meira peningalegt aðhald á seinni hluta spátímabilsins en í síðustu spá verður hins vegar til þess að þjóðarútgjöld dragast meira saman árið 2009.

Meiri vöxtur einkaneyslu í ár og minni samdráttur á árunum 2008 og 2009

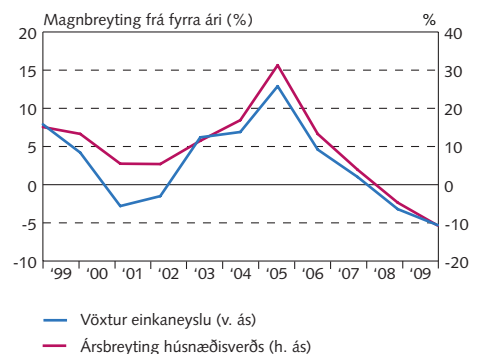
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar dróst einkaneysla á fyrsta fjórðungi ársins saman um 1,2% frá sama ársfjórðungi í fyrra. Ör vöxtur einkaneyslu hefur verið annar megináflvaki hagvaxtar undangengin ár og er þetta í fyrsta skipti í rúm fjögur ár sem samdráttur mælist. Í marsspá bankans var reiknað með að fyrsti fjórðungur ársins yrði hinn síðasti þar sem einkaneysla ykist, en svo tæki við samdráttur út spátímabilið. Við fyrstu sýn virðast bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til hraðari samdráttar einkaneyslu en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Samdrátturinn einskorðast hins vegar við bílakaup. Flestir aðrir

Mynd IV-1
Vöxtur þjóðarútgjalda og framleiðsluspenna 1999-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2
Vöxtur einkaneyslu og þróun húsnæðisverðs 1999-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla IV-1 Vísendingar um einkaneyslu 2006-2007

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Ársfjórðungslegar tölur				Mánuður	Nýjasta tímabil	
	2006:2	2006:3	2006:4	2007:1		Breyting miðað við	
						sama mánuð í fyrra	uppsafnað frá ársbyrjun
Dagvöruvelta (raunbreyting)	6,9	2,3	2,6	7,0	maí	11,1	8,1
Staðvirt kortavelta	5,7	1,5	4,8	1,2	maí	9,9	5,1
þar af innanlands	12,0	9,5	15,3	7,5	maí	27,6	13,1
þar af erlendis	16,4	12,2	-7,3	-16,0	maí	-2,2	-10,1
Staðvirt debetkortavelta	0,7	-4,8	-2,7	-4,8	maí	-4,9	-2,2
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	-15,4	-25,4	-31,8	-40,4	maí	7,4	-26,0
Almennur innflutningur (magnbreyting) ¹	22,4	13,1	9,8	-8,4	apríl	.	-2,0
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ¹	9,3	2,9	-1,0	-14,9	apríl	.	-6,8
Bifreiðar til einkanota ¹	10,9	-1,9	-7,8	-41,9	apríl	.	-34,3
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ¹	9,3	3,1	0,0	-2,3	apríl	.	6,5
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ¹	12,2	8,8	5,2	0,0	apríl	.	8,4
Mat- og drykkjarvörur ¹	5,8	6,1	5,3	8,6	apríl	.	11,9
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) ¹	47,7	32,5	22,1	-6,3	apríl	.	-2,4
Væntingavísitala Gallup	-18,2	-18,3	8,5	7,9	júní	43,8	21,5
Mat á núverandi ástandi	-10,2	-15,2	5,0	2,5	júní	38,0	14,0
Væntingar til sex mánaða	-25,0	-21,3	11,9	12,3	júní	49,5	28,2

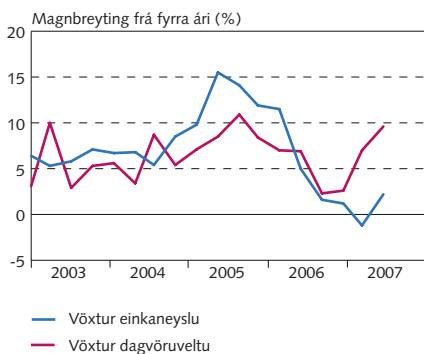
1. Ársfjórðungstölur miðast við tölur sem eru uppsafnaðar frá ársbyrjun til loka hvers ársfjórðungs.

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

Mynd IV-3

Vöxtur einkaneyslu og dagvöruveltu

1. ársfj. 2003- 2. ársfj. 2007¹



1. Vöxtur dagvöruveltu á 2. ársfj. 2007 er meðaltal fyrir apríl og maí, vöxtur einkaneyslu á fjórðungnum er spá Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

þættir einkaneyslunnar eru í nokkrum vexti.¹ Miðað við samdrátt í nýskráningu bíla og hlutdeild bílakaupa í einkaneyslu á síðasta ári má áætla að einkaneysla án bílakaupa hafi aukist um 2-3% frá sama fjórðungi fyrra árs. Flestir hagvísar gefa til kynna nokkurn vöxt einkaneyslu á öðrum fjórðungi ársins (sjá töflu IV-1 og myndir IV-3 og IV-4).

Spáð er 1% einkaneysluvexti í ár, liðlega 3% samdrætti á næsta ári og rúmlega 5% samdrætti árið 2009. Meiri vöxtur einkaneyslu í ár en í marsspánni, þrátt fyrir samdráttinn á fyrsta fjórðungi, skýrist af því að hærra húsnæðisverð og lægri raunvextir en í síðustu spá ýta undir vöxt einkaneyslunnar í ár, í takt við vísendingar á öðrum fjórðungi ársins. Framboð jafnt sem spurn eftir lánsfé virðast einnig hafa aukist að undanfögnu. Einkum virðist eftirspurn eftir gengisbundnum lánnum hafa aukist, eða bankarnir beint eftirspurninni í þann farveg. Meiri kaupmáttur ráðstöfunartekna og minna atvinnuleysi stuðla einnig að meiri einkaneyslu allt spátímabilið samanborið við marsspána. Því dregst einkaneysla minna saman næstu tvö árin en í síðustu spá.

Minni samdráttur fjárfestingar á spátímabilinu

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar dróst fjárfesting saman um rúm 28% á fyrsta fjórðungi ársins. Þar af dróst fjárfesting atvinnuleyganna saman um 41% og opinber fjármunamyndun um 7%, en

1. Sökum sterkra grunnáhrifa þarf að túlka samdrátt einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins af mikilli varúð. Ársvöxturinn á fyrsta fjórðungi síðasta árs var mjög mikill eða 11,5% og hafði vöxturinn frá fyrra ári þá verið á annan tug prósentna um nokkurt skeið. Árstíðarleiðréttar tölur sýna lítills háttar vöxt á fyrsta fjórðungi ársins, bæði frá fyrra ári og ársfjórðungnum á undan.

Íbúðafjárfesting jókst hins vegar um 6,6% frá sama fjórðungi fyrra árs. Óreglulegir liðir og grunnáhrif mikils vaxtar hafa sterk áhrif á þessar áætlanir.²

Tafla IV-2 Spá um fjármunamyndun og breyting frá marsspánni

	Spá Peningamála 2007/2 ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Fjármunamyndun	-25,6	-15,8	-8,9	-3,2	6,9	-3,1
Atvinnuvegafjárfesting	-37,7	-30,2	-14,1	-6,9	8,7	-3,3
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	1,2	-9,2	-9,9	5,8	-0,3	-1,2
Fjárfesting hins opinbera	5,9	37,7	4,5	8,0	-2,0	-5,1

1. Magnbreytingar frá fyrra ári (%).

Samdráttur fjárfestingar skipar veigamikinn sess í aðlögun þjóðar-
búskaparins að jafnvægi. Hún dregst saman allt spátímabilið, en fjór-
um prósentum minna en í síðustu spá. Hlutfall fjármunamyndunar af
landsframleiðslu lækkar eigi að síður álíka mikið og í síðustu spá, eða í
því sem næst fimmtung á seinni hluta spátímabilsins.

Þróun raunvaxta og skráning flugvéla skýra breytingar á spá um atvinnuvegafjárfestingu

Spáð er tæplega 38% samdrætti atvinnuvegafjárfestingar í ár, 30%
samdrætti á næsta ári og um 14% samdrætti árið 2009. Sjö prósent-
um meiri samdráttur í ár en í síðustu spá skýrist einkum af fyrr-
greindum samdrætti á fyrsta fjórðungi ársins (sjá neðanmálgrein 2).
Fjárfesting í ál- og orkuverum er talin nema um 52 ma.kr. á þessu ári
líkt og í síðustu spá. Líðlega 60 ma.kr. lækkun stóriðjufjárfestingar frá
síðasta ári og flugvélasala upp á rúma 9 ma.kr. skýra 38% samdrátt
atvinnuvegafjárfestingar í ár að miklu leyti. Áfram er gert ráð fyrir
mikilli fjárfestingu vegna uppbyggingar verslunarmiðstöðva, stórmark-
aða, skrifstofuhúsnæðis og ráðstefnu- og tónlistarhúss á austurbakka
Reykjavíkurhafnar. Hins vegar er gert ráð fyrir að stærstum hluta frek-
ari fjárfestingaráforma í sjávarútvegi verði slegið á frest.

Árið 2008 verður samdráttur fjárfestingar rúmlega átta prósent-
um minni en í síðustu spá. Skýrist það einkum af lægri raunvöxtum
vegna meiri verðbólgu og hærri verðbólguvæntingum en í mars-
spánni. Atvinnuvegafjárfesting dregst meira saman á árinu 2009, enda
raunvextir á seinni hluta spátímabilsins hærri en í síðustu spá.

Viðhorf forsvarsmanna fyrirtækja gætu bent til meiri fjárfestingar

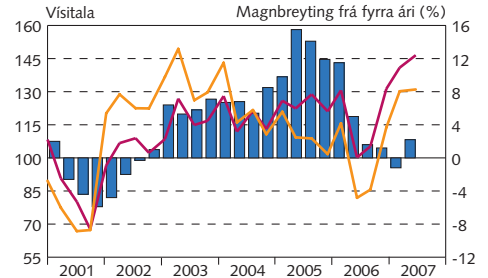
Burtséð frá samdrætti fjárfestingar í ál- og orkuverum, sjávarútvegi
og áhrifum flugvélasölu bendir ýmislegt til þess að önnur fjárfesting
sé í töluverðum vexti. Svör forsvarsmanna stærstu fyrirtækja landsins
í könnun Capacent Gallup í maí gefa til kynna mikla bjartsýni meðal

2. Útflutningur flugvéla að verðmæti tæplega 10 ma.kr. er skráður sem neikvæð atvinnu-
vegafjárfesting í þjóðhagsreikningum Hagstofunnar og mælist atvinnuvegafjárfesting sem
því nemur minni á fyrsta fjórðungi. Án þessara flugvéla, sem keyptar voru til landsins árið
áður, en rötuðu ekki inn í þjóðhagsreikninga Hagstofunnar, hefði samdráttur atvinnuega-
fjárfestingar verið um tveimur tugum prósentna minni og samdráttur heildarfjárfestingar
hellingi minni. Þegar þessi liður er dreginn frá eru niðurstöðurnar í betra samræmi við
síðustu spá.

Mynd IV-4

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

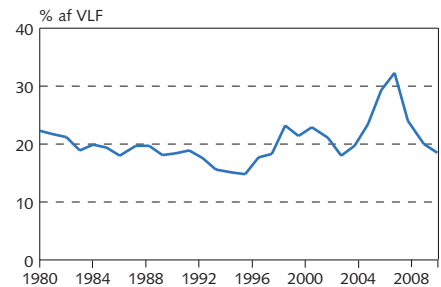
1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2007¹



1. Vöxtur einkaneyslu á 2. ársfjórðungi 2007 er spá Seðlabankans.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-5

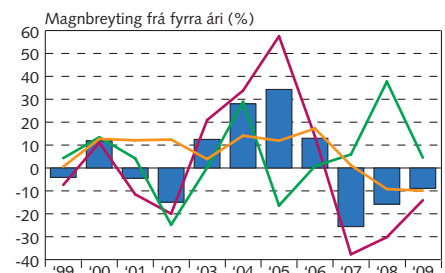
Fjármunamyndun sem hlutfall af vergri
landsframleiðslu 1980-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Vöxtur fjármunamyndunar og helstu
undirflokka hennar 1999-2009¹

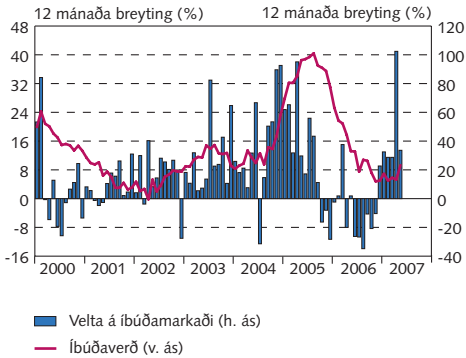


1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

Velta og verð á húsnæðismarkaði
á höfuðborgarsvæðinu

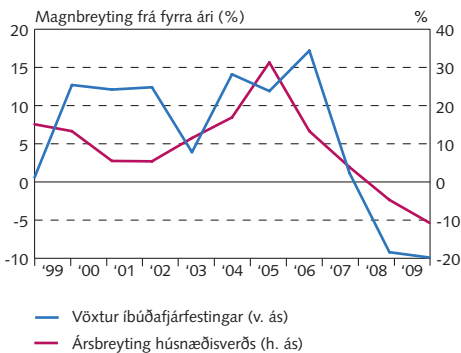
Mánaðarlegar tölur janúar 2000 - maí 2007



Heimild: Fasteignamat ríkisins.

Mynd IV-8

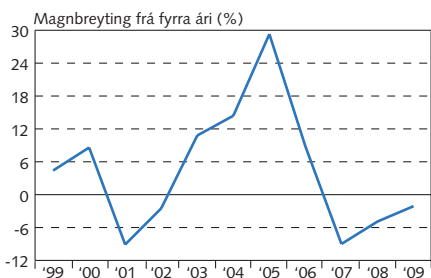
Vöxtur íbúðafjárfestingar og
þróun húsnæðisverðs 1999-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

Vöxtur innflutnings 1999-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

stjórnenda á horfur í efnahagslífinu. Vísitala efnahagslífsins hefur aldrei mælst hærrí. Telja 84% stjórnenda fyrirtækja aðstæður í efnahagslífinu vera góðar. Einungis 1,5% þeirra telja aðstæður vera slæmar. Hins vegar lækkar vísitala efnahagslífsins til sex mánaða frá síðustu könnun. Að fleiri fyrirtæki telji að aðstæður verði þá verri endurspeglar góða stöðu nú. Fyrirtæki í fjármála- og tryggingastarfsemi eru afar bjartsýn og telja 13% þeirra að aðstæður í efnahagslífinu verði miklu betri eftir sex mánuði. Athygli vekur að 31% sjávarútvegsfyrirtækja telur að aðstæður verði þá nokkru betri, sem skýrist eflaust af væntingum um gengislækkun krónunnar.

Vísitala innlestrar eftirspurnar hækkar einnig eilítið frá síðustu könnun og telja stjórnendur tæplega 50% fyrirtækja að innlend eftirspurn aukist á næstu sex mánuðum og einungis rúmlega 5% telja að hún minnki. Fyrirtæki í fjármála- og tryggingastarfsemi og verslunargeiranum eru mjög bjartsýn á þróun innlestrar eftirspurnar en stjórnendur 57% fyrirtækja í fjármálastarfsemi og 66% verslana telja að hún aukist.

Þessi svör stjórnenda gætu verið vísbending um að samdráttur fjárfestingar verði ekki jafn hraður og gert er ráð fyrir í spánni. Nokkur vöxtur innflutnings fjárfestingarvöru á fyrstu mánuðum ársins bendir í sömu átt. Tekið er mið af þessum vísbendingum í áhættumati verðbólguþróunarinnar (sjá töflu IX-1).

Spáð er nokkrum vexti íbúðafjárfestingar í ár í stað samdráttar í marsspánni

Í mars var spáð samdrætti íbúðafjárfestingar allt spátímabilið. Frá þeim tíma hefur fasteignamarkaðurinn hins vegar sótt í sig veðrið, íbúðaverð hækkað og velta aukist ört. Innflutningur byggingarefnis og sementssala benda einnig til töluverðrar uppsveiflu íbúðafjárfestingar undanfarna mánuði. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst íbúðafjárfesting um 6,6% á fyrsta fjórðungi ársins. Nú er spáð rúmlega 1% vexti íbúðafjárfestingar í ár, 9% samdrætti á næsta ári og 10% samdrætti árið 2009. Áætlað er að húsnæðisverð hækki um 4% að nafnvirði í ár en lækki nokkuð ört eftir það.

Minni samdráttur innflutnings en í síðustu spá

Innflutningur dregst minna saman á spátímabilinu en í síðustu spá, þótt munurinn sé óverulegur nema í ár. Minni samdráttur á árunum 2008 og 2009 helst í hendur við minni samdrátt þjóðarútgjalda en spáð var í mars. Minni samdráttur í ár skýrist af herra gengi og meiri einkaneyslu.

Enginn hagvöxtur næstu þrjú árin eftir 10% vöxt síðastliðin þrjú ár

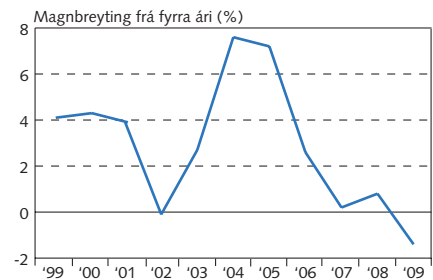
Kraftmikið hagvaxtarskeið er að baki og tímabil aðlögunar er hafið. Á árunum 2004 til 2006 jókst landsframleiðslan að raunvirði um 10%. Nú er spáð að hún verði nánast óbreytt frá yfirstandandi ári til ársins 2009. Hagvaxtarhorfur eru ívið lakari en í síðustu spá, einkum á yfirstandandi ári og árið 2009. Hagvöxtur verður hverfandi á þessu ári samkvæmt spánni, eða einungis um 0,2%. Munurinn frá síðustu spá skýrist af meiri samdrætti þjóðarútgjalda í nýrri spá. Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár eru nánast óbreyttar frá síðustu spá en þá er spáð 0,8%

vexti. Samdráttur innlestrar eftirspurnar er mun minni en í marsspánni en á móti kemur að framlag utanríkisviðskipta er töluvert neikvæðara. Vöxtur útflutnings er um sjö prósentum minni og samdráttur innflutnings er litlu minni. Meiri samdráttur landsframleiðslu árið 2009 en spáð var í mars, eða 1,4% á móti 1%, skýrist af meiri samdrætti innlestrar eftirspurnar. Samdráttur landsframleiðslunnar á árinu 2009 verður fyrir vikið meiri þótt framlag utanríkisviðskipta sé jákvæðara en í síðustu spá.

Slaki myndast hálfu ári fyrir en í síðustu spá

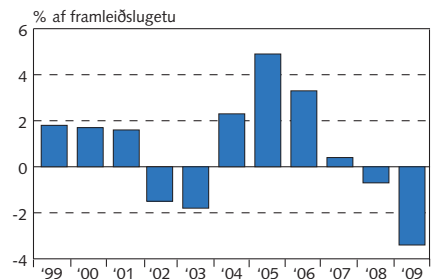
Samkvæmt spánni hefur framleiðsla u.þ.b. aðlagast framleiðslugetu á fyrri hluta næsta árs, eða hálfu ári fyrir en í síðustu spá. Lakari hagvaxtarhorfur og endurskoðun á framleiðslugetu flýta fyrir hjöðnun framleiðsluspennunnar. Lækkun afskriftahlutfalls fjármagnsstofnsins frá síðustu spá er jákvæð fyrir stærð og vöxt framleiðslugetunnar og stuðlar að lækkun framleiðsluspennu. Lækkun metinnar framleiðsluspennu úr 1% í 0,4% af framleiðslugetu í ár skýrist þó nær eingöngu af minni hagvexti en spáð var í mars. Á næsta ári er gert ráð fyrir 0,7% slaka, samanborið við 0,3% spennu í síðustu spá. Hér skiptir endurmat á framleiðslugetu þjóðarbúsins meira máli enda hagvaxtarhorfur nánast óbreyttar, eins og áður segir. Á árinu 2009 leggjast aukin framleiðslugeta og minni hagvöxtur en í síðustu spá á eitt og mat á framleiðsluspennu lækkar í um 3½% slaka. Slakinn nær hámarki í lok spátímans en tekur að minnka aftur á öðrum fjórðungi 2010.

Mynd IV-10
Hagvöxtur 1999-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11
Framleiðsluspenna 1999-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fyrir hverja útgáfu *Peningamála* gerir Seðlabankinn könnun á mati sérfræðinga á horfum í efnahagsmálum. Könnunin var gerð um miðjan júní og voru þátttakendur greiningardeildir Glitnis hf., Kaupþings hf. og Landsbanka Íslands hf. Helstu breytingar frá spá sömu aðila í mars sl. eru að þeir spá meiri verðbólgu og minni hagvexti á þessu ári. Að ári liðnu búast þeir við sterkara gengi krónunnar, hærri stýrivöxtum og meiri hækkun fasteignaverðs en í síðustu spá.

Verri verðbólguhorfur til skamms tíma

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa versnað frá síðustu könnun í mars. Sérfræðingarnir spá að verðbólga verði 4,4% milli ársmeðaltala 2006 og 2007, sem er svipað og í grunnspá Seðlabankans. Í grunnspánni er hins vegar gert ráð fyrir að undirliggjandi verðbólga verði rúmlega 6% á þessu ári.¹ Meðalspá sérfræðinga greiningardeilda um verðbólgu milli ársmeðaltala 2007 og 2008 er svipuð spá þeirra fyrir síðustu útgáfu *Peningamála* eða 3,6%. Flestir búast við því að verðbólga verði nálægt verðbólgu markmiði Seðlabankans á árinu 2009 og meðalspáin um verðbólgu milli ársmeðaltala 2008 og 2009 er 3%. Verðbólga lækkar hraðar í grunnspá Seðlabankans enda gert ráð fyrir nokkru hærri stýrivöxtum á næsta ári og verðbólga því nálægt markmiði í lok ársins 2008.

Hagvöxtur glæðist á næsta ári

Sérfræðingarnir reikna með töluvert minni hagvexti á þessu ári en í síðustu könnun og hljóðar meðalspáin upp á 1,3% hagvöxt. Í grunnspá Seðlabankans er hins vegar búist við hraðari aðlögun efnahagslífsins og hagvöxtur því einungis 0,2%. Einn svarenda telur

1. Miðað við vísitölu neysluverðs án áhrifa lækkunar virðisaukaskatts.

Rammagrein IV-1

Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

einnig að hagvöxtur verði hverfandi á þessu ári. Sérfræðingarnir eru sammála um að hagvöxtur glæðist nokkuð á árinu 2008 og hækki í um 3,5%. Ef lítið er til ársins 2009 búast þeir að meðaltali við tæplega 3% hagvexti. Grunnspá Seðlabankans er nokkuð frábrugðin. Spáð er tæplega 1% hagvexti á næsta ári og samdrætti árið 2009. Þess ber hins vegar að gæta að flestir sérfræðingarnir búast við frekari stóriðjuframkvæmdum á næstu árum.

Sérfræðingarnir spá sterkri krónu fram á næsta ár

Gengi krónunnar hefur hækkað verulega á undanförunum mánuðum. Sérfræðingarnir spá að gengisvísitalan verði að meðaltali rúmlega 120 stig að ári og u.þ.b. 125 stig eftir tvö ár. Sérfræðingarnir meta horfur um gengisþróun eitt ár fram í tímann nokkuð mismunandi. Svörin liggja á bilinu 112-130 stig. Í grunnspá Seðlabankans er gengisþróunin svipuð, gengisvísitalan er að meðaltali tæplega 120 stig á næsta ári en 128 stig á árinu 2009.

Hærri stýrivextir á spátímabilinu

Stýrivaxtaspá sérfræðinganna er nokkurn veginn í samræmi við birtan stýrivaxtaferil í síðustu *Peningamálum*. Stýrivextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í 13,3% síðan í desember sl.² Sérfræðingarnir spá því að stýrivextir verði að meðaltali rúmlega 11% eftir eitt ár, tæplega 7% eftir tvö ár og tæplega 6% eftir þrjú ár. Þeir reikna allir með að stýrivextir verði lækkaðir á síðasta fjórðungi þessa árs.

Ekkert lát á hækkun eignaverðs

Hlutabréfaverð hefur hækkað verulega á undanförunum mánuðum og úrvalsvísitalan slegið hvert metið á fætur öðru. Hinn 20. júní sl. stóð vísitalan í tæpum 8.200 stigum, sem er um 9% hækkun frá miðjum mars. Að meðaltali spá sérfræðingarnir því að úrvalsvísitalan standi í tæpum 9.500 stigum eftir eitt ár og rúmum 10.700 stigum eftir tvö ár.

Húsnæðisverð hefur fylgt sömu þróun að undanförunu, enda yfirleitt jákvæð fylgni milli eignaverðs og gengis krónunnar. Sérfræðingarnir búast að meðaltali við að fasteignaverð hækki um rúmlega 4½% á næstu tólf mánuðum og haldi svo áfram að hækka á spátímabilinu um 2-3% á ári.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2007			2008			2009		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (milli ársmt.)	4,4	4,4	4,5	3,6	2,8	4,3	3,0	2,5	3,8
Hagvöxtur	1,3	0,5	2,0	3,4	2,5	4,2	2,8	2,6	3,0
	Júní 2008			Júní 2009			Júní 2010		
Verðbólga	3,8	3,7	3,9	3,1	2,6	3,9	2,7	2,5	3,2
Gengisvísit. erl. gjaldmiðla	121	112	130	125	122	127	127	125	130
Stýrivextir Seðlabankans	11,3	11,1	11,6	6,8	6,6	7,0	5,8	5,8	5,8
Langtímanafnvextir ²	7,5	6,8	8,4	6,7	6,1	7,6	6,5	6,0	7,2
Langtímaraunvextir ³	3,8	3,8	3,9	3,5	3,4	3,6	3,4	3,3	3,5
Úrvalsvísitala aðallista	9.470	8.750	10.003	10.736	9.800	11.457	12.294	11.000	13.529
Ársbreyting fasteignaverðs	4,6	4,0	5,0	2,1	1,5	2,5	2,7	2,5	3,0

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi, vexti og úrvalsvísitölu. Sínd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%), gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig) og úrvalsvísitölu aðallista (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Glitnis hf., Kaupþings hf. og Landsbanka Íslands hf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í íbúðabréf (HFF150644).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Ný framsetning stýrivaxta tók gildi 21. júní sl. og eru stýrivextir nú settir fram sem nafnvextir í stað ávöxtunar á ársgrundvelli. Stýrivextir eru því 13,3% sem samsvarar 14,25% ársávöxtun. Svörum greiningaraðila hefur því verið umbreytt í nafnvexti til samræmis.

V Opinber fjármál

Horfur eru á heldur betri afkomu hins opinbera á spátímabilinu en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Það skýrist einkum af minni samdrætti einkaneyslu allt spátímabilið og hærra raungengi í ár og á næsta ári, sem ýtir undir innflutning.

Töluverður vöxtur tekna hins opinbera á fyrsta fjórðungi 2007

Hagstofa Íslands birti um miðjan júní þjóðhagsreikninga og yfirlit um opinber fjármál á fyrsta ársfjórðungi 2007. Samkvæmt þeim jukust tekjur hins opinbera að raungildi um 8% frá sama fjórðungi árið 2006, eða 11 ma.kr. Aukninguna má aðallega rekja til meiri tekna ríkissjóðs af skattlagningu fyrirtækja og af óbeinum sköttum. Útgjöld hins opinbera eru talin hafa aukist um 5½% að raungildi á sama tíma vegna meiri launagjalda, tilfærslna og vaxtagjalda af fé til endurlána.¹

Afkoma versnar minna vegna minni samdráttar einkaneyslu

Litlar breytingar hafa orðið á forsendum sem hafa áhrif á opinber fjármál. Ekki eru tölusett útgjaldamarkmið í málefnasamningi nýrrar ríkisstjórnar. Útgjaldaforsendur við spágerð eru því óbreyttar. Afkoma hins opinbera versnar þó minna í ár en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Reiknað er með að afgangur nemi 4,7% af landsframleiðslu í ár, en afkoman versni um sem nemur 8,8 prósentum af landsframleiðslu á næstu tveimur árum. Í mars var reiknað með rýrnun afkomu um 9½ prósentu. Verri afkoma skýrist, eins og áður, einkum af áhrifum efnahagssamdráttar, skattalækkana og breytinga á raungengi og neyslu á tekjur ríkissjóðs. Þá hafa aukin tilfærsluútgjöld og framkvæmdir áhrif á útgjöld. Spár um raungengi og neyslu árin 2007 og 2008 eru þó hagstæðari fyrir ríkistekjur en í mars. Vegna þess að spáð er minni hækkun á hlutfallslegu verði samneyslu, hækkar hlutfall opinberra útgjalda af landsframleiðslu minna árin 2008 og 2009 en samkvæmt *Peningamálum* 2007/1, um 3,6 prósentur í stað 6½ prósentu.

Tafla V-1 Fjármál hins opinbera 2005-2009

% af landsframleiðslu	2005	2006	2007	2008	2009
Tekjur	47,6	46,7	48,4	45,4	42,6
Gjöld	42,3	41,4	43,7	45,6	47,5
Afkoma	5,2	5,3	4,7	-0,2	-4,9
Sveifluleiðrétt afkoma	2,4	3,4	4,5	0,3	-2,8
Hreinar skuldir ¹	4,5	0,8	0,8	1,0	5,2
Heildarskuldir	24,1	30,7	25,9	25,0	28,5

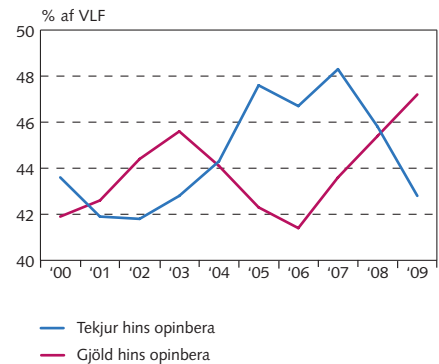
1. Bankainnstæður ríkissjóðs meðtaldar.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, spá Seðlabankans fyrir árin 2007-2009.

1. Á móti vöxtum af fé til endurlána koma vaxtatekjur.

Mynd V-1

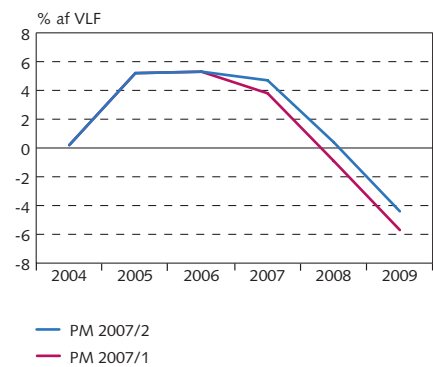
Tekjur og gjöld hins opinbera 2000-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

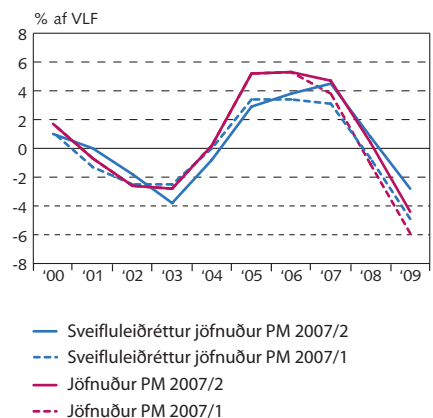
Tekjujöfnuður hins opinbera 2004-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

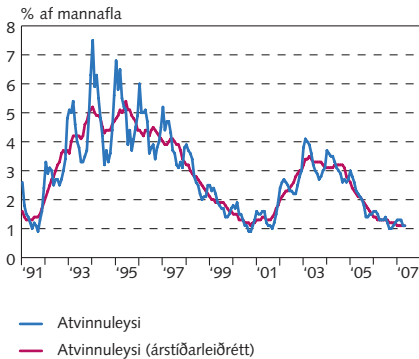
Sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera 2000-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-1

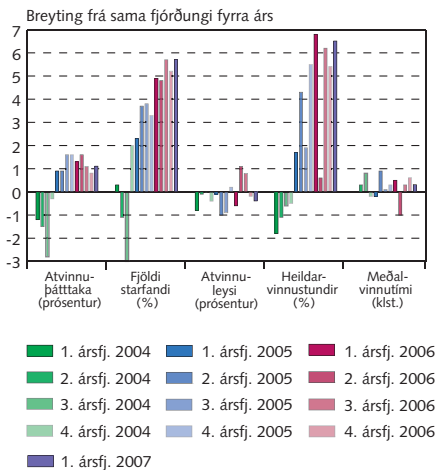
Atvinnuleysi janúar 1991 - maí 2007



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

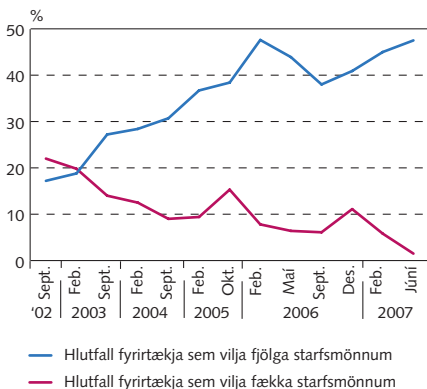
Breytingar á vinnuafli
2003-2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3

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



Heimild: Capacent Gallup.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Spenna á vinnumarkaði hefur aukist frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Atvinnuleysi minnkaði enn í apríl og maí. Vöxtur eftirspurnar eftir vinnuafli virðist síst minni og aldrei hafa eins fá fyrirtæki viljað fækka starfsmönnum. Aukinni eftirspurn er enn að mestu leyti mætt með innflutningi vinnuafls, en vegna hindrana á innflutningi vinnuafls frá löndum utan evrópska efnahagssvæðisins hefur reynst erfitt að bregðast við skorti á sérfræðingum og öðru sérmenntuðu starfsfólki með innflutningi vinnuafls. Launaskrið hefur því aukist og launahækkunarir það sem af er ári verið meiri en reiknað var með í síðustu spá Seðlabankans.

Enn dregur úr atvinnuleysi ...

Skráð og árstíðarleiddrett atvinnuleysi var 1,1% í apríl og maí. Það sem af er ári hefur atvinnuleysi verið 1,2% að meðaltali. Nú er talið að hægar dragi úr spennu á vinnumarkaði en gert var ráð fyrir í marsspánni og að atvinnuleysi verði um ½ prósentu minna á ári út spátím-ann. Spáð er að atvinnuleysi verði að meðaltali um 3% á næsta ári og rétt rúmlega 4% árið 2009.

... og vinnuafslnotkun eykst

Vinnuafslnotkun jókst á alla mælikvarða á fyrsta fjórðungi ársins 2007 frá sama fjórðungi árið á undan samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Ársaukningin var nokkru meiri en í fjórðungnum á undan. Vinnustundum fjölgaði um 6½% frá fyrra ári, starfandi fólki um 5,7% og atvinnuþátttaka jókst um 1,1 prósentu og var 82,2%. Mest aukning var meðal starfandi fólks í yngsta aldurshópnum, 16-24 ára (10,3%), ólíkt því sem var á síðasta ári þegar mest aukning var í aldurshópnum 25-54 ára.

Fleiri fyrirtæki vilja fjölga starfsmönnum

Niðurstöður kannana meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins geta gefið leiðandi vísbendingu um eftirspurn eftir starfsfólki.¹ Niðurstöður könnunar sem gerð var í maí sýna að eftirspurn fyrirtækja eftir starfsfólki hefur aukist töluvert frá því að sambærileg könnun var gerð í febrúar. Rúmt 51% fyrirtækja taldi að skortur væri á starfsfólki í maí en í febrúar voru 40% þeirrar skoðunar. Tæplega helmingur fyrirtækja vildi fjölga starfsmönnum á næstu sex mánuðum, sem er 3 prósentna fjölgun frá febrúar sl. Aldrei hafa jafn fá fyrirtæki viljað fækka starfsmönnum og nú eða aðeins 1½% fyrirtækja. Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga starfsmönnum hefur aðeins einu sinni áður verið jafn hátt og í maí sl. en það var í september 2005.

Töluverður munur er á afstöðu fyrirtækja til fjölgunar starfsmanna eftir staðsetningu. Rúmlega helmingur fyrirtækja á höfuðborgarsvæðinu vill fjölga starfsmönnum en rúmlega þriðjungur fyrirtækja á landsbyggðinni. Í fyrsta skipti frá því að kannanir þessar hófust var ekki munur á vilja fyrirtækja til að fækka starfsmönnum eftir búsetu. Í

1. Könnunin hefur verið gerð reglulega frá því í september árið 2002 fyrir Seðlabanka Íslands, fjármálaráðuneytið og Samtök atvinnulífsins.

fyrri könnunum hafa ætíð mun fleiri fyrirtæki á landsbyggðinni viljað fækka starfsmönnum en á höfuðborgarsvæðinu. Minnstur vilji til fjölgunar starfsmanna var í sjávarútvegi (17%) en mestur í fjármála- og tryggingastarfsemi og sérhæfðri þjónustu (72-76%).

Skortur á sérhæfðu starfsfólki hefur aukist

Eins og undanfarnin misseri hefur aukinni eftirspurn eftir vinnuafli að mestu leyti verið mætt með innflutningi vinnuafis. Fyrstu fimm mánuði ársins fjölgaði nýjum erlendum starfsmönnum á vinnumarkaði um 470 að meðaltali á mánuði og 330 hófu störf hjá nýjum atvinnurekanda mánaðarlega. Rúmlega 90% nýrra starfsmanna á vinnumarkaði komu frá ESB-8-ríkjunum.²

Engar vísbendingar sjást enn um að dragi úr framboði ríkisborgara frá ESB-8-ríkjunum til landsins þrátt fyrir að verulega hafi dregið úr atvinnuleysi í Evrópu. Minna atvinnuleysi þar gæti þó átt þátt í auknum skorti á sérhæfðu starfsfólki hér á landi undanfarna mánuði. Samkvæmt könnun meðal stærstu fyrirtækja landsins er mikill vilji til að fjölga starfsfólki í fjármála- og tryggingastarfsemi og sérhæfðri þjónustu og telja stjórnendur rúmlega 70% fyrirtækja í þeim greinum að skortur sé á starfsfólki. Erfiðara virðist vera að manna störf í þessum greinum með starfsfólki frá evrópska efnahagssvæðinu og langan tíma tekur að fá atvinnuleyfi fyrir starfsfólk utan þess. Atvinnurekendur hafa því í auknum mæli þurft að keppa um sérhæft innlent starfsfólk með yfirboðum í launum.

Launaskrið meðal sérfræðinga eykst

Opnun íslensks vinnumarkaðar fyrir starfsmönnum frá ESB-8-ríkjunum létti nokkuð á undirliggjandi launaþrýstingi á vinnumarkaði á seinni hluta síðasta árs, sérstaklega meðal ófaglærðs starfsfólks. Skortur á sérhæfðu starfsfólki hefur hins vegar aukist undanfarna mánuði vegna mikillar eftirspurnar og hefur það leitt til verulegs launaþrýstings hjá þessum hópum.

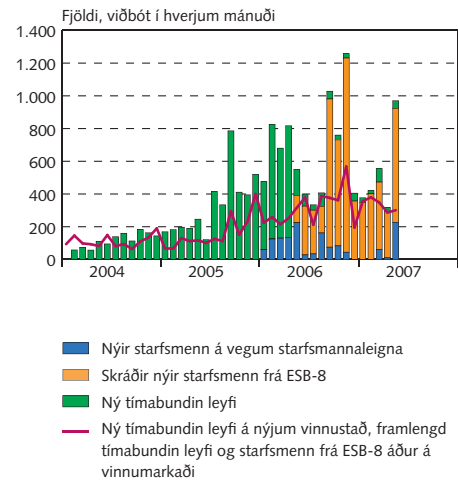
Vaxandi umframeftirspurn sem ekki er hægt að mæta með innflutningi vinnuafis hefur komið fram í því að laun þessara hópa hafa hækkað töluvert umfram laun annarra starfshópa það sem af er ári. Umsamdar launahækkningar komu til framkvæmda 1. janúar sl. voru almennt 2,9% en launavísitala fyrir allan vinnumarkaðinn hækkaði um 4,2% milli fjórðunga á fyrsta ársfjórðungi. Sérfræðingar, tæknar, sérmenntað starfsfólk og skrifstofufólk hækkuðu töluvert meira eða á bilinu 4,8-5,9%.³

Launahækkningar skila sér upp allan launastigann

Í kjölfar samkomulags milli Alþýðusambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins sl. sumar við endurskoðun launaliðar kjarasamninga var gert ráð fyrir því við spágerð að hækkun lægstu launa, sem var mark-

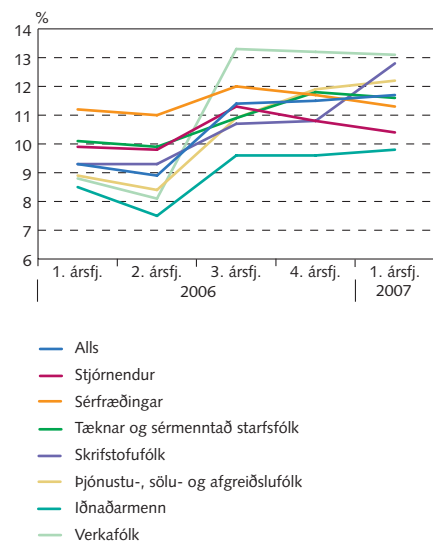
2. Nýju Evrópusambandsríkin átta eru Eistland, Lettland, Litháen, Pólland, Slóvakía, Slóvenía, Tékkland og Ungverjaland.
3. Launabreytingar samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar eru líklegast töluvert vanmetnar þegar hreyfingar milli atvinnurekenda eru jafn miklar og nú er, þar sem vísitalan mælir aðeins breytingar á launum starfsmanna í starfi hjá sama atvinnurekanda. Launabreytingar sem verða þegar einstaklingar færa sig á milli atvinnurekenda vegna hærri launa koma því ekki fram í vísitölunni.

Mynd VI-4
Erlendir starfsmenn skráðir
hjá Vinnuálastofnun



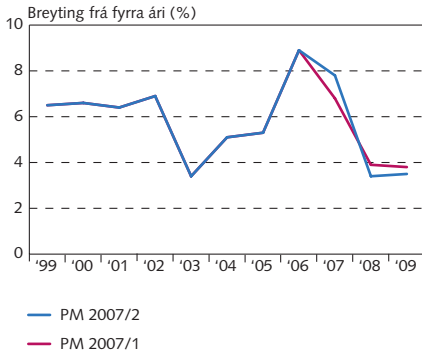
Heimild: Vinnuálastofnun.

Mynd VI-5
Vísitala launa á almennum vinnumarkaði
eftir starfstéttum
Breyting frá fyrra ári (%)



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-6
Launakostnaður á framleidda einingu
1999-2009¹



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

mið aðila við endurskoðunina, dreifðist upp allan launastigann vegna þess hversu mikil spenna væri fyrir hendi á vinnumarkaði. Virðist sem það hafi gengið eftir, þótt launaskriðið hafi komið fram seinna en gert var ráð fyrir í spám bankans. Launakostnaður var því ofmetinn í *Peningamálum* 2006/2 og 2006/3. Í mars var spá um launaþróun hins vegar lækkuð þar sem talið var að innflutningur vinnuafis gæti hafa dregið úr launaskriði umfram það sem áður hafði verið áætlað. Síðan þá hefur launaskriði, sérstaklega meðal stjórnenda og sérfræðinga, hins vegar verið töluvert og mun meira en gert var ráð fyrir í mars. Jafnframt benda leiðandi vísbendingar til að eftirspurn eftir vinnuafli muni enn aukast á næstu mánuðum.

Óvissa um framboð erlends vinnuafis og komandi kjarasamninga

Meiri spenna á vinnumarkaði hefur í för með sér að spá Seðlabankans nú hljóðar upp á nokkru meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á þessu ári en í síðustu spá í mars eða um 7,8% í stað 6,8%. Hins vegar er gert ráð fyrir minni hækkun launakostnaðar á árunum 2008-2009 þrátt fyrir svipaðar forsendur um hækkun launa þar sem mat á framleiðnivexti hefur hækkað nokkuð frá síðustu spá. Talið er að meiri hætta sé á að launakostnaður á næstu árum sé vanmetinn en að hann sé ofmetinn í spánni. Meiri verðbólga framan af spátímabilinu en í síðustu spá eykur óvissu um launaþróun næstu ára vegna komandi kjarasamninga og óvissa um framboð erlends vinnuafis á næstu miss-erum hefur einnig aukist frá því sem gert var ráð fyrir í mars.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptahallinn á fyrsta fjórðungi þessa árs var 28 ma.kr. og dróst hann því saman um tæplega 74 ma.kr. frá fyrri ársfjórðungi. Þetta er mesta breyting á viðskiptajöfnuðinum á einum ársfjórðungi síðan ársfjórðungslegar mælingar hófust. Um helming breytingarinnar má rekja til minni vöruskiptahalla, 4% til minni halla á þjónustuviðskiptum og 46% til minni halla á þáttatekjum. Rekstrarframlög til útlanda jukust hins vegar mikið á fyrsta ársfjórðungi. Voru þau neikvæð um 1,4 ma.kr. Aukninguna má rekja til aukinna framlaga til þróunaraðstoðar og alþjóðastofnana.

Óreglulegir þættir skýra verulega minni viðskiptahalla

Í ljósi mikils ójafnvægis í utanríkisviðskiptum undanfarin ár eru það óneitanlega jákvæð tíðindi að viðskiptahallinn dragist saman. Samdráttinn má hins vegar að mestu leyti rekja til óreglulegra þátta, frekar en að dregið hafi úr undirliggjandi ójafnvægi. Aukning vöruútflutnings umfram síðustu spá skýrist að stærstum hluta af flugvélaviðskiptum. Í endurskoðuðum tölum Hagstofu Íslands yfir vöruviðskiptin á síðasta ári kemur fram umfangsmikill innflutningur flugvéla sem ekki var tekið tillit til í bráðabirgðatölum. Þessar flugvélar voru svo fluttar út aftur á fyrstu mánuðum þessa árs. Leiðréttingin hefur í för með sér að heildarvöruinnflutningur á síðasta ári var talsvert meiri en fyrstu tölur bentu til. Að sama skapi hefur útflutningur flugvéla mikil áhrif á vöruskiptajöfnuðinn á fyrsta fjórðungi þessa árs. Sé litið fram hjá óreglulegum liðum í vöruviðskiptum, þ.e.a.s. viðskiptum með skip og flugvélar, var vöruskiptahallinn á fyrsta ársfjórðungi rúmlega helmingi meiri, eða tæpir 18 ma.kr. í stað rúmlega 8 ma.kr. (sjá mynd VII-2).

Innflutningur vöru og þjónustu á fyrsta ársfjórðungi var í samræmi við spá bankans, en útflutningur vöru og þjónustu var talsvert meiri en spáð var þrátt fyrir að horft sé fram hjá óreglulegum vöruútflutningi. Af gögnum um vöruviðskipti í apríl og maí má hins vegar ráða að vöruviðskipti á öðrum ársfjórðungi verði í stórum dráttum í samræmi við spána í síðasta hefti *Peningamála*.

Á fyrsta fjórðungi ársins var halli á þjónustuviðskiptum rúmlega 2 ma.kr. minni en á sama tíma í fyrra. Fjölgun erlendra ferðamanna sem komið hafa til landsins og gistinátta það sem af er ári bendir til þess að þjónustutekjur af ferðamönnum munu aukast talsvert á þessu ári. Hins vegar eru vísbendingar um að ferðum Íslendinga út fyrir landsteinana muni fjölga á þessu ári sem mun hafa í för með sér aukin þjónustugjöld. Á móti vegur að þjónustuinnflutningur sem tengist stóriðjuframkvæmdum mun dragast saman á þessu ári miðað við fyrra ár. Á heildina litið má búast við að halli á þjónustuviðskiptum við útlönd haldi áfram að dragast saman á næstu ársfjórðungum.

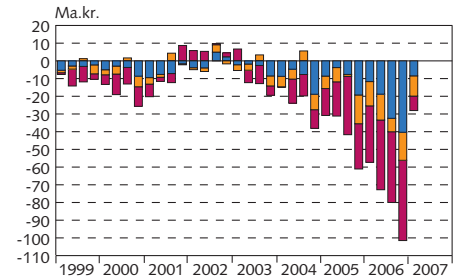
Halli á jöfnuði þáttatekna dróst mikið saman á fyrsta ársfjórðungi

Miklar breytingar urðu á jöfnuði þáttatekna milli ársfjórðunga.¹ Þáttatekjur jukust um 37 ma.kr. en þáttgjöldin jukust aðeins um tæpa

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹

1. ársfj. 1999 - 1. ársfj. 2007



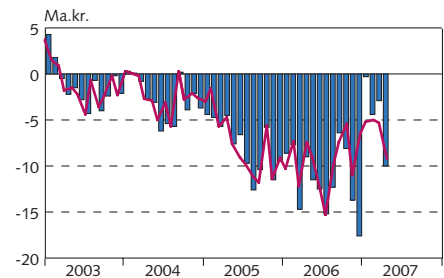
■ Vöruskiptajöfnuður
■ Þjónustujöfnuður
■ Þáttatekjujöfnuður

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

Mynd VII-2

Vöruskiptajöfnuður

Mánaðartölur á föstu gengi



■ Vöruskiptajöfnuður
— Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Jöfnuður þáttatekna lýsir flæði launa-, vaxta- og arðgreiðslna til og frá landinu. Auk þess flokkast svokallaður endurfjárfestur hagnaður, þ.e. hagnaður af fyrirtækjum í eigu Íslendinga erlendis að frádregnum hagnaði af fyrirtækjum í eigu útlendinga hér á landi, undir þáttatekjujöfnuð.

5 ma.kr. Hafa ber í huga að brúttóskuldir íslenska þjóðarbúsins eru töluvert meiri en brúttóeignirnar erlendis. Munar þar um 1.283 ma.kr. Tölurnar bera því með sér að mikil umskipti hafi orðið í ávöxtun eignastofnanna. Mest aukning var í ávöxtun hlutafjár, sem var um 35 ma.kr. á síðasta ársfjórðungi 2006, en tæplega 65 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi 2007. Ávöxtunin var að mestu leyti fólgin í s.k. „endurfjárfestum hagnaði“, sem var tæplega 61 ma.kr. og má að stórum hluta rekja til mikils hagnaðar eins fyrirtækis þar sem Íslendingar eiga stóran hlut.

Erfitt er að spá þróun þáttatekna næstu ársfjórðunga í ljósi þess hversu stór hluti þeirra er fólgin í ávöxtun beinnar erlendar fjármunaeignar. Þessi ávöxtun er háð rekstrarafkomu þeirra fyrirtækja sem innlendir aðilar fjárfesta í erlendis. Að sama skapi eru stórir eignarhlutir í innlendum fyrirtækjum í eigu erlendra eignarhaldsfélaga. Góð afkoma þessara fyrirtækja getur því haft neikvæð áhrif á viðskiptahallann í gegnum jöfnuð þáttatekna.²

Hrein erlend staða batnaði lítils háttar milli ársfjórðunga

Hrein staða þjóðarbúsins við útlönd var neikvæð um 1.283 ma.kr. í lok fyrsta ársfjórðungs 2007 og hefur batnað um 114 ma.kr. frá því í lok árs 2006. Bæði erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins jukust talsvert á tímabilinu, en eins og breytingin á hreinni erlendri stöðu ber með sér jókst verðmæti erlendra eigna umfram skuldir. Þessa aukningu má þó að mestu leyti rekja til styrkingar á gengi krónunnar.

Horfur um þróun viðskiptahalla svipaðar og í fyrri spá

Í ljósi minni viðskiptahalla á fyrsta ársfjórðungi, vegna óreglulegra þátta í vöruviðskiptum og óvænts samdráttar á jöfnuði þáttatekna, er spáin fyrir viðskiptahalla á þessu ári heldur lægri en í fyrri spá. Lausleg áætlun miðað við meðalávöxtun eignastofna bendir þvert á móti til að veruleg hættu sé á verri niðurstöðu. Spáin fyrir næsta ár er hins vegar í stórum dráttum óbreytt en spáð er nokkru minni viðskiptahalla árið 2009 en síðast vegna betri horfa um þróun viðskiptakjara.

2. Nánar er fjallað um þetta efni í grein eftir þá Daníel Svavarsson og Pétur Ö. Sigurðsson í þessu hefti *Peningamála*.

VIII Verðlagspróun

Þrátt fyrir hærra gengi krónunnar en gert var ráð fyrir í spá sem birtist í *Peningamálum* í mars hefur verðbólga verið meiri en búist var við. Dreigið hefur úr tólf mánaða mældri verðbólgu, en það má einkum rekja til lækkunar neysluskatta og grunnáhrifa. Áhrifa mikilla verðhækkana vorið 2006 í kjölfar snarprar gengislækkunar krónunnar gættir ekki lengur í tólf mánaða breytingu vísitölu neysliverðs. Á þennan mælikvarða lækkaði verðbólgan því úr 5,9% sl. mars í 4% í júní þótt vísitala neysliverðs hafi hækkað um 2% á sama tíma. Undirliggjandi verðbólga er töluvert meiri. Ef áhrif sveiflunkenndra þátta, opinberrar þjónustu, vaxtabreytinga og óbeinna skatta eru undanskilin mælist tólf mánaða verðbólga 6,2% (sjá rammagrein VIII-1). Töluvert verðbólguþrýstingur er því enn fyrir hendi, enda hefur innlend eftirspurn verið sterk og innlendir kostnaður hækkað mikið undanfarið ár.

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi meiri en reiknað var með

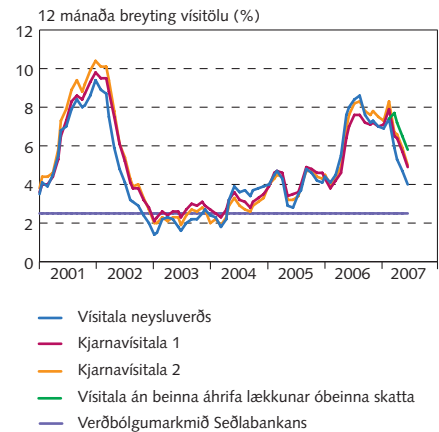
Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi mældist 6½% í samræmi við síðustu verðbólguþá, enda þá langt liðið á fjórðunginn. Nú stefnir í að hún verði 4,4% á öðrum ársfjórðungi eða tæplega prósentu meiri en spáð var í mars. Að mestu leyti skýrist fráviknið af meiri hækkun húsnæðisverðs en reiknað var með. Dreigið hefur verulega í sundur með vísitölu neysliverðs með og án húsnæðis á undanfórnum mánuðum. Tólf mánaða hækkun vísitölu neysliverðs án húsnæðis nam 1,7% í júní sem er rúmlega 2 prósentum minna en hækkun vísitölu í heild. Til samanburðar var munurinn tæp prósentu í byrjun þessa árs.

Ekkert lát á hækkun húsnæðisverðs

Það sem af er ári hefur fasteignamarkaðurinn tekið vel við sér á nýjan leik og einkennst af mikilli veltu og verðhækkunum. Greiningaraðilar höfðu lengi reiknað með því að umtalsverð kólnun á húsnæðismarkaði væri í nánd. Undir lok síðasta árs virtist sem hún væri hafin. Frá áramótum hefur verðhækkun húsnæðis hins vegar enn á ný verið drifkraftur aukinnar verðbólgu. Áhrif til hækkunar vísitölu neysliverðs hafa síðan þá numið tæplega 1½ prósentu. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur árstíðarleiddrétt íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um rúmlega 4% og árstíðarleiddrétt velta á fasteignamarkaði um tæp 4% (miðað við veltu samkvæmt kaupdegi). Í júní sl. nam árs-hækkun húsnæðisþáttarins 11%.

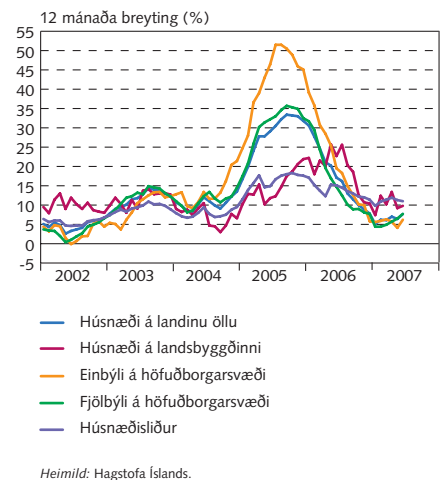
Í ljósi þróunar efnahagsaðstæðna undanfarna mánuði ætti ekki að koma á óvart að eftirspurn eftir húsnæði hafi aukist á ný. Kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur aukist verulega vegna mikilla launahækkana, lækkunar skatta og vaxandi atvinnu. Húsnæðismarkaðurinn virðist jafnframt oft hafa tilhneigingu til að vera sterkur á sama tíma og gengi krónunnar. Þessar aðstæður endurspeglast í því að væntingar neytenda eru í hámarki um þessar mundir. Þessu til viðbótar hefur umrót á íbúðalánamarkaði aukist á ný eftir að íbúðalánasjóður hækkaði lánshlutföll og hámarksfjárhæð lána í febrúar sl. Viðbrögð viðskiptabankanna voru að hækka einnig lánshlutföll og rýmka lánaskilmála, auk þess sem lánamöguleikum fjölgaði, bæði í innlendum og erlendum gjald-

Mynd VIII-1
Verðbólga janúar 2001 - júní 2007¹

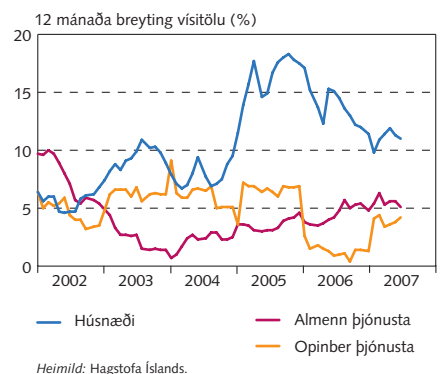


1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu. Kjarnavísitala 1 er vísitala neysliverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2
Húsnæðisliður og markaðsverð húsnæðis janúar 2002 - júní 2007



Mynd VIII-3
Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta janúar 2002 - júní 2007



Rammagrein VIII-1

Mat á undirliggjandi verðbólgu

Verðbólguþáttur Seðlabankans er að hækkingu vísitölu neysluverðs yfir tólf mánuði sé að jafnaði því sem næst 2½%. Til að ná þessu markmiði þarf bankinn að horfa til framtíðar. Þótt verðbólga sl. tólf mánuði hafi verið 2½% breytir það litlu ef skriðþungi verðbreytinga í efnahagslífinu leiðir til mun meiri verðbólgu á næstu tólf mánuðum. Seðlabankinn reynir því að greina tímabundna og tilviljunarkennda þætti liðinnar verðbólgu frá þeim þáttum sem eru vísbending um framtíðina og oft nefndir undirliggjandi verðbólga.¹

Þegar lagt er mat á undirliggjandi verðbólgu er leitast við að einangra verðbreytingar sem endurspeglar sveiflukennda og tímabundna þætti, t.d. breytingar á óbeinum sköttum, frambóðshnykki eða breytingar á verðhlutföllum. Seðlabankar telja oftast óþarft að bregðast við fyrstu umferðar áhrifum slíkra verðbreytinga þótt þær leiði til tímabundinna frávikna frá markmiði. Við vissar aðstæður geta tímabundnir sveiflur þó haft langvarandi áhrif sem bregðast þarf við.

Mælikvarðar á kjarnaverðbólgu

Hagstofa Íslands birtir mánaðarlega tvær kjarnavísitölur samhliða birtingu vísitölu neysluverðs. Kjarnavísitölurnar eru byggðar á sama grunni og vísitala neysluverðs en í kjarnavísitölu 1 er undanskilið verð grænmetis, ávaxta, búvöru og bensíns og í kjarnavísitölu 2 til viðbótar verð opinberrar þjónustu. Þessir undirliðir eru sumir mjög sveiflukenndir, verð þeirra er ákvarðað á alþjóðlegum mörkuðum eða háð opinberum ákvörðunum og því meira eða minna utan áhrifasviðs peningastefnunnar.

Breytingar á óbeinum sköttum og niðurgreiðslum hafa áhrif á verðlag á þeim tíma sem breytingin á sér stað. Þær hafa einnig tímabundin áhrif á mælda verðbólgu. Hins vegar þurfa þær ekki að breyta skriðþunga verðbreytinga í hagkerfinu og eru því ekki vísbending um að verðbólgan hafi breyst til frambúðar.

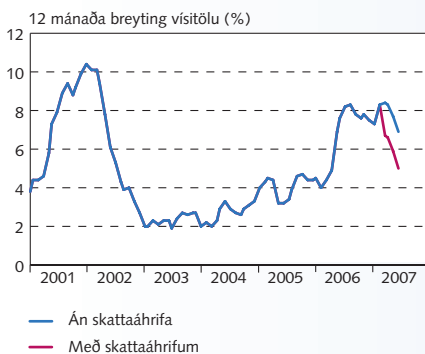
Í mars sl. lækkuðu stjórnvöld virðisaukaskatt og vörugjöld á ýmsar vörur og þjónustu í því skyni að lækka matvöruverð. Hagstofa Íslands hóf af þessu tilefni að birta vísitölu án beinna áhrifa lækkunar óbeinna skatta, þar sem virðisaukaskatti er haldið föstum eins og hann var í febrúar sl. Vísitalan verður mikilvægur mælikvarði á undirliggjandi verðbólguþrýsting þangað til að bein áhrif skattalækkunarinnar fjara út í mars árið 2008. Önnur vísbending um undirliggjandi verðbólgu er kjarnaverðbólga án áhrifa lækkunar óbeinna skatta sem sýnir almenna verðbólguþróun þegar horft er fram hjá sveiflukenndum undirliðum og ákvörðunum hins opinbera.²

Töluverður munur á mældri og undirliggjandi verðbólgu

Þegar áhrifa lækkunar óbeinna skatta gætti í mars lækkaði vísitala neysluverðs um 0,3% og tólf mánaða verðbólga úr 7,4% í 5,9%.³ Vísitalan án áhrifa skattalækkunarinnar hækkaði hins vegar um 1,4% vegna mikils undirliggjandi verðbólguþrýstings. Vegna þessa hefur myndast töluverður munur á tólf mánaða mældri verðbólgu og mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu þar sem horft er fram hjá áhrifum skattabreytinga. Í júní var mæld verðbólga 4% og hafði ekki verið lægri síðan í ágúst árið 2005. Án áhrifa skattalækkunarinnar var verðbólga hins vegar 5,8% eftir að hafa lækkað úr 7,7% í mars. Enn meiri munur er milli mældrar verðbólgu og kjarnaverðbólgu án

Mynd 1

Kjarnaverðbólga með og án skattaáhrifa
janúar 2001 - júní 2007¹



1. Miðað er við kjarnavísitölu 2 sem undanskilur búvöru, ávexti, grænmeti, bensín og opinbera þjónustu.
Heimild: Hagstofa Íslands.

- Um þessi mál er fjallað í grein Þórarins G. Péturssonar (2002) „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við móttun peningastefnunnar“, *Peningamál* 2002/4, bls. 52-61, og í greininni „Nýr rammi peningastefnunnar“, *Peningamál* 2001/2, bls. 39-44.
- Ýmsar aðrar aðferðir eru notaðar við mat á undirliggjandi verðbólgu. Þar má nefna tölfræðilegar aðferðir líkt og klippt meðaltal (e. trimmed mean) og notkun margvíðra tímaraðalíkana. Einnig er algeng nálgun að minnka vægi þeirra undirliða sem sveiflast mikið á grundvelli sögulegra staðalfrávikna. Sjá nánar í grein Þórarins G. Péturssonar (2002) „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við móttun peningastefnunnar“, *Peningamál* 2002/4, bls. 52-61.
- Verð á mat- og drykkjarvöru lækkaði um 7,4%, verð á veitingum um 3,2%, verð á almennri þjónustu um 0,6% og verð á opinberri þjónustu um 0,9%.

skattaáhrifa. Kjarnavísitala 2 hafði í júní hækkað um 6,9% á tólf mánuðum og hafði verðbólga minnkað úr 8,4% í mars.

Við mat á undirliggjandi verðbólgu er að auki rétt að horfa fram hjá áhrifum raunvaxta á mælda verðbólgu. Peningastefnan hefur bein áhrif á þennan kostnaðarþátt (sem kemur aðallega fram í húsnæðislið vísitölunnar) og því er misvísandi að líta á slík áhrif sem hluta af undirliggjandi verðbólgu. Bein áhrif hærri vaxta til hækkunar vísitölu neysluverðs námu um 0,7 prósentum á síðustu tólf mánuðum. Miðað við kjarnaverðbólgu án skattaáhrifa og að teknu tilliti til áhrifa hærri raunvaxta er undirliggjandi verðbólga rúmlega 6%. Þegar undirliggjandi verðbólguþrýstingur er svo mikill er enn langt í land að verðbólguþrýstingur Seðlabankans náist.

miðlum. Lækkun útlánsvaxta Íbúðalánasjóðs í apríl sl. ýtti einnig undir eftirspurn. Bankarnir brugðust við lakari samkeppnisstöðu gagnvart Íbúðalánasjóði með því að leggja áherslu á kynningu gengistryggðra lána á lágum vöxtum. Stöðugt og hækandi gengi krónunnar að undanförunu kann að hafa gert gengisbundin lán að fýsilegum kosti í augum lántakenda, þrátt fyrir að ætla megi að hátt gengi krónunnar auki líkur á gengislækkun og þar með aukinni greiðslubyrði. Umræða um kosti gengisbundinna lána umfram vísitölubundin lán í ljósi hárra innlendra vaxta og viðvarandi verðbólgu hefur einnig haft áhrif. Markaðsaðilar virðast að auki vænta þess að gengi krónunnar haldist sterkt á meðan enn er mikill munur á innlendum og erlendum skammtíma vöxtum.

Hærra gengi krónunnar dregur úr verðbólguþrýstingi

Gengi krónunnar hefur haldist sterkt frá haustmánuðum ársins 2006 og hækkað um tæp 4% frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Gengisvísitalan fór lægst í 112 stig í lok maí. Þessi gengispróun hefur dregið úr verðbólguþrýstingi en ekki leitt til mikillar verðlækkunar innfluttrar vöru. Í ljósi þess hversu hratt verðlag innfluttrar vöru hækkaði við skarpa gengislækkun krónunnar vorið 2006 virðist það mun tregbreytanlegra í hina áttina. Ýmislegt getur skýrt slíka þróun. Innlendir kostnaðarþættir hafa hækkað mikið undanfarið ár og vega upp áhrif herra gengis að nokkru leyti. Ef kaupmenn telja ólíklegt að gengishækkunin sé varanleg, t.d. í ljósi þess að gengið er orðið mjög hátt, eru þeir síður líklegir til að lækka verð, einkum ef innlend eftirspurn er sterk. Ársbreyting verðlags innfluttrar mat- og drykkjarvöru mælist þó neikvæð um rúm 3% einkum vegna áhrifa lækkunar virðisaukaskatts.

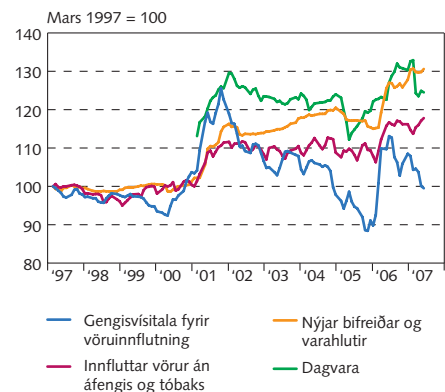
Bensínverð hefur sveiflast mikið undanfarið ár vegna breytinga á heimsmarkaðsverði. Hefur bensínverð hækkað um tæplega 8% á síðustu þremur mánuðum þrátt fyrir hagstæða gengispróun. Hafa áhrif bensínverðs til hækkunar vísitölu neysluverðs numið 0,4 prósentum á þessu tímabili. Sökum lækkunar bensínverðs sl. haust og vegna þess að áhrifa mikillar hækkunar þess á vormánuðum í fyrra gættir ekki lengur í vísitölnni hefur bensínverð hins vegar lækkað um 0,3% á síðustu tólf mánuðum. Verðlag innfluttrar vöru án bensíns hefur hækkað um 1,5% á sama tíma.

Áhrif lækkunar óbeinna skatta og vörugjalda

Erfitt er að meta með fullri vissu heildaráhrif lækkunar óbeinna skatta og vörugjalda í mars. Samanburður á ársbreytingu vísitölu neysluverðs

Mynd VIII-4

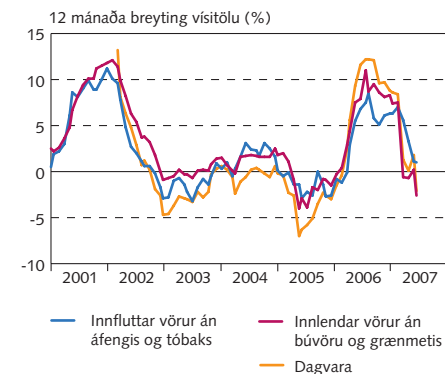
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - júní 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

Vöruverð janúar 2001 - júní 2007

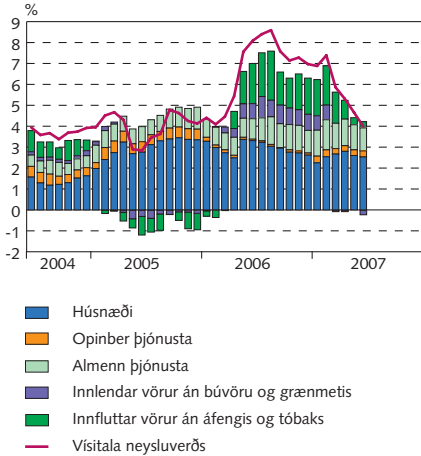


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs
júní 2004 - júní 2007

Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 12 mánuði

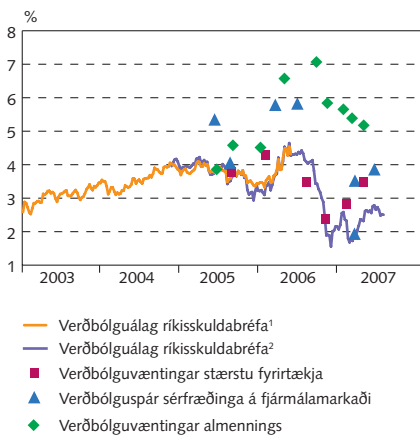


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-7

Verðbólguvæntingar

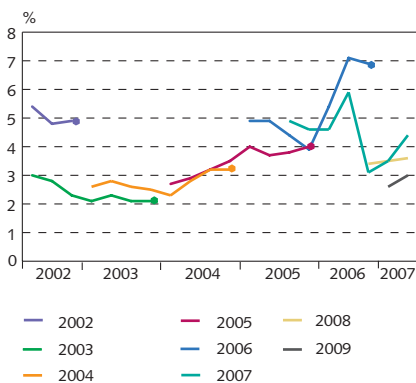
Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 3. júlí 2007



1. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-8

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði
um verðbólgu milli ársmeðaltala¹



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

og vísitölnnar án áhrifa skattabreytinga felur í sér að heildaráhrifin hafi verið um 1,8 prósentur. Lækkun virðisaukaskatts á mat- og drykkjarvöru skilaði sér að fullu þegar vöruverð lækkaði um 7,5% í mars. Áhrif lækkunar vörugjalda voru áætluð 0,2 prósent og hefur um helmingur þess skilað sér í vöruverði. Áhrif á verð veitinga urðu mun minni en vænst var eða tæp 0,2 prósent. Hagstofa Íslands hafði áætlað að áhrifin yrðu 0,4 prósent. Veitingamenn hafa því í einhverjum mæli tekið lækkun virðisaukaskatts til sín, t.d. vegna vaxandi eftirspurnar og hækkunar innlendra kostnaðarpátta, einkum mikilla launahækkana. Verð innlendar vöru án búvöru og grænmetis hefur lækkað um rúm 2,5% á síðustu tólf mánuðum og þar af hefur verð innlendar mat- og drykkjarvöru lækkað um rúm 4,5%.

Aukið launaskrið að undanfögnu gæti leitt til meiri þjónustuverðbólgu

Dregið hefur lítillega úr þjónustuverðbólgu að undanfögnu og nam árshækkun verðlags almennrar þjónustu rúmlega 5% í júní eftir að hafa náð hámarki í 6,3% í febrúar sl. Tólf mánaða þjónustuverðbólga gæti haldið áfram að lækka í sumar m.a. vegna grunnáhrifa, en verðlag almennrar þjónustu hækkaði töluvert sumarið 2006. Hins vegar gæti aukið launaskrið að undanfögnu leitt til meiri þjónustuverðbólgu vegna aukins kostnaðarþrýstings (sjá umfjöllun í kafla VI). Að því er varðar einstaka undirliði almennrar þjónustu vekur athygli að verð á gistingu hefur hækkað um 25% og verðlag þjónustu hótela um 50% á síðustu tólf mánuðum.

Verðbólguvæntingar aukast á flesta mælikvarða

Verðbólguvæntingar hafa aukist nokkuð á flesta mælikvarða að undanfögnu enda hefur verðbólga mælst meiri en flestir spáðu. Í könnun sem gerð var á viðhorfum stærstu fyrirtækja á Íslandi á tímabilinu 8.-31. maí reiknuðu stjórnendur þeirra að meðaltali með 3,6% verðbólgu á næstu tólf mánuðum en verðbólguvæntingar þeirra námu 2,9% í febrúar. Verðbólguvæntingar almennings hafa hins vegar lækkað eilíftið frá síðustu mælingu. Í könnun sem gerð var á tímabilinu 15.-29. maí vænti almenningur 5,3% verðbólgu á næstu tólf mánuðum eða 0,4 prósentum minna en í febrúar sl. Almenningur reiknar því enn með mikilli verðbólgu á næstu misserum.

Samkvæmt könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerð var í júní sl. (sjá rammagrein IV-1) væntu þeir meiri verðbólgu á þessu ári en í sambærilegri könnun í mars. Sérfræðingarnir spá að meðaltali að verðbólga milli ársmeðaltala 2006 og 2007 verði um 4,5%. Meðalspá þeirra fyrir árið 2008 hefur ekki breyst frá síðustu könnun og reikna sérfræðingarnir með 3,6% verðbólgu á milli ársmeðaltala 2007 og 2008.

Ef miðað er við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hafa verðbólguvæntingar hækkað frá síðustu útgáfu *Peningamála* og námu að meðaltali 2,6% á tímabilinu 3. apríl til 3. júlí.

IX Verðbólguhorfur

Hægari verðbólguhjöðnun en áður var spáð

Eins og komið hefur fram í fyrri köflum þessara *Peningamála* og nánar er vikið að í rammagrein IX-1, virðist undirliggjandi verðbólguþrýstingur hafa verið meiri en reiknað var með í þjóðhags- og verðbólguþrýstingum sem birtist í mars sl. Verðbólguhjöðnunin hefur því orðið hægari en spáð var og verðbólguvæntingar markaðsaðila og fyrirtækja hafa aukist. Horfur eru því á að verðbólguþrýstingur náist síðar en talið var í mars. Nú er talið að það náist ekki fyrr en á fyrri hluta árs 2009 í stað þess að verðbólgan fari niður fyrir markmiðið strax um mitt þetta ár og hægt verði að halda henni við markmið frá miðju næsta ári (sjá einnig töflu 2 í viðauka 1 á bls. 43).

Hraðari veiking gengis í spánni mun skapa aukinn verðbólguþrýsting ...

Gengi krónunnar er nú sterkara en það var í mars og raungengi nálægt sögulegu hámarki. Hátt raungengi og hraðari hækkun erlendra vaxta valda því að nú er reiknað með að gengið veikist hraðar en spáð var í mars og verði nokkru lægra í lok spátímans en þá var talið.

Gengishækkun síðustu mánaða hefur aðeins að litlu leyti skilað sér í höðnun verðbólgu. Líklegt er að kaupmenn hafi vænst þess að hátt gengi krónunnar undanfarið yrði tímabundið og því ekki aðlagað verðlag fyllilega að hækkun krónunnar. Þeir kynnu því að hafa eitt-hvert borð fyrir báru þegar gengið lækkar á ný. Eigi að síður er hætta á að lækkun krónunnar muni auka verðbólgu. Innlend eftirspurn er sterk og innlendir kostnaður hefur aukist meira en samrýmist stöðugu verðlagi. Horfur á hraðari lækkun krónunnar gera því verðbólguhorfur verri en áður var talið.

... sem mæta þarf með því að knýja framleiðslulaka hraðar fram

Hraðari aðlögun framleiðsluspennu er nauðsynleg til að veita á móti verðbólguáhrifum hraðari lækkunar gengis krónunnar. Eins og kemur fram í rammagrein IX-1, er því spáð að framleiðslugeta þjóðarþúsins aukist hraðar á spátímanum en talið var í mars og að hagvöxtur verði að meðaltali minni þrátt fyrir nokkru minni samdrátt innlestrar eftirspurnar á næsta ári.

Meiri vöxtur framleiðslugetu og hægari hagvöxtur gera það að verkum að framleiðsluspennan dregst hraðar saman en spáð var í mars. Nú er talið að slaki myndist strax um mitt næsta ár, u.þ.b. hálfu ári fyrr en í marsspánni.

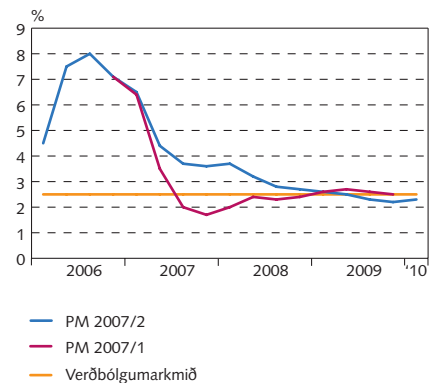
Mæld og undirliggjandi verðbólga í nánd við markmið í lok næsta árs

Eins og fjallað er um í kafla VIII og rammagrein VIII-1 er undirliggjandi verðbólga enn mikil. Eftirspurnar- og kostnaðarþrýstingur hefur verið mikill, auk þess sem húsnæðisverð hefur hækkað hratt, þvert á það sem spáð var í mars. Þá var gert ráð fyrir hægri höðnun húsnæðisverðbólgu.

Eins og rakið var í síðustu *Peningamálum*, taldi Seðlabankinn tímasetningu lækkunar neysluskatta óheppilega í ljósi þess að hún

Mynd IX-1

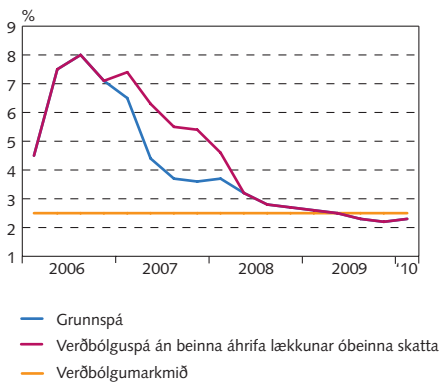
Verðbólga - samanburður við PM 2007/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2

Verðbólga með og án áhrifa óbeinna skatta



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

myndi stuðla að auknum kaupmætti ráðstöfunartekna og draga úr aðhaldi ríkisfjármála að öðru óbreyttu á sama tíma og meginverkefni hagstjórnar væri að draga úr innlendum eftirspurnarþrýstingi. Jafnframt var lögð áhersla á að við ákvarðanir í peningamálum yrði horft framhjá beinum tímabundnum áhrifum skattalækkunarinnar á mælda verðbólgu.

Eins og mynd IX-2 sýnir mun verðbólga án beinna áhrifa lækkunar neysluskatta lækka hægar en mæld verðbólga. Spáð er að verðbólga án beinna skattaáhrifa verði um 5½% á síðasta fjórðungi þessa árs en mæld verðbólga 3½%. Verðbólga án skattaáhrifa verður meiri en að þeim meðtöldum fram á annan fjórðung næsta árs, þegar bein áhrif skattalækkunarinnar hverfa úr mældri tólf mánaða verðbólgu. Mæld og undirliggjandi verðbólga verður í nánd við markmið bankans seint á næsta ári, en markmiðið næst ekki fyllilega fyrr en á fyrri hluta ársins 2009.

Mikil óvissa ríkir um efnahagsframvinduna

Mat á efnahagshorfum til næstu þriggja ára byggja sérfræðingar bankans á haglíkönum ásamt mati á þáttum sem haft gætu áhrif á þjóðarbúskapinn. Slíkt mat er ævinlega háð mikilli óvissu, sérstaklega þegar ójafnvægi er óvenju mikið og því fátt um sögulegar hliðstæður eða sambærilegar aðstæður í öðrum löndum til að miða við.

Eins og fram kemur í töflu IX-1 eru helstu óvissuþættir spárinnar í meginatriðum þeir sömu og áður. Eins og í fyrri spám er talin hætta á að gengi krónunnar lækki, enda raungengi hátt, erlendir vextir fara hækkandi og fjármögnunarþörf vegna viðskiptahalla mikil (sjá nánar í rammagrein IX-2). Verðbólguhorfur gætu einnig versnað ef slaki í opinberum fjármálum verður meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni og ef teknar yrðu ákvarðanir um enn frekari stóriðjuframkvæmdir á spátímanum. Í grunnspánni er ekki gert ráð fyrir nýjum framkvæmdum við ál- og orkuver á spátímanum (sjá nánar í rammagrein IX-2). Á móti kemur að lækkun eignaverðs og hraðari miðlun peningastefnunnar gætu dregið úr verðbólguþrýstingi miðað við grunnspána. Einnig er hugsanlegt að áhrif hraðari gengislækkunar á verðbólgu verði minni en söguleg fordæmi gefa til kynna, takist að draga nógu hratt úr openslunni og skapa verðbólguvæntingum trúverðuga kjölfestu. Þótt hækkun alþjóðlegra vaxta stuðli að gengislækkun krónunnar og auki verðbólgu til skamms tíma myndi hækkunin einnig stuðla að hækkun innlendra vaxta. Til lengri tíma litið mun hún því fela í sér aðhald sem dregur úr framleiðsluspennu og verðbólgu. Einnig er nokkur hætta á að launahækkningar í komandi kjarasamningum séu vanmetnar, þótt innflutningur erlends vinnuafis dragi nokkuð úr spennunni.

Áfram meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð en að henni sé ofspáð ...

Við mat á efnahagshorfum og ákvörðun stýrivaxta ber að taka tillit til óvissumats grunnspárinnar ekki síður en grunnferilsins sjálfs. Frávíksdæmi eru notuð til að varpa ljósi á mikilvægustu áhættuþættina, en að auki er lagt mat á aðra ósamhverfa óvissuþætti.

Mynd IX-3 sýnir óvissubíl gengisspárinnar. Í ljósi mats á áhættuþáttum spárinnar í töflu IX-1 er líkindadreifing gengisspárinnar skekkt

Tafla IX-1 Helstu ósamhverfir óvissubættir grunnspár

Óvissubáttur	Skýring
Gengisþróun	Mikill viðskiptahalli og hátt raungengi gætu skapað þrýsting til lækkunar á gengi krónunnar umfram það sem gert er ráð fyrir. Aukin áhættufælni alþjóðlegra fjárfesta og meiri hækkun erlendra vaxta gætu haft svipuð áhrif.
Einkaneysla	Lækkun eignaverðs og vaxandi greiðslubyrði gætu valdið samdrætti einkaneyslu umfram það sem gert er ráð fyrir
Opinber fjármál	Aðhald hugsanlega minna en gert er ráð fyrir
Framleiðsluspenna	Vísbendingar úr veltutölum og könnunum gætu gefið til kynna að efnahagsumsvif síðasta árs og það sem liðið er af þessu ári séu vanmetin
Launakostnaður	Launahækkningar í komandi kjarasamningum eru hugsanlega vanmetnar
Greiðslubyrði	Erlendir vextir geta hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og þannig aukið greiðslubyrði erlendra lána umfram það sem gert er ráð fyrir
Áform um stóriðjuframkvæmdir	Ákvarðanir um stóriðjuframkvæmdir geta aukið bjartsýni og stutt við gengi og eftirspurn sem á endanum leiðir til aukins verðbólguþrýstings þegar upphafleg áhrif á gengi ganga til baka
Miðlunarferli peningastefnunnar	Verði miðlun peningastefnunnar skilvirkari getur verðbólga lækkað hraðar
Áhættumat Seðlabankans	<i>Eitt ár fram í tímann</i> <i>Tvö ár fram í tímann</i> <i>Þrjú ár fram í tímann</i>
Peningamál 2006/3	Upp á við Upp á við ...
Peningamál 2007/1	Upp á við Upp á við Upp á við
Peningamál 2007/2	Upp á við Upp á við Upp á við

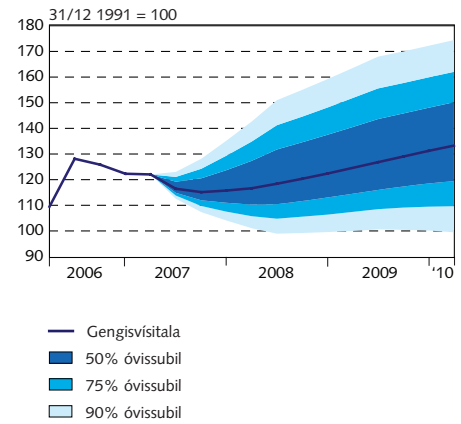
upp á við. Hún er þó ekki eins skekkt og í mars, enda er nú í ríkari mæli en áður reiknað með lækkun gengisins í sjálfri grunnspánni. Mat á óvissubáttum grunnspárinnar og fráviksdæmin í rammagrein IX-2 gefa einnig til kynna að líklegra sé að framleiðsluspenna verði meiri á næstu þremur árum en í grunnspánni en að hún verði minni (mynd IX-4). Af því leiðir að einnig er líklegra að verðbólga verði meiri en í grunnspánni en að hún verði minni. Gildir þá einu hvort litið er til mældrar verðbólgu eða verðbólgu að undanskildum tímabundnum beinum áhrifum lækkunar neysluskatta (myndir IX-5 og IX-6). Eins og áður segir næst verðbólgu markmiðið líklega ekki fyrir en á fyrri hluta árs 2009 en um mitt næsta ár eru loks meira en helmingslíkur á að markmiðið náist.

... og því töluverðar líkur á að þörf sé fyrir aðhaldssamari peningastefnu en felst í grunnspá

Óvissa við mat á þjóðhags- og verðbólguhorfum endurspeglar til óvissu um hvernig stýrivaxtaferil þarf til þess að ná verðbólgu markmiðinu nægilega snemma á spátímanum. Verði efnahagsframvindan eða miðlun peningastefnunnar með öðrum hætti en reiknað er með í grunnspánni þurfa stýrivextir að taka mið af því.

Mynd IX-3
Gengisvísitala

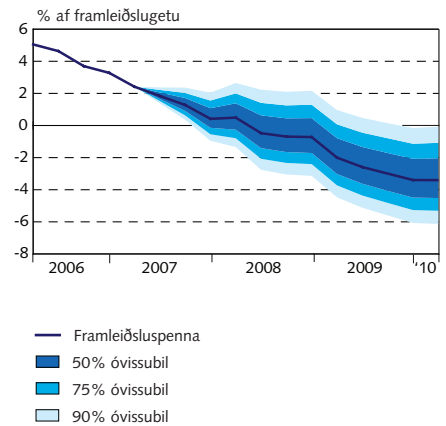
Spátímabil 2. ársfj. 2007- 1. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-4
Framleiðsluspenna

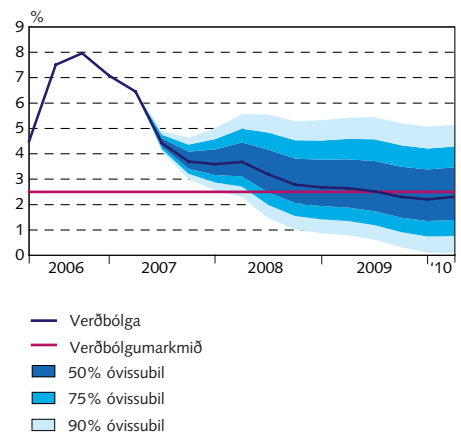
Spátímabil 2. ársfj. 2007- 1. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-5
Verðbólga

Spátímabil 2. ársfj. 2007- 1. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

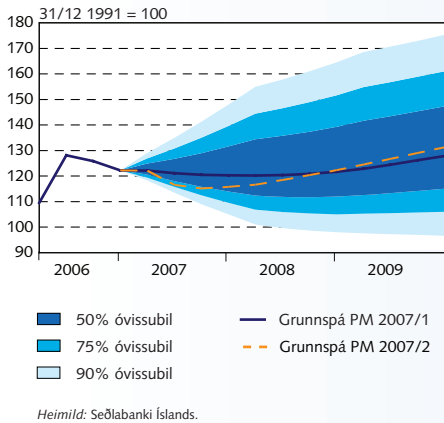
Rammagrein IX-1

Breytingar á grunnsþá frá Peningamálum 2007/1

Mynd 1

Gengisvísitala

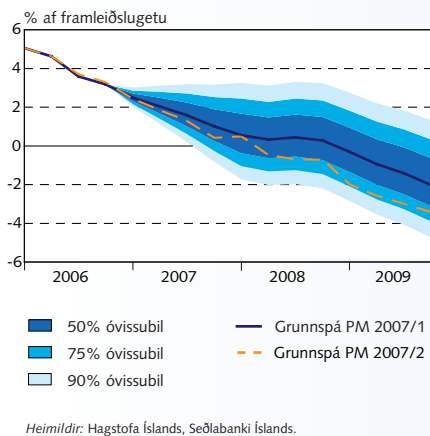
Grunnsþá og óvissumat PM 2007/1 ásamt grunnsþá PM 2007/2



Mynd 2

Framleiðsluspenna

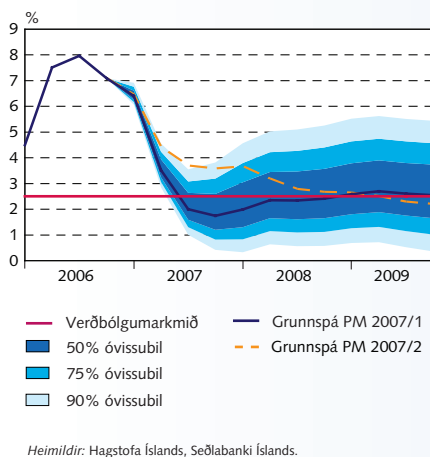
Grunnsþá og óvissumat PM 2007/1 ásamt grunnsþá PM 2007/2



Mynd 3

Verðbólga

Grunnsþá og óvissumat PM 2007/1 ásamt grunnsþá PM 2007/2



Eftir því sem nýjar upplýsingar berast eru staða og horfur efnahagsmála endurmetnar og spár breytast. Í þessari rammagrein er helstu breytingum á þjóðhags- og verðbólguþáttum frá síðustu Peningamálum lýst og grunnsþáin borin saman við líkindadreifingu síðustu grunnsþár.

Meginniðurstaðan er að heldur aðhaldssamari peningastefnu þurfi til að ná verðbólguþáttum innan ásættanlegs tíma en áður var talið. Óbreyttur stýrivaxtaferill frá síðustu grunnsþá hefði þýtt enn hægari hjöðnun verðbólgu að markmiði, sem byði þeirri hættu heim að verðbólguvæntingar fjarlægist markmiðið á nýjan leik. Hér skiptir hraðari gengislækkun í nýrri grunnsþá sköpum.

Gengi krónunnar veiktist hraðar en í síðustu grunnsþá

Í spánni í mars var gert ráð fyrir að gengi krónunnar styrktist lítillega framan af spátímanum en tæki síðan smám saman að veikjast þegar liði á næsta ár. Gengið hefur hins vegar hækkað meira en þá var spáð og er nú u.þ.b. 10% hærra en það var í upphafi árs. Eins og sjá má á mynd 1 var svo mikil hækkun talin frekar ólíkleg í mars. Í ljósi þess að raungengi er orðið hátt, að gert er ráð fyrir þrálátum viðskiptahalla og að töliverð hækkun hefur orðið á erlendum vöxtum umfram það sem reiknað var með í síðustu spá er líklegt að undirliggjandi þrýstingur til veikingar krónunnar hafi heldur aukist frá síðustu Peningamálum. Í spánni nú er því reiknað með heldur hraðari gengislækkun en í mars. Í lok spátímans er gengisvísitalan um 133 stig og veiktist því um rúmlega 12% yfir spátímann í stað einungis 6% í síðustu spá.

Slaki myndast fyrr vegna minni hagvaxtar og endurmats á framleiðslugetu

Framleiðslugeta þjóðarþúskaþarins hefur verið endurmetin frá því í mars. Um er að ræða endurmat á afskriftum fjármagnsstofnsins sem leiðir til breytinga á undirliggjandi vaxtargetu þjóðarþúsins. Fjármagnsstofninn vex því hraðar á spátímanum en reiknað var með í mars. Endurmatið hefur einnig í för með sér að heildarþáttaframleiðni og framleiðni vinnuafis er talin vaxa hraðar á næstu árum. Því til viðbótar er spáð minni hagvexti á þessu ári og árið 2009 en að á því næsta verði hann svipaður og spáð var síðast. Framleiðsluspenna dregst því heldur hraðar saman og er talin verða neikvæð um mitt næsta ár, eða því sem næst hálfu ári fyrr en síðast (mynd 2). Slakinn eykst svo fram að lokum spátímans en úr honum dregur að nýju eftir það.

Hægar dregur úr verðbólgu en spáð var í síðustu Peningamálum

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi reyndist nokkru meiri en spáð var í mars, þrátt fyrir sterkara gengi krónunnar. Þannig var spáð um 3,5% verðbólgu á öðrum fjórðungi þessa árs en reyndin varð einni prósentu hærrí. Enn meiri munur er á spánni fyrir þriðja ársfjórðung en þá fellur ný spá rétt utan þeirra marka sem sýna 90% líkindi í marsspánni (mynd 3).

Að mestu leyti skýrist þessi munur á mikilli hækkun húsnæðisverðs. Í mars var gert ráð fyrir því að húsnæðisverð héldist nánast óbreytt á þessu ári. Einnig hafa hækkun bensínverðs og heldur meiri launahækkanir og vaxandi launaskrið haft áhrif. Þrálátur verðbólguþrýstingur gæti einnig verið vísbending um að fyrirliiggjandi styrkur efnahagslífsins á síðasta ári sé vanmetinn. Ýmsar vísbendingar eru um að vöxtur innlendrar eftirspurnar og hagvöxtur hafi verið meiri en niðurstöður þjóðhagsreikninga sýna. Sé það rétt má ætla að undirliggjandi verðbólguþrýstingur hafi verið vanmetinn í mars, en það kemur fram í vanspá verðbólgu á fyrstu fjórðungum þessa árs.

Horfur eru á því að hægar dragi úr verðbólgu á þessu ári en talið var í mars. Spáð er 3½% verðbólgu á síðasta fjórðungi ársins í stað tæplega 2% í marsspánni. Frá seinni hluta næsta árs eru verðbólguhorfur hins vegar svipaðar og þær voru taldar í mars. Verðbólguþróun næst því nokkru síðar eða á fyrri hluta árs 2009 í stað þriðja fjórðungs þessa árs.

Áhrif á stýrivaxtaferil grunnsparinnar

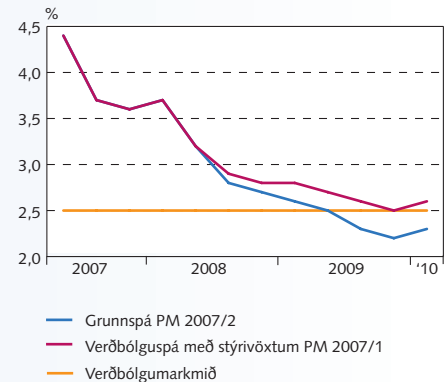
Vegna þess að verðbólga hefur hjaðnað hægar og verðbólguvæntingar verið hærri en reiknað var með í mars hefur raunvaxtastig stýrivaxta heldur lækkað frá síðustu *Peningamálum*. Peningalegt aðhald er því minna en síðasta spá gerði ráð fyrir. Til að veða á móti lækun raunstýrivaxta, meiri verðbólgu í upphafi spátímans og hraðari lækun gengis krónunnar þarf því að knýja fram hraðari hjöðnun framleiðsluspennu og meiri slaka þegar líður á spátímann.

Hins vegar virðist erfitt að koma í veg fyrir að aðlögun að verðbólguþróun seinki frá síðustu spá með auknu aðhaldi peningastefnunnar þar sem undirliggjandi kostnaðarþrýstingur er það mikill að ekki er hægt að stytta tímann þar til að markmiðið næst nema með verulega auknum tilkostnaði í formi tapaðrar framleiðslu. Aukið aðhald er því fengið með því að seinka upphafi vaxtalækkunarferlisins um einn ársfjórðung og hægja á lækunarferlinu. Vextir taka hins vegar að lækka hraðar þegar líður á spátímann og eru orðnir lægri í lok spátímans en gert var ráð fyrir í mars. Með þessum vaxtaferli tekst að ná verðbólgu í markmið á fyrri hluta ársins 2009 eins og vikið er að hér að ofan og koma í veg fyrir að verðbólga og verðbólguvæntingar taki við sér á ný þrátt fyrir tiltölulega hraða lækun krónunnar á seinni hluta tímabilsins. Vaxtaferillinn sem notaður var í grunnsþá síðustu *Peningamála* hefði hins vegar leitt til enn hægari hjöðunar verðbólgu og byði þeirri hættu heim að verðbólguvæntingar fjarlægist markmiðið (mynd 4).

Samkvæmt endurskoðuðum vaxtaferli eru vextir því óbreyttir fram á næsta ár er þeir taka smám saman að lækka. Verða þeir orðnir rúmlega 11% á síðasta fjórðungi ársins 2008 í stað tæplega 10% í síðustu *Peningamálum*. Á síðasta fjórðungi 2009 eru vextir hins vegar orðnir um 5% í nýrri grunnsþá eða tæplega 1 prósentu lægri en í mars. Stýrivaxtaferillinn er innan óvissubils sem í mars voru taldar helmings líkur á að stýrivextir yrðu innan (mynd 5).

Mynd 4
Verðbólga

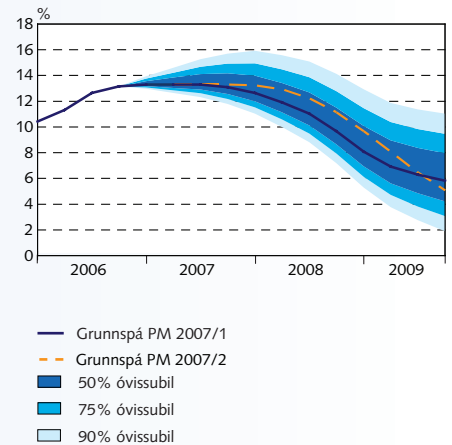
Grunnsþá og spá með stýrivöxtum PM 2007/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Stýrivextir

Grunnsþá og óvissumat PM 2007/1 ásamt grunnsþá PM 2007/2



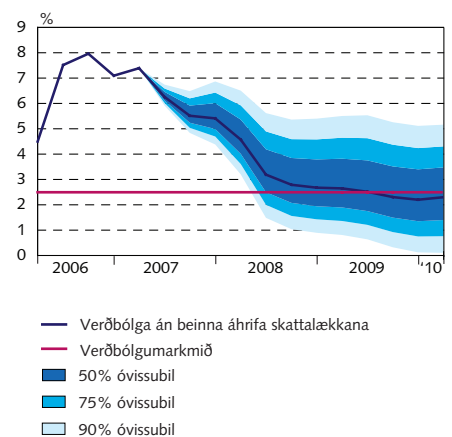
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þótt gert sé ráð fyrir heldur aðhaldssamari peningastefnu nú en í mars felur mat á helstu áhættuþáttum spárinnar í töflu IX-1 í sér að líklegra er að þörf verði á hækun stýrivaxta en að hægt verði að lækka þá hraðar en í grunnsþánni. Óvissuróf stýrivaxtaferils grunnsparinnar er því skekkt upp á við eins og í síðustu *Peningamálum* (mynd IX-7). Skekking líkindadreifingarinnar hefur þó heldur minnkað vegna ofangreinds endurmats á gengisþróuninni, sem dregur lítilla úr skekkingu líkindadreifingar gengis og verðbólgu. Einnig eru áhrif framkvæmda við ál- og orkuver sem nú eru metin í fráviksdæmum minni en síðast. Fráviksdæmin í rammagrein IX-2 lýsa þessum áhættuþáttum nánar. Fyrri fráviksdæmið lýsir mögulegum viðbrögðum peningastefnunnar við snöggri gengislækkun í lok þessa árs. Seinna fráviksdæmið lýsir mögulegum viðbrögðum peningastefnunnar við ákvörðun um að reisa nýja álverksmiðju í Helgúvík.

Mynd IX-6

Verðbólga (án beinna áhrifa skattalækkana)

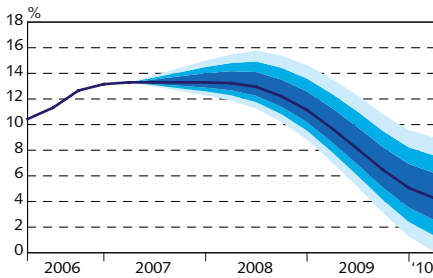
Spátímabil 2. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-7
Stýrivextir

Spátímabil: 2. ársfj. 2007- 1. ársfj. 2010



— Stýrivextir
■ 50% óvissubíl
■ 75% óvissubíl
■ 90% óvissubíl

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Miðað við líkindadreifingu stýrivaxtaferilsins eru töluverðar líkur á því að stýrivextir verði á bilinu 12³/₄-14% að meðaltali á þriðja ársfjórðungi þessa árs og á bilinu 12¹/₄-14¹/₂% á þeim fjórða.¹ Þegar líða tekur á spátímabilið er óvissubílið hins vegar orðið mjög vítt, enda mikil óvissa um efnahagsframvinduna um þessar mundir.

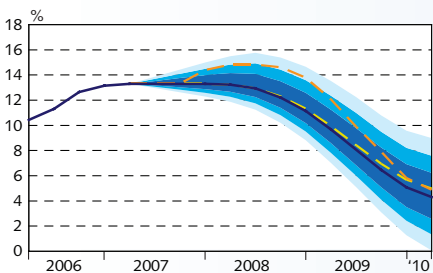
1. Hér er átt við nafnvexti en ekki ársávöxtun eins og stýrivextir Seðlabanka Íslands hafa hingað til verið settir fram.

Rammagrein IX-2 Frávíksdæmi

Sökum ófyrirséðra atburða eða rangra forsendna um þróun mikilvægra þátta efnahagslífsins viku raunveruleg efnahagsframvinda jafnan verulega frá spám. Gagnlegt er að meta hversu næmar niðurstöðurnar eru fyrir frávikum sem gætu orðið í þróun ýmissa lykilstærða efnahagslífsins. Möguleg frávík frá grunnspá eru vitanlega óteljandi en reynt er að meta stærstu áhættuþættina hverju sinni. Eins og í síðustu spá er óvissa um gengi krónunnar og mögulegar framkvæmdir við ný ál- og orkuver taldir stærstu óvissuþættirnir.

Frávíksdæmi varpa ljósi á áhrif helstu óvissuþátta grunnspárinnar á verðbólguhorfur og möguleg viðbrögð peningastefnunnar við skellum. Þörfin fyrir aðgerðir í peningamálum til að mæta óvæntum skelli ræðst af trúverðugleika peningastefnunnar. Ef trúverðugleika skortir, þ.e.a.s. ef ekki ríkir traust á því að Seðlabankinn geti haldið verðbólgunni í námunda við markmiðið þarf sterkari viðbrögð til þess að ná settu markmiði. Eftir því sem peningastefnan er trúverðugri skapar hún verðbólguvæntingum betri kjölfestu og markaðsöfl og væntingar taka ríkari þátt í nauðsynlegum viðbrögðum og draga úr þörf fyrir aðgerðir Seðlabankans.

Mynd 1
Stýrivextir - frávíksdæmi



— Grunnspá
--- Frávíksdæmi með gengislækkun
--- Frávíksdæmi með stóriðjuframkvæmdum
■ 50% óvissubíl
■ 75% óvissubíl
■ 90% óvissubíl

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Við núverandi aðstæður þarf hærri stýrivexti lækki gengi krónunnar verulega

Raungengi mælist nú í sögulegu hámarki og fjármögnunarpörf gríðarlegs viðskiptahalla og mikilla erlendra skulda setur þrýsting á gengi krónunnar, jafnvel þótt dragi úr hallanum þegar stóriðjuframkvæmdum lýkur og úttflutningur áls hefst af fullum krafti. Þrátt fyrir þetta hefur gengi krónunnar verið hátt og hækkað enn frekar frá síðustu spá. Mikill vaxtamunur og skýr skilaboð Seðlabankans um áframhaldandi aðhaldssama peningastefnu hafa stutt við gengið.

Færa má rök fyrir því að hætta á snöggri lækkun gengis hafi, ef eitthvað er, aukist frá síðustu spá. Þess vegna er í grunnspánni reiknað með því að gengið lækki nokkru hraðar en reiknað var með í mars. Miðað við efnahagslegar aðstæður er hins vegar talsverð hætta á enn hraðari aðlögun. Eins og í mars er því sýnt frávíksdæmi með verulegri gengislækkun. Hún kemur hins vegar u.þ.b. ársfjórðungi síðar fram, á síðasta fjórðungi þessa árs og fyrsta ársfjórðungi þess næsta. Eins og í síðustu *Peningamálum* er gert ráð fyrir að gengið lækki um samtals 20% og að vaxtaálag á erlendar skuldbindingar innlendra aðila hækki um 1,5 prósentu. Tímasetningin felur ekki í sér spá, heldur miðast hún við að hægt sé að meta áhrifin innan þess tímaramma sem spáin sýnir. Slík atburðarás gæti hins vegar

tengst aukinni áhættufælni alþjóðlegra fjárfesta og hækkun erlendra vaxta.

Mynd 1 sýnir möguleg viðbrögð Seðlabankans við ofangreindum skelli. Stýrivextir eru hækkaðir strax á fjórða ársfjórðungi um tæplega 1 prósentu og samtals um 1½ prósentu til að koma í veg fyrir að tímabundin aukning verðbólgu festi rætur í verðbólguvæntingum. Stýrivextir eru því orðnir rúmlega 14¾% um mitt næsta ár, en þá taka þeir að lækka aftur. Vextir verða þó hærri en í grunnspánni út spátímann. Þeir þurfa hins vegar ekki að hækka eins mikið og í fráviksdæminu í síðustu *Peningamálum*, enda spennan í hagkerfinu minni þegar áfallið ríður yfir en þá var talið. Bæði hefur framleiðsluspennan verið endurmetin og gengislækkunin kemur síðar þegar meira hefur dregið úr henni.

Þessi kröftuga hækkun vaxta dugar þó ekki til að koma í veg fyrir að verðbólga aukist tímabundið í kjölfar gengislækkunarinnar (mynd 2). Verðbólga nær hámarki um mitt næsta ár í um 5½% í stað rúmlega 3% í grunnspánni. Hún lækkar síðan smám saman og er komin í markmið í lok spátímans, u.þ.b. ári seinna en í grunnspánni.

Tilgangur hækkunar vaxta í kjölfar gengislækkunarinnar er ekki að halda gengi krónunnar uppi í sjálfu sér, heldur að koma í veg fyrir að raunstýrivextir lækki óhóflega vegna aukinnar verðbólgu og skapa verðbólguvæntingum trúverðuga kjölfestu þótt verðbólga aukist tímabundið vegna gengislækkunarinnar. Því skiptir tímasetning mögulegrar veikingar krónunnar miklu máli. Verði hún við núverandi aðstæður yfirspennts efnahagslífs er meiri hætta á því að gengislækkunin hafi viðvarandi áhrif á verðbólgu en ef hún yrði þegar framleiðsluþættir eru ekki að fullu nýttir.

Möguleg orsök slíkrar gengislækkunar skiptir einnig höfuðmáli. Þannig kallar gengislækkun sem stafar af neikvæðum framboðsskelli (t.d. versnandi viðskiptakjörum) á mildari viðbrögð en gengislækkun sem stafar af hreinni eignatilfærslu. Neikvæður framboðsskellur dregur úr almennri eftirspurn sem vinnur á móti áhrifum gengislækkunar á verðbólgu og minnkar því þörf fyrir hækkun vaxta og því meira sem verðbólguvæntingar hafa sterkari kjölfestu.

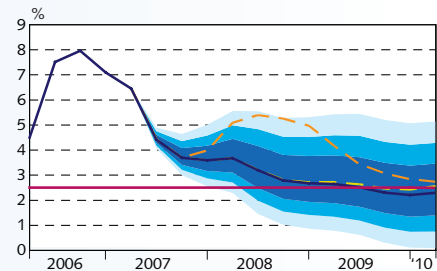
Bygging álvers í Helguvík tefur lækkun stýrivaxta

Í grunnspánni er ekki gert ráð fyrir frekari byggingu ál- og orkuvera á spátímanum. Í spám Seðlabankans hefur að jafnaði ekki verið tekið tillit til slíkra framkvæmda í grunnspá fyrr en nær fullvíst er að ráðist verði í þær, en áhrifin metin í fráviksdæmum. Verði af áformum um slíkar framkvæmdir yrði eftirspurn eftir innlendum framleiðsluþáttum meiri en felst í grunnspánni og verðbólguþrýstingur þar af leiðandi meiri. Hærra gengi krónunnar kynni þó að vinna þar á móti framan af.

Frá síðustu *Peningamálum* hefur áætlun um frekari stækkun álverksmiðjunnar í Straumsvík verið hafnað í atkvæðagreiðslu íbúa. Áætlanir um byggingu nýs álvers Century Aluminium í Helguvík virðast hins vegar hafa fengið byr undir báða vængi. Aðrir möguleikar eru einnig til umræðu en lengra er í að hægt verði að hefjast handa við þá og því líklegt að þeir falli að öllu eða mestu leyti utan þess tímabils sem núverandi grunnspá nær yfir. Í þessu fráviksdæmi eru því einungis skoðuð áhrif byggingar álvers í Helguvík og möguleg viðbrögð peningastefnunnar við þeim.

Fjárfestingaráform í tengslum við uppbyggingu álvers í Helguvík og nauðsynleg orkuöflun eru í meginatriðum þau sömu og lágu til grundvallar fráviksdæminu í síðustu *Peningamálum*. Gert er ráð fyrir 240 þús. tonna framleiðslugetu og byggingarframkvæmdum í tveimur jafnstórum áföngum. Heildarkostnaður, að mati Seðlabankans, verður um 120 ma.kr. (um 10% af landsframleiðslu ársins 2006). Gert er ráð fyrir að framkvæmdir hefjist árið 2008 og að fyrri áfanga verði lokið árið 2011, en hinum síðari árið 2013. Áætlað er

Mynd 2
Verðbólga - fráviksdæmi



- Grunnspá
- Verðbólgu markmið
- - Fráviksdæmi með gengislækkun
- - Fráviksdæmi með stóriðjuframkvæmdum
- 50% óvissubíl
- 75% óvissubíl
- 90% óvissubíl

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

að meginþungi framkvæmda verði á árunum 2009-2011 en þá verði varið ríflega 70% af áætluðum framkvæmdakostnaði. Gert er ráð fyrir að framleiðsla hefjist árið 2011, en verði komin á fullan skrið árið 2014. Áætlað er að vinnuafsnotkun aukist um rúmlega 1.300 ársverk á spátímanum, en heildarfjölgun ársverka á tímabilinu 2007-2014 verði um 3.200 ársverk. Gert er ráð fyrir að skipting kostnaðar á milli innlendra og erlendra þátta verði u.þ.b. til helminga, þótt hlutur innlends kostnaðar sé heldur meiri. Það sama á við um skiptingu milli innlends og erlends vinnuafls. Þessar upplýsingar eru byggðar í meginatriðum á fyrirliggjandi áætlunum væntanlegs framkvæmdaraðila.

Þótt ekki sé reiknað með að gengi krónunnar styrkist sérstaklega við tilkynningu um byggingu álversins, eins og gert var ráð fyrir í mars, helst gengið hærra það sem eftir lifir spátímans. Stýrivextir lækka heldur hægar en í grunnspánni, en vegna þess að efnahagslegra áhrifa framkvæmdanna fer ekki að gæta fyrr en á árunum 2008-9 eru áhrifin á peningastefnuna takmörkuð þar til líða tekur á næsta ár (sjá mynd 1). Vextir á síðasta fjórðungi næsta árs eru um $\frac{1}{4}$ prósentu hærrí en í grunnspánni og um $\frac{3}{4}$ prósentu hærrí í lok spátímans. Með þessum stýrivaxtaferli tekst að koma í veg fyrir að verðbólga taki að aukast að nýju þegar líður á árið 2010 og fram á árið 2011, eins og gerist ef stýrivaxtaferli grunnspárinnar er fylgt (mynd 2). Vaxtaferillinn er nokkuð frábrugðinn fráviksdæminu í síðustu *Peningamálum*. Það skýrist af því að umfang framkvæmdanna yrði ólíkt minna og þungi þeirra nokkru seinna á ferðinni en þá var miðað við. Þá hefur svigrúm þjóðarbúskaparins til þess að takast á við þetta verkefni án mikilla ruðningsáhrifa á aðra atvinnustarfsemi aukist. Þörf fyrir aðhaldssamari peningastefnu en miðað er við í grunnspánni er því minni en í fráviksdæminu í mars.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2007/2

Tafla 1 Þjóðhagsþáttar

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹			
		Spá			
	2006	2007	2008	2009	
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar¹					
Einkaneysla	686,5	4,6 (4,6)	1,0 (0,2)	-3,2 (-4,1) -5,3 (-5,7)	
Samneysla	280,7	2,9 (2,9)	3,0 (3,0)	3,0 (3,0) 3,0 (3,0)	
Fjármunamyndun	365,6	13,0 (13,0)	-25,6 (-22,4)	-15,8 (-22,7) -8,9 (-5,8)	
Atvinnuvegafjárfesting	255,6	13,8 (13,8)	-37,7 (-30,8)	-30,2 (-38,9) -14,1 (-10,8)	
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	74,8	17,2 (17,2)	1,2 (-4,6)	-9,2 (-8,9) -9,9 (-8,7)	
Fjárfesting hins opinbera	35,2	0,8 (0,8)	5,9 (-2,1)	37,7 (39,7) 4,5 (9,6)	
Þjóðarútgjöld	1.346,1	7,4 (7,4)	-6,2 (-5,6)	-4,6 (-6,9) -4,3 (-3,8)	
Útflutningur vöru og þjónustu	372,2	-5,6 (-5,6)	12,0 (9,6)	9,5 (16,7) 5,5 (4,5)	
Innflutningur vöru og þjónustu	576,5	8,8 (8,8)	-9,0 (-10,4)	-4,9 (-5,1) -2,1 (-2,3)	
Verg landsframleiðsla	1.141,7	2,6 (2,6)	0,2 (0,8)	0,8 (0,7) -1,4 (-1,0)	
Aðrar lykilstærðir					
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-26,9 (-26,7)	-15,4 (-15,7)	-11,5 (-11,4) -8,8 (-11,3)	
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		3,3 (3,2)	0,4 (1,0)	-0,7 (0,3) -3,4 (-2,0)	
Launakostnaður á framleidda einingu (breyting milli ársmeðaltala)		8,9 (8,9)	7,8 (6,8)	3,4 (3,9) 3,5 (3,8)	
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (breyting milli ársmeðaltala)		6,5 (5,1)	5,0 (4,7)	-2,2 (-2,8) -1,5 (-3,1)	
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,3 (1,3)	1,5 (2,0)	3,0 (3,5) 4,3 (4,8)	
Stýrivextir og gengi					
Stýrivextir (%)		11,9 (11,9)	13,3 (13,2)	12,4 (11,3) 7,3 (6,8)	
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla (31/12 1991 = 100)		121,4 (121,4)	117,4 (121,0)	119,5 (120,8) 127,9 (125,4)	

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2007/1.

Tafla 2 Verðbólguþáttar

Ársfjórðungur	Breyting frá sama tímabili árið áður (%)		Ársfjórðungsþáttar á ársgrundvelli (%)
	Spá Peningamála 2007/2	Spá Peningamála 2007/1	
	Mæld gildi		Spá Peningamála 2007/2
2006:1	4,5	4,5	4,5
2006:2	7,5	7,5	14,3
2006:3	8,0	8,0	7,5
2006:4	7,1	7,1	2,3
2007:1	6,5	6,4	2,0
	Spáð gildi		
2007:2	4,4	3,5	5,9
2007:3	3,7	2,0	4,6
2007:4	3,6	1,7	1,9
2008:1	3,7	2,0	2,4
2008:2	3,2	2,4	3,9
2008:3	2,8	2,3	3,0
2008:4	2,7	2,4	1,5
2009:1	2,6	2,6	2,2
2009:2	2,5	2,7	3,4
2009:3	2,3	2,6	2,1
2009:4	2,2	2,5	1,1
2010:1	2,3	.	2,6
Breyting milli ársmeðaltala	Spá Peningamála 2007/2	Spá Peningamála 2007/1	
2006	6,8	6,8	
2007	4,5	3,4	
2008	3,1	2,3	
2009	2,4	2,6	

Viðauki 2

Ný verðbólguþröskulmörk¹

Ríkjum sem hafa verðbólguþröskulmörk sem formlegan grundvöll peningastefnu sinnar hefur fjölgað ört frá því að Nýja-Sjáland tók fyrst landa upp verðbólguþröskulmörk í mars árið 1990. Nú er svo komið að seðlabanka á verðbólguþröskulmörki er að finna í öllum heimsálfum. Með verðbólguþröskulmörki er verðstöðugleiki gerður að formlegu meginmarkmiði peningastefnunnar og önnur markmið skulu víkja fyrir því. Verðstöðugleiki er skilgreindur sem tölulegt markmið. Þjóðhags- og verðbólguþröskulmörk gegna allajafna mikilvægu hlutverki við framkvæmd peningastefnu á verðbólguþröskulmörki og síaukin áhersla er lögð á gagnsæja miðlun upplýsinga um markmið og mótun stefnunnar. Vaxandi vinsældir formlegs verðbólguþröskulmörks má rekja til þess að með því þykir hafa tekist vel að skapa peningastefnunni trúverðuga og gagnsæja kjölfestu. Á sama tíma er henni veitt nægilegt svigrúm til að bregðast við skammtímasveiflum í efnahagslífinu án þess að trúverðugleika stefnunnar sé stefnt í hættu.

Til dagsins í dag hafa samtals 28 ríki fylgt verðbólguþröskulmörkstefnu. Af þeim eru 26 ríki sem enn eru á verðbólguþröskulmörki, en Finnland og Spánn hurfu frá verðbólguþröskulmörki með inngöngu í Efnahags- og myntbandalag Evrópu í janúar 1999. Eins og áður hefur komið fram tók fyrsta ríkið upp verðbólguþröskulmörk árið 1990. Í lok árs 1993 voru ríki á formlegu verðbólguþröskulmörki orðin fimm og fimm árum síðar voru þau orðin tíu. Árið 2004 voru ríkin orðin 21 og síðan hafa fimm bæst í hópinn. Þetta eru þróunar- og nýmarkaðsríkin Slóvakía, Indónesía, Rúmenía, Tyrkland og Gana. Í þessum viðauka er nánar fjallað um þessi fimm nýju verðbólguþröskulmörksríki.

Slóvakía

Slóvakía gekk í Evrópusambandið árið 2004. Á sama tíma skuldbatt landið sig til að ganga í Efnahags- og myntbandalag Evrópu og taka þar með upp evruna í nánustu framtíð. Til þess að geta tekið upp evru verða ríki að uppfylla svokölluð Maastricht-skilyrði en þau lúta að verðbólgu, vöxtum, afkomu hins opinbera og skuldum þess. Seðlabanki Slóvakíu tók formlega upp verðbólguþröskulmörk í byrjun árs 2005 en sú peningastefna var talin best til þess fallin að uppfylla skilyrði Maastricht-sáttmálans um lágt verðbólguþröskulmörk. Núverandi verðbólguþröskulmörk Seðlabanka Slóvakíu er að verðbólga skuli vera undir 2%, eins og hjá evrópska seðlabankanum. Það samræmist Maastricht-skilyrðinu sem kveður á um að verðbólga skuli ekki vera meira en 1,5 prósentustigum meiri en í þeim þremur Evrópusambandslöndum sem hafa hagstæðustu verðbólguþróun. Í maí á þessu ári mældist verðbólga í Slóvakíu 2,7%. Stefnt er að því að evran verði innleidd í Slóvakíu 1. janúar árið 2009.

1. Upplýsingar um ný lönd eru fengnar af heimasíðum viðkomandi seðlabanka. Almennar upplýsingar um þróun verðbólguþröskulmörks víða um heim og lágmarksskilyrði fyrir upptöku verðbólguþröskulmörks eru fengnar úr grein Þórarins G. Péturssonar, (2004), „Útfærsla verðbólguþröskulmörkstefnu víða um heim“, *Peningamál* 2004/1, 57-85 og úr grein Stone, Mark R. (2003) „Inflation Targeting Lite“, *IMF Working Paper* WP/03/12.

Indónesía

Eftir fjármálakreppuna í Asíu á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar lögðust yfirvöld á Indónesíu í endurskipulagningu á bankakerfi sínu og ýmsum stofnunum. Í kjölfarið fóru vextir að hafa meiri áhrif á verðbólgu og ákvað Seðlabanki Indónesíu að taka formlega upp verðbólgu markmið í júlí árið 2005. Áður hafði hann fylgt peningamagns- markmiði en helstu vankantar þess voru að erfitt var að hafa stjórn á grunnfé því að ríkjandi hluti þess eru peningar sem eru utan bankakerfisins. Verðbólgu markmið Seðlabanka Indónesíu fyrir árið 2007 er 6% en 5% fyrir árið 2008, vikiörk eru $\pm 1\%$ fyrir bæði árin. Í maí á þessu ári mældist verðbólga á Indónesíu 6%. Til meðallangs og lengri tíma litið stefnir bankinn á 3% verðbólgu. Það telur hann vera ákjósanlegt markmið til að halda samkeppnishæfni sinni við önnur lönd.

Rúmenía

Eftir að hafa farið í gegnum aðlögunarskeið þar sem stofnanir landsins voru meðal annars endurbættar í þeim tilgangi að uppfylla þær kröfur sem upptaka verðbólgu markmiðs felur í sér tók Seðlabanki Rúmeníu formlega upp verðbólgu markmið í ágúst árið 2005. Markmið bankans með upptöku verðbólgu markmiðs var fyrst og fremst að sigrast á mikilli verðbólgu og viðhalda verðstöðugleika eftir að verðbólgu markmiði hefði verið náð. Árið 2007 er verðbólgu markmið bankans 4% en árið 2008 verður verðbólgu markmið fært niður í 3,8%, vikiörk fyrir bæði árin eru $\pm 1\%$. Eftir að aðlögunarskeiðið hófst hefur verðbólga dregist saman og hefur það átt sinn þátt í að draga úr verðbólgu væntingum. Í apríl mældist verðbólga í Rúmeníu 3,8%.

Tyrkland

Seðlabanki Tyrklands stefnir að því að ná þeim árangri sem peningayfirvöld þróaðra ríkja hafa náð, þ.e. að ná þrálátri verðbólgu niður á stig stöðugrar og lítillar verðbólgu. Í því augnamiði tók Seðlabanki Tyrklands formlega upp verðbólgu markmið í byrjun árs 2006. Telur hann að 4% verðbólgu markmið með $\pm 2\%$ í vikiörk sé hæfilegt til meðallangs tíma. Á fyrsta ári verðbólgu markmiðsins varð verðbólga meiri en markmiðið sem stefnt var að. Seðlabanki Tyrklands hefur brugðist við þessu vandamáli með hækkun stýrivaxta, sem eru hærri en hér á landi, og með því að auka gagnsæi og auka þannig áhrif sín á verðbólgu væntingum. Liður í því er að bankinn lýsir sinni sýn á framvindu stýrivaxta í verðbólgu skýrslum sínum. Tyrkland á þó enn langt í land með að ná verðbólgu markmiði sínu en verðbólga þar mældist 9,2% í maímánuði.

Gana

Seðlabanki Gana tók formlega upp verðbólgu markmið í maí 2007 og er því annað landið í Afríku á eftir Suður-Afríku til að gera það. Seðlabanki Gana hefur fylgt óformlegri verðbólgu markmiðsstefnu í nokkur ár án þess þó að hún hafi verið tekin upp formlega fyrr en nú. Bankinn hefur unnið að auknu gagnsæi og stefnir meðal annars að því að gefa opinberlega út verðbólgu skýrslur. Markmið bankans er að verðbólga sé undir 10%. Verðbólga í maímánuði mældist 11%.

Verðbólgu- og peningamál

Ríki	Tölulegt markmið	Upphaf stefnu	Fyrri kjölfesta
Ástralía	2-3%	1993	Ekkert
Brasilía	4½% (±2%)	1999	Gengi
Bretland	2%	1992	Gengi
Chile	2-4%	1990	Gengi
Filippseyjar	4-5%	2002	Gengi og peningamagn
Gana	0-10%	2007	Peningamagn
Indónesía	6% (±1%)	2005	Peningamagn
Ísland	2½% (±1½%)	2001	Gengi
Ísrael	1-3%	1992	Gengi
Kanada	1-3% (2% miðgildi)	1991	Ekkert
Kólumbía	2-4%	1999	Gengi
Mexíkó	3%	1999	Peningamagn
Noregur	2½%	2001	Gengi
Nýja-Sjáland	1-3%	1990	Ekkert
Perú	2% (±1%)	2002	Peningamagn
Pólland	2½% (±1%)	1998	Gengi
Rúmenía	4% (±1%)	2005	Peningamagn
Slóvakía	0-2%	2005	Gengi
Suður-Afríka	3-6%	2000	Peningamagn
Suður-Kórea	3% (±1%)	1998	Peningamagn
Swiss	0-2%	2000	Peningamagn
Svíþjóð	2% (±1%)	1993	Gengi
Taíland	0-3½%	2000	Peningamagn
Tékkland	3% (±1%)	1998	Gengi og peningamagn
Tyrkland	4% (±2%)	2006	Gengi
Ungverjaland	3% (±1%)	2001	Gengi

Heimildir: Þórarinn G. Pétursson, (2004), „Útfærsla verðbólgu- og peningamálstefnu víða um heim“. *Peningamál* 2004/1, bls. 57-85 og heimasíður viðkomandi seðlabanka.

Fyrirsjáanlegar breytingar á fjölda ríkja

Fjöldi ríkja með verðbólgu- og peningamálstefnu á eftir að breytast á næstu árum. Fyrirséð er að Slóvakía auk Póllands, Tékklands og Ungverjaland munu hverfa úr hópnum innan nokkurra ára er þau ganga í Myntbandalag Evrópu. Mögulegt er að fleiri ríki tynist úr hópnum á sama hátt síðar meir.

Einnig er mögulegt að ný ríki bætist í hóp ríkja með verðbólgu- og peningamálstefnu. Þannig íhugar vaxandi fjöldi ríkja nú upptöku verðbólgu- og peningamálstefnu og nokkur ríki hafa þegar hafið undirbúning að formlegri upptöku. Dæmi um þetta eru þróunar- og nýmarkaðsríkin Albanía, Armenía, Gvatemala og Kasakstan en þau hafa verðstöðugleika sem markmið sitt án þess að hafa formlega tekið upp verðbólgu- og peningamálstefnu.² Upptaka verðbólgu- og peningamálstefnu á sér nokkurn aðdraganda því að seðlabankar þurfa að gefa sér tíma til að laga innri starfsemi sína að nýrri stefnu. Æskilegt er að lágmarksskilyrði varðandi stofnanauppbyggingu séu uppfyllt áður en verðbólgu- og peningamálstefnu er formlega tekið upp. Talið er mikilvægt að seðlabanki hafi fullt sjálfstæði til að ná markmiðum sínum.

2. Stone (2003) fjallar um 19 nýmarkaðsríki sem fylgja peningastefnu með sveigjanlegu gengi og yfirlýstu verðbólgu- og peningamálstefnu en þar sem verðstöðugleiki vikur fyrir öðrum markmiðum stjórnvalda. Stone nefnir slíka framkvæmd peningastefnu hálfkveðið verðbólgu- og peningamálstefnu (e. inflation targeting lite).

Einnig þarf fjármálakerfi landsins að vera nægilega skilvirkt og þróað svo að markaðsaðgerðir seðlabankans í peningamálum miðlist með skilvirkum hætti. Þar að auki er æskilegt að fjármálalegur stöðugleiki sé fyrir hendi auk almenns efnahagslegs stöðugleika. Albanía, Armenía, Gvatemala og Kasakstan eru komin mislangt í aðlögunarferlinu, en markmið þeirra allra er þó hið sama, að taka formlega upp verðbólgu-markmið í nánustu framtíð. Því má telja líklegt að þessi fjögur ríki verði komin á lista yfir verðbólgu-markmiðsríki innan fárra ára og enn önnur gætu bæst í hópinn.

