

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Eftirspurn vex hraðar en áður var talið en fjármálaskilyrði hafa versnað

Vöxtur eftirspurnar jókst á ný um miðbik þessa árs og verðbólga í kjölfarið. Þá jókst eftirspurn meira í fyrri en talið var í fyrri áætlunum. Það sama á við um hækkun launakostnaðar. Þótt drægi úr fjárfestingu í ál- og orkuverum hefur önnur fjárfesting að miklu leyti fyllt í skarðið. Einkaneysla hefur einnig sótt í sig veðrið á ný í kjölfar griðarlegs vaxtar ráðstöfunartekna í fyrri og fram á þetta ár. Spenna á vinnumarkaði hefur aukist enn frekar í aðdraganda kjarasamninga og fyrirtæki virðast áforma að velta auknum launakostnaði og hækkun aðfangaverðs út í verðlag. Verðbólguþróunin á næstu misserum mun því verða óhagstæðari en Seðlabankinn spáði í byrjun júlí og verðbólguhorfur hafa versnað að óbreyttum stýrivöxtum. Á móti kemur að vaxtaálag á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hefur hækkað. Ásamt aðhaldssamri peningastefnu hefur það stuðlað að hækkun innlendra vaxta. Alþjóðleg húsnæðisverðbólga er í rénun og verðlag húsnæðis tekið að lækka í Bandaríkjunum og víðar. Líklega er aðeins spurning um hvenær slík þróun hefst hér á landi. Til þessa hafa ört vaxandi ráðstöfunartekjur ásamt tregbreytanlegum vöxtum Íbúðalánasjóðs og auknu lánsfjárframboði haldið eftirspurn og þar með húsnæðisverðbólgu uppi. Ráðstöfunartekjur eru nú orðnar meiri en framleiðslugeta leyfir. Kaupmáttur þeirra getur því vart haldið áfram að aukast og mun að öllum líkindum þurfa að dragast saman um sinn. Hvenær það gerist eða með hvaða hætti er hins vegar háð mikilli óvissu. Traustar vísbendingar hafa ekki komið fram um að slík aðlögun sé hafin. Samkvæmt grunnsþánni er hægt að ná verðbólgu markmiðinu upp úr miðju ári 2009 að því gefnu að stýrivextir verði nokkru hærri á tímabilinu en áður var gert ráð fyrir. Það gerist ekki án nokkurs samdráttar kaupmáttar ráðstöfunartekna og innlendra eftirspurnar.

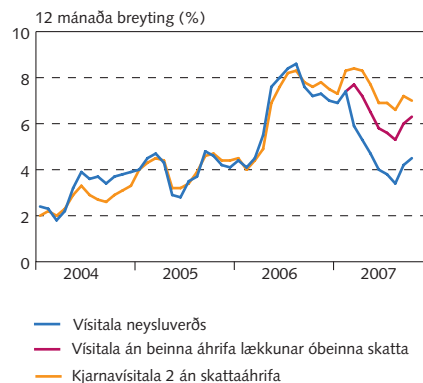
I Verðbólguhorfur og stefnan í peningamálum

Verðbólga á ný meira en 1½ prósentu yfir verðbólgu markmiði

Hjöldun verðbólgunnar hefur verið hægari en Seðlabankinn spáði í júlíbyrjun. Í *Peningamálum* sem þá komu út var spáð hjaðnandi verðbólgu á komandi ársfjórðungum; 3,7% á þriðja fjórðungi ársins og 3,6% á hinum fjórða. Verðbólga hjaðnaði jafnt og þétt frá febrúarmánuði til ágústbyrjunar og í júlí var hún undir 4%. Hún fór yfir 4% á ný í september, þ.e. 1½ prósentu yfir verðbólgu markmiðið, og í byrjun októbermánaðar mældist hún 4,5%. Þegar verðbólga vikur meira en 1½ prósentu frá markmiði ber Seðlabankanum, í samræmi við yfirlýsingu hans og ríkisstjórnar Íslands frá árinu 2001, að senda ríkisstjórninni greinargerð og birta hana opinberlega (sjá rammagrein I-1). Í frétt bankans frá 18. september sl. sagði að með birtingu stýrivaxtaspár, sem hófst í mars 2007, svari bankinn í reynd í hverju hefti *Peningamála* þeim spurningum sem kveðið er á um í yfirlýsingunni. Það er einnig gert í þessu hefti.

Verðbólga hefur verið yfir verðbólgu markmiðinu samfellt frá maímánuði árið 2004 og meira en 1½ prósentu yfir því samfleytt frá septembermánuði árið 2005 þar til í júlí í ár. Án lækkunar óbeinna skatta í mars sl. hefði verðbólgan ekki farið niður fyrir 4% í júlí og ágúst. Frá því að Seðlabankanum var sett verðbólgu markmið árið 2001 hefur verðbólgan að meðaltali verið 4,7%. Það er að mati bankans ekki

Mynd I-1
Verðbólga á ýmsa mælikvarða
janúar 2004 - október 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 30. október 2007, en spár byggjast á upplýsingum til 15. október.

Rammagrein I-1

Verðbólga umfram þolmörk

Í yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands frá 27. mars árið 2001 segir: „Seðlabankinn mun stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Víki verðbólga meira en ±1½% frá settu marki ber bankanum að ná verðbólgu svo fljótt sem auðið er inn fyrir þau mörk að nýju. Jafnframt ber bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar þar sem fram kemur hver ástæða frávikanna er, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur það taka að ná verðbólgu markmiðinu að nýju. Greinargerð bankans verður birt opinberlega.“

Þau mörk sem kveðið er á um í yfirlýsingunni hafa stundum verið kölluð „þolmörk“. Það er að því leyti óheppileg nafngift að hún getur ýtt undir þann misskilning að verðbólga allt að 4% teljist ásættanleg verðbólga. Það er ekki rétt. Verðbólgu markmiðið er 2½%, hvorki meira né minna. Megintilgangur ákvæðisins um 1½ prósentu frávik er að stuðla að gagnsæi við framkvæmd peningastefnunnar. Árið 2001 var Seðlabanka Íslands, eins og seðlabönkum margra landa heims sl. tvo áratugi, falið vald til þess að beita stýrivöxtum sínum til þess að ná opinberlega skilgreindu markmiði um stöðugt verðlag. Eðlilegt er að slíku framsali valds fylgi krafa um reikningsskil gerða sjálfstæðs seðlabanka. Seðlabanki Íslands mætir þeirri kröfu fyrst og fremst með útgáfu ritsins *Peningamál*, sem kemur út þrisvar á ári. Þegar verðbólgu markmiðið var ákveðið var talið að unnt yrði að halda verðbólgu að jafnaði innan 1½ prósentu fráviks frá verðbólgu markmiðinu. Meira frávik mætti að jafnaði rekja til tímabundinna ytri þátta eða mistaka við framkvæmd peningastefnunnar. Eðlilegt er að Seðlabankinn geri grein fyrir slíkum frávikum sérstaklega. Frá birtingu yfirlýsingarinnar árið 2001 hefur orðið grundvallarbreyting á því með hvaða hætti Seðlabankinn gerir grein fyrir mati sínu á verðbólguhorfum. Í stað þess að birta spár til tveggja ára þar sem gengið er út frá óbreyttum stýrivöxtum eða væntingum markaðarins um þá er í *Peningamálum* birtur stýrivaxtaferill sem að mati sérfræðinga bankans er best fallinn til að ná verðbólgu markmiðinu á þriggja ára spátímabili. Stýrivaxtaferillinn og yfirlýsing bankastjórnar til samans fela í sér lýsingu á því hvernig Seðlabankinn hyggst ná verðbólgu markmiðinu á næstu þremur árum, miðað við þær upplýsingar sem fyrir liggja. Því má segja að í hverju hefti *Peningamála* séu þær kröfur um gagnsæi sem gerðar eru í yfirlýsingunni uppfylltar.

viðunandi árangur. Því er ærið tilefni til þess að skoða gaumgæfilega ástæður þess hve erfiðlega hefur gengið að ná verðbólgu markmiðinu. Það verður ekki gert svo að vel sé í stuttu máli, en vert er að halda til haga nokkrum þáttum sem gagnrýnendur peningastefnu Seðlabankans hafa ekki tekið nægilegt tillit til í mati sínu á áhrifamætti hennar. Í fyrsta lagi hafa gríðarlegir eftirspurnarhnykkir skolið á þjóðarbúinu á undanförunum árum: stórframkvæmdir sem varla eiga sér hliðstæðu í efnahagssögunni, umbylting fjármálakerfisins og verulegar skattalækkanir. Í öðru lagi hafa alþjóðlegir vextir verið óvenju lágir og torveldað peningalegt aðhald. Í þriðja lagi hafa verið hnökkrar á framkvæmd og miðlun peningastefnunnar sem hafa tafið fyrir viðbrögðum og miðlun stýrivaxtabreytinga. Fyrstu tvö atriðin eru utan áhrifsviðs Seðlabankans þótt honum beri með peningastefnunni að koma í veg fyrir verðbólguáhrif þeirra, en hið þriðja varðar að nokkru leyti ákvarðanir bankans sjálfs. Sumu hefur þegar verið brugðist við, svo sem með úrbótum á sviði spágerðar og með meira gagnsæi í framsetningu peningastefnunnar, t.d. með birtingu eigin stýrivaxtaferils. Ástæða er til

að skoða gaumgæfilega hvort frekari úrbætur eru nauðsynlegar. Enn eru hnökkrar í miðlun peningastefnunnar og þarf atbeina annarra en Seðlabankans til þess að draga úr eða eyða þeim.

Meiri hagvöxtur í fyrra og í ár en í fyrstu áætlunum og innlend eftirspurn sækir í sig veðrið á ný

Hagvöxtur í fyrra virðist hafa verið mun meiri en fyrstu áætlanir þjóðhagsreikninga sýndu, en nálægt því sem Seðlabankinn hafði spáð áður en fyrstu bráðabirgðatölur voru birtar. Reyndar voru sterkar vísbendingar alla tíð um að hagvöxtur væri vanmetinn. Eftirspurn eftir vinnuafli virtist t.d. aukast mun hraðar en samrýmdist mældum hagvexti. Endurmat á efnahagssumsvifum síðasta árs hafði einnig í för með sér endurmat á vexti launakostnaðar samkvæmt þjóðhagsreikningum.

Meiri efnahagssumsvif og launakostnaður fela í sér meiri verðbólguþrýsting sem skýrir að nokkru leyti hvers vegna verðbólga hefur ítrekað reynst meiri en Seðlabankinn hefur spáð. Spár bankans hafa verið byggðar á áætlunum þjóðhagsreikninga. Álykta má að vanmat á hagvexti og undirliggjandi launaprýstingi hafi tafið fyrir nauðsynlegum viðbrögðum peningastefnunnar (sjá nánar í rammagrein I-2). Áætlanir fyrir annan fjórðung þessa árs sýndu vaxandi eftirspurn, eftir skammvinna lægð á síðasta ári, og var vöxturinn meiri en Seðlabankinn spáði í júlí. Þar að auki eru skýrar vísbendingar um að hagvöxtur, eða a.m.k. innlend eftirspurn, hafi sótt enn frekar í sig veðrið á þriðja fjórðungi ársins.

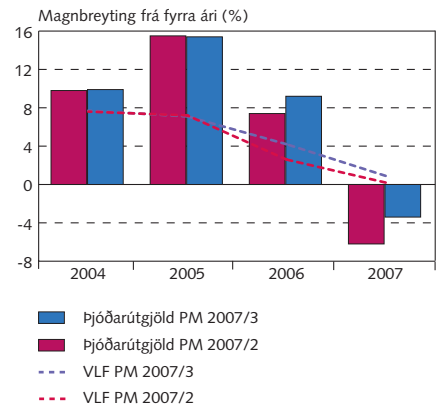
Mikill vöxtur ráðstöfunartekna vekur uppsveiflu á íbúðamarkaði sem leiðir til aukinnar verðbólgu

Meginuppspretta aukins vaxtar innlendrar eftirspurnar er ör vöxtur ráðstöfunartekna undanfarin tvö ár. Ásamt öðru vakti hann á ný uppsveiflu á íbúðamarkaði og jók eftirspurn eftir varanlegri neysluvöru. Þá er mikill kraftur í almennri atvinnuvegafjárfestingu, ekki síst fjárfestingu í verslunar- og skrifstofuhúsnæði. Uppsveiflan á íbúðamarkaðinum hefur verið meginorsök aukinnar verðbólgu á undanföllum mánuðum, en á móti hefur tiltölulega sterkt gengi krónunnar haldið aftur af hækkun vöruverðs þrátt fyrir undirliggjandi kostnaðarþrýsting. Að þessu leyti líkist staða efnahagsmála um þessar mundir ástandinu árin 1999 og 2005. Í báðum tilfellum var húsnæðisverðbólgan fyrirboði viðtækari verðbólgu síðar. Þetta er eðlilegur ferill verðbólgu í litlu opnu hagkerfi, þar sem verð hækkar fyrst á vöru og þjónustu sem nýtur skjóls gagnvart erlendri samkeppni, sérstaklega þar sem framboð er tregbreytilegt, en gengishækkun heldur aftur af verðhækkun samkeppnisvöru um sinn.

Tímabundið bakslag eða langvarandi vandi?

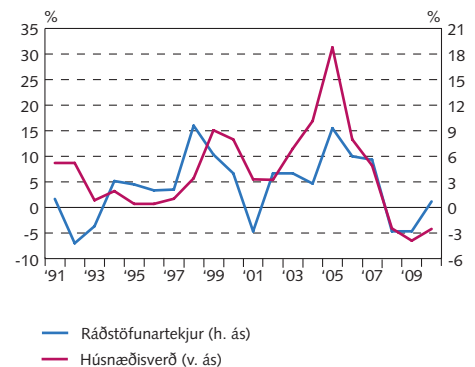
Eitt af helstu álitafnum peningastefnunnar um þessar mundir er hvort aukinn vöxtur eftirspurnar og aukinn verðbólguþrýstingur að undanförmu sé aðeins tímabundið frávik á ferli verðbólguhjöðunar eða upphaf þrálátrar verðbólguþylgju. Hugsanleg rök fyrir hinu fyrrnefnda eru að húsnæðisverð sé þegar orðið mjög hátt og framboð ört vaxandi. Því sé þess skammt að bíða að betra jafnvægi myndist á íbúðamarkaðinum. Í ljósi þess að hækkun íbúðaverðs hefur verið meginuppspretta verð-

Mynd I-2
Þróun þjóðarútgjalda og vergrar landsframleiðslu 2004-2007¹



1. Grunnspá Seðlabankans fyrir árið 2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3
Þróun húsnæðisverðs og ráðstöfunartekna 1991-2010¹

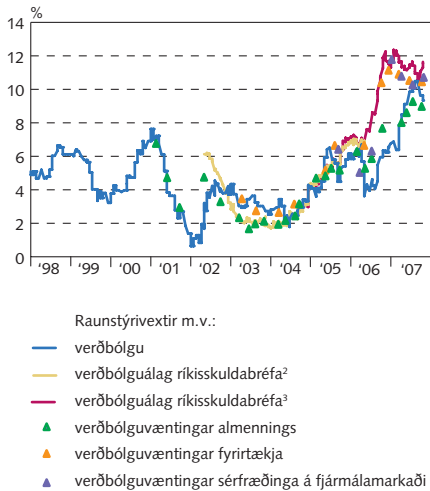


1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010. Ráðstöfunartekjur eru mat Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

Raunstyrivextir¹

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 30. október 2007



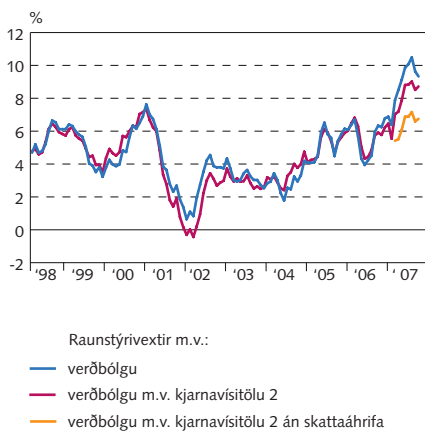
1. Styrivöxtum hefur verið umbreytt í ávöxtun. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 3. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í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

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5

Raunstyrivextir m.v. kjarnaverðbólgu

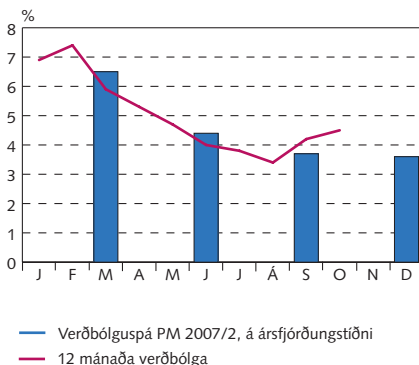
Mánaðarlegar tölur mars 1998 - október 2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6

Verðbólguþróun árið 2007 og síðasta verðbólguþá



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

bólgunnar mætti því ætla að verðbólgan muni hjaðna þegar húsnæðis-verð hættir að hækka hlutfallslega miðað við annað verðlag. Reyndar er það algengt viðkvæði þeirra sem gagnrýna Seðlabankann fyrir of háa styrivexti, að vegna þess að um sé að ræða kerfislega breytingu sem leiðir til einnar hliðrunar hlutfallslegs verðlags sé engin ástæða til viðbragða af hálfu bankans.

Þessi afstaða felur í sér mikið vanmat á tregðu verðbólgunnar. Horft er fram hjá annarrar umferðar áhrifum langvarandi vaxtar eftirspurnar umfram framleiðslugetu á vinnumarkað, gengi krónunnar og verðbólguvæntingar sem full ástæða er til að bregðast við. Þau eru sérstakt áhyggjuefni um þessar mundir í ljósi þess að kjarasamningar standa fyrir dyrum á sama tíma og spenna á vinnumarkaði er í algleymingi og ekki horfur á að ytri jöfnuður þjóðarbúsins verði sjálfbær á næstu árum nema innlend eftirspurn dragist meira saman en spáð hefur verið til þessa.

Þessar aðstæður gera kröfu um strangt peningalegt aðhald þar til að viðunandi jafnvægi hefur skapast á vinnu-, vöru- og gjaldeyrismarkaði. Aðhald styrivaxta Seðlabankans ætti reyndar að vera töluvert nú þegar, ef marka má flesta mælikvarða á raunstyrivexti. Eins og annars staðar í heiminum ræðst áhrifamáttur peningastefnunnar ekki eingöngu af því hve háir styrivextirnir eru hverju sinni og væntingum um hvernig þeir muni þróast á næstu misserum. Áhættuálag á vexti hefur farið hækkanði víða um heim að undanförmu og er Ísland ekki undanskilið. Það kann að veita peningastefnunni aukinn slagkraft á næstunni. Á hinn bóginn gæti lækkun gengis eða meiri launahækkun í komandi kjarasamningum en samrýmist verðbólguþróuninni eða önnur áföll af því tagi kynt undir verðbólguvæntingar og þannig dregið úr mætti styrivaxtanna. Því er nauðsynlegt að íhuga gaumgæfilega hvort núverandi styrivextir séu nógu háir til að stuðla að því að verðbólgan hnigi að markmiði innan ásættanlegs tíma, sérstaklega í ljósi þess að verðbólga hefur verið yfir því í 3½ ár samfleytt og horfur eru á því að svo verði um nokkurt skeið enn. Langvarandi frávik eru til þess fallin að grafa undan trausti á peningastefnuna.

Verðbólguhorfur hafa versnað til næstu ára að óbreyttum styrivaxtaferli

Ýmislegt bendir til þess að aukin verðbólga að undanförmu sé meira en skammtímafrávik á ferli hjöðnunar. Hún virðist mun þrálátari en áður hefur verið talið. Spár sem gerðar eru á forsendu styrivaxtaferils *Peningamála 2007/2* benda til þess að litlar líkur séu á því að verðbólguþróuninni verði náð innan viðunandi tíma (sjá rammagrein IX-1). Aðrar vísbendingar benda í sömu átt: verðbólguvæntingar fyrirtækja hafa aukist og á fjármálamörkuðum hafa þær verið sveiflukenndar. Fleiri fyrirtæki en áður gera ráð fyrir að hækka verð á næstu mánuðum, launakröfur ýmissa launþegahópa eru umfram það sem samrýmist stöðugu verðlagi, hráefnaverð hefur hækkað og eftirspurn eftir vinnuafli gæti verið vísbending um að innlend eftirspurn sé enn vanmetin.

Með aðhaldssamari peningastefnu má ná verðbólgu markmiðinu árið 2009

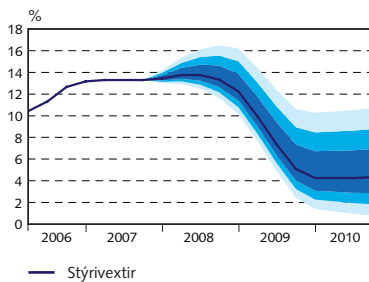
Til að ná verðbólgu markmiðinu innan ásættanlegs tíma lítur út fyrir að aðhald í peningamálum þurfi að vera meira en fólst í júlispánni. Í grunnspánni sem hér fer á eftir (sjá mynd I-7a) er sýndur stýrivaxtaferill sem að mati sérfræðinga Seðlabankans nægir til þess að verðbólgu markmiðinu verði náð á þriðja ársfjórðungi 2009 og að verðbólga haldist í grennd við það til loka spátímabilsins (sjá mynd I-7d), miðað við upplýsingar sem nú liggja fyrir. Samkvæmt spánni verða stýrivextir ávallt innan þess bils sem taldar voru helmingslíkur á að þeir yrðu í júlí sl. Til þess að ná markmiðinu upp úr miðju ári 2009 þarf að hækka stýrivexti nokkuð enn og lækkunarferlið tefst til þriðja fjórðungs næsta árs. Hámarki samkvæmt spánni næðu stýrivextirnir í 13,75% á fyrri hluta næsta árs. Hærri stýrivextir munu ekki hafa mikil áhrif á þessu ári og samdráttur þjóðarútgjalda á næsta ári verður minni en gert var ráð fyrir í júlispánni. Hins vegar er búist við að bæði þjóðarútgjöld og landsframleiðsla dragist meira saman árið 2009 en áður var búist við. Atvinnuleysi á því ári verður þó svipað. Árið 2010 tekur hagvöxtur hins vegar við sér á ný, studdur lágum stýrivöxtum og með verðbólgu við markmið.

Mynd I-7

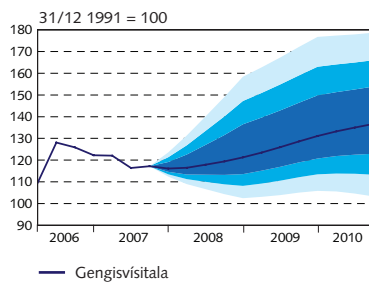
Grunnspá í Peningamálum 2007/3

Spátímabil 4. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2010

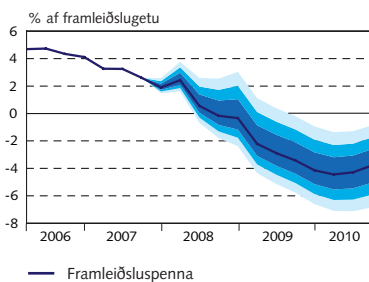
Mynd I-7a
Stýrivextir



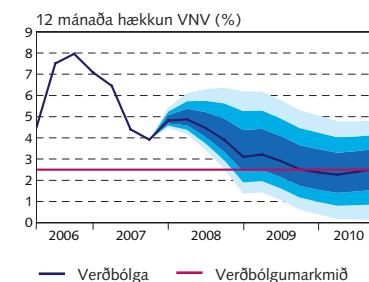
Mynd I-7b
Gengisvísitala



Mynd I-7c
Framleiðsluspenna



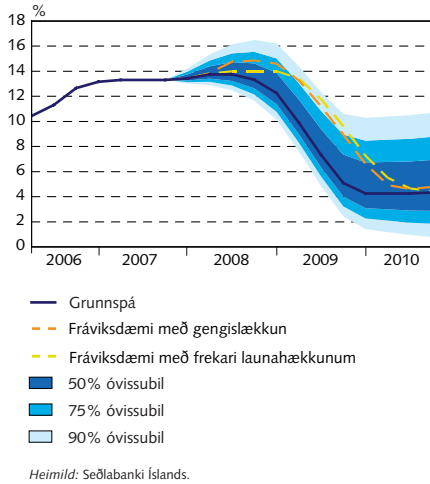
Mynd I-7d
Verðbólga



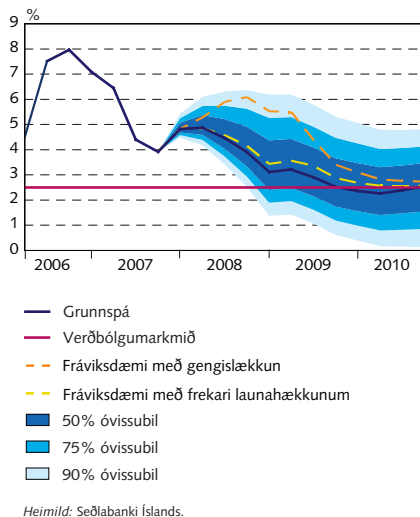
■ 50% óvissubíl ■ 75% óvissubíl ■ 90% óvissubíl

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

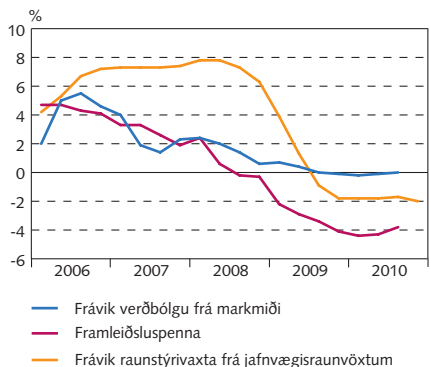
Mynd I-8
Stýrivextir - frávíksdæmi



Mynd I-9
Verðbólga - frávíksdæmi



Mynd I-10
Frávik verðbólgu frá markmiði, framleiðsluspenna og frávik stýrivaxta frá jafnvægisvöxtum¹



1. Jafnvægisvextir eru þeir stýrivextir sem samrýmast hlutlausri stöðu peningastefnunnar. Líklegt er að þetta jafnvægisraunvaxtastig sé á bilinu 3-4% sem að viðbættu verðbólgu markmiðinu þýðir hlutlausu stýrivexti á bilinu 5,5-6,5%.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Áfram líklegra að verðbólga verði meiri en í grunnspánni en að hún verði minni

Fjölmarginir óvissuþættir gætu haft áhrif á verðbólguna næstu misseri. Að mestu leyti eru þeir hinir sömu og í síðustu grunnspá, þótt áhersla á einstaka þætti hafi breyst. Áfram er gengi krónunnar stærsti einstaki óvissuþátturinn, enda raungengi enn hátt í sögulegu samhengi og miðað við aðra mælikvarða á jafnvægisraungengi (sjá viðauka 3) og ekki horfur á að viðskiptahalli verði sjálfbær á spátímanum samkvæmt grunnspánni. Því eru hugsanlegum áhrifum gengislækkunar gerð skil í frávíksdæmi, sem sýnt er á myndum I-8 og I-9 (sjá nánar í rammagrein IX-2). Annar og vaxandi óvissuþáttur eru horfur í launamálum. Ýmislegt gefur tilefni til að ætla að umtalsverð hættu sé á að laun hækki meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Meiri verðbólga, lakari verðbólguhorfur og vaxandi skortur á vinnuafli í aðdraganda kjarasamninga gætu bent til þess. Þessari áhættu eru einnig gerð skil í frávíksdæmi. Áhættuþættirnir tveir eru innbyrðis háðir og gætu magnað hvor annan. Í báðum tilvikum gæti þurft umtalsverða stýrivaxtahækkun til viðbótar til þess að ná verðbólgu markmiðinu á spátímanum og að lokum meiri samdrátt innlendrar eftirspurnar.

Fleira gæti unnið gegn peningastefnunni á næstu misserum. Í ljósi þess að mun meiri þróttur er í efnahagslífinu á þessu ári en áður var ætlað gæti minnkandi aðhald í útgjöldum hins opinbera, sem áður var litið á sem mótvægi gegn minni framkvæmdum við ál- og orkuver, komið á afar óheppilegum tíma og örvað eftirspurn enn frekar. Enn fremur gætu kjarasamningar sett útgjaldaáform hins opinbera út af sporinu. Aðhald í opinberum fjármálum mun því skipta miklu.

Nokkrir óvissuþættir gætu unnið með aðhaldsstefnu Seðlabankans til lengri tíma litið. Í fyrsta lagi má nefna hækkandi áhættuálag á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Hærra áhættuálag gæti unnið með miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið, eins og gerst hefur að undanfögnu. Til skamms tíma vegur hættu á að endurmat áhættu leiði til lækkunar á gengi krónunnar þó þyngra, þótt það hafi ekki gerst til þessa nema í skamman tíma í ágúst sl. Í öðru lagi gæti íbúðamarkaðurinn veikt meira en ætlað er í grunnspánni, t.d. ef vextir á íbúðalánum hækka enn frekar og verulega dregur úr framboði lánsfjár með lækkandi húsnæðisverði. Samdráttur íbúðafjárfestingar gæti þá orðið mjög snarpur, þótt fasteignaverð sé að jafnaði fremur tregbreytilegt niður á við. Í ljósi þess hve umsvifin eru enn mikil er þó ósennilegt að þetta gerist í bráð. Slík þróun er að auki líklegust í tengslum við gengislækkun. Niðurstaðan er því sú að óvissuþættir séu líklegri til að valda meiri verðbólgu en í grunnspánni framan af spátímanum, en að aðrir þættir gætu farið að vega þar á móti þegar lengra liður á hann. Því eru meiri líkur á að þörf sé á hærri stýrivöxtum á spátímanum en grunnspáin gerir ráð fyrir en að lægri stýrivextir dugi.

Skilvirkari miðlun peningastefnunnar

Frá því að Seðlabankinn hóf að birta stýrivaxtaferil sem að mati sérfræðinga bankans samrýmist best verðbólgu markmiðinu hafa orðið greinilegar framfarir í miðlun peningastefnunnar. Þetta birtist glöggst í þróun framvirkra vaxta frá marsmánuði (sjá rammagrein III-2). Greinilegt er að væntingar um stýrivexti nokkra ársfjórðunga fram í

tímann liggja mun nær skilaboðum Seðlabankans sjálfs en áður. Ekki er þó hægt að útiloka að þróunin endurspegli að nokkru leyti hækkun áhættuálags á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Alþjóðleg „smitun“ vaxtabreytinga er umtalsverð (sjá ramma-grein III-1). Þetta, ásamt því að illa hefur gengið að ráða niðurlögum verðbólgunnar á Íslandi, hefur orðið sumum tilefni til að álykta að peningastefnan sé með öllu áhrifalaus. Þróunin að undanfögnu styður ekki þessa skoðun. Hins vegar er augljóst að mikil vaxtabreyting kann að vera nauðsynleg til þess að ná fram tilætluðum áhrifum þegar aðstæður í þjóðarbúskapnum eru á skjön við það sem gengur og gerist í öðrum löndum. Því fylgja margvíslegar aukaverkanir, meðal annars sveiflur í gengi krónunnar.

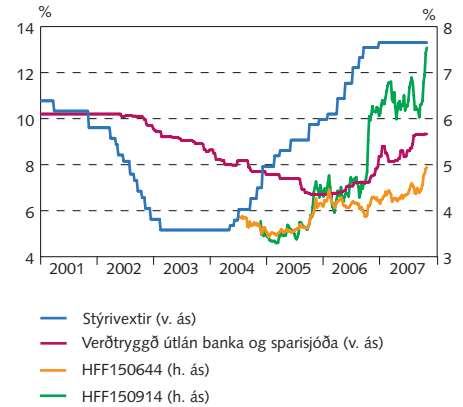
Engin einföld lausn er á þessum vanda. En mikilvægt er að forðast að skapa aðstæður sem krefjast mjög mikils peningalegs aðhalds. Með því að efna ekki til margra eftirspurnarörvandi aðgerða í einu má draga verulega úr hættu á því að óhóflegt álag á peningastefnuna leiði til óstöðugleika og óhjákvæmilegrar aðlögunar með samdrætti síðar. Æskilegt er að hið opinbera sýni sveigjanleika þegar kemur að því að tímasetja opinberar framkvæmdir og komi ekki í veg fyrir nauðsynlega kólnun í þjóðarbúskapnum þegar þess gerist þörf. Mótvægisáðgerðir sem áður voru taldar heppilegar á þessu ári vegna minni stórfjárfestinga reyndust ónauðsynlegar og ekki fyrirsjáanlegt að þörf skapist fyrir þær á næstu misserum. Aðgerðir til þess að liðka fyrir miðlun peningastefnunnar væru einnig mjög æskilegar, t.d. með markvissari skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs og íbúðalánasjóðs í því skyni að skapa virkan skuldabréfamarkað og greiðari farveg fyrir miðlun peningastefnunnar en nú er fyrir hendi.

Standa þarf vörð um sjálfstæði Seðlabankans

Að undanfögnu hafa komið fram kröfur um að sjálfstæði Seðlabanka Íslands verði takmarkað að einhverju leyti. Efni þessarar gagnrýni og þær aðstæður sem hún kemur fram við undirstrika hins vegar þörfina fyrir hið gagnstæða. Alþjóðleg reynsla verðbólguáranna á áttunda og níunda áratug síðustu aldar leiddi til þeirrar niðurstöðu að stjórn peningamála væri best komið í höndum sjálfstæðs seðlabanka er hefði stöðugt verðlag að leiðarljósi. Að auka áhrif hagsmunaafla á peningastefnuna væri afturhvarf til þess tíma þegar verðbólga lék lausum hala. Fótunum yrði kippt undan margvíslegum framförum við framkvæmd peningastefnunnar á undanfögnu árum áður en árangur umbóta skilar sér að fullu. Ótímabær slökun peningalegs aðhalds dregur ekki úr erfiðleikum sem óhjákvæmilegt er að fylgi í kjölfar ofpensluskeiðs. Í mesta lagi frestar slík stefna aðlögun um stund, en gerir hana líklega um leið kostnaðarsamari og sársaukafyllri þegar upp er staðið. Einmitt vegna þeirrar freistingar að taka skammtímahagsmuni fram yfir langtímaávinning er mikilvægt að Seðlabankinn haldi sjálfstæði sínu og sé vel varinn fyrir ágangi hagsmunaafla.

Mynd I-11

Stýrivextir, vextir íbúðabréfa og meðalvextir verðtryggðra útlána
Vikulegar tölur 5. janúar 2001 - 26. október 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla I-1 Útgáfudagar *Peningamála* og vaxtaákvörðunardagar 2007-2008

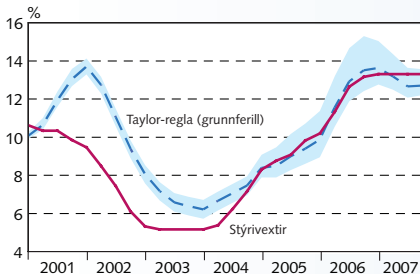
Dagsetning vaxtaákvörðunar	Greinargerð	Vikur frá síðasta vaxtaákvörðunardegi
20. desember 2007	Fréttatilkynning	7
14. febrúar 2008	Fréttatilkynning	8
10. apríl 2008	PM 2008/1	7
22. maí 2008	Fréttatilkynning	6
3. júlí 2008	PM 2008/2	6
11. september 2008	Fréttatilkynning	10
6. nóvember 2008	PM 2008/3	8

Rammagrein I-2

Stýrivextir samkvæmt Taylor-reglu og áhrif endurskoðunar á mati á framleiðsluspennu

Mynd 1

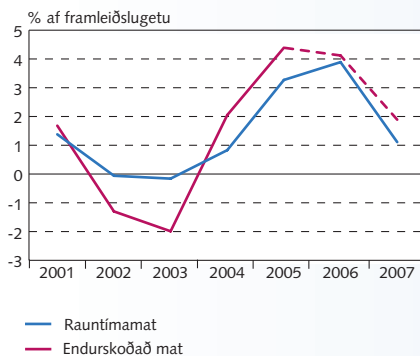
Stýrivextir í reynd og m.v. Taylor-reglu með rauntímagögnnum fyrir framleiðsluspennu¹



1. Grunnferill: $R(t) = aR(t-1) + (1-a)[(R^* + P^*) + b(P(t) - P^*) + cG(t)]$, þar sem R eru stýrivextir, P er verðbólga og G er framleiðsluspenna. R^* (hlutlausri raunvextir) = 3,5%, P^* (verðbólguþakmið) = 2,5%, $a = 0,7$, $b = 1,5$ og $c = 0,5$. Bilið sýnir mismunandi útkomu útfærslna á Taylor-reglunni m.v. mismunandi gildi R^* (3-4%), b (1,5-2,5) og c (0,2-1,0).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Mat Seðlabankans á framleiðslugetu¹



1. Rauntímamat á framleiðsluspennu fyrir hvert ár byggt á mati Seðlabankans eins og það er birt í heftum *Peningamála* sama ár. Myndina ber að taka með fyrirvara þar sem aðferðir bankans við mat á framleiðsluspennu hafa breyst á tímabilinu.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eftir að verðbólguþakmið var tekið upp í mars 2001 hefur viðfangsefni peningastefnu Seðlabanka Íslands verið að ákveða stýrivexti þannig að verðbólga mæld sem tólf mánaða hækkan visitölu neysliverðs haldist að jafnaði sem næst 2½%. Árangurinn hefur ekki verið sem skyldi. Verðbólga hefur að meðaltali verið 4,7%. Hún varð mest 9,4% og minnst 1,6%. Seðlabankinn virðist því ekki hafa fylgt nægilega aðhaldssamri peningastefnu. Rannsóknir hafa sýnt að einfaldar peningastefnureglur, kenndar við John Taylor, virðast lýsa nokkuð vel hegðun ýmissa seðlabanka sem hefur gengið vel í baráttunni við verðbólgu.¹ Í þessari rammagrein er skoðað hver þróun stýrivaxta hefði verið ef Seðlabankinn hefði fylgt slíkri reglu frá árinu 2001.² Einnig er fjallað um muninn á stýrivaxtaferli samkvæmt Taylor-reglu eftir því hvort byggt er á endurskoðuðu mati bankans á framleiðsluspennu eða því sem notast var við í tengslum við vaxtaákvörðun hverju sinni.

Einföld peningastefnuregla til viðmiðunar

Taylor-regla lýsir á einfaldan hátt hvernig stýrivextir ráðast af þremur lykilstærðum: Jafnvægisvöxtum, fráviki verðbólgu frá markmiði og fráviki framleiðslu frá framleiðslugetu hagkerfisins – svokallaðri framleiðsluspennu/-slaka.³ Samkvæmt reglunni eiga stýrivextir að víkja frá jafnvægisvöxtum ef verðbólga víkur frá markmiði eða ef framleiðsluspenna/-slaki er fyrir hendi í þjóðarþúskapnum. Samkvæmt svokölluðu Taylor-skilyrði þurfa stýrivextir að hækka (lækka) meira en verðbólga til að raunstýrivextir hækki (lækki) og aðhald peningastefunnar aukist (minnki) þannig að verðstöðugleiki sé tryggður.⁴

Einn helsti kostur reglunnar er að hún tengir stefnumörkun í peningamálum með kerfisbundnum hætti við stöðu efnahagsmála með hætti sem gefur að meðaltali hagstæða niðurstöðu. Cecchetti o.fl. (2007) sýna að fráviki í stýrivaxtaþróun helstu seðlabanka heims frá Taylor-reglu hafa minnkað verulega frá byrjun níunda áratugarins og telja það meginskýringu aukins stöðugleika verðbólgu og framleiðslu.

Fráviki frá Taylor-reglu vekja ætíð athygli og seðlabankamenn leggja oft áherslu á að skýra þau.⁵ Taylor (1993, 1999) hefur sjálfur

1. Sjá t.d. Taylor, J.B. (1993). „Discretion versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214; Taylor, J.B. (ritstj.) (1999), *Monetary Policy Rules*, NBER Conference Report, University of Chicago Press, Chicago; Cecchetti, S.G., P. Hooper, B.C. Kasman, K.L. Schoenholtz og M.W. Watson, (2007). „Understanding the Evolving Inflation Process”, U.S. Monetary Policy Forum 2007. Þá er umfjöllun um Taylor-reglur í rammagrein 5, bls. 23-25, í *Peningamála* 2002/2.
2. Niðurstöðunum verður að taka með þó nokkrum fyrirvara þar sem ljóst er að ef stýrivextir bankans hefðu í raun fylgt Taylor-reglu hefði framvinda verðbólgu og framleiðsluspennu orðið önnur en varð í reynd. Ekki er gerð tilraun til að meta hver hún hefði orðið.
3. Jafnvægisvextir eru þeir stýrivextir sem samrýmast hlutlausri stöðu peningastefunnar, þ.e. þar sem hún hvorki letur né hvetur þjóðarþúskapinn. Þetta hlutlaus stig er erfitt að meta með áreiðanlegum hætti en líklegt er að þetta vaxtastig sé heldur hærra hér á landi þar sem sparnaðarhneigð er lág og arðsemi fjármagns há. Lág sparnaðarhneigð endurspeglar tiltölulega lágan aldur þjóðarinnar og kemur fram í hárrí skuldsetningu. Mikil arðsemi fjármagns gefur hins vegar til kynna að efnahagskerfi Íslands er líklega ekki eins þróað og t.d. efnahagskerfi Bandaríkjanna og kemur fram í tiltölulega hærri langtíma vaxtargetu hagkerfisins. Líklegt er að þetta jafnvægisraunvaxtastig sé á bilinu 3-4% sem, að viðbættu verðbólguþakmiðinu, þýðir hlutlausu stýrivexti á bilinu 5,5-6,5%. Í útreikningunum hér er miðað við 6% hlutlausu vexti.
4. Frá því að Taylor (1993) birti upphaflega framsetningu reglunnar hafa rannsóknir sýnt að reglan samrýmist betur framvindu stýrivaxta í reynd komi tafið gildi stýrivaxta einnig fyrir.
5. Sjá t.d. Blinder, A., og R. Reis (2006). „Understanding the Greenspan Standard”, grein kynnt á ráðstefnu Seðlabanka Kansas í Jackson Hole í Wyoming; Poole, W. (2007). „Understanding the Fed”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 89(1), 3-13; Kohn, D.L., (2007). „John Taylor Rules”, ræða flutt á ráðstefnu Seðlabanka Dallas um framlag Johns Taylors til peningahagfræði og stefnumörkunar sem fór fram 12. október sl.

ætið lagt áherslu á að seðlabankar eigi ekki að fylgja reglunni í blindni heldur nota hana sem viðmið við eigin stefnumörkun. Í samanburði við raunverulegar vaxtaákvörðanir skiptir einnig sköpum að tekið sé tillit til þess að seðlabankar byggja vaxtaákvörðanir sínar á ófullkomnum gögnum og óvissum spám um framvindu efnahagsmála næstu misserin. Veruleg óvissa er um framleiðsluspennu og jafnvægisvexti enda hvorug stærðin beint mælanleg og verður að meta þær út frá öðrum gögnum.

Stýrivextir hefðu verið hærri fram á mitt ár 2004 samkvæmt Taylor-reglu en mjög áþekkir vöxtum í reynd eftir það

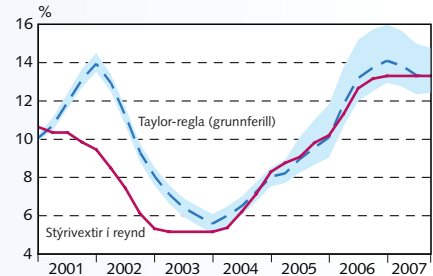
Mynd 1 sýnir æskilega þróun stýrivaxta Seðlabankans samkvæmt Taylor-reglu frá árinu 2001 þar sem byggt er á mati bankans á framleiðsluspennu sem notast var við í tengslum við vaxtaákvörðun hverju sinni. Ljóst er að ef bankinn hefði fylgt einfaldri Taylor-reglu hefðu stýrivextir verið umtalsvert hærri frá upptöku verðbólguþróuninn og fram á mitt ár 2004 en þeir voru í reynd. Verðbólguþróunin á árunum 2001-2002 staðfestir að aðhald peningastefnunnar var of lítið á þeim árum. Frá miðbiki ársins 2004 og til loka þessa árs er þróun stýrivaxta samkvæmt Taylor-reglu hins vegar mjög áþekkt þeirri sem fylgt var í reynd. Aðhald peningastefnu Seðlabankans undanfarin 3½ ár hefur því verið álíka mikið og ætla mætti að aðrir seðlabankar hefðu viðhaft í svipaðri stöðu, þótt stundum mætti ætla annað út frá almennri umræðu.

Ef mat á framleiðsluspennu hefði verið byggt á gögnum sem nú liggja fyrir hefði Taylor-regla leitt til hærri stýrivaxta en mat byggt á samtímagögnum

Mat á framleiðsluspennu/-slaka breytist jafnan verulega eftir því sem haldbetri upplýsingar úr þjóðhagsreikningum berast. Mat á framleiðsluspennu undanfarinna fjögurra ára hefur jafnan hækkað frá því sem sérfræðingar Seðlabankans mátu á árinu sjálfu (sjá mynd 2), enda er hagvöxtur undanfarinna ára nú talinn hafa verið töluvert meiri en hann var upphaflega áætlaður. Enn er veruleg óvissa um framleiðsluspennu í ár og á síðasta ári. Mynd 3 sýnir stýrivaxtaþróun samkvæmt Taylor-reglu út frá endurskoðuðu mati á framleiðsluspennu sem byggist á nýjustu gögnum. Stýrivaxtaþróun hefur að mestu leyti verið í samræmi við Taylor-reglu frá miðju ári 2004 samkvæmt gögnum sem nú liggja fyrir. Í ljósi nýjustu gagna, sem fela í sér meiri framleiðsluspennu í fyrra en áður var talið, virðast stýrivextir þó hafa misst nokkuð af lestinni árið 2006 (sjá mynd 4). Samkvæmt reglunni eiga stýrivextir á fjórða ársfjórðungi í ár að vera á bilinu 12½-14¾%. Miðað við þennan mælikvarða eru þeir því á réttum slóðum. Þar með er ekki sagt að það verði einnig niðurstaðan þegar horft verður um öxl að nokkrum árum liðnum.

Mynd 3

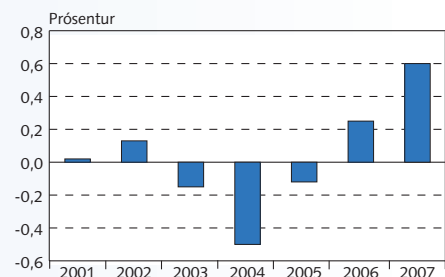
Stýrivextir í reynd og m.v. Taylor-reglu með endurskoðuðu mati á framleiðsluspennu¹



1. Grunnferill: $R(t) = aR(t-1) + (1-a)[(R^* + P^*) + b(P(t) - P^*) + cG(t)]$, þar sem R eru stýrivextir, P er verðbólga og G er framleiðsluspenna. R^* (hlutlausir raunvextir) = 3,5%, P^* (verðbólguþróun) = 2,5%, $a = 0,7$, $b = 1,5$ og $c = 0,5$. Bilið sýnir mismunandi útkomu útfærslna á Taylor-reglunni m.v. mismunandi gildi R^* (3-4%), b (1,5-2,5) og c (0,2-1,0).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Mismunur á vaxtaþróun samkvæmt Taylor-reglum með endurskoðuðu og rauntímamati á framleiðsluspennu

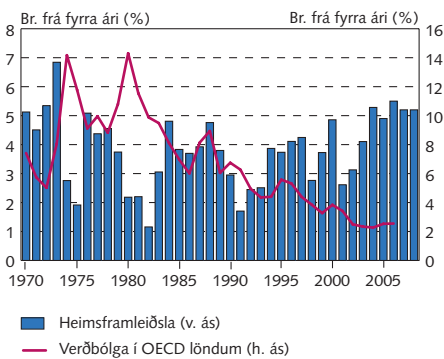


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-1

Alþjóðleg hagþróun 1970-2008¹

Heimsframleiðsla og verðbólga í OECD-rikkjunum



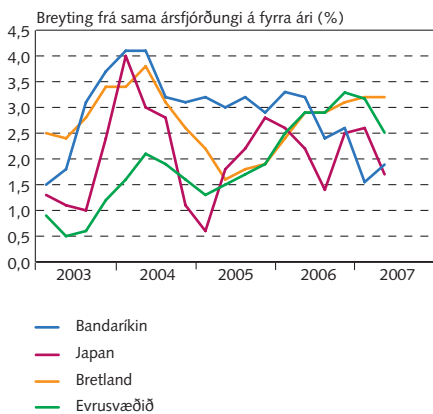
1. Hagvaxtartölur fyrir 2007 - 2008 eru spá Alþjóðgjaldeyrissjóðsins frá júlí 2007.

Heimildir: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, Reuters EcoWin.

Mynd II-2

Alþjóðlegur hagvöxtur

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu
1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2007



Heimild: Reuters EcoWin.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Óvissa um framvindu ytri skilyrða íslenska þjóðarbúsins hefur aukist frá útgáfu *Peningamála* í byrjun júlí. Ýmislegt bendir til þess að áhrif undirmáslána (e. subprime loans) og samdráttar á húsnæðismarkaði í Bandaríkjunum verði töluvert meiri en áður var talið. Fyrstu áhrifin hafa verið að draga úr hagvexti í Bandaríkjunum, en það hefur að öðru jöfnu samdráttaráhrif á hagvöxt í heiminum. Óvissan sem undirmáslánin hafa valdið mun einnig hafa bein áhrif í Evrópu m.a. vegna þess að fjármálafyrirtæki í Evrópu og víðar hafa keypt töluvert af þessum kröfum. Þessi þróun hefur leitt til þess að áhættuálag hefur hækkað og lausafjárskorts gætt á millibankamarkaði. Fjármálaleg skilyrði hafa því versnað á heimsvísu. Endurmat á áhættu skapar óvissu um framhald vaxtamunarviðskipta sem gæti haft áhrif á gengi hávaxtagjaldmiðla, eins og íslensku krónunnar. Hún hefur þó verið afar sterk að undanfögnu.

Mikil óvissa um hagvöxt í heiminum á næsta ári

Síðustu ár hafa ytri skilyrði íslenska þjóðarbúsins verið að mestu leyti hagstæð og skapað ákjósanleg skilyrði fyrir öflugan hagvöxt hér á landi. Hagvöxtur í heiminum hefur um langt skeið verið meiri en sem nemur langtímameðalvexti heimsframleiðslunnar. Samkvæmt tölum Alþjóðgjaldeyrissjóðsins var vöxtur heimsframleiðslunnar á árunum 2004-2007 að meðaltali um 5,2%. Á sama tíma var verðbólga í helstu iðnríkjum heimsins lág og stöðug. Viðlíka hagvaxtarskeið ásamt lágri og stöðugri verðbólgu er einstakt í hagsögu undanfarinna áratuga (sjá mynd II-1).

Bandaríkin drógu vagninn framan af núverandi hagvaxtarskeiði. Á síðustu misserum hefur hagvöxtur í heiminum hins vegar verið drifinn áfram í auknum mæli af nýmarkaðsríkjum Asíu. Erlendar hagspár benda til þess að framlag Kína eins og sér til hagvaxtar í heiminum vegi þyngra í ár en framlag Bandaríkjanna. Eftir slakan hagvöxt í Bandaríkjunum á fyrsta ársfjórðungi jókst hagvöxtur á öðrum fjórðungi ársins þrátt fyrir að dregið hafi úr vexti einkaneyslu og íbúðafjárfesting dróst umtalsvert saman. Vöxturinn var einkum drifinn af aukningu útflutnings, samdrætti innflutnings, aukningu samneyslu, breytingum á birgðastöðu og annarri fasteignafjárfestingu en íbúðafjárfestingu. Líklegt má telja að samdráttur á fasteignamarkaði hafi neikvæð áhrif á vöxt einkaneyslu á komandi mánuðum. Þrengingar á fjármálamörkuðum ásamt áframhaldandi samdrætti í íbúðafjárfestingu leiða að öllum líkindum til minni hagvaxtar á seinni hluta ársins.

Öflugt við þróun mála í Bandaríkjunum dró úr hagvexti á evrusvæðinu á öðrum ársfjórðungi eftir mikinn vöxt á fyrsta fjórðungi ársins. Reiknað er með að hagvöxtur verði nokkru hægari vegna óróans á fjármálamörkuðum og minni hagvaxtar í Bandaríkjunum. Hagvöxtur í Bretlandi var stöðugur á fyrri helmingi ársins og ríflega ½ prósentu meiri en á fyrri helmingi ársins 2006. Í Noregi (án olíugeira) og í Svíþjóð jókst hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi en dróst hins vegar saman í Danmörku og Finnlandi. Eftir sem áður var hagvöxtur þar einna mestur meðal evrulandanna.

Hagvöxtur í Japan á fyrri helmingi ársins var undir væntingum. Heldur hægði á vexti einkaneyslu og fjármunamyndunar, en líkur á bata á síðari helmingi ársins eru svipaðar í ljósi hagstæðrar þróunar á vinnumarkaði og góðrar afkomu fyrirtækja. Enn er mikill vöxtur í helstu nýmarkaðsríkjum Asíu og vegur það upp á móti lakari efnahagshorfum í Bandaríkjunum sem fyrr segir. Til dæmis mældist hagvöxtur á fyrri helmingi ársins 11,5% í Kína og 9,2% á Indlandi.

Ef litið er fram hjá þeim óróa sem verið hefur á fjármálamörkuðum undanfarna mánuði virðast undirstöður efnahagslífsins í helstu viðskiptalöndum Íslands í stórum dráttum traustar. Samkvæmt spá Consensus Forecasts verður hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands ívið minni á þessu ári og næstu tveimur árum en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Samdráttur á húsnæðismarkaði í Bandaríkjunum gæti þó dregið meira úr hagvexti í öðrum löndum en vægi Bandaríkjanna í vexti heimsframléiðslunnar gefur tilefni til að ætla og skapar það nokkra óvissu um horfurnar.

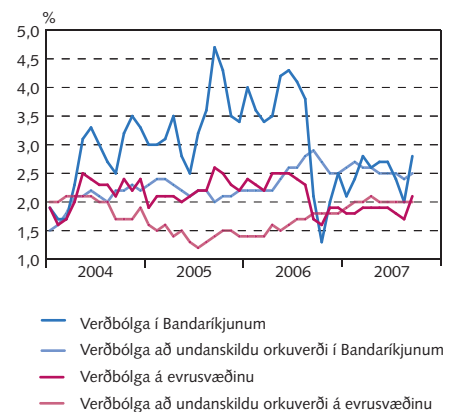
Hækkun matvæla- og annarrar hrávöru setur aukinn þrýstingur á verðlag

Dregið hefur úr atvinnuleysi í Evrópu og verðlag orku, matvæla og hrávöru hækkað. Hvort tveggja gæti bent til aukins verðbólguþrýstings. Í kjölfar hræringa á fjármálamörkuðum heimsins hefur Seðlabanki Bandaríkjanna eigi að síður lækkað stýrivexti og Evrópski seðlabankinn gert hlé á hækkunarferli stýrivaxta, enda eykur hækkun áhættuálags peningalegt aðhald.

Dregið hefur úr verðbólgu í Bandaríkjunum undanfarna mánuði og hefur hún það sem af er ári verið nokkru minni en á sama tíma í fyrra. Verðbólga án orkuverðs hefur hins vegar haldist nokkuð stöðug. Verðbólga á evrusvæðinu fór yfir 2% viðmiðunina í september eftir að hafa verið tiltölulega stöðug aðeins undir viðmiði framan af ári. Verðbólga án orkukostnaðar hefur hins vegar lítið breyst á árinu. Hækkun hrávöruverðs virðist því ekki hafa komið fram í hækkun almenns neysluverðs enn sem komið er.

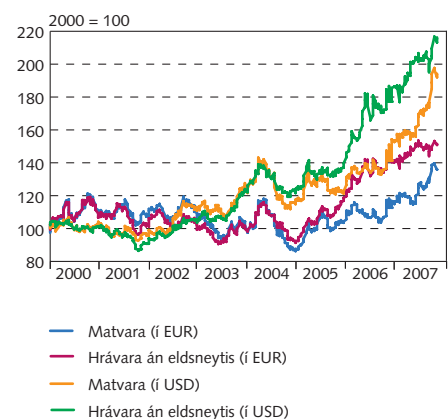
Umtalsverð hækkun matvæla- og hrávöruverðs á þessu ári virðist ekki hafa haft teljandi áhrif á verðbólgu í heiminum. Þetta skýrist að einhverju leyti af lækkun framleiðslukostnaðar vegna þess að framleiðsla hefur í auknum mæli verið flutt til landa þar sem launakostnaður er umtalsvert lægri en í helstu iðnríkjunum. Hækkun verðlags matvælahráefna er þó líklegri til þess að leiða til almennrar hækkunar verðlags en verðhækkun annarrar hrávöru. Það gæti gerst á komandi mánuðum (sjá nánari umfjöllun í rammagrein II-1). Leysist verðbólguþrýstingur úr læðingi á sama tíma og dregur úr umsvifum í heimsbúskapnum, t.d. ef samdráttur á fasteignamarkaði í Bandaríkjunum breiðist til annarra landa, gæti það leitt til aukins atvinnuleysis um leið og verðbólga eykst.

Mynd II-3
Verðbólga í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu janúar 2004 - september 2007
Verðbólga með og án orkuverðs



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-4
Hrávöruverð á heimsmarkaði
Vikulegar tölur 7. janúar 2000 - 26. október 2007

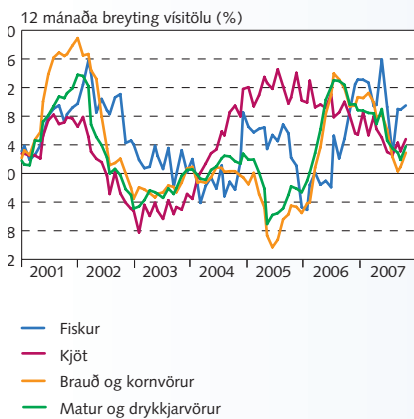


Heimild: Reuters EcoWin.

Rammagrein II-1

Áhrif hækkandi hrávöruverðs á neysluverð og þjóðarbúskapinn

Mynd 1
Matvöruverð janúar 2001 - október 2007¹



1. Eftir mars 2007 er lækkun óbeinna skatta undanskilin.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Heimsmarkaðsverð á innfluttum hrávörum hefur hækkað talsvert á þessu ári en verð á útfluttum hrávörum og fiskafurðum ýmist lækkað eða staðið í stað. Heimsmarkaðsverð matvöru, mælt í Bandaríkjadöllum, hefur hækkað um 20% frá ársbyrjun en almennt hrávöruverð án eldsneytis um 16%. Ástæður fyrir verðhækkun hrávöru eru m.a. aukin notkun korns og annarrar matvöru sem lífræna orkugjafa, slæm veðurskilyrði, framboðsskellir víða um heim og vaxandi eftirspurn í Kína, á Indlandi og í öðrum nýmarkaðsrikkjum. Jafnframt hefur olíuverð hækkað mikið í ár vegna óvissu um framboð og minnkandi birgðir. Lækkun á gengi Bandaríkjadals hefur einnig leitt til herra verðs í þeirri mynt. Verðlag sjávarafurða hefur hins vegar haldist nokkuð stöðugt og álverð lækkað. Líkur má leiða að því að þessi þróun muni auka verðbólguþrýsting á næstu misserum. Í þessari rammagrein er fjallað um áhrif hækkandi hrávöruverðs á neysluverð hér á landi og á þjóðarbúskapinn.

Lítill áhrif á matvöruverð enn sem komið er

Hækkun hrávöruverðs á heimsmarkaði hefur áhrif á alþjóðlega verðbólgu og verðbólguvæntingar þar sem verðlag matvæla, olíu og bensíns er almennt stór þáttur í neysluverðsvísitölum. Áhrif hækkandi hrávöruverðs á vöruverð hér á landi hafa verið lítil, en mismikil eftir vöruflokkum. Bein áhrif eru á verðlag innfluttra matvæla og annarrar innfluttrar neysluvöru eins og olíu. Einnig eru óbein áhrif á verðlag innlendrar matvöru vegna aukins kostnaðar í innlandri matvælaframleiðslu sem er háð innflutningi á erlendum hrávörum. Í heild er hlutfall matvöruverðs í vísitölu neysluverðs rúmlega 11%. Það hefur lækkað frá árinu 1997 þegar það nam 15%. Hlutfall innfluttrar mat- og drykkjarvöru í vísitölu neysluverðs nemur einungis um 2½% en hlutfall bensíns og olíu tæplega 4½%.

Hækkun hrávöruverðs getur haft áhrif á verðbólguvæntingar neytenda umfram margar aðrar tegundir vöru. Tíðni matar- og bensínkaupa leiðir til mikillar verðvitundar neytenda, auk þess sem jafnan er mikil fjölmiðlaumfjöllun um verðbreytingar hrávöruverðs. Þótt breytingar hrávöruverðs á heimsmarkaði séu utan áhrifasviðs peningastefnunnar verður hún að bregðast við að því marki sem þær hafa langvarandi áhrif á verðbólguvæntingar.

Áhrif hækkandi hrávöruverðs hafa verið lítil enn sem komið er. Verðlag matvöru hefur hækkað um rúm 3% á síðustu sex mánuðum. Verð á hveiti og mjöli hefur hækkað um tæp 7% og verð á kjötafurðum um 4% á sama tíma. Verð á bensíni og olíu er næmt fyrir breytingum á heimsmarkaðsverði og hefur hækkað um tæp 11% á síðustu sex mánuðum. Sveiflur í gengi krónunnar ýmist magna eða draga úr áhrifum hækkunar hrávöruverðs á vísitölu neysluverðs. Gengishækkun krónunnar framan af ári virðist hafa vegið þyngra en hækkandi hrávöruverð og dregið úr verðbólguþrýstingnum. Einnig má vera að hert verðlagseftirlit og aukin umræða um matvöruverð eftir lækkun óbeinna skatta í mars sl. hafi aukið aðhaldið og leitt til þess að kaupmenn hafi tekið hluta hækkunar hrávöruverðs og kostnaðar á sig.

Hins vegar eru töluverðar líkur á því að matvöruverð eigi eftir að hækka á næstu misserum, einkum ef gengi krónunnar lækkar. Ef mikill og langvarandi gengisórói gerir vart við sig er hugsanlegt að fyrirtæki hleypi hrávöruverðshækkunum í auknum mæli út í verðlag (sjá kafla VIII).

Verð á innfluttum hrávörum hefur hækkað mikið frá áramótum en verð á útfluttum afurðum lækkað eða staðið í stað

Erfitt er að meta nákvæmlega áhrif breytinga á hrávöruverði undanfarna mánuði á viðskiptakjör Íslands en flest bendir til að þau hafi versnað. Ljóst er að mikilvægir innflutningsliðir hafa hækkað töluvert í verði að undanfögnu. Vegur þar einna þyngst hækkun á eldsneytis-

verði. Heimsmarkaðsverð á hráolíu hefur hækkað um 36% það sem af er ári. Þetta hefur vitanlega bein áhrif á þjóðarþúskapinn þar sem olíuvörur eru um 9% alls innflutnings. Verðlagsáhrifin koma beint fram í hækkun bensínverðs til almennings en óbein áhrif, til dæmis í formi hærri flutningskostnaðar innanlands, geta einnig verið umtalsverð.

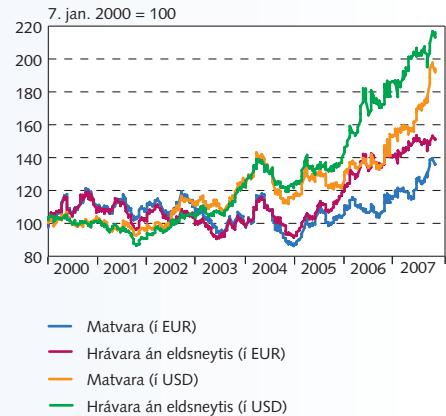
Meðalverð sjávarafurða það sem af er ári hefur verið ríflega 5% hærra en árið 2006, en það hefur hins vegar staðið nokkurn veginn í stað fyrstu átta mánuði þessa árs.¹ Á sama tíma hækkaði matvælavæðing í Bandaríkjadöllum um 20% en í evrum um 13%. Verðlag sjávarafurða er því ekki nátengt verðlagi matvælahrávöru, enda aðeins lítil hluti þeirra, einkum fiskimjöl og lýsi, sem telst til hrávöru.

Verð á áli hefur lækkað um 10% það sem af er árinu en erfitt er að fá heildstæða mynd af verðbreytingum súrals til álframleiðslu. Það sem af er þessu ári nam ál 31% af heildarverðmæti útflutnings. Því má ætla að verðlækkun hafi talsverð áhrif á þjóðarþúskapinn. Áhrif minni háttar sveiflna kunna þó að vera takmörkuð. Sveiflur í hagnaði fyrirtækjanna hafa líklega ekki mikil áhrif á þjóðarþúskapinn vegna erlends eignarhalds þeirra og langs undirbúningsferils fjárfestingar. Bein áhrif eru hins vegar á tekjur af raforkusölu að því marki sem verð raforku er tengt álverði. Verð raforku hér á landi er almennt óháð þróun olíuverðs á heimsmarkaði, andstætt því sem gengur og gerist í flestum öðrum álframleiðsluríkjum. Því má gera ráð fyrir að samkeppnisstaða álframleiðenda á Íslandi hafi styrkst gagnvart öðrum álframleiðsluríkjum þar sem raforkuverð er tengdara olíuverði.

Heildaráhrif hækkunar hrávöruverðs á heimsmarkaði á íslenska þjóðarþúskapi eru ekki augljós. Annars vegar hefur hækkun á verði sjávarafurða og álverðs jákvæð áhrif á verðmæti útflutnings og þar með afkomu útflutningsfyrirtækja í viðkomandi greinum. Hins vegar hefur hækkun á matvælavæðing og eldsneyti í för með sér aukinn hráefniskostnað innlendrar matvælaframleiðslu og flutningskostnað. Auk þess mun hækking hrávöruverðs að öllum líkindum skila sér í auknum mæli í hækkun innlands matvöruverðs á næstu misserum.

1. Meðalverð sjávarafurða í erlendri mynt er vegið með gengisvog vöruútflutnings.

Mynd 2
Hrávöruverð á heimsmarkaði
Vikulegar tölur 7. janúar 2000 - 26. október 2007



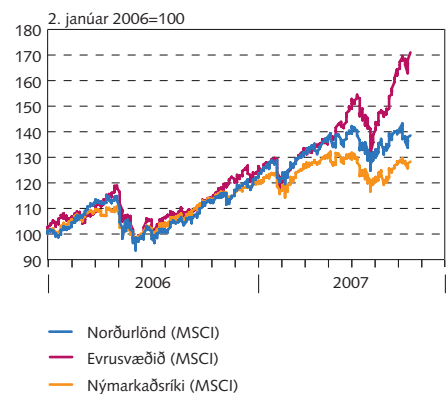
Heimild: Reuters EcoWin.

Samdráttur á húsnæðismarkaði í Bandaríkjunum gæti dregið dilk á eftir sér

Aukin viðskipti evrulandanna við nýmarkaðsríki í Asíu hafa dregið úr mikilvægi Bandaríkjamarkaðar fyrir hagvöxt á evrusvæðinu. Aukin gagnkvæm viðskipti landa í Asíu draga úr hættunni á að efnahagslægd í Norður-Ameríku breiðist út til Asíu og Evrópu. Erfiðleikar á bandarískum fjármálamarkaði hafa áhrif út um allan heim vegna þess að fjármálastofnanir í einu landi dreifa áhættunni með því að eiga eignir og skuldir af ólíku tagi frá mismunandi löndum, t.d. undir-málslán. Óróinn á fjármálamörkuðum að undanfögnu hefur aukið eftirspurn eftir lausu fé og gert banka trega til að veita hver öðrum skammtímalán. Seðlabankar víða um heim hafa gripið til aðgerða til þess að tryggja bönkum greiðan aðgang að lausafé.

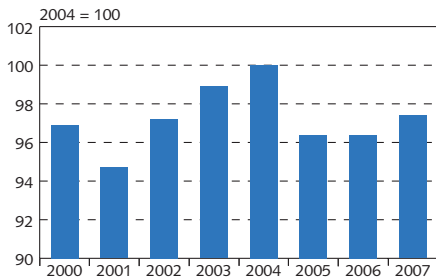
Óróinn breiddist út til hlutabréfamarkaða og gætti einnig á gjaldeyrismörkuðum. Gengi hlutabréfa um allan heim lækkaði skarpt síðla sumars, einkum á tímabilinu frá 19. júlí til 16. ágúst. Hlutabréf í nýmarkaðslöndunum lækkuðu einna mest á þessu tímabili eða um 15%, en markaðir á Norðurlöndunum og evrusvæðinu lækkuðu um

Mynd II-5
Þróun á hlutabréfamörkuðum í Evrópu og helstu nýmarkaðslöndum
Daglegar tölur 2. janúar 2006 - 26. október 2007



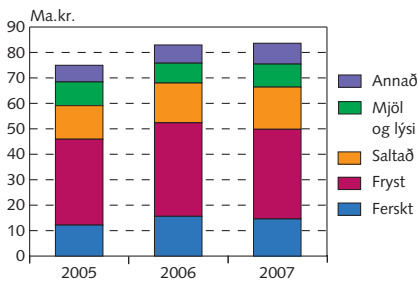
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6
Aflaverðmæti 2000-2007¹
Á föstu verðlagi 2006



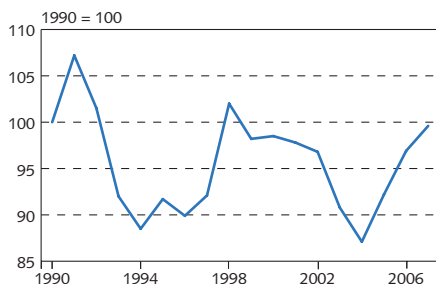
1. Árlegar tölur 2000-2006, nýjasta gildi er fyrir ágúst 2007.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd II-7
Útflutningsverðmæti sjávarafurða 2005-2007
Janúar - ágúst



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd II-8
Verðlag sjávarafurða í erlendri mynt¹
Á föstu verðlagi 2007



1. Staðvirk með veginni neysluverðsvisítölu í helstu viðskiptalöndunum.
Árlegar tölur 1990-2006, nýjasta gildi er fyrir ágúst 2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

10%. Um miðjan september höfðu lækkanir á mörkuðum í Evrópu gengið til baka að mestu og vegin vísitala hlutabréfa í helstu nýmarkaðsríkjum stóð hærra en fyrir óróatímabilið (sjá mynd II-5).

Minni botnfiskafli á þessu ári og samdráttur þorskveiðheimilda

Sjávarafllinn á föstu verðlagi jókst lítils háttar á fyrstu átta mánuðum þessa árs. Munar þar mest um að afli uppsjávartegunda jókst. Botnfiskafllinn dróst hins vegar lítillega saman, einkum þorskaflinn. Aukið verðmæti útfluttra sjávarafurða stafar að mestu leyti af verðhækkun flestra tegunda sjávarafurða. Í ágústmánuði tilkynnti sjávarútvegsráðuneytið leyfilegan hámarksafla á fiskveiðiárinu sem hófst 1. september. Leyfilegur þorskaflinn var minnkaður um 60 þús. tonn en aflamark í öðrum botnfisktegundum breyttist lítið milli fiskveiðiára. Áhrif þessarar skerðingar koma að nokkru leyti fram á þessu ári. Þorskaflinn hefur verið tregur í ár og ónýttar aflaheimildir í þorski og öðrum botnfisktegundum meiri í lok seinasta fiskveiðiárs en verið hafa undanfarin ár. Þessar ónýttu aflaheimildir verða að öllum líkindum nýttar á yfirstandandi fiskveiðiári. Það mun vega á móti áhrifum minni þorskkvóta fram eftir næsta ári.

Innri aðlögun í sjávarútvegi kann að vega upp samdrátt í þorski að nokkru leyti

Fáar atvinnugreinar einkennast af jafn miklum sveiflum í ytri skilyrðum og sjávarútvegurinn. Sjávarútvegsfyrirtæki eru því von að þurfa að bregðast við samdrætti afla, t.d. vegna kvótaskerðingar, með innri aðlögun. Á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar þurfti t.d. að draga mjög úr þorskveiðheimildum. Þorskaflinn dróst fyrir vikið saman um 60 þús. tonn milli árunna 1993 og 1995, þrátt fyrir mikinn afla utan íslensku fiskveiðilögsögunnar, eða álíka mikið og reiknað er með að hann þurfi að skreppa saman á þessu fiskveiðiári. Þrátt fyrir samdrátt aflaheimilda jókst útflutningsverðmæti sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli um 10% milli árunna 1992 og 1995 m.a. vegna nýrrar tækni, breyttrar framleiðslusamsetningar, sóknar út fyrir fiskveiðilögsöguna, hagræðingar og samruna fyrirtækja.

Af reynslu fyrri samdráttarskeiða má draga þá ályktun að innri aðlögun og markviss viðbrögð við ytri áföllum muni leiða til þess að áhrif minni þorskkvóta á þjóðarþúið í heild verði minni en ella. Sjávarútvegsfyrirtæki geta gripið til ýmiss konar aðgerða svipað og áður hefur verið gert, t.d. með breyttri framleiðslustýringu og framleiðslusamsetningu innan og milli vinnslugreina. Til þess að draga úr skellinum sem kvótaskerðing veldur munu fyrirtækin eflaust nýta það svigrúm sem þau hafa til að hagræða, bæta framleiðni og nýta hráefni betur. Sjávarútvegurinn hefur á seinustu árum orðið markaðssækinn fremur en framleiðsludrifinn. Afurðaframleiðslan bregst hraðar við kalli markaðarins en áður, til þess að hámarka það verð sem býðst á hverjum tíma. Aukin áhersla á markaðs- og sölustarfsemi á erlendum mörkuðum gæti vegið á móti áhrifum minni afla.

Verð sjávarafurða áfram hátt

Eftirspurn eftir íslenskum sjávarafurðum hefur verið mikil undanfarin ár og verðlag hátt í sögulegu samhengi. Ekki hafa orðið marktækar

breytingar á stöðunni frá síðustu spá og ekki horfur á að svo verði á næstunni. Í lok ágúst nam ársverðhækkun sjávarafurða 4%. Hið háa verð flestra botnfiskafurða gæti leitt til þess að neytendur snúi sér að ódýrari matvælum. Innlendir seljendur telja þó flestir að þol erlendra kaupenda gagnvart verðhækkunum sé enn nokkurt, enda hefur framboð sambærilegra fiskafurða dregist saman og væntingar um minna framboð þorskafurða frá Íslandi styður einnig við verðið. Þá hefur verðlag annarra matvæla á erlendum mörkuðum eða hráefna til matvælaframleiðslu hækkað. Það bætir samkeppnistöðu fiskafurða. Í forsendum grunnspár nú er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða verði um 7% hærra á þessu ári en á sl. ári og að það hækki um tæplega 5% milli árunna 2007 og 2008. Á árunum 2009-10 er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða hækki um 2% á ári.

Olíuverð mun haldast hátt en áfram líkur á lækkandi álverði

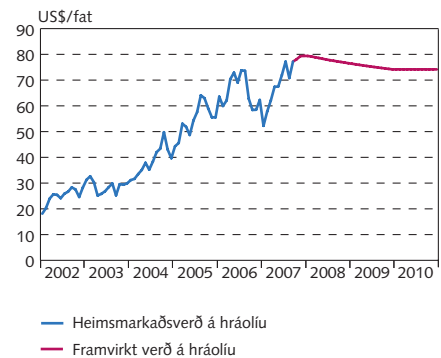
Verulegar verðsveiflur hafa einkennt olíumarkaðinn um nokkurt skeið. Markaðurinn einkennist af ört vaxandi eftirspurn, sérstaklega frá Asíu, minnkandi birgðum og framleiðslutakmörkunum OPEC-landanna. Stjórnmalalegt og hernaðarlegt óvissuástand í Mið austurlöndum og víðar hefur aukið á óvissu. Á móti vegur að hátt olíuverð gerir arðbærar þær olíulindir og aðrar orkulindir þar sem vinnslukostnaður er hár. Greiningaraðilar eru sammála um að verðið muni haldast hátt en sveiflukennt á næstu árum. Í *Peningamálum* nú er reiknað með að olíuverð muni verða um 5% hærra á þessu ári en í fyrra og hækka um 10% á næsta ári í samræmi við framvirkt verð.

Álverð lækkaði verulega í kjölfar umróts sem varð á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í ágúst og september. Lægst fór verðið um miðjan september og var þá um 15% lægra en í júní. Verðið hækkaði síðan á ný, en var í byrjun október 10% lægra en meðalverð fyrstu níu mánuði ársins. Framleiðsla eykst nú hraðar en eftirspurn og birgðir

Mynd II-9

Heimsmarkaðsverð á hráolíu¹

Mánaðarlegar tölur janúar 2002 - desember 2010

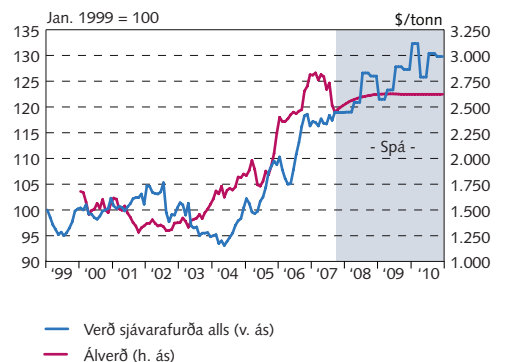


1. Spá frá lok september 2007.

Heimildir: Bloomberg, NYMEX, Reuters EcoWin.

Mynd II-10

Verð á sjávarafurðum (í erl. gjaldmiðli) og áli



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

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

	Núverandi spá ¹				Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009
Útflutningur vöru og þjónustu	4,2	14,1	5,0	5,2	-7,8	4,6	-0,5
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-5,0	-6,0	0,0	0,0	-6,0	0,0	0,0
Útflutningsframleiðsla stóriðju	47,6	71,4	4,5	0,0	-14,3	10,2	3,5
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	7,0	4,7	2,0	2,0	0,0	1,0	-0,5
Verð áls í USD ³	7,4	-2,1	1,4	-0,1	-2,6	1,4	4,4
Verð eldsneytis í erlendri mynt ⁴	5,4	10,3	-3,5	-1,4	2,5	2,1	-2,5
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-0,3	0,5	1,4	0,2	-0,2	-0,1	1,4
Alþjóðleg verðbólga ⁵	2,1	2,0	2,0	2,0	0,3	0,1	0,1
Alþjóðlegur hagvöxtur	2,5	2,3	2,2	2,4	-0,2	-0,1	-0,2
Alþjóðlegir skammtíamavextir ⁶	4,3	4,0	4,1	4,3	-0,1	-0,6	-0,6

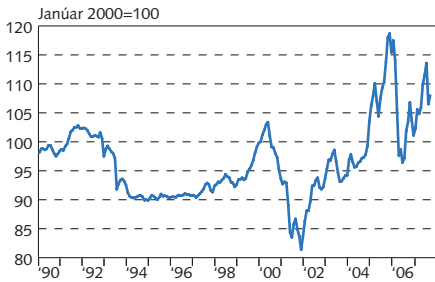
1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá *Peningamálum* 2007/2. 3. Spá byggð á framvirku álverði. 4. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði. 5. Spá frá *Consensus Forecasts*. 6. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Mynd II-11

Raungengi janúar 1990 - september 2007

Mánaðarleg gögn m.v. hlutfallslegt neysluverð



Heimild: Seðlabanki Íslands.

í heiminum hafa því aukist. Frá áramótum hefur heimsframleiðslan aukist um 12% en notkun um 9%. Hlutfall birgða og notkunar, sem talið er gefa vísbendingu um verðþróun, hefur því hækkað. Sem fyrr er það stöðugt vaxandi álnotkun í Kína og Indlandi sem heldur uppi eftirspurninni. Framvirk verð benda til þess að álverð verði að meðaltali um 2% lægra á næsta ári en hækki lítillega árið 2009.

Raungengi hátt yfir langtíameðaltali

Í september hafði mánaðarleg vísitala raungengis miðað við hlutfallslegt neysluverð hækkað um 5,6% frá því í janúar. Þetta er talsvert meiri hækkun en sem nemur nafnstyrkingu krónunnar á tímabilinu, enda hefur verðlag héraðs hækkað meira en í viðskiptalöndunum. Raungengisvísitalan var í september 12% hærri en meðaltalsgildi reiknað frá upphafi ársins 1990 og ríflega 9% hærri en meðaltal frá aldamótum. Flest bendir því til að raungengið sé talsvert yfir jafnvægisgildi um þessar mundir, en nánar er fjallað um það í viðauka 3.

III Fjármálaleg skilyrði

Frá útgáfu *Peningamála* í byrjun júlí sl. hafa raunstýrivextir haldist háir. Birting stýrivaxtaspár virðist hafa greitt fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið og eru væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta á næstu misserum í betra samræmi við skilaboð Seðlabankans en áður. Alþjóðleg fjármálaskilyrði hafa versnað í kjölfar erfiðleika á bandarískum húsnæðislánamarkaði. Vaxtakjör innlendra fjármálafyrirtækja erlendis hafa versnað í kjölfar óróans þrátt fyrir lækkingu stýrivaxta í Bandaríkjunum og ávöxtunar langtímaskuldabréfa í Bandaríkjunum og Evrópu. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa einnig versnað. Heimilin hafa þó að nokkru leyti vikið sér undan hærri vöxtum verðtryggðra lána með aukinni lántöku í erlendum gjaldmiðlum, en vextir á þeim gætu einnig hækkað á næstu misserum.

Sveiflur í raunstýrivöxtum samhliða óróa á fjármálamörkuðum

Miðað við liðna verðbólgu og verðbólguvæntingar fyrirtækja hafa raunstýrivextir lækkað nokkuð frá útgáfu *Peningamála* í byrjun júlí sl. Verðbólga hefur verið meiri en Seðlabankinn gerði ráð fyrir þá og verðbólguvæntingar hækkuðu þegar gengi krónunnar lækkaði í kjölfar óróa á fjármálamörkuðum víða um heim. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa hefur hins vegar verið aðeins lægra að undanfögnu en í júlí eftir tímabundna hækkun í tengslum við óróann. Líklegt er að þessar sveiflur endurspegli breytingar á áhættuþóknun óverðtryggðra verðbréfa umfram sambærileg verðtryggð bréf, ekki síður en endurmat á verðbólguvæntingum fjárfesta. Að svo miklu leyti sem lækking verðbólguálagsins endurspeglar minnkandi verðbólguvæntingar hafa raunstýrivextir á þennan mælikvarða því hækkað. Það sama á við ef miðað er við verðbólguvæntingar heimila og sérfræðinga á fjármálamarkaði eitt ár fram í tímann. Einstakir mælikvarðar á verðbólguvæntingar eru hins vegar sveiflugar og því erfitt að draga afdráttarlausar ályktanir um verðbólguvæntingar til skamms tíma.

Greiningar- og markaðsaðilar spá stýrivöxtum háum lengur en áður

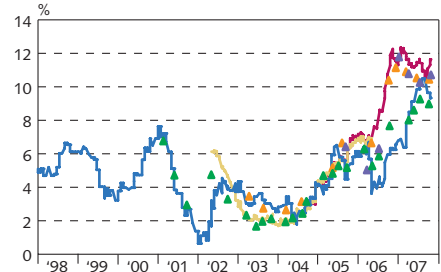
Aukið gagnsæi peningastefnunnar með birtingu eigin stýrivaxtaspár virðist hafa greitt fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið. Frá því að byrjað var að birta mat sérfræðinga bankans á líklegri þróun stýrivaxta í mars sl. hafa væntingar markaðsaðila færst nær því sem Seðlabankinn hefur talið líklegt, líkt og fjallað er um í rammagrein III-2. Framvirkir vextir og spár flestra greiningaraðila benda til þess að væntingar séu um að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en áður var talið og að þeir lækki mun hægar þegar líður á spátímann en í stýrivaxtaspá Seðlabankans. Stafar það líklega fyrst og fremst af væntingum þeirra um nýjar stórfremkvæmdir, en bankinn hefur ekki enn tekið þau áform inn í sína grunnspá.

Alþjóðleg fjármálaskilyrði hafa almennt versnað í kjölfar óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum ...

Alþjóðleg fjármálaskilyrði hafa á heildina litið versnað í kjölfar erfiðleika á bandarískum húsnæðislánamarkaði. Skortur hefur verið á lausaf sem seðlabankar víða um heim hafa leitast við að mæta. Bandaríski seðla-

Mynd III-1
Raunstýrivextir¹

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 30. október 2007



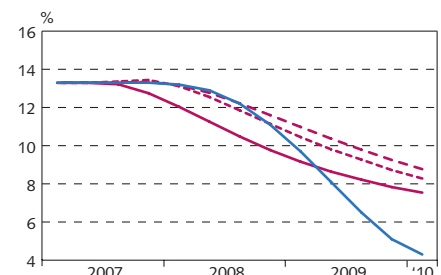
Raunstýrivextir m.v.:

- verðbólgu
- verðbólguálag ríkisskuldabréfa²
- verðbólguálag ríkisskuldabréfa³
- ▲ verðbólguvæntingar almennings
- ▲ verðbólguvæntingar fyrirtækja
- ▲ verðbólguvæntingar sérfræðinga á fjármálamarkaði

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.

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2
Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum og stýrivaxtaspá í PM 2007/2



- Stýrivaxtaspá PM 2007/2
- Framvirkir vextir 20.8.2007
- Framvirkir vextir 26.6.2007
- Framvirkir vextir 15.10.2007

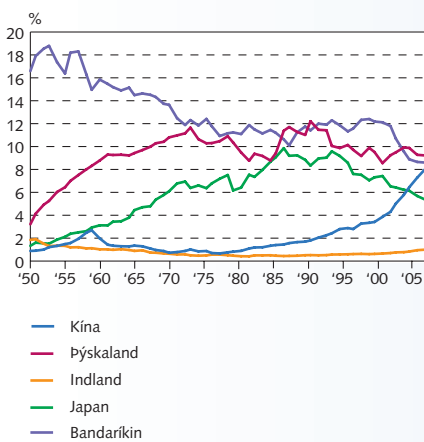
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein III-1

Hnattvæðingin og framkvæmd peningastefnu á Íslandi

Mynd 1

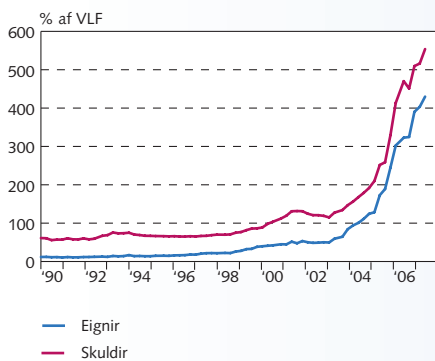
Hnattvæðing viðskipta með vöru og þjónustu 1950-2006
Hlutfall af heimsútflutningi



Heimild: Alþjóðaviðskiptastofnunin (WTO).

Mynd 2

Hnattvæðing fjármuna
Eignir og skuldir þjóðarbúsins 1. ársfj. 1990 - 2. ársfj. 2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hnattvæðingu má skilgreina sem aukið frelsi til viðskipta með vöru, þjónustu og fjármagn milli landa svo og frelsi fólks til að flytja milli landa í atvinnuskyni.¹ Síðustu tvo áratugi hafa ýmsar hömlur á þessum sviðum vikið og tækniframfarir í samskiptum og miðlun upplýsinga verið miklar. Allt hefur þetta valdið mikilli aukningu viðskipta milli landa. Áhrifin á lítil opin hagkerfi eins og það íslenska geta verið sérstaklega mikil. Hnattvæðingin hefur opnað nýja markaði fyrir útflutning íslenskra fyrirtækja og gefið þeim vaxtartækifæri á alþjóðavettvangi, en hún hefur líka aukið samkeppni á innlendum vöru- og þjónustumarkaði. Opnun vinnumarkaðar er sérlega mikilvæg fyrir hagkerfi sem einkennast af miklum sveiflum í fjárfestingu.

Með því að gera hagkerfi heimsins háðari hvert öðru kann hnattvæðing að hafa aukið alþjóðleg áhrif á virkni innlendrar peningastefnu. Umræðan um áhrif hnattvæðingar á peningastefnu er tvíþætt: Annars vegar snýst hún um áhrif hennar á verðbólgu en hins vegar um afleiðingar síaukinnar samþættingar fjármála-markaða (e. financial globalisation) fyrir miðlunarferli peningastefnu og þar með getu seðlabanka til að sporna gegn verðbólgu. Síðarnefndi þátturinn er líklega sú hlið hnattvæðingar sem hefur skipt íslenska þjóðarþúskaðinn mestu síðustu árin. Hnattvæðingin á þátt í myndun gífurlegs viðskiptahalla á Íslandi og í mörgum öðrum löndum en viðskiptaafgangs annarra landa. Erlendar eignir og skuldir hafa einnig margfaldast við afnám hafta á fjármagnsflutningi. Hins vegar ber að gera greinarmun á hnattvæðingu sem langtímaferli og þeim kringumstæðum sem nýlega hafa leitt til lausafjárgróttar á heimsvísu og endurspeglar að hluta áhrif og afleiðingar peningastefnu t.d. í Bandaríkjunum og Kína og eru því væntanlega tímabundnar.

Hnattvæðing og verðbólguþróun

Þótt tvímælalaust megi færa bæði fræðileg og hagrannsóknarleg rök fyrir því að hnattvæðingin hafi dregið úr virkni miðlunarferlis peningastefnu á Íslandi og gert það ófyrirsjáanlegra þegar til lengri tíma er litið, verður ekki ályktað að peningastefnan sé bitlaus og verði ekki bætt. Innlendir þættir, eins og áhrif rýmri lánareglna íbúðalánasjóðs og einkavæðing bankanna ásamt ódýru erlendu lánsfé, hafa stóraukið samkeppni á íbúðalánamarkaði og leitt til vaxtalækkana á fasteignaveðlánínum þrátt fyrir aðhaldssama peningastefnu. Á sama tíma hefur þjóðarþúskaðurinn orðið fyrir fjölda eftirspurnarbúhnykkja. Hnattvæðingin hefur stuðlað að ýmsum vandamálum en létt á öðrum. Aukin umsvif íslenskra fyrirtækja á alþjóðamarkaði og erlend fjárfesting á Íslandi hafa orsakað vinnuaflosskort og kynt undir óhóflega hækkun launa. Á sama tíma hefur innflutningur vinnuafloss dregið úr þrýstingi til launahækkana án þess þó að koma í veg fyrir samspil hækkandi launa og verðlags.

Innlend fjármálaleg skilyrði

Hnattvæðingin ætti fræðilega séð að leiða til jöfnunar langtímaraunvaxta ef engin gjaldmiðlaáhætta væri til staðar. Reyndin hefur orðið önnur bæði vegna gengisáhættu og áhættu tengdrar efnahagslífi hvers lands. Reyndar er það svo að þegar fjármagn er mjög hreyfanlegt á milli landa hafa breytingar á vaxtamun veruleg áhrif á gengi gjaldmiðla (aukinn vaxtamunur hækkar venjulega gengi þess gjaldmiðils sem hefur hærra vexti). Þetta kann að auka virkni peningastefnu að ákveðnu marki. Fylgni vaxtamunar og gengis er hins vegar lítt fyrirsjáanleg. Breytilegt áhættumat og aðrir huglægir þættir geta

1. Sjá t.d. ræður Charles Bean (2006), „Globalisation and inflation”, Ben S. Bernanke (2007), „Globalization and monetary policy” og Svein Gjedrem (2006), „Globalisation and monetary policy in Norway” og greinar eftir Kenneth S. Rogoff (2006), „Impact of globalisation on monetary policy” og Michael Woodford (2007), „Globalisation and monetary control”.

líka haft áhrif á gengisþróun og leiða stundum til hjarðhegðunar á fjármálamörkuðum. Mótun peningastefnu í litlu opnu hagkerfi þar sem áhrif gengisbreytinga skila sér fljótt út í verðlag er því krefjandi viðfangsefni. Umframsparnaður á heimsvísu, sem hefur stuðlað að lausafjárnægð um allan heim, kann að hafa dregið úr miðlun stýrivaxta til innlendra raunvaxta, einkum vaxta til langs tíma, og aukið þannig vanda peningastefnunnar.²

Ef peningastefnan veitir verðbólguvæntingum ekki nægilega kjölfestu getur þurft verulegan vaxtamun til að færa þær á ný að verðbólgu markmiðinu. Slíkur vaxtamunur getur leitt til mikils innstreymis fjármagns og gengissveiflna. Kynning og miðlun upplýsinga um peningastefnuna og tilburðir til að hafa áhrif á væntingar skipta því meira máli en áður.³ Verðbólga hefur haldist lítil og stöðug í löndum eins og Nýja-Sjálendi þar sem gengissveiflur eru af svipadri stærðargráðu og á Íslandi. Því er ljóst að með trúverðugri peningastefnu má tryggja framgang verðbólgu markmiðsins.

Staðreyndin er sú að hnattvæðingin hefur ekki haft afgerandi áhrif á getu peningastefnunnar til að stjórna verðbólgu, jafnvel í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska. Hún gæti hins vegar hafa gert það kostnaðarsamara að vera verulega úr takti við hagsveifluna í umheiminum með því að gera val peningayfirvalda til skamms tíma á milli breytileika í verðbólgu og framleiðslu ófyrirsjáanlegra en ella sakir meiri gengissveiflna sem því fylgir. Þótt lausafjárnægð hafi dregið úr virkni peningastefnunnar hér á landi hafa innlendar hindranir einnig staðið alvarlega í vegi fyrir miðlun stýrivaxta yfir í útlánsvexti á íbúðalánamarkaði. Áður en ályktað er að hnattvæðing hafi gert peningastefnu bitlausu ættu stjórnvöld að draga úr slíkum hindrunum.

2. Fylgni langtímaraunvaxta á milli landa hefur aukist og má greina hliðstæða þróun í öðrum eignaflokkum eins og hlutabréfum og íbúðarhúsnæði. Sérfræðingar tengdir Alþjóðagreiðslubankanum (BIS) hafa lagt fram niðurstöður sem benda til þess að innlend verðbólga kunnir í vaxandi mæli að endurspeglar framleiðsluspennu á heimsvísu, en slíkt kynni að draga úr skammtíma virkni innlendra peningastefnu. Sjá Claudio Borio og Andrew Filardo (2007), „Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation“, *BIS working papers* no. 227. Ekki ríkir þó sátt um hversu einhlítar þessar niðurstöður eru, sbr. áðurnefnda grein Michael Woodfords.
3. Sjá mat á áhrifum birtingar stýrivaxtaferils, sem sérfræðingar Seðlabankans telja tryggja framgang verðbólgu markmiðsins, á vexti til miðlungs- og langs tíma í rammagrein III-2.

bankinn lækkaði daglánavexti og nokkru síðar stýrivexti sína um 0,5 prósentur og vænta margir þess að skammtíma vextir í Bandaríkjunum lækki enn frekar á næstu misserum. Aðgerðir bandaríska seðlabankans virtust róa fjárfesta, a.m.k. tímabundið. Á haustmánuðum lækkaði gengi hlutabréfa víða en þær lækkanir hafa þó að mestu gengið til baka. Hlutabréfaverð í nýmarkaðsríkjum lækkaði hvað mest en það er hærra nú en fyrir óróann. Töluverð lækking varð einnig í Evrópu og í Bandaríkjunum. Áhrif óróans hefur gætt í meira mæli á skuldabréfa- og millbankamörkuðum en á hlutabréfamörkuðum, en mestur var munurinn á ávöxtunarkröfu ríkisbréfa og millbankavaxta. Það að vaxtaálag hefur ekki náð fyrri gildum bendir þó til þess að fjárfestar telji áhættu fjárfestingar hafa aukist til langframa. Óróinn á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hefur einnig komið fram í gengissveiflum fjölmargra gjaldmiðla, þ.á m. krónunnar.

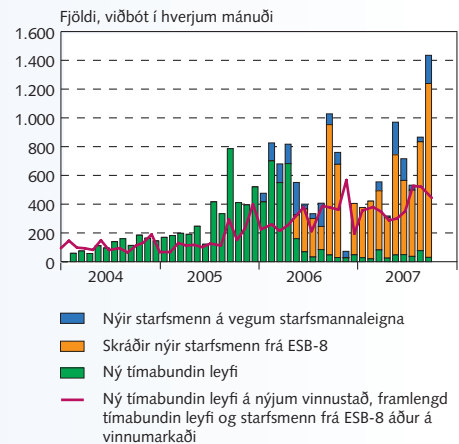
... og skuldatryggingarálag bankanna hækkaði

Skuldatryggingarálag íslensku bankanna og erlendra banka hækkaði í hræringum á fjármálamörkuðum. Hækkanir hjá erlendu bönkunum

Mynd 3

Hnattvæðing vinnuaflds

Erlendir starfsmenn skráðir hjá Vinnumálastofnun

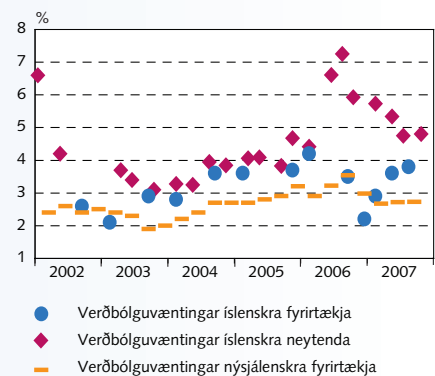


Heimild: Vinnumálastofnun.

Mynd 4

Verðbólguvæntingar á Íslandi og í Nýja-Sjálendi

Væntingar um verðbólgu til eins árs samkvæmt könnunum

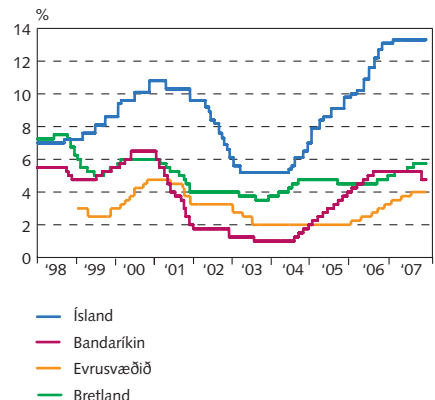


Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Nýja-Sjálánds, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

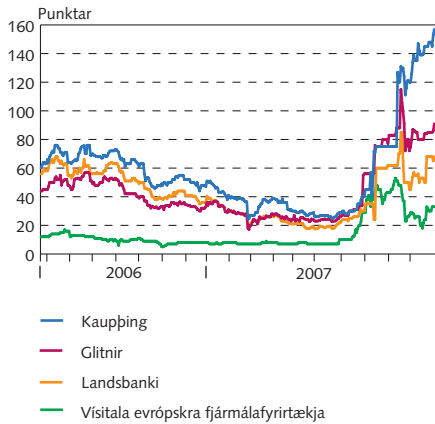
Stýrivextir seðlabanka

Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 30. október 2007



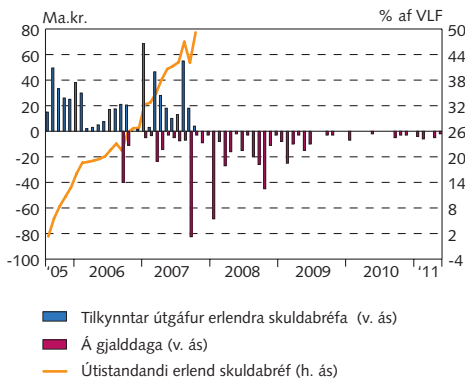
Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4
Skuldatryggingar íslenskra banka
og vísitala evrópskra fjármálafyrirtækja
Daglegar tölur 8. júlí 2006 - 30. október 2007



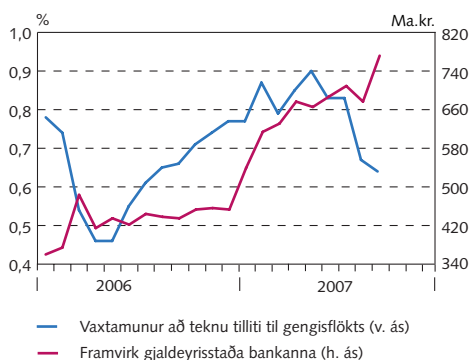
Heimildir: Bloomberg, Reuters.

Mynd III-5
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum¹
Mánaðarlegar tölur ágúst 2005 - október 2007



1. Gögn til og með 30. október 2007.
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6
Vaxtamunur að teknu tilliti til gengisflökts¹
og framvirk gjaldeyrisstaða bankanna
Mánaðarlegar tölur janúar 2006 - september 2007



1. Hlutfall þriggja mánaða vaxtamunar á peningamarkaði á Íslandi og evrusvæði af afleiðu flökta á ISK/EUR-valrétti.
Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

hafa að verulegu leyti gengið til baka, en álag íslensku bankanna hefur ekki lækkað samsvarandi og jafnvel hækkað. Allir íslensku bankarnir hafa farið í skuldabréfaútböð síðan álagið hækkaði og voru kjörin lakari en buðust undanfarin misseri. Á sama tíma og skuldatryggingarálag hefur hækkað hefur almennt áhættuálag á LIBOR-vexti einnig hækkað. Því má gera ráð fyrir að fjármögnunarkostnaður innlendra fjármálafyrirtækja á alþjóðlegum mörkuðum hafi almennt hækkað þrátt fyrir væntingar um lækkandi vexti á bandarískum og evrópskum skuldabréfum.

Minnkandi áhugi á vaxtamunarviðskiptum samhliða endurmati á áhættu

Stærsti gjalddagi jöklabréfa frá upphafi útgáfu þeirra var í september sl. Áhrifin á krónuna voru vart merkjanleg. Fyrir því eru eflaust tvær ástæður. Í fyrsta lagi hafði gengi krónunnar lækkað töluvert í ágúst, en það gæti bent til þess að einhverjir hafi losað um krónustöður fyrr en ella þegar órói jókst á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Í öðru lagi kann stór hluti jöklabréfa á gjalddaga í september að hafa verið endurfjármagnaður fyrir gjalddagana, enda jókst útgáfa jöklabréfa í ágústmánuði. Útgáfa erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum umfram innlaun hefur numið rúmum 100 ma.kr. það sem af er þessu ári en útistandandi fjárhæð þeirra dróst saman á þriðja fjórðungi ársins.

Einnig er hugsanlegt að fjárfestar í vaxtamunarviðskiptum telji innlend verðbréf áhættumeiri en áður og sækist því eftir styttri skuldbindingum sem auðvelt er að losa með stuttum fyrirvara. Aukning í veðlánum Seðlabankans gæti bent til þess að einhver hluti þessara aðila hafi ákveðið að taka stöðu í íslensku krónunni í gegnum peningamarkaðinn.

Hræringar á fjármálamörkuðum víða um heim gætu minnkað áhuga á vaxtamunarviðskiptum sökum endur mats á áhættu. Vaxtamunur að teknu tilliti til vænts gengisflökts dróst saman í ágúst og fram í september en það bendir til þess að hvati til slíkra viðskipta hafi minnkað. Frá því í september hefur hann þó aukist á ný og gengi krónunnar styrkst samhliða. Framvirk gjaldeyrisstaða bankanna gefur vísbendingu um stöðutöku í krónunni og hefur þróun hennar fylgt framvindu vaxtamunarins þegar hann er leiðréttur með tilliti til vænts gengisflökts (sjá mynd III-6). Eins og nánar er fjallað um í kaflanum Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans lækkaði framvirka staðan ört í byrjun ágúst en hækkaði undir lok mánaðarins þegar óróann tók að lægja. Þegar snarpar breytingar hafa orðið á vaxtamun að teknu tilliti til vænts gengisflökts hefur velta á gjaldeyrismarkaði jafnframt aukist.

Verðtryggðir vextir íbúðalána hafa hækkað

Vextir á nýjum íbúðalánum hafa hækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Útlánsvextir Íbúðalánasjóðs virðast hafa verið töluvert lægri en ávöxtunarkrafa á markaði hefur gefið tilefni til, auk þess sem sjóðurinn hefur um nokkurt skeið einungis tekið tilboðum í lengsta flokk íbúðabréfa (sjá mynd III-7), þar sem ávöxtunin er lægst. Hefur það dregið úr áhrifum stýrivaxtahækkana á kjör verðtryggðra útlána til heimila. Viðskiptabankarnir höfðu einnig haldið útlánsvöxtum á íbúðalánum lægri en ella sökum samkeppni við Íbúðalánasjóð. Svo virðist sem það

hafi reynst þeim sífellt erfiðara eftir því sem erlend og innlend fjármálaleg skilyrði hafa orðið óhagstæðari. Því hefur orðið æ erfiðara fyrir bankana að fjármagna sig á innlendum markaði þannig að þeir geti keppt við vexti íbúðalánasjóðs. Íbúðalánasjóður nýtur hins vegar ríkisábyrgðar á lánum sínum og getur fjármagnað sig með útgáfu skuldabréfa til mjög langs tíma og þannig nýtt sér að ávöxtunarkerfi verðtryggðra skuldabréfa hallar mjög niður á við. Miðað við hækkanir á lengstu íbúðabréfunum undanfarið er hins vegar líklegt að sjóðurinn þurfi að hækka útlánsvexti sína á næstunni.

Aukin erlend lántaka þrátt fyrir sterkt gengi krónunnar

Erlend lántaka hefur aukist mjög undanfarin misseri og hefur hlutfall gengistryggðra útlána af heildarútlánum heimila aukist. Einnig hefur gjaldmiðlasamsetning þessara lána breyst á undanförunum mánuðum. Hluttur lágvaxtagjaldmiðla á borð við svissneskan franka og japanskt jen hefur aukist. Slíkri lántöku fylgir bæði vaxta- og gjaldmiðlaáhætta. Þrátt fyrir sterkt gengi krónunnar hefur hluttur gengistryggðra lána haldið áfram að aukast. Eftir því sem raungengi krónunnar vikir lengra frá jafnvægisgildi sínu aukast líkur á lækkun krónunnar til lengri tíma litið og því eykst áhættan af nýjum gengistryggðum lánum. Miðað við gengispróun undanfarinna missera hefur greiðslubyrði gengistryggðra lána þó að öllum líkindum verið léttari en af verðtryggðum innlendum lánum, en það getur breyst á skömmum tíma.

Enn virðist framboð lánsfjár mikið

Enn sem komið er virðist lánsframboð vera nægt meðal annars vegna þess að í samkeppni bankanna við íbúðalánasjóð hefur eftirspurn eftir íbúðalánum verið beint að gengistryggðum lánum. Próun á erlendum lánsfjármörkuðum undanfarna þrjú mánuði bendir hins vegar til þess að tími nánast ótakmarkaðs ódýrs lánsfjár á erlendum lánsfjármörkuðum sé liðinn. Íslensku bankarnir virðast betur í stakk búnir til að takast á við þrengingar en þegar vaxtaálag þeirra hækkaði í lok ársins 2005 og í byrjun árs 2006, en endurmat fjárfesta á áhættu á lánsfjármarkaði gæti eigi að síður leitt til minnkandi framboðs lánsfjár á næstunni.

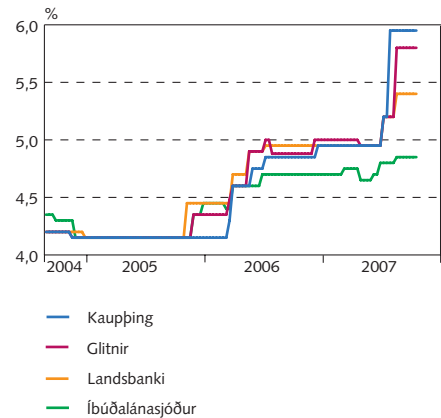
Útlánsvöxtur að mestu vegna gengistryggðra útlána

Verulega hægði á vexti útlána lánakerfisins á fyrsta fjórðungi þessa árs, en á öðrum ársfjórðungi jókst hann á ný. Ársvöxturinn var enn gríðarlega mikill. Verulega dró úr vexti verðtryggðra útlána innlánsstofnana og hefur hann ekki verið minni, hvort heldur til heimila eða fyrirtækja, eftir innkomu bankanna á fasteignaveðlámarmarkaðinn. Einnig hefur hægt á vexti yfirdráttarlána. Vöxturinn hefur því að mestu verið í gengistryggðum útlánum. Á komandi mánuðum mun skýrast hvort lánskjör bankanna erlendis versni varanlega og það leiði til þess að vextir lána í erlendum gjaldmiðlum hækki.

Skuldabréfaútgáfa fyrirtækja hefur aukist og um leið áhrif peningastefnunnar

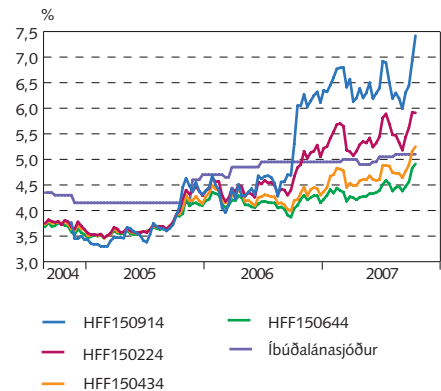
Fyrirtæki hafa í auknum mæli beitt skuldabréfaútgáfu á innlendum markaði til fjármögnunar á starfsemi sinni. Skuldabréfaútgáfa

Mynd III-7
Verðtryggðir vextir íbúðalána¹
1. september 2004 - 21. október 2007



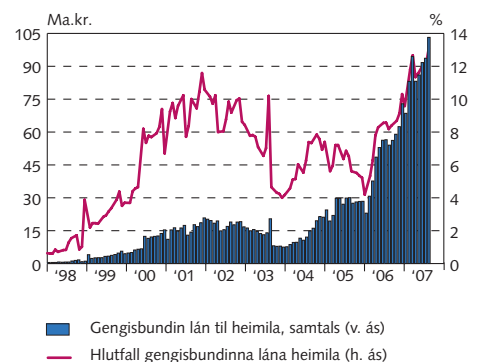
1. Vextir með uppgreiðsluálagi. Fyrir íbúðalánasjóð er um að ræða vexti án uppgreiðsluálags fram til nóvember 2005.
Heimildir: Íbúðalánasjóður, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8
Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa og útlánsvextir íbúðalánasjóðs¹
1. september 2004 - 21. október 2007



1. Vextir án uppgreiðsluálags.
Heimildir: Íbúðalánasjóður, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9
Gengisbundin útlán innlánsstofnana til heimila og hlutfall þeirra af heildarútlánum
Mánaðarlegar tölur janúar 1998 - ágúst 2007

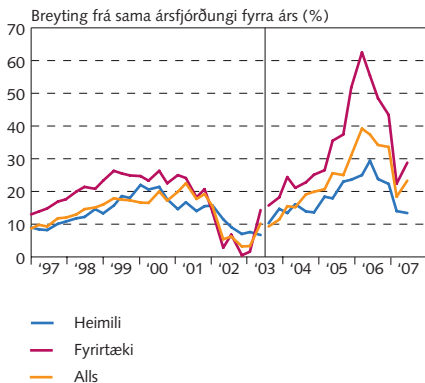


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Útlánaaukning lánakerfisins¹

1. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2007



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

fyrirtækja er um tvöfalt meiri í ár en í fyrra og virðist mikil eftirspurn eftir þessum bréfum. Kjör á þessari fjármögnun fyrirtækja taka mið af stýrivöxtum Seðlabankans og því gefur þessi þróun tilefni til að ætla að fjármögnun fyrirtækja verði í auknum mæli fyrir áhrifum af peningalegu aðhaldi bankans. Yfirdráttarlán fyrirtækja hafa á hinn bóginn dregist saman og virðist sem þau sæki í auknum mæli í óverðtrygð lán til lengri tíma á nokkru lægri vöxtum.

Mikill vöxtur peningamagns

Ársvöxtur peningamagns hefur verið mikill að undanfögnu og hefur vöxturinn verið hvað mestur í minnst bundnu flokkunum. Er það vegna vaxtar veltuinnlána, gjaldeyrisreikninga og almenns sparifjár. Þessi mikli vöxtur peningamagns gefur vísbendingu um mikið laust fé í umferð, en ástæður hans hafa ekki verið skýrðar að fullu.

Rammagrein III-2

Áhrif birtingar stýrivaxtaferils á framvirka vexti og virkni peningastefnunnar

Í *Peningamálum* 2007/1 í mars sl. birti Seðlabanki Íslands í fyrsta skipti grunnsþá sem byggðist á eigin stýrivaxtaspá, þ.e. stýrivaxtaferli sem sérfræðingar bankans töldu samrýmast verðbólgu markmiðinu. Fylgdi bankinn þar fordæmi seðlabanka Nýja-Sjálands, Noregs og Svíþjóðar. Breytingin gafst vel. Áhrif á væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta virðast hafa eflst og þar með miðlun peningastefnunnar út í langtímanafn- og raunvexti.¹

Meginfarvegur peningastefnunnar er í gegnum áhrif á væntingar

Undanfarinn áratug hafa flestir seðlabankar aukið gagnsæi peningastefnu sinnar. Birting eigin stýrivaxtaferils er einn þáttur þessarar þróunar, þótt enn sem komið er hafi aðeins fáir seðlabankar gengið svo langt. Aukið gagnsæi endurspeglar þá skoðun sem nú er ríkjandi í seðlabönkum að peningastefnan sé því skilvirkari sem hún er kerfisbundnari og gagnsærri. Með þeim hætti hefur hún meiri áhrif á væntingar markaðsaðila og almennings en ella og slagkraftur hennar eykst.

Langtíma vextir skipta meira máli en stýrivextir fyrir útgjalda-ákvarðanir heimila og fyrirtækja. Þeir ráðast að miklu leyti af væntingum um þróun stýrivaxta. Þegar verðbólga er yfir markmiði eru það því ekki einungis háir stýrivextir í dag sem skipta máli við að ná verðbólgu niður á ný heldur einnig (og jafnvel fremur) væntingar um háa stýrivexti í framtíðinni. Þetta er mikilvægt þar sem lán með föstum vöxtum til langs tíma eru ríkjandi eins og reyndin er hér á landi. Við ákvörðun vaxta þurfa lánveitendur að leggja mat á líklega þróun vaxta á lánstímanum. Ef þess er vænst að skammtíma vextir verði háir næstu misseri endurspeglast það í hærri vöxtum á langtímalánum.

Birting stýrivaxtaferils eykur áhrif Seðlabankans á væntingar

Með því að birta eigin stýrivaxtaferil getur Seðlabankinn eflt áhrif sín á væntingar markaðsaðila. Skilaboð um framtíðaráform bankans

1. Ítarlega er fjallað um helstu rök með og á móti birtingu eigin stýrivaxtaferils og reynslu annarra landa fram til þessa í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar (2007), „Birting eigin stýrivaxtaspár eykur áhrifamátt peningastefnu seðlabanka“, *Peningamál* 2007/1, bls. 71-86.

verða skýrari og rökstuðningur vaxtaákvörðana skarpari. Það ætti að auka almennan skilning á því sem liggur að baki mati bankans á verðbólguhorfum og auðveldar sjálfstætt mat á líklegri framvindu stýrivaxta. Spár Seðlabankans ættu jafnframt að batna og innra samhengi þeirra að verða skýrara. Allt er þetta til þess fallið að bæta umræðuna um peningastefnuna, auka skilning á henni, trúverðugleika og þar með skilvirkni. Ætla má að ábati gagnsærrar stefnu af þessu tagi sé því meiri sem óvissan er meiri, sérstaklega við aðstæður þar sem verðbólga vikur verulega frá markmiði. Áður birti Seðlabankinn oft verðbólguþáttir þar sem verðbólga var langt yfir markmiði bankans. Það stafaði af því að stýrivaxtaferillinn sem þá var byggt á leiddi ekki til þess að verðbólguþáttir næðist á spátímanum. Líklegt er að þetta hafi ýtt undir verðbólguvæntingar. Slík framsetning verðbólguþáttir er því ekki til þess fallin að veita verðbólguvæntingum trausta kjölfestu. Það dregur úr áhrifum stýrivaxta og grefur undan trúverðugleika verðbólguþáttisins.

Stýrivaxtaspar eru ávallt háðar mikilli óvissu

Þjóðarþúskaþurinn verður sífellt fyrir ófyrirséðum búhnykkjum og áföllum. Framtíðarhorfur í efnahagsmálum eru því óvissar og nýjar upplýsingar kalla stöðugt á endurmat aðstæðna. Spá um þróun stýrivaxta er því eins óviss og spár um aðrar efnahagsstærðir. Þetta sést t.d. í verulegum breytingum á væntingum markaðsaðila um þróun stýrivaxta, eins og þær birtast í framvirkum vöxtum (sjá mynd 1).

Í spám Seðlabankans er þessi óvissa sýnd með því að birta líkindadreifingu stýrivaxtaferilsins. Hún sýnir hvernig óvissan eykst eftir því sem horft er lengra fram í tímann. Lögum hennar sýnir einnig hvernig óvissan getur verið ósamhverf um líklegasta vaxtaferillinn, t.d. ef taldar eru meiri líkur á því að vextir verði hærri en að þeir verði lægri en í grunnspánni.

Kerfisbundin peningastefna er ekki óskilyrt skuldbinding um ákveðinn stýrivaxtaferil heldur skuldbinding um kerfisbundna aðferð við ákvörðun stýrivaxta. Í þessu felst að stýrivaxtaferillinn breytist með nýjum upplýsingum en viðbrögðin eiga að vera kerfisbundin og fyrirsjáanleg. Stýrivaxtaferillinn sýnir þá framvindu stýrivaxta sem sérfræðingar Seðlabankans telja líklegasta og best til þess fallna að verðbólga verði við markmið bankans á spátímanum, miðað við upplýsingar sem liggja fyrir þegar spáin er gerð. Líkindadreifingin er mat á því hvernig ófyrirséðir atburðir gætu breytt vaxtaferlinum. Í fráviksdæmum er sýnt nánar hvernig peningastefnan gæti brugðist við ákveðnum atburðum.

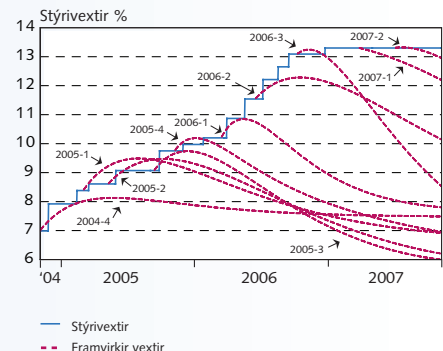
Væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta í meira samræmi við skilaboð Seðlabankans ...

Þótt skammur tími sé liðinn frá því að Seðlabanki Íslands hóf að birta eigin stýrivaxtaferil virðast áhrif peningastefnunnar á væntingar um þróun vaxta næstu árin hafa aukist verulega. Bankinn hafði lengi glímt við þann vanda að langtíma vextir hækkuðu lítið þrátt fyrir umtalsverða hækkun stýrivaxta. Ein helsta ástæða þess virðist hafa verið að markaðsaðilar trúðu ekki að Seðlabankinn myndi halda vöxtum háum nema tiltölulega skamma hríð þrátt fyrir ítrekaðar yfirlýsingar bankans um hið gagnstæða. Þetta endurspegladist í kröppum niðurrhallandi ávöxtunarferli (sjá mynd 1). Þessi skortur á trúverðugleika dró úr virkni peningastefnunnar.

Eins og sjá má á myndum 2 og 3 virðist birting stýrivaxtaferils Seðlabankans hafa náð að breyta væntingum meira til samræmis við skilaboð bankans um áframhaldandi nauðsyn hárra vaxta. Af framvirkum vöxtum í mars sl. má ráða að markaðsaðilar hafi vænst þess að vextir tækju að lækka þegar við útgáfu *Peningamála* 2007/1 í lok mars og halda áfram að lækka tiltölulega hratt. Eftir birtingu stýrivaxtaferilsins hækkuðu markaðsvæntingar smám saman og færð-

Mynd 1

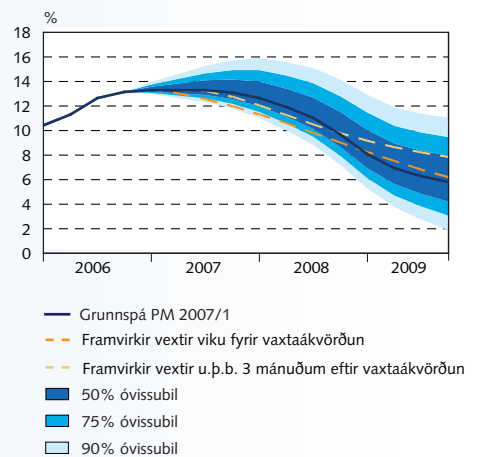
Stýrivextir og framvirkir vextir í *Peningamálum* 2004/4 - 2007/2



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

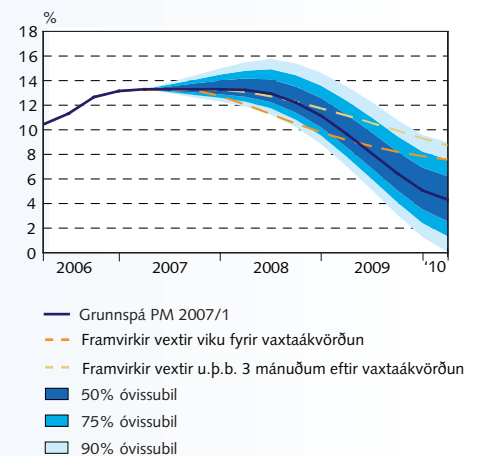
Stýrivaxtaferill PM 2007/1 og væntir stýrivextir út frá framvirkum vöxtum



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Stýrivaxtaferill PM 2007/2 og væntir stýrivextir út frá framvirkum vöxtum



Heimild: Seðlabanki Íslands.

ust nær stýrivaxtaferli bankans. Þetta varð enn skýrara eftir birtingu stýrivaxtaferilsins í *Peningamálum* 2007/2 í júlí sl. Þá lýsti bankinn því yfir að horfur væru á að vaxtalækkun seinkaði um hálf t. ári frá því sem gefið var til kynna í mars þar sem verðbólguhorfur höfðu heldur versnað. Væntingar markaðsaðila löguðust smám saman að endurskoðuðum stýrivaxtaferli og urðu meira samstíga stýrivaxtaferli bankans út næsta ár.² Þá fer smám saman að draga í sundur með vaxtaferli bankans og væntingum markaðsaðila. Það kemur ekki á óvart, enda meira svigrúm fyrir mismunandi mat á efnahagshorfum eftir því sem horft er lengra fram í tímann. Líklegt er að í langtímaþróun séu t.d. fölgna spár um áframhaldandi uppbyggingu ál- og orkuvera, sem ekki var gert ráð fyrir í grunnspá Seðlabankans í júlí. Slíkar framkvæmdir myndu óhjákvæmilega þýða hægari lækkun stýrivaxta en í grunnspá. Jafnframt er mögulegt að markaðsaðilar vænti þess að gengi krónunnar lækki umfram það sem bankinn gerir ráð fyrir, sem einnig myndi kalla á hærri vexti en í grunnspánni.

... og miðlunin yfir í aðra vexti hefur styrkst

Upplýsingar í töflu 1 virðast staðfesta að miðlun peningastefnunnar yfir í aðra vexti hefur styrkst eftir að Seðlabankinn hóf að birta eigin stýrivaxtaferil. Þótt peningastefnan sé einungis einn af mörgum þáttum sem hefur áhrif á markaðsvexti og almenna útlánsvexti virðist sem áhrif um allt nafn- og raunvaxtarófið séu nú meiri en áður. Eins og áður var nefnt lækkuðu langtímanafn- og raunvextir jafnvel á sama tíma og stýrivextir hækkuðu, en að undanförunu hafa bæði langtímanafn- og raunvextir hækkað þótt stýrivöxtum hafi verið haldið óbreyttum um nokkurt skeið. Þar gegna væntingar um háa stýrivexti á næstu misserum líklega lykilhlutverki þótt einnig skipti máli að breytingar alþjóðlegra fjármálaskilyrða hafa lagst á sömu sveif.³

2. Samsvarandi breyting hefur átt sér stað á væntingum greiningaraðila en bankinn kannar reglulega væntingar þeirra um þróun stýrivaxta og birtir í hverju hefti *Peningamála*.
3. Eins og sjá má hækkuðu langtíma nafn- og raunvextir töluvert í kjölfar *Peningamála* í júlí sl. Þrátt fyrir að alþjóðlegir langtímaþættir færu jafnvel lækkandi. Hins vegar hækkaði áhættuálag á innlendu bankana á móti.

Tafla I Vaxtabreytingar í kjölfar vaxtaákvarðana Seðlabankans (prósentur)¹

	PM 2006/1	PM 2006/2	PM 2006/3	PM 2007/1 ³	PM 2007/2
Stýrivextir	0,75	0,75	0,00	0,00	0,00
3 mánaða millibankavíxlar	0,86	0,19	0,14	0,32	0,45
1 árs ríkisbréf (RIKB 08 0613)	-0,03	-0,04	0,03	0,73	0,85
6 ára ríkisbréf (RIKB 13 0517)	0,74	-0,30	0,45	0,27	0,59
7 ára íbúðabréf (HFF 1509 14)	-0,12	-0,05	0,09	-0,03	0,20
37 ára íbúðabréf (HFF 1506 44)	0,08	-0,05	0,03	0,04	0,22
Íbúðalánvextir viðskiptabanka ²	0,22	0,04	0,00	0,00	0,50
Skuldatryggingar íslenskra viðskiptabanka	0,02	0,03	0,04	-0,06	0,19
3 mánaða millibankavíxlar á evrusvæðinu	0,05	0,14	0,07	0,10	0,13
10 ára ríkisskuldabréf á evrusvæðinu	0,19	-0,23	-0,04	0,12	-0,28

1. Breytingar frá einum degi fyrir vaxtaákvarðun og þar til mánuði síðar. Ástæðan fyrir því að ekki er horft lengra fram í tímann er að þá fara að koma inn áhrif vaxtaákvarðana milli útgáfu *Peningamála*. 2. Meðaltal lægstu vaxta á húsnæðislánum Glitnis, Kaupþings og Landsbanka. 3. Hafa verður í huga við túlkun miðlunaráhrifanna í kjölfar *Peningamála* 2007/1 að lækkun virðisaukaskatts í mars sl. varð til þess að lækka ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa tímabundið en það hindraði miðlun peningastefnunnar út í langtímaraunvexti og verðtryggð vaxtakjör tímabundið.

Heimildir: Bloomberg, Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

IV Innland eftirspurn og framleiðsla

Í grunnspánni er brugðið upp mynd af framvindu efnahagsmála miðað við þá forsendu að stýrivextir fylgi ferli sem að mati sérfræðinga Seðlabankans dugir til þess að verðbólga verði sem næst 2,5% innan ásætlanlegs tíma og haldist stöðug í nánd við verðbólgu markmiðið eftir það. Þess gættir í spánni hér á eftir að krafturinn í efnahagslífinu í fyrra og á þessu ári hefur reynst meiri en áður var reiknað með. Á síðasta ári leit út fyrir að draga myndi nokkuð hratt úr vextinum og tölur um fyrsta fjórðung þessa árs virtust staðfesta þá þróun. Í síðustu *Peningamálum* var þó lögð áhersla á að ýmsar vísbendingar gæfu meiri umsvif til kynna en ætla mætti af fyrstu áætlunum þjóðhagsreikninga. Þetta hefur nú verið staðfest. Framleiðsluspennan er því talin meiri en áður. Mat sérfræðinga bankans er að hækka þurfi stýrivexti nokkuð og seinka vaxtalækkun um einn fjórðung frá stýrivaxtaferli júlispárinna.¹ Það mun ekki hafa umtalsverð áhrif á hagvöxt á þessu og næsta ári en leiða til umtalsverðs samdráttar eftirspurnar og framleiðslulaka á árinu 2009 sem mun vega á móti áhrifum lækkandi gengis krónunnar.

Vöxtur einkaneyslu dróst ört saman í kjölfar óróans í fyrra en hefur sótt í sig veðrið á nýjan leik

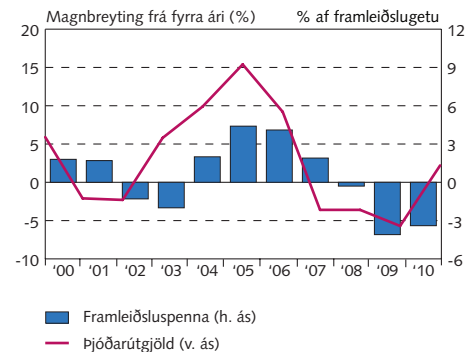
Vöxtur einkaneyslu frá árinu 2003 hefur verið drifinn áfram af miklum vexti ráðstöfunartekna og auknu aðgengi að lánsfé (sjá mynd IV-2 og nánar í rammagrein IV-1). Langvarandi lágt atvinnuleysi gerir heimilin einnig óhræddari við að safna skuldum, sem jukust hraðar en ráðstöfunartekjur á árunum 2003-2005.²

Í fyrra jókst einkaneysla hægar en ráðstöfunartekjur. Framboð lánsfjár minnkaði og vaxtakjör heimila og fyrirtækja versnuðu, ekki síst kjör verðtryggðra íbúðalána bankanna. Ásamt lækkun krónunnar sem hafði neikvæð áhrif á væntingar leiddu þessi umskipti til þess að verulega dró úr vexti einkaneyslu tímabundið undir lok sl. árs og í byrjun þessa árs.

Lægðin reyndist skammvinn. Mikill vöxtur ráðstöfunartekna í fyrra og í ár sakir launahækkana og skattalækkana er megin skýringin. Hækkun hámarkslána íbúðalánasjóðs í aðdraganda kosninga og aukin áhersla bankanna á lán í erlendum gjaldmiðlum glæddu einnig væntingar neytenda á ný (sjá mynd IV-3). Áhrifa aukins kaupmáttar og endurvakinnar bjartsýni gætti fyrst á fasteignamarkaði, sem tók við sér á nýjan leik um áramótin. Kaup á bílum og varanlegri neysluvöru tóku einnig kipp, eftir að hafa dregist saman fram á fyrsta fjórðung þessa árs.

Mynd IV-1

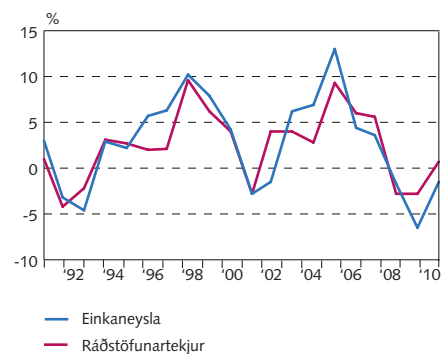
Þróun þjóðarútgjalda og framleiðsluspennu 2000-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

Þróun einkaneyslu og ráðstöfunartekna 1991-2010¹



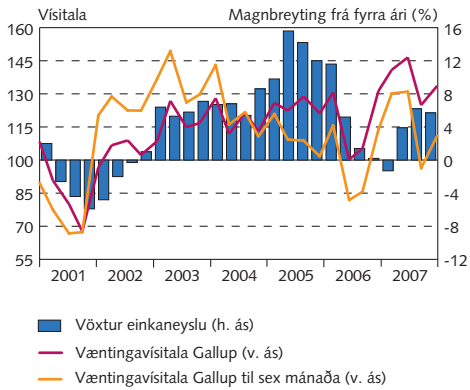
1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010. Ráðstöfunartekjur eru mat Seðlabankans. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

- Nánara yfirlit yfir þjóðhagsspá er að finna í viðauka 1, bls. 59. Helstu breytingar á þjóðhagsspá frá *Peningamálum* 2007/2 eru raktar í rammagrein IV-3. Greint er frá helstu breytingum á verðbólguþspá í rammagrein IX-1.
- Í umfjöllun í meginþexta er notast við mat Seðlabankans á þróun ráðstöfunartekna en ekki nýlega útfagnar tölur Hagstofu Íslands. Mestu munar að meðhöndlun eignatekna og -útgjalda er önnur en hjá Hagstofunni. Í tölum Seðlabankans eru virðisbreytingar hlutabréfaeignar og annarra eigna t.d. færðar sem breytingar á auði en ekki sem breyting á ráðstöfunartekjum. Vinna er hafin innan bankans við endurskoðun á tölum um ráðstöfunartekjur í ljósi nýrra talna Hagstofunnar. Nánari upplýsingar um mat Seðlabankans á ráðstöfunartekjum er að finna í Ásgeir Danielsson, Lúðvík Eliasson, Magnús F. Guðmundsson, Björn A. Hauksson, Ragnhildur Jónsdóttir, Þorvarður T. Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2006), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy“, Seðlabanki Íslands, *Working Papers*, nr. 32.

Mynd IV-3

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

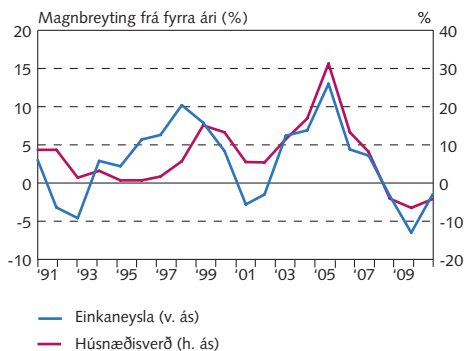
1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2007¹



1. Vöxtur einkaneyslu á 3. og 4. ársfjórðungi 2007 er spá Seðlabankans. Gildi vísitölu fyrir 4. ársfj. 2007 er fyrir október.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Próun einkaneyslu og húsnæðisverðs 1991-2010¹

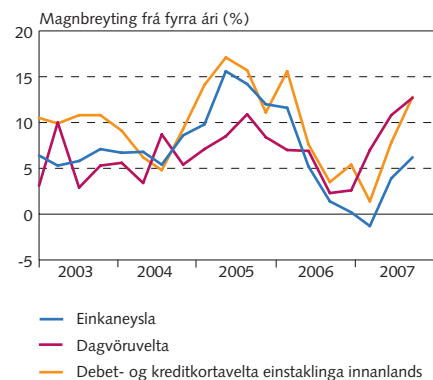


1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Próun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu

1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2007¹



1. Vöxtur einkaneyslu á 3. ársfj. 2007 er spá Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Samtök verslunar og þjónustu, Seðlabanki Íslands.

Verulegur niðurskurður þorskkvóta og órói á erlendum fjármálamörkuðum virðast enn sem komið er hafa haft lítil áhrif á væntingar almennings um framtíðartekjur og atvinnuhorfur. Vísendingar eru um að vöxtur einkaneyslu hafi færst í aukana eftir því sem liðið hefur á árið og veltutölur benda til mikils vaxtar á þriðja ársfjórðungi (sjá mynd IV-5).

Einkaneysla dregst saman á næsta ári ...

Horfur eru á að vöxtur einkaneyslunnar nái hámarki á síðari helmingi þessa árs. Á næsta ári er hins vegar spáð að hratt dragi úr vextinum og samdráttar fari að gæta um miðbik ársins. Gert er ráð fyrir að samdrátturinn aukist fram eftir árinu 2009, en eftir það fer að gæta batamerkjna. Ógerlegt er að áætla með vissu hversu hröð aðlögunin verður. Samdráttur einkaneyslu er einkum knúinn af lækkun ráðstöfunartekna, vaxandi greiðslubyrði skulda, hækkun vaxta og lækkun húsnæðisverðs. Almennur virðist enn vænta þess að ráðstöfunartekjur haldi áfram að aukast, íbúðaverð haldist hátt og framboð lánsfjár á viðráðanlegum vöxtum verði áfram nægt. Þessar væntingar geta hins vegar reynt hverfular samkvæmt spánni.

... vegna aukins áhrifamáttar peningastefnunnar, lakari erlendra fjármálaskilyrða, ...

Eins og lýst er í kafla III (sjá einnig rammagrein III-2) virðist aukið gagnsæi peningastefnunnar hafa leitt til hækkunar óverðtryggðra jafnt sem verðtryggðra útlánsvaxta. Hert skilyrði á erlendum lánsfjármörkuðum hafa einnig lagst á árarar með peningastefnunni. Því er sennilegt að greiðslubyrði heimilanna aukist á næstu árum á sama tíma og hækkun íbúðaverðs stöðvast eða snýst við, sem gæti leitt til þess að verulega dragi úr aðgengi lánsfjár. Aðhaldssamari fjármálaleg skilyrði eru líkleg til þess að draga mest úr einkaneyslu þeirra sem hafa skuldsett sig verulega á undanförunum árum. Mestu skipta þó óbein áhrif í gegnum áhrif á ráðstöfunartekjur.

... lækkunar ráðstöfunartekna ...

Á undanförunum árum hafa ráðstöfunartekjur vaxið langt umfram vöxt undirliggjandi framleiðni og framleiðslugetu. Slíkt ástand er ekki líklegt til að vara lengi. Mikill viðskiptahalli og skuldaförðun þjóðarbúsins benda til þess að ráðstöfunartekjur þurfi að dragast saman tímabundið. Reynslan frá fyrri uppsveifluskeiðum einkaneyslu gefur tilefni til að ætla að ráðstöfunartekjur lækki tímabundið og samdráttur einkaneyslu fylgi í kjölfarið.

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að vöxtur ráðstöfunartekna stöðvist og dragist saman um sinn. Þær munu þó halda áfram að vaxa fram á mitt næsta ár. Reiknað er með svipuðum samdrætti ráðstöfunartekna á næsta ári og á árinu 2001 sem var í tvö ár, uns bati hefst á árinu 2010. Samdrátturinn yrði samt minni en á árunum 1992 og 1993.

... og viðsnúnings á húsnæðismarkaði

Framvinda á fasteignamarkaði gegnir mikilvægu hlutverki í aðlögun innlendar eftirspurnar að jafnvægi. Rót verðhækkana liggur í þeim kerfisbreytingum sem áttu sér stað á árinu 2004. Lækkun vaxta, rýmri lánskjör og auknar ráðstöfunartekjur stuðluðu að mikilli hækkun hús-

Því er stundum haldið fram að áhrif peningastefnu Seðlabankans á einkaneyslu séu hverfandi, t.d. í ljósi þess að einkaneysla hefur aukist hratt undanfarin ár þrátt fyrir aðhaldssama peningastefnu. Þeir sem halda fram algeru getuleysi peningastefnunnar gætu hins vegar vanmetið skammtímaáhrif kerfisbreytinga á efnahagslífinu á hagvöxt og ofmetið langtímaáhrif þeirra á virkni peningastefnunnar. Í þessari rammagrein er fjallað um áhrif kerfisbreytinga undanfarinna ára á vöxt ráðstöfunartekna og aðgengi heimila að lánsfé, sem eru megindrifkraftar vaxtar einkaneyslu frá árinu 2003.

Kerfisbreytingar stuðluðu að örum vexti ráðstöfunartekna ...

Þrátt fyrir mikla verðbólgu hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna aukist hratt á undanförunum árum. Vöxt ráðstöfunartekna má rekja til stórfamkvæmda, samspils einkavæðingar bankanna og uppstokkunar á íbúðalánamarkaði og skattalækkana, á sama tíma og framboð lánsfjár í heiminum hefur verið óvenju mikið og vextir lágir en það hefur gert fyrirtækjum kleift að vaxa hröðum skrefum erlendis. Afleiðingin varð mikil hækkun launa, lækkun vaxta og lenging endurgreiðslutíma skulda heimilanna. Lækkun tekju- og neysluskatta kynti enn frekar undir vöxt ráðstöfunartekna.

Þessar grundvallarbreytingar leiddu einnig til meiri hækkunar eignaverðs en fordæmi eru fyrir. Hún gerði heimilum fært að auka neyslu með því að „veðsetja“ væntar framtíðartekjur í ríkari mæli en áður, til viðbótar ráðstöfun stóraukinna samtímatekna. Samspil greiðari aðgangs að lánsfé og væntinga um áframhaldandi vöxt ráðstöfunartekna skýrir hvers vegna einkaneysla jókst meira en ráðstöfunartekjur á árunum 2003-2005. Vöxturinn á því tímabili virðist hafa verið drifinn af skuldsetningu fremur en vaxandi tekjum. Hið sama gerðist þegar einkaneysla jókst hratt um miðbik síðasta áratugar (sjá myndir 1 og 2).

... og unnu gegn áhrifum peningastefnunnar á einkaneyslu ...

Þær grundvallarbreytingar sem raktar hafa verið hér að framan hafa unnið gegn áhrifum peningastefnunnar með fernum hætti. Í fyrsta lagi stuðluðu þær beinlínis að auknum vexti ráðstöfunartekna, eins og rakið hefur verið. Í öðru lagi töfðu þær fyrir því að hækkun stýrivaxta yrði miðlað um vaxtarófið jafn hratt og vænta má við eðlileg skilyrði. Vextir húsnæðislána fóru lækkandi í 1½ ár eftir að Seðlabankinn byrjaði að hækka stýrivexti og lánstími lengdist. Í þriðja lagi auðvelduðu þær aðgengi heimila að lánsfé þrátt fyrir verulega stýrivaxtahækkun með því að stuðla að hækkun eignaverðs sem jók verðmæti veða sem heimilin geta lagt fram við lántöku. Loks juku þær framboð gengistryggðra lána á lágum vöxtum og greiddu þannig fyrir áhrifum hagstæðra fjármálalegra skilyrða erlendis á eftirspurn eftir lánsfé.

... en vöxtur ráðstöfunartekna og aðgengi að lánsfé mun færast í eðlilegt horf og áhrif peningastefnunnar á einkaneyslu aukast á ný

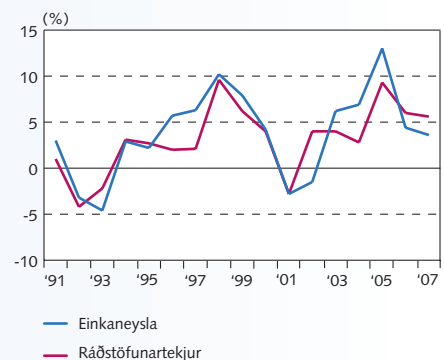
Ástæða þess að áhrif stýrivaxta á einkaneyslu virðast við fyrstu sýn hverfandi er samkvæmt ofangreindu fyrst og fremst sú að röð eftirspurnarörvandi aðgerða að frumkvæði stjórnvalda vann markvisst í gagnstæða átt auk þess sem aðgengi að lánsfé stórvókst og alþjóðleg fjármálaskilyrði voru óvenju góð. Jafn umfangsmiklar kerfisbreytingar og orðið hafa undanfarin ár eru hins vegar undantekning en ekki regla. Áhrif þeirra munu því smám saman þverra. Langtímavextir hafa hækkað og að því mun koma að hækkun íbúðaverðs stöðvast. Geta heimilanna til að auka einkaneyslu umfram vöxt ráðstöfunartekna með skuldasöfnun mun þá minnka og áhrif peningastefnunnar á einkaneyslu verða sýnilegri.

Rammagrein IV-1

Áhrif peningastefnu á einkaneyslu

Mynd 1

Próun einkaneyslu og ráðstöfunartekna 1991-2007¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007. Ráðstöfunartekjur eru mat Seðlabankans. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Skuldir heimila við lánakerfið 1. ársfj. 1993 - 2. ársfj. 2007



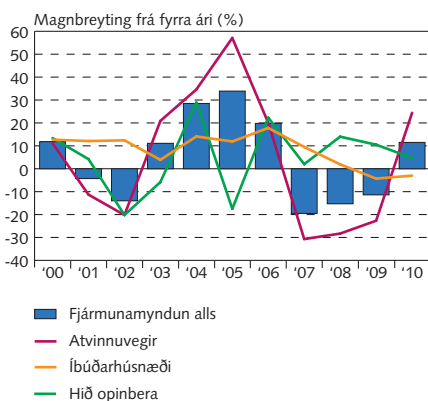
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þótt hér að framan hafi verið lögð áhersla á að stýrivextir muni þegar öll kurl koma til grafar hafa áhrif á einkaneyslu og að framvinda síðustu ára sé ekki vitnisburður um hið gagnstæða er eftir sem áður ástæða til að ætla að áhrifin séu lengur að koma fram og séu breytilegri en í flestum öðrum löndum. Tvennt vegur þar þyngst. Í fyrsta lagi ber verulegur hluti skulda heimilanna fasta raunvexti til mjög langs tíma. Vegna þess að líftími íbúðabréfa sem Íbúðalána-sjóður gefur út til þess að fjármagna útlán til íbúðakaupa spannar nokkrar hagsveiflur verða áhrif peningastefnunnar minni en á skammtímaverðbréf. Áhrifin eru samt sem áður nokkur, eins og hækkun vaxta verðtryggðra langtímaskuldabréfa bendir líklega til, þótt erlend fjármálaskilyrði kunni einnig að hafa haft áhrif á ávöxt-unarkröfu verðtryggðra skuldabréfa. Því til viðbótar hafa skammtímavextir skjót áhrif á greiðslubyrði skammtímaskulda, þótt þær séu ekki stór hluti skulda heimila. Þegar dregur úr framboði lánsfjár til langs tíma fær þessi farvegur miðlunarinnar aukið vægi.

Í öðru lagi má halda því fram að vegna þess að hækkun stýrivaxta leiði til gengishækkunar krónunnar hafi hún jákvæð áhrif á efnahagsreikning og ráðstöfunartekjur heimilanna. Hlutfallslegt verðlag innfluttrar varanlegrar neysluvöru lækkar tímabundið, en það hvetur til kaupa á bílum og annarri varanlegri neysluvöru, sem venjulega eru fjármögnuð með lánsfé. Gengislækkun hefur gagnstæð áhrif. Jákvæð áhrif á efnahagsreikning heimila verða því jákvæðari sem stærri hluti skuldar er gengis- eða vísitölutryggður. Þar sem áhrif vaxtahækkunar á gengi eru tímabundin eru áhrifin á efnahagsreikninga það einnig. Þegar litið er til reynslu undanfarinna missera er rétt að athuga að til viðbótar við sterkt gengi krónunnar þá hafa hækkun eignaverðs og fyrrgreind áhrif þess á efnahagsreikning heimila og aðgengi þeirra að lánsfé einnig stutt við kaup varanlegrar neysluvöru fyrir lánsfé.

Hve þungt þessi gagnverkandi gengisáhrif á efnahagsreikning heimilanna vega ræðst nokkuð af áhrifum hás gengis á væntingar heimilanna. Vænti heimilin þess að gengisbreytingar gangi til baka með tilheyrandi áhrifum á verðbólgu og þar með skuldir og ráðstöfunartekjur ætti slíkt að fæla skynsama einstaklinga frá lántöku. Væntingar einstaklinga eru hins vegar hvikular. Gæti ákveðinnar hjarðhegðunar gæti þetta ferli aðlögunar brugðist. Peningastefnan getur lagt sitt lóð á vogarskálarnar og aukið áhrif á væntingar almennings með gagnsæri framsetningu. Í því skyni hefur Seðlabankinn aukið verulega gagnsæi við framkvæmd peningastefnunnar.

Mynd IV-6
Próun fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 2000-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

næðisverðs. Húsnæðisuppsveifla síðustu ára hefur verið alþjóðleg og að líkindum drifin áfram af einstöku flatlendi í vaxtaumhverfi heimsins. Nú er landslagið að breytast í kjölfar samdráttar á húsnæðismarkaði í Bandaríkjunum. Húsnæðisverð er þegar farið að lækka í mörgum helstu borgum Bretlands, Bandaríkjanna og Norðurlandanna. Gott atvinnuástand og umtalsverðar launahækkningar styðja þó við íbúðaverð hér sem erlendis. Lánskjör eru hins vegar að versna og því virðist aðeins tímaspursmál hvenær skil verða einnig á íbúðamarkaðinum hér á landi. Aðlögunar er þörf en hún getur tekið á sig ýmsar myndir. Mikill fjöldi íbúða í byggingu eykur líkur á að verð þurfi að lækka, en þróunin í Bandaríkjunum bendir e.t.v. til þess að aðlögunin verði snörpust í nýbyggingum. Í spánni er gert ráð fyrir að íbúðaverð lækki að nafnvirði á næsta ári en lækkunin er nokkru minni á spátímabilinu en í síðustu spá, m.a. í ljósi erlendra reynslu. Einkaneysla og húsnæðisverð hafa fylgst náið að á undanförunum árum og gert er ráð fyrir að svo verði áfram (sjá mynd IV-4).

Atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju hefur tekið við sér ...

Samdráttur stóriðjufjárfestingar setur svip sinn á þróun atvinnuvegafjárfestingar og þjódarútgjalda í heild sinni. Minni innflutningur fjárfestingarvöru í tengslum við byggingu ál- og orkuvera leiðir til þess að innflutningur í heild dregst saman á þessu ári. Atvinnuvegafjárfesting hefur hins vegar dregist hægar saman en spáð var. Önnur fjárfesting en stóriðjufjárfesting virðist hafa sótt í sig veðrið. Bygging stórverslana og skrifstofuhúsnæðis virðist t.d. hafa færst í aukana í ár og horfur á að þess muni gæta fram á næsta ár. Niðurstöður viðhorfskannana segja sömu sögu.

Capacent Gallup kannaði stöðu og framtíðarhorfur stærstu fyrirtækja á Íslandi á tímabilinu 24. ágúst til 16. september sl. Stjórnendur fyrirtækja voru nokkru svartsýnni en áður, en þess ber að geta að könnunin var framkvæmd þegar umfjöllunin um óróann á fjármálamörkuðum stóð sem hæst í fjölmiðlum. Nokkur munur er á afstöðu fyrirtækja eftir atvinnugreinum. Meira en helmingur forsvarsmanna í byggingarstarfsemi telur t.d. að aðstæður verði verri að ári liðnu en þriðjungur forsvarsmanna fjármálafyrirtækja er á sömu skoðun. Þrátt fyrir að dregið hafi úr væntingum um almennar aðstæður í efnahagslífinu búast einungis 11% forráðamanna fyrirtækja við því að innlend eftirspurn eftir vöru eða þjónustu eigin fyrirtækis muni minnka á næstu sex mánuðum og helmingur þeirra býst við því að hún muni aukast. Um 35% forsvarsmanna fyrirtækja telja að fjárfesting í ár verði meiri en í fyrra.

... vöxtur íbúðafjárfestingar hefur reynst meiri en áætlað var ...

Eins og kemur fram í rammagrein IV-3 er gert ráð fyrir mun örari vexti íbúðafjárfestingar í ár en áður eða um 10%. Spáð er áframhaldandi vexti íbúðafjárfestingar á næsta ári en að samdráttur taki við á árunum 2009 og 2010. Hann er þó mun minni en spáð var í síðustu heftum *Peningamála*, enda þróun húsnæðisverðs hagstæðari og aðlögun innlendrar eftirspurnar seinna á ferðinni.

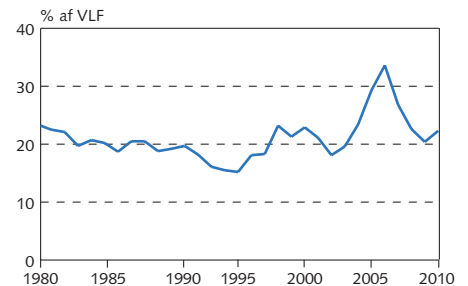
... og stjórnvöld boða stórauðna fjárfestingu næstu árin eftir

22% vöxt í fyrra

Í fyrra greip ríkisvaldið til frestunar framkvæmda og fjárfestingarútgjalda til að sporna gegn þenslu í efnahagslífinu og vildi með því leggja lóð sín á vogarskálarnar í baráttunni við verðbólgu. Fyrsta áætlun Hagstofunnar frá því í mars í ár benti til þess að þó nokkurs aðhalds hefði verið gætt í fjárfestingu hins opinbera á síðasta ári því að samkvæmt henni jókst hún aðeins um tæplega 1%. Endurskoðaðar bráðabirgðatölur benda hins vegar til þess að opinber fjárfesting hafi aukist um fimmtung í fyrra, þegar sérstaks aðhalds átti að gæta. Vöxtinn má einkum rekja til sveitarfélaga, en kosningar voru á árinu. Vöxtur samneyslu var sömuleiðis endurskoðaður upp á við um eina prósentu vegna mun meiri samneyslu sveitarfélaga. Stórauðin fjárfesting hins opinbera hefur verið boðuð næstu tvö árin, m.a. vegna mótvægisáðgerða vegna skerðingar þorskvóta og til að veita samdrætti í annarri fjármunamyndun mótvægi.

Mynd IV-7

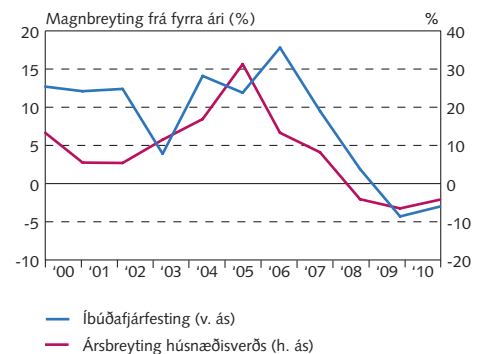
Fjármunamyndun sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1980-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

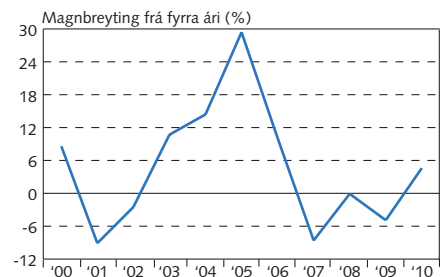
Þróun íbúðafjárfestingar og húsnæðisverðs 2000-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

Þróun innflutnings 2000-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Rammagrein IV-2 Frekari stóriðja?

Í grunnspá þessa heftis *Peningamála*, sem nær til ársins 2010, er ekki gert ráð fyrir frekari framkvæmdum við ál- og orkuver. Seðlabankinn hefur yfirleitt ekki tekið tillit til væntanlegra stóriðjuframkvæmda fyrr en nær fullvíst má telja að af slíkum framkvæmdum verði og bæði umfang og tímasetningar liggja fyrir. Vitneskja um slík áform getur þó haft áhrif á áhættumat verðbólguþáttar. Því er að þessu sinni ástæða til að fjalla stuttlega um áform um ál- og orkuver sem framkvæmdir gætu hafist við á næstu árum og haft einhver áhrif innan spátímans.

Uppi eru áform eða hugmyndir um byggingu þriggja álvera á næstu árum. Undirbúningur álvers í Helgúvík á vegum Century Aluminum (Norðurál-Helgúvík sf.) er lengst kominn. Nýjar hugmyndir um stækkun álverksmiðju Alcan í Straumsvík eða byggingu nýs álvers sama fyrirtækis eru til skoðunar eftir að atkvæðagreiðsla íbúa í Hafnarfirði raskaði fyrri áformum og er óljóst um framhaldið. Undirbúningur nýs álvers að Bakka við Húsavík á einnig langt í land og virðist ólíklegt að hafist verði handa við byggingu þess á næstu árum. Framkvæmdir þar, ef af yrði, myndu því falla utan spátímans í þessu hefti *Peningamála*. Svipað á við um stækkun álvers Alcan eða nýtt álver á þeirra vegum.

Í fyrstu viku októbermánaðar gaf Skipulagsstofnun út álit sitt um mat á umhverfisáhrifum álverksmiðju í Helgúvík. Þar kemur fram að hún telur að fyrirhugað álver muni ekki valda verulega neikvæðum eða óafturkræfum spjöllum á umhverfi eða samfélagi. Þó gerir stofnunin fyrirvara um umhverfisáhrif tengdra framkvæmda, þ.e. vegna orkuöflunar, línulagna og hafnargerðar. Að þessu álit fengnu hafa líkur þess, að af þessum framkvæmdum verði, aukist umtalsvert þrátt fyrir fyrirvarana. Hlutaðeigandi sveitarfélög eiga þó eftir að gefa út framkvæmda- og byggingarleyfi, auk þess sem fyrirhugaður rekstur er háður því að losunarheimilda vegna gróðurhúsalofttegunda verði aflað. Orkuöflun, a.m.k. að hluta, er í höfn þar sem Norðurál-Helgúvík sf. hefur gert bindandi orkusölusamninga við Hitaveitu Suðurnesja og Orkuveitu Reykjavíkur um afhendingu orku sem nægir til að gangsetja fyrri áfanga verksmiðjunnar. Því má telja nokkuð líklegt að af framkvæmdum við nýja álverksmiðju í Helgúvík verði. Áætlanir fela í sér að verksmiðja með 250 þús. tonna ársafkastagetu verði byggð í tveimur áföngum. Fyrri áfanginn er 150 þús. tonn og er áætlað að framkvæmdir geti hafist um mitt ár 2008. Framkvæmdir við orkuöflun gætu hafist á svipuðum tíma. Áætlaður heildarbyggingartími fyrri áfanga er um þrjú ár en verksmiðjan gæti hafið framleiðslu á miðju ári 2010. Lauslega áætlað mun kostnaður við byggingu álverksmiðjunnar og vegna orkuöflunar nema 70-75 ma.kr. Kostnaður vegna fyrri áfanga fellur að mestu leyti til á árunum 2009 og 2010. Gert er ráð fyrir að framkvæmdir við seinni áfangann verði að öllu eða mestu leyti eftir að spátíma lýkur.

Í *Peningamálum* sem komu út í byrjun júlí sl. er lýst fráviksdæmi þar sem skoðuð eru áhrif byggingar álvers í Helgúvík. Forsendur sem lagðar voru til grundvallar fráviksdæminu hafa lítið breyst frá því í sumar. Niðurstöður þess ættu því að gefa nokkuð góða vísendingu um hugsanleg áhrif framkvæmda við álver í Helgúvík á peningastefnuna ef af þeim framkvæmdum yrði.

Lítill hagvöxtur á næsta ári, samdráttur árið 2009 en efnahagsbati árið 2010

Spáð er tæplega 1% hagvexti í ár þrátt fyrir samdrátt innlendrar eftirspurnar. Gangi spáin eftir verður þetta fimmtánda árið í röð sem hagvöxtur er jákvæður hér á landi en eftir síðustu endurskoðun Hagstofunnar var landsframleiðsla óbreytt árið 2002 en dróst ekki saman. Dekkri horfur um vöxt útflutnings í ár (eins og nánar er greint

frá í rammagrein IV-3 og kafla II) gera það að verkum að hagvaxtarhorfurnar eru ekki bjartari í ár þrátt fyrir að samdráttur innlendra eftirspurnar sé nokkru minni en í júlispánni. Spáð er ½% hagvexti á næsta ári þegar áluftflutningur tekur loks við sér af fullum krafti, en 2% samdrætti landsframleiðslunnar árið 2009. Það er umtalsverður samdráttur en hann verður að skoða í samhengi við nær tveggja áratuga samfelld hagvaxtarskeið. Með hraðri lækkun stýrivaxta niður fyrir jafnvægisvexti styður peningastefnan við efnahagslífið og spáð er rúmlega 2% hagvexti árið 2010.

Árangur peningastefnu veltur að töluverðu leyti á því að markmið hennar séu skýr í augum almennings og framkvæmd hennar kerfisbundin, gagnsæ og trúverðug. Þjóðhags- og verðbólguþáttur sem birtast í *Peningamálum* gegna mikilvægu hlutverki í þessu samhengi. Greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum tekur breytingum eftir því sem haldbetri upplýsingar liggja fyrir. Mat á æskilegum stýrivaxtaferli er því einnig breytilegt. Einn þáttur gagnsærrar framkvæmdar peningamála er að gera skilmerkilega grein fyrir áhrifum nýrra upplýsinga á líklega framvindu efnahags- og peningamála. Í þessari rammagrein er greint frá helstu breytingum sem orðið hafa á þjóðhagsspá frá *Peningamálum* 2007/2 en í rammagrein IX-1 er fjallað um breytingar á spá um verðbólgu og drifkrafta hennar.

Hægari aðlögun að sjálfbæru jafnvægi efnahagslífsins og kostnaðarsamari verðbólguhjöðnun en í síðustu spá

Endurskoðaðar tölur þjóðhagsreikninga og aðrir hagvísar sem hafa litið dagsins ljós frá því í júlí staðfesta það sjónarmið sem fram kom í síðustu *Peningamálum* að meiri kraftur hafi verið í efnahagslífinu í fyrra en fyrstu áætlanir um hagvöxt sýndu. Vísendingar um að vöxtur einkaneyslu myndi aukast á öðrum og þriðja fjórðungi þessa árs, eftir skammvinna lægð þar á undan, hafa einnig verið staðfestar. Fjárfesting hefur einnig verið meiri en gert var ráð fyrir í júlispánni. Aðlögun efnahagslífsins að sjálfbæru jafnvægi á því lengra í land en áður var talið. Horfur eru á að verðbólga verði meiri fram á þriðja fjórðung næsta árs en gert var ráð fyrir í júlí (sjá nánar í rammagrein IX-1). Að óbreyttum stýrivaxtaferli yrðu raunstýrivextir því lægri en reiknað var með í júlí. Stýrivaxtaferillinn sem grunnspá *Peningamála* í júlí byggðist á virðist því ekki leiða til nægilega hraðrar aðlögunar efnahagslífsins að jafnvægi til þess að verðbólguþáttur náist innan ásættanlegs tíma. Grunnspáin sem hér birtist felur í sér að stýrivextir verði hækkaðir tvívegis og að lækkun þeirra seinki um einn ársfjórðung. Verðbólguþátturinn verður samt hægari og kostnaðarsamari en í síðustu grunnspá.

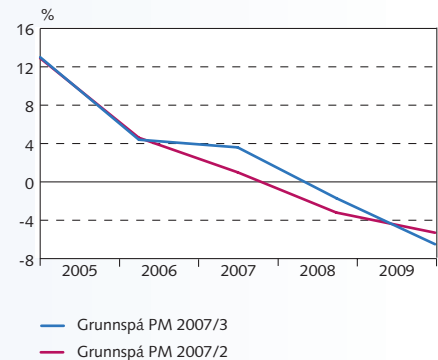
Meiri vöxtur einkaneyslu í ár og fram á mitt næsta ár en í síðustu grunnspá

Í endurskoðaðri grunnspá er gert ráð fyrir mun meiri vexti einkaneyslu í ár en í síðustu spá. Áætlun Hagstofu Íslands um vöxt á öðrum fjórðungi ársins var um tvöfalt hærri en gert var ráð fyrir í júlí og veltutölur gefa vísendingu um enn meiri vöxt á þriðja fjórðungi. Endurskoðun á vexti ráðstöfunartekna og styrk uppgangsins á fasteignamarkaði stuðlar að töluvert meiri einkaneyslu fram á miðbik næsta árs en í síðustu spá. Upp frá því dregst einkaneysla hins vegar saman líkt og í síðustu grunnspá.

Rammagrein IV-3

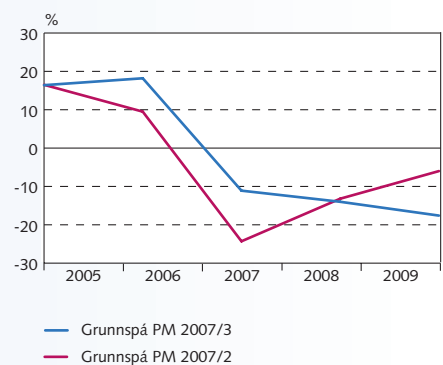
Breytingar á þjóðhagsspá frá *Peningamálum* 2007/2

Mynd 1
Próun einkaneyslu 2005-2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

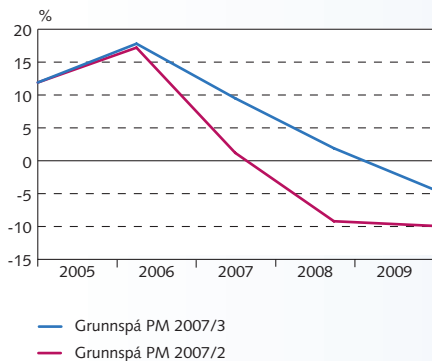
Mynd 2
Próun atvinnuvegafjárfestingar utan stóriðju 2005-2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

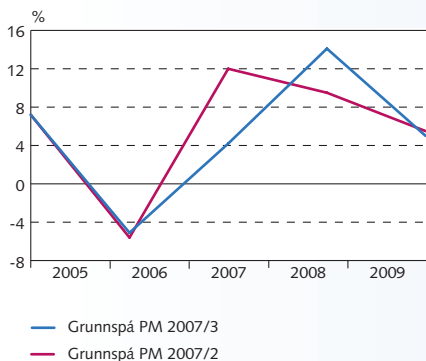
Vöxtur íbúðafjárfestingar 2005-2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

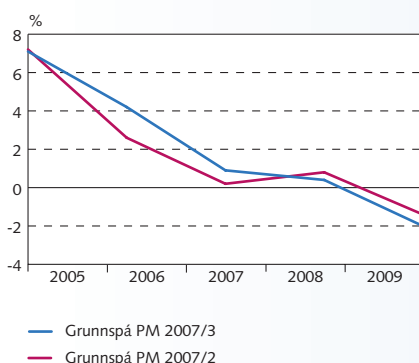
Útflutningur 2005-2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Hagvöxtur 2005-2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Stóriðjufjárfesting dregst saman í takt við síðustu grunnsþá en önnur atvinnuvegafjárfesting er meiri í ár en þá var talið

Ör samdráttur stóriðjufjárfestingar hefur sett svip sinn á framvindu atvinnuvegafjárfestingar og innlendar eftirspurnar undanfarið ár. Úr henni dregur hratt á þessu ári. Því mætti ætla að fjármunamyndun í heild dragist hratt saman. Í reynd hefur þetta gerst hægar en ætlað var vegna þess að önnur fjárfesting hefur tekið við sér á sama tíma og fjármunamyndun í ál- og orkuverum hefur dregist saman. Þjóðhagsreikningar hafa sýnt minni samdrátt en samrýmist fyrri spám og viðhorfskönnun meðal forsvarsmanna stærstu fyrirtækja landsins sem gerð var í september bendir til þess að veruleg fjárfestingarárform séu enn til staðar. Óregluleg upplýsingaöflun staðfestir vísbendingar um meiri fjármunamyndun. Uppbygging verslunar- og skrifstofuhúsnæðis virðist t.d. vera með mesta móti. Í grunnsþánni er því gert ráð fyrir mun minni samdrætti almennrar atvinnuvegafjárfestingar að stóriðju frátalinni en áður, þrátt fyrir að innlendir fjármagnskostnaður fari hækkandi.

Mun kröftugri vöxtur íbúðafjárfestingar en spáð var í síðustu Peningamálum

Spá um íbúðafjárfestingu hefur breyst verulega frá grunnsþá *Peningamála* í júlí sl. Áætlun Hagstofunnar gerir ráð fyrir rúmlega 11% vexti á öðrum fjórðungi þessa árs. Í endurskoðaðri spá er gert ráð fyrir um 10% vexti í ár og áframhaldandi vexti hennar fram á síðasta fjórðung næsta árs. Í júlí var hins vegar spáð nokkrum vexti í ár en verulegum samdrætti út spátímabilið. Engin teikn eru á lofti um að svo snöggra umskipta sé að vænta, þvert á móti hefur aukinn kraftur færst í fasteignamarkaðinn frá áramótum. Þetta birtist einnig í því að spáð er meiri hækkun húsnæðisverðs í ár og minni lækkun á næstu árum en spáð var í júlí.

Dekkri horfur fyrir útflutning í ár en í júlíspánni ...

Flest hefur róið á sama borð þegar kemur að útflutningi. Seinkun hefur orðið á aukningu álútflutnings, aflabrögð urðu slakari á síðasta fiskveiðarári en spáð var og kvótakerðingin fyrir yfirstandandi fiskveiðarár var harkalegri en gert var ráð fyrir í júlí. Horfur fyrir útflutningsvöxt í ár eru því mun dekkri en í síðustu grunnsþá. Í stað 12% vaxtar er einungis spáð um 4% vexti. Á næsta ári er hins vegar gert ráð fyrir að álútflutningur aukist verulega.

... en samt bjartari hagvaxtarhorfur framan af spátímabilinu

Meiri innlend eftirspurn í fyrra og í ár en ætlað var í júlí setur mark sitt á hagvöxt bæði árin. Hagvöxtur var um 1½ prósentu meiri í fyrra en fyrstu áætlanir Hagstofunnar frá því í mars gáfu til kynna. Samkvæmt grunnsþánni verður hagvöxtur einnig nokkru meiri í ár en spáð var í júlí, þótt óhagstæðara framlag utanríkisviðskipta verki á móti. Þar sem innflutningur dregst töluvert minna saman á næsta ári en spáð var í júlí, verður hagvöxtur heldur minni þrátt fyrir minni samdrátt þjóðarútgjalda og aukinn álútflutning. Strangara peningalegt aðhald á fyrri hluta spátímabilsins í endurskoðaðri spá eykur hins vegar samdráttinn á árinu 2009.

Þrátt fyrir öran vöxt framleiðslugetu undanfarin ár hefur hún ekki haldið í við vöxt innleन्द्रar eftirspurnar ...

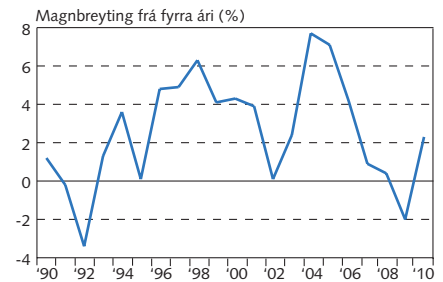
Samkvæmt mati Seðlabankans hefur framleiðslugeta hagkerfisins vaxið ört á undanförmum árum.³ Framleiðslugeta ákvarðast af framleiðni og nýtingu framleiðslupáttá og endurspeglar aukin framleiðslugeta undanfarin m.a. fjölgun stóriðju- og orkuvera, uppbyggingu fjármálakerfisins og aukna framleiðni vinnuafis. Framleiðslugetu er ekki hægt að mæla beint og er mat á henni því háð viðbótaróvissu, þ.e.a.s. umfram óvissu um mældar stærðir sem matið byggist á. Kerfisbreytingar undangenginna ára og verulegur innflutningur erlendis vinnuafis auka óvissu við slíkt mat. Mat Seðlabankans á fjármagnsstofninum, þátttöku erlendis vinnuafis, heildarþáttáframleiðni og framleiðni vinnuafis hefur t.d. hækkað eftir því sem bankinn hefur fengið betri upplýsingar.

... og framleiðsluspenna hefur myndast sem hjaðnar hratt og hverfur um mitt næsta ár

Þrátt fyrir að framleiðslugetan hafi aukist hratt á undanförmum árum hefur innlend eftirspurn vaxið enn örar. Framleiðsluspenna hefur myndast og stuðlað að verðbólgu. Samkvæmt mati Seðlabankans myndaðist framleiðsluspenna á árinu 2004 eftir skammvinnan slaka og náði hámarki ári seinna í um 4½% af framleiðslugetu. Spennan hefur hjaðnað nokkuð síðan þá og er áætlað að hún verði u.þ.b. 2% í ár. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að framleiðsluspenna hjaðni nokkuð ört á næstu misserum, hverfi um mitt næsta ár og að slaki myndist eftir það. Slakinn nær hámarki í rúmlega 4% á fyrri hluta ársins 2010 en eftir það fer að draga úr honum.

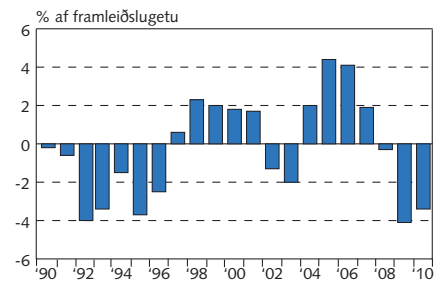
Vegna mikillar óvissu um mat á framleiðsluspennu er mikilvægt að horfa einnig til hagvísa af vinnu-, vöru- og fjármálamörkuðum, sem geta gefið vísbendingar um jafnvægið á milli framboðs og eftirspurnar. Í síðustu *Peningamállum* var lögð áhersla á að meiri verðbólga en spáð var og mikill vöxtur atvinnu bentu e.t.v. til meiri framleiðsluspennu en fælist í fyrstu áætlunum Hagstofunnar um hagvöxt í fyrra. Enn benda ýmsir hagvísar til þess að framleiðsluspenna kunni að vera vanmetin sakir meiri undirliggjandi vaxtar eftirspurnar á yfirstandandi ári en ráða má af fyrstu áætlunum þjóðhagsreikninga. Komi það á daginn gæti hjaðnun framleiðsluspennu orðið hægari en hér er gert ráð fyrir (sjá nánar í rammagrein IX-1).

Mynd IV-10
Hagvöxtur 1990-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

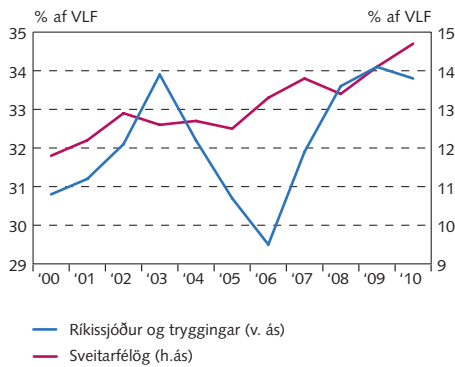
Mynd IV-11
Framleiðsluspenna 1990-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Framleiðslugeta hagkerfisins er það framleiðslustig sem samrýmist fullri nýtingu framleiðslupáttá við skilyrði stöðugar verðbólgu. Framleiðsluspenna er mismunur vergrar landsframleiðslu og framleiðslugetu, mældur sem hlutfall af framleiðslugetunni. Ýmsar aðferðir hafa verið þróaðar til að meta framleiðslugetu, en ekki er samstaða um hvaða aðferð sé heppilegust. Sjá t.d. Frederic S. Mishkin (2007). „Estimating potential output“, ræða flutt á ráðstefnu Seðlabankans í Dallas *Price Measurement for Monetary Policy*, 24. maí 2007. Mat Seðlabankans á framleiðslugetu byggist á svokallaðri framleiðslufallsaðferð þar sem getan er metin út frá ýmsum útfærslum af Cobb-Douglas framleiðslufalli með fastri stærðarhagkvæmni (sjá nánari umfjöllun í rammagrein IV-3 á bls. 29-30 í *Peningamállum* 2006/1).

Mynd V-1
Þróun opinberra útgjalda 2000-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

V Opinber fjármál

Horfur eru á metafgangi á rekstri hins opinbera þriðja árið í röð vegna mikils afgangis á ríkissjóði. Afkomubatininn byggist nær eingöngu á innbyggðum hagsveifluáhrifum á tekjur og útgjöld hins opinbera. Útgjöld hafa eigi að síður vaxið hratt í uppsveiflunni og enn hraðar en markmið stóðu til.

Mikill útgjaldavöxtur en hagsveiflan jók tekjur meira

Þrátt fyrir skattalækkanir sem áætlað er að kosti ríkissjóð 30-40 ma.kr. á þessu ári hefur megnið af tekjuafgangi hins opinbera orðið til hjá ríkissjóði. Hlutfall skatttekna ríkissjóðs af landsframleiðslu hefur hækkað verulega frá því að uppsveiflan hófst árið 2004, einkum vegna aukinna tekna af virðisaukaskatti, tekjuskatti lögaðila og fjármagnstekjuskatti (sjá töflu V-1). Hlutfall útgjalda hefur hins vegar lækkað. Samt hafa önnur ríkisútgjöld en vaxtagjöld hækkað nokkuð að raunvirði. Samneysla ríkis og almennatrygginga hefur sömuleiðis hækkað nokkuð umfram langtímamarkmið ríkisstjórnarinnar, en tilfærslur staðið í stað eftir mikla hækkun árin 2002 og 2003.

Mikill útgjaldavöxtur í frumvörpum til fjárukalaga ...

Samkvæmt frumvarpi til fjárukalaga fyrir árið 2007 aukast tekjur ríkissjóðs um fimmtung frá því sem gert var ráð fyrir í fjárlögum og batnar afkoman samsvarandi. Veruleg hækkun verður frá fjárlögum á tekjum af tekjuskatti einstaklinga, fjármagnstekju- og virðisaukaskatti. Í frumvarpinu er gert ráð fyrir heldur meiri afgangi en í *Peningamálum* 2007/2. Viðbætur á gjaldahlið eru mun minni, mestar í rekstrargjöldum og tilfærslum. Alls hækka gjöld án óreglulegra liða um 3% frá fjárlögum. Gangi þessi áætlun eftir hækka almenn ríkisútgjöld um 8% að raunvirði milli árunna 2006 og 2007.

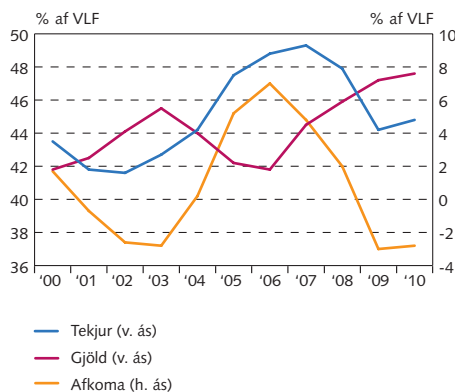
... og fjárlaga

Samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2008 minnkar reglulegur afgangur ríkissjóðs úr tæpum 5% í rúm 2% af landsframleiðslu. Almennar tekjur ríkissjóðs lækka lítillga að raunvirði en almenn gjöld hækka um 8% að raungildi. Meira en helmingur aukningarinnar er vegna samganga.

Sveitarfélög hafa notið góðærisins og stórukið útgjöld

Áætlanir fjármálaráðuneytisins gera ráð fyrir að tekjur sveitarfélaga hafi náð hámarki á síðasta ári og numið rúmum 14% af landsframleiðslu. Á árunum 2003-2006 hækkuðu tekjur þeirra um sem nemur tveimur prósentum af landsframleiðslu (sjá töflu V-1). Hækkanir umfram vöxt landsframleiðslu má rekja til tekna af sölu byggingarlóða og annarrar eignatengdrar starfsemi, sem gæti skroppið saman þegar dregur úr íbúðafjárfestingu. Útgjöld sveitarfélaga, án vaxta, hafa hækkað að meðaltali um 8% á ári umfram verðlag frá árinu 2003, að mestu vegna aukinna útgjalda til gatnagerðar, mennta- og íþróttamála. Útgjaldaaukning sveitarfélaga skýrir að mestu raunútgjaldavöxt hins opinbera árið 2006. Vöxtur tekna umfram útgjöld hefur lyft afkomu sveitarfélaga úr 6 ma.kr. halla 2003 í 11 ma.kr. afgang 2006.

Mynd V-2
Tekjur, gjöld og afkoma hins opinbera
2000-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla V-1 Raunhækkun tekna og gjalda 2003-2006¹

	Ma.kr. 2006	Meðalhækkun 2003-2006 (%)	Hækkun 2006 (%)
<i>Raunhækkun tekna</i>			
Hið opinbera	567	10,6	7,7
Ríki og almannatryggingar	414	9,8	4,9
Beinir skattar	167	11,8	8,7
Óbeinir skattar	200	9,3	2,6
Sveitarfélög	166	12,4	15,5
Útsvar	86	6,3	6,0
Óbeinir skattar	32	26,0	40,8
<i>Raunhækkun gjalda án vaxta</i>			
Hið opinbera	461	3,2	3,8
Samneysla	285	3,8	4,2
Fjármunamyndun	46	8,7	32,1
Tilfærslur	73	-0,4	-1,7
Ríki og almannatryggingar	362	2,5	2,0
Samneysla	187	3,2	2,4
Fjármunamyndun	16	-8,9	8,6
Tilfærslur	76	0,3	0,4
Sveitarfélög	150	8,0	11,7
Samneysla	99	4,4	7,6
Fjármunamyndun	30	26,4	49,8
Tilfærslur	10	2,6	-1,3

1. Raunvirt með vagnu verði útgjaldaþátta hins opinbera nema vaxta.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

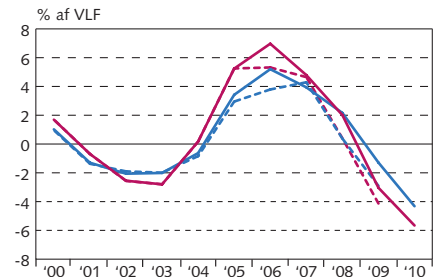
Horfur á að útgjöld aukist

Miðað við grunnspá Seðlabankans sem birt er í þessu hefti *Peningamála* munu útgjöld hins opinbera aukast um 5½% árið 2007 og 3½% árið 2008 og hækka úr 44½% af landsframleiðslu 2007 í 47% 2008. Eftir það hægir á vexti útgjalda, einmitt þegar dregur úr hagvexti.

Undanfarin ár hefur samneysla vaxið nokkuð umfram fjárlaga-áform. Ef svo verður áfram og með svipuðu móti, stefnir í að afgangur á rekstri hins opinbera verði um 4½% af landsframleiðslu á þessu ári. Það er tveimur prósentum minna en 2006 en svipað og reiknað var með í síðustu *Peningamálum*. Eins og síðast eru horfur á versnandi afkomu árin 2008 og 2009, en stærsti afturkeppurinn kemur ári seinna en þá var talið eða 2009. Það má rekja til þess að samkvæmt nýrri þjóðhagsspá verður samdrátturinn nokkru seinna á ferðinni en í júlísþánni.

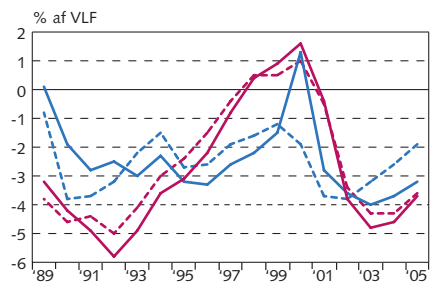
Litlar breytingar á sveifluleiðréttri afkomu

Samanburður á sveifluleiðréttri afkomu hins opinbera miðað við nýjstu spá Seðlabankans annars vegar og spá sem birtist í síðasta hefti *Peningamála* hins vegar sýnir áþekka þróun, þótt toppurinn árið 2006 hafi reynst hærrí en búist var við (sjá mynd V-3). Leiðréttingar af þessu tagi eru að mestu gerðar annars vegar með því að áætla hvernig skatttekjur hins opinbera breytast með skattstofnum og hins vegar með því að meta hvernig skattstofnarnir bregðast við hagsveiflunni, eins og hún er mæld með breytingum á framleiðsluspennu. Sterkar vísbendingar eru um að hér á landi sé erfitt að skýra hreyfingar opinberra tekna og

 Mynd V-3
 Sveifluleiðréttur jöfnuður hins opinbera
 2000-2010¹


— Sveifluleiðréttur jöfnuður PM 2007/3
 - - - Sveifluleiðréttur jöfnuður PM 2007/2
 — Jöfnuður PM 2007/3
 - - - Jöfnuður PM 2007/2

1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

 Mynd V-4
 Sveifluleiðréttur jöfnuður fyrir Þýskaland
 og Bandaríkin 1989-2005


— Þýskaland
 - - - Þýskaland, leiðréttur jöfnuður
 — Bandaríkin
 - - - Bandaríkin, leiðréttur jöfnuður

Heimild: OECD.

gjalda að fullu með sögulegum breytingum framleiðsluspennu. Það er alþjóðlegt vandamál, samanber mynd V-4, sem sýnir samsvarandi afkomuleiðréttingu fyrir Þýskaland og Bandaríkin 1989-2005.¹

Það sem valdið gæti ríkissjóði einna mestum skakkaföllum á næstu árum er meiri gengislækkun en nú er spáð. Hún gæti dregið verulega úr tekjum af óbeinum sköttum og haft tiltölulega skjót áhrif á skattgreiðslur fyrirtækja. Hjá sveitarfélögum er hins vegar mest hættu á að tekjur minnki hratt ef dregur úr íbúðafjárfestingu. Þær breytingar verða þó tæplega jafn hratt og breytingar af völdum sveiflna í gengi.

1. Þýski toppurinn árið 2000 er vegna sölu á farsímaleyfum.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Spenna á vinnumarkaði virðist síst minni en við síðustu útgáfu *Peningamála*. Dregið hefur enn frekar úr atvinnuleysi og skorti á vinnuafli hefur að mestu leyti verið mætt með innflutningi vinnuafis. Það hefur þó ekki dugað til og hafa atvinnurekendur þurft að keppa um starfsmenn með yfirboðum. Launaskrið er því enn töluvert og launakostnaður hefur aukist meira en reiknað var með í síðustu spá Seðlabankans. Horfur eru á að launakostnaður aukist töluvert meira en samrýmist verðbólgu markmiði Seðlabankans á næstu tveimur árum en úr vextinum dragi eftir því sem atvinnuleysi eykst og að hann verði í samræmi við verðbólgu markmiðið á seinni hluta spátímabilsins.

Atvinnuleysi undir einni prósentu

Atvinnuleysi hefur að undanfögnu verið hverfandi og svipað og það varð minnst á toppi síðustu uppsveiflu. Atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðarsveiflu hefur verið um 1% það sem af er ári. Því er spáð að atvinnuleysi verði minna framan af spátímanum en í síðustu spá bankans en aukist eftir því sem dregur úr umsvifum í þjóðarþúskapnum í u.þ.b. 4% á árunum 2009-2010. Það er heldur lægra atvinnuleysi en spáð var í síðustu *Peningamálu*.

Nær helmingur fyrirtækja vill fjölga starfsmönnum

Niðurstöður könnunar sem gerð var meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins í september sýna að eftirspurn fyrirtækja eftir starfsfólki er enn mikil eða svipuð og þegar sambærileg könnun var gerð í maí.¹ Nær helmingur fyrirtækja vildi fjölga starfsfólki á næstu sex mánuðum eða álíka hlutfall og í maí. Áhugi á að fjölga fólki virðist einna mest meðal fyrirtækja í þjónustu.

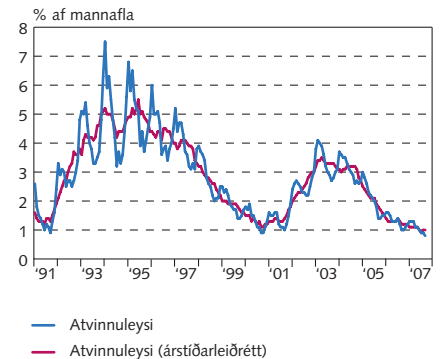
Á hinn bóginn voru fyrirtæki sem vildu fækka starfsmönnum á næstu sex mánuðum hlutfallslega fleiri í september en í maí nema í samgöngu- og flutningageiranum. Hlutfall fyrirtækja sem vildu fækka starfsmönnum var þó svipað og í desember sl. Mest breyting varð hjá fyrirtækjum í iðnaði, sjávarútvegi og bygginga- og mannvirkjagerð. Eftir sem áður voru fyrirtæki sem vildu fjölga starfsmönnum mun fleiri en þau sem vildu fækka nema í sjávarútvegi. Því bendir fátt til aukins atvinnuleysis á næstu mánuðum.

Töluverður munur var á afstöðu fyrirtækja til fækkunar starfsmanna eftir staðsetningu, ólíkt niðurstöðum könnunarinnar í maí. Fimmtungur fyrirtækja á landsbyggðinni vill fækka starfsmönnum en aðeins tíundi hluti fyrirtækja á höfuðborgarsvæðinu. Í maí taldi aðeins 1½% fyrirtækja á landsbyggðinni og höfuðborgarsvæði að fækka þyrfti starfsmönnum. Niðurskurður aflaheimilda, hátt raungengi og lok stóriðjuframkvæmda á Austurlandi skýra líklega meiri vilja til fækkunar starfsmanna á landsbyggðinni. Atvinnuleysi kann því að aukast á sumum svæðum á landsbyggðinni á vetrarmánuðum þrátt fyrir að þriðjungur fyrirtækja þar vilji fjölga starfsfólki.

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

Mynd VI-1

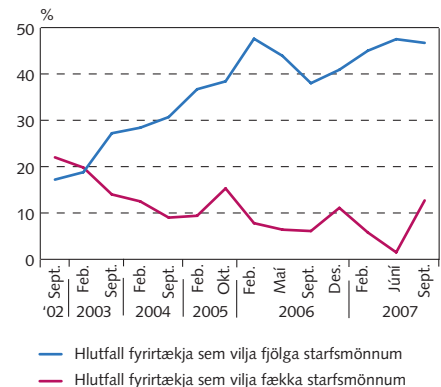
Atvinnuleysi janúar 1991 - september 2007



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

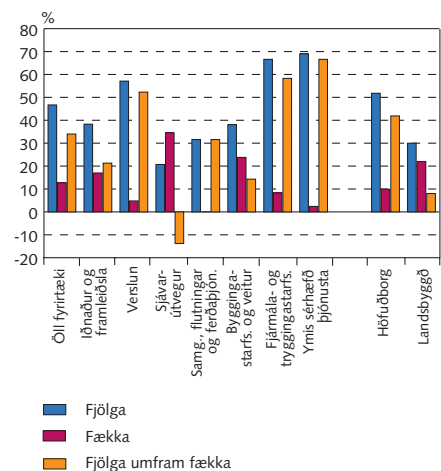
Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsmönnum á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

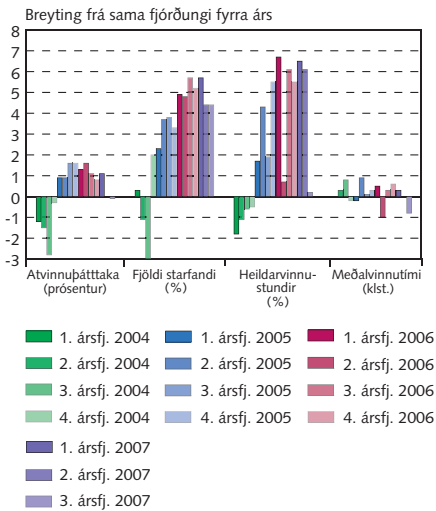
Mynd VI-3

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

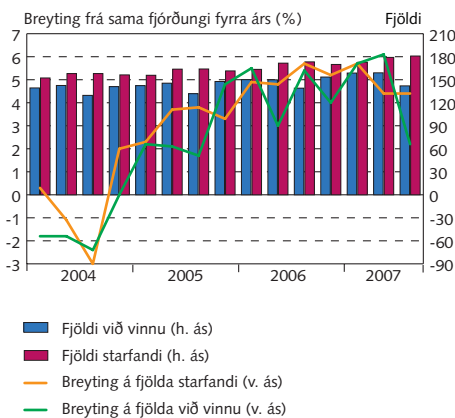


Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-4
Breytingar á vinnuafli
2003-2007



Mynd VI-5
Starfandi og fjöldi við vinnu
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2007



Góðæri og gott veður dregur úr vinnuframboði á þriðja fjórðungi ársins

Ef undan er skilinn annar fjórðungur ársins 2006 hefur heildarvinnustundum fjölgað um 5½-6½% milli ára í hverjum fjórðungi frá því á síðasta fjórðungi ársins 2005 samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Á þessum tíma fjölgaði heildarvinnustundum bæði vegna aukins meðalvinnutíma og fjölgunar fólks við vinnu.

Nokkur breyting varð hins vegar á þriðja fjórðungi ársins. Heildarvinnustundafjöldi var þá óbreyttur frá fyrra ári. Það gæti verið vísbending um að dregið hafi úr vexti eftirspurnar eftir vinnuafli. Það er þó í litlu samræmi við mat forsvarsmanna fyrirtækja á þörf fyrir starfsfólk á næstu mánuðum. Nánari skoðun leiðir í ljós að bæði starfandi fólki og fólki við vinnu fjölgaði á þriðja fjórðungi ársins frá sama tíma í fyrra, en meðalvinnutími styttest um tæpa klukkustund á viku. Stytting vinnutíma átti sér eingöngu stað á höfuðborgarsvæðinu, en vinnutími lengdist á landsbyggðinni, sérstaklega hjá körlum. Samanburður á fjölda við vinnu og starfandi sýnir einnig að fólk á höfuðborgarsvæðinu hafi ekki aðeins unnið skemur heldur hafi fjarvistir frá vinnu einnig verið meiri.² Þar sem sumarleyfatími lendar á fjórðungnum og veður á höfuðborgarsvæðinu var óvenju gott og engin önnur teikn eru um minni eftirspurn er líklegasta skýringin á minna vinnuframlagi höfuðborgarbúa að dregið hafi úr yfirvinnu og fleiri frídagar verið teknir af veðurfarsástæðum. Ráðstöfun aukins kaupmáttar til ferðalaga gæti einnig hafa haft nokkur áhrif.

Enn töluverð samkeppni um vinnuafli ...

Ljóst er að samkeppni um vinnuafli er síst minni en fyrir útgáfu *Peningamála* í júlí þótt erlendum starfsmönnum hafi fjölgað töluvert meira sl. sumar en veturinn áður. Erlendum starfsmönnum skráðum hjá Vinnuálastofnun hefur fjölgað um tæplega þúsund á mánuði að meðaltali síðan á vormánuðum. Nettófjölgun starfsmanna á vinnumarkaði hefur líklega verið heldur minni en tölur Vinnuálastofnunar sýna sökum aukins eftirlits stjórnvalda með skráningu erlendra starfsmanna.

Útgáfa kennitalna til erlendra ríkisborgara jókst þó einnig í sumar. Fjölgun erlendra starfsmanna um 7.500 það sem af er ári virðist ekki duga til að anna eftirspurn eftir vinnuafli. Atvinnurekendur þurfa því eftir sem áður að keppa sín á milli um starfsfólk með yfirboðum í launum.

... og mikið launaskrið

Samkeppni um vinnuafli hefur leitt til heldur meira launaskriðs en gert var ráð fyrir í júní. Launavísitala fyrir vinnumarkaðinn í heild hækkaði um 1,4% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi og hefur hækkað um 8,1% frá sama fjórðungi í fyrra. Minni árshækkun launavísitölu frá miðju sumri skýrist að mestu af grunnáhrifum þar sem beinna áhrifa endurskoðunar kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í júní í fyrra gætir ekki lengur í vísitölu launa.

2. Starfandi teljast þeir sem hafa unnið a.m.k. eina klst. í viðmiðunarvikunni eða verið fjarverandi frá vinnu í starfi sem það gegnir að öllu jöfnu, t.d. vegna sumarleyfis, barneignarleyfis eða veikinda. Fólk við vinnu eru þeir sem hafa unnið a.m.k. eina klukkustund í viðmiðunarvikunni.

Fjöldi erlendra starfsmanna eykur óvissu um þróun atvinnuleysis ...

Eins og áður segir er því spáð að atvinnuleysi aukist á næstu árum og verði komið í um 4% árið 2009. Mikil óvissa ríkir þó um þetta mat, m.a. sakir aukins fjölda erlendra starfsmanna. Hve mikið atvinnuleysi mun aukast þegar dregur úr hagvexti mun að nokkru leyti ráðast af því í hve ríkum mæli erlendir ríkisborgarar sem komið hafa hingað til starfa undanfarin misseri fara af landi brott ef þeir missa vinnuna. Við lok síðustu uppsveiflu hélst hlutfall erlendra ríkisborgara af starfandi fólki óbreytt, en hafa verður í huga að niðursveiflan var skammvinn og fljótlega hófust mannfreakar stórfamkvæmdir á Austurlandi. Batnandi atvinnuástand í Evrópu, ekki síst í hinum nýju aðildarlöndum Evrópusambandsins, þaðan sem stór hluti innfluttra starfsmanna kemur hingað til lands, gæti dregið úr flæði erlendra starfsmanna til landsins á næstu misserum og orðið til þess að fleiri snúi aftur þegar atvinnuástand versnar hér á landi. Þá er ljóst að fleiri ríki Evrópusambandsins munu draga úr og að lokum falla frá takmörkunum á innflutningi vinnuafis frá nýju aðildarlöndunum. Þá munu erlendir starfsmenn sem missa atvinnu á Íslandi eiga fleiri kosta vöð en að snúa aftur til heimalandsins. Dragi úr flæðinu meðan enn er mikil spennan á vinnumarkaði gæti launaskrið orðið meira en ella.

... og launa

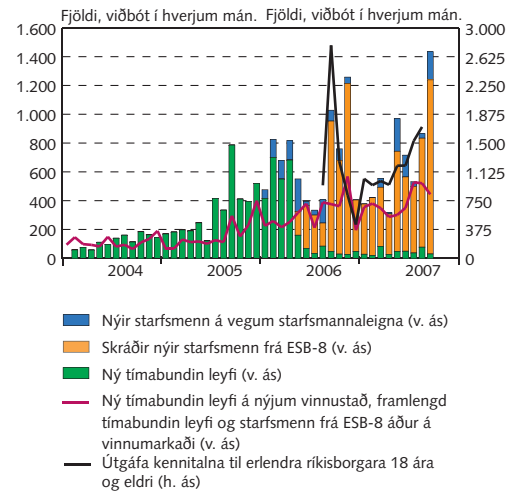
Hafi erlendir starfsmenn verið ráðnir á lágmarkslaunum í ríkari mæli en íslenskir starfsmenn í sambærilegum störfum gæti það haft áhrif á launaþróun í framtíðinni. Óvíst er þó hver þau yrðu. Bregðist atvinnurekendur við samdrætti með því að segja upp starfsmönnum með yfirborganir eða minnka yfirborgun þeirra í því skyni að draga úr launakostnaði gæti launaskrið orðið lítið eða neikvætt. Hins vegar má einnig hugsa sér að laun þeirra erlendu starfsmanna sem ílengjast hér hækki fljótlega til samræmis við laun innlendra starfsmanna og að vægi þeirra sem ráðnir séu á lágmarkslaunum minnki þegar innstreymið minnkar.

Launakostnaður ekki í samræmi við verðbólguþröngun fyrir en á seinni hluta spátímans

Meiri spennan á vinnumarkaði sl. sumar og í haust en áður var gert ráð fyrir leiðir til þess að nú er reiknað með meiri hækkun launa í ár og á næsta ári en í júlispánni. Kostnaðarþrýstingur er einnig meiri en áður var talið þar sem launakostnaður fyrirtækja á síðustu tveimur árum hefur verið endurskoðaður upp á við í ljósi upplýsinga úr þjóðhagsreikningum. Búist er við að samið verði um álíka hækkun launakostnaðar í komandi kjarasamningum og samið var um árið 2004. Hins vegar er spáð töluverðu launaskriði fram eftir næsta ári í ljósi umframeftirspurnar. Spáð er svipuðum vexti framleiðni framan af spátímabilinu og í síðustu spá. Launakostnaður á framleidda einingu eykst því heldur meira í ár og á næsta ári eða um 8,3% og 4,2%. Launakostnaður hækkar hægar á seinni hluta spátímabilsins vegna þess að framleiðnivóxtur eykst og aukið atvinnuleysi heldur aftur af launaskriði. Launakostnaður á framleidda einingu verður í samræmi við verðbólguþröngun frá og með miðju ári 2009.

Mynd VI-6

Útgáfa kennitalna og erlendir starfsmenn skráðir hjá Vinnuástandstofnun

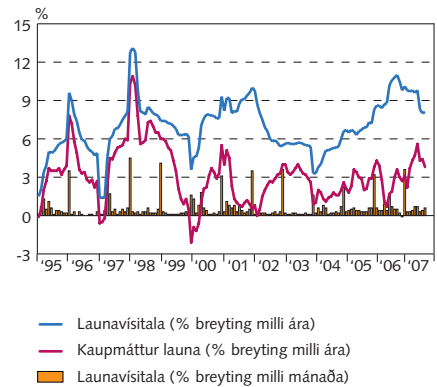


Heimild: Vinnuástandstofnun.

Mynd VI-7

Laun og kaupmáttur

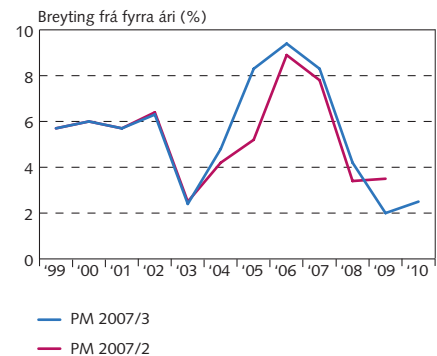
Launavísitala Hagstofu



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-8

Launakostnaður á framleidda einingu 1999-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2007-2010.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Meiri hætta á vanmati launakostnaðar

Sem fyrr er talin meiri hætta 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. Framboð erlends vinnuafls getur hins vegar haft áhrif bæði til hækkunar og lækkunar á launakostnaði umfram það sem spáð er. Í rammagrein IX-2 er fjallað nánar um fráviksdæmi þar sem laun hækka meira en í grunnspá og möguleg viðbrögð peningastefnunnar við þeim verðbólguþrýstingi sem þar af leiðir.

VII Ytri jöfnuður

Talsvert dró úr viðskiptahallanum á fyrri helmingi ársins. Samdráttinn má að mestu leyti rekja til hagstæðrar ávöxtunar erlendrar hlutafjár- eignar, sem vó þyngra en vöxtur hreinna vaxtagjalda. Dregið hefur úr halla á vöruviðskiptum það sem af er ári, sem rekja má til minnk- andi innflutnings í tengslum við byggingu ál- og orkuvera og aukins álútflutnings. Hins vegar hefur ekki dregið úr innflutningi neysluvöru, enda hefur vöxtur einkaneyslu sótt í sig veðrið á ný undanfarið. Mikil óvissa er um þróun viðskiptajafnaðar vegna ófyrirsjáanlegra sveiflna í jöfnuði þáttatekna. Þó virðist einsýnt að sjálfbærni viðskiptajafnaðar eigi enn langt í land.

Viðskiptahalli dróst saman á fyrri helmingi ársins

Viðskiptahalli á fyrri helmingi ársins var 79,6 ma.kr. sem samsvarar um 13% af vergri landsframleiðslu á tímabilinu. Hallinn var því mun minni en á seinni helmingi síðasta árs þegar hann nam um 29% af landsframleiðslu. Undirliggjandi halli hefur hins vegar breyst minna en þessar tölur gefa til kynna, því að samdráttur viðskiptahallans á fyrstu tveimur ársfjórðungunum skýrist að stærstum hluta af hagstæðri þróun óreglulegra liða í vöruviðskiptum og jöfnuði þáttatekna. Halli á þjónustuviðskiptum jókst lítið eitt í hlutfalli við verga landsframleiðslu á fyrri helmingi ársins miðað við seinni helming fyrra árs en dróst saman miðað við sama tímabil í fyrra.

Á fyrri helmingi ársins nam halli vöruviðskipta tæpum 7% af landsframleiðslu, en rúmum 14% á seinni hluta ársins 2006. Sé horft fram hjá óreglulegum liðum vöruviðskipta, þ.e. viðskiptum með skip og flugvélar, dróst hallinn minna saman. Viðskipti með skip og flug- vélar skýra um helming samdráttarins á fyrri helmingi ársins. Samdrátt innflutnings má að mestu leyti rekja til minni innflutnings fjárfesting- arvöru. Innflutningsverðmæti neysluvöru jókst hins vegar umtalsvert á fyrri hluta ársins og framan af þriðja ársfjórðungi, en það er í samræmi við aðrar vísbendingar um vöxt einkaneyslu.

Innflutningur fjárfestingarvöru dregst saman

Verðmæti innfluttrar fjárfestingarvöru (án flutningatækja) á fyrstu átta mánuðum ársins var 10% minna en á sama tíma í fyrra, mælt á föstu gengi. Á sama tímabili var innflutningsverðmæti hrá- og rekstrarvöru nánast óbreytt á milli ára. Athygli vekur hins vegar að samkvæmt útreikningum Hagstofunnar dróst innflutningur hrávöru til álfram- leiðslu saman um 5% milli ára á sama tíma og útflutningur álafurða jókst um tæp 45%. Þetta misræmi gæti verið til marks um að inn- flutningur hrávöru sé vantallinn eða að gengið hafi verið á birgðir og innflutningur súrals verði því meiri síðar.

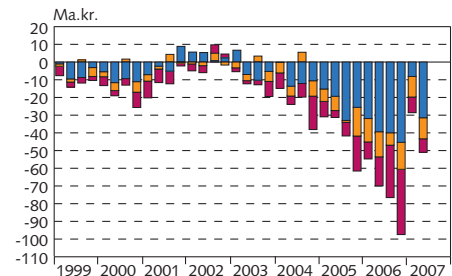
Arður af beinni erlendri fjármunaeykst

Halli á jöfnuði þáttatekna nam tæplega 2½% af landsframleiðslu á fyrri helmingi ársins. Þetta er mun minni halli en á seinni helmingi síð- asta árs, þegar hann nam tæplega 11% af landsframleiðslu. Umskiptin skýrast af mikilli aukningu tekna af beinni erlendri fjármunaeygn. Þessi liður í jöfnuði þáttatekna er afar sveiflukenndur og getur afkoma

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹

1. ársfj. 1999 - 2. ársfj. 2007

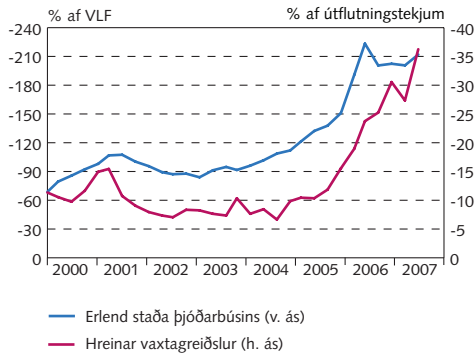


■ Vöruskiptajöfnuður
■ Þjónustujöfnuður
■ Þáttatekujöfnuður

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

Mynd VII-2

Hreinar vaxta- og arðgreiðslur
í hlutfalli við VLF og útflutningstekjur
1. ársfj. 2000 - 2. ársfj. 2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

einstakrar fjárfestingar haft mikil áhrif á hverju tímabili.¹ Hrein vaxta- gjöld námu alls um 28% af útflutningstekjum á fyrsta ársfjórðungi en hækkuðu verulega á öðrum fjórðungi þegar þau samsvöruðu 37% af útflutningstekjum alls. Aukningin skýrist af neikvæðri þróun hreinn- ar erlendar skuldastöðu þjóðarbúsins og óhagstæðari skilyrðum á erlendum fjármálamörkuðum.

Hreinar erlendar skuldir þjóðarbúsins jukust á öðrum fjórðungi ársins

Hrein erlend staða þjóðarbúsins versnaði um 133 ma.kr. á öðrum fjórðungi ársins og hrein erlend skuldastaða öllu meira eða um 184 ma.kr. Þessi skuldasoöfnun á sér stað á sama tíma og skilyrði á erlend- um fjármálamörkuðum hafa versnað til muna. Erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins hafa aukist gríðarlega á síðustu árum. Hlutfall hlutfjár og beinnar eignar í erlendum fyrirtækjum í erlenda eigna- stofninum hefur einnig aukist mikið. Eins og fjallað var um í kafla II er raungengi krónunnar hátt um þessar mundir. Fari hækkanði vextir af erlendri skuld þjóðarbúsins saman við verulega gengislækkun krón- unnar mun það hafa afar neikvæð áhrif á þróun viðskiptajafnaðarins til skamms tíma.

Horfur um þróun viðskiptahalla lakari en í fyrri spá

Í grunnspá Seðlabankans eykst viðskiptahallinn á spátímabilinu miðað við fyrri spá. Spáð er að hallinn nemi 18% af landsframleiðslu í ár en dragist saman á næsta ári og verði þá um 14½% af vergri landsfram- leiðslu. Í lok spátímans árið 2010 er gert ráð fyrir að jafnvægi verði að mestu komið á í vöruviðskiptum en í ljósi mikils halla á þáttatekjum verði viðskiptahalli engu að síður um 10% af landsframleiðslu. Þessi spá er þó háð mikilli óvissu sakir sveiflukenndrar ávöxtunar hlutfjár sem gerir það að verkum að stöðugt erfiðara verður að spá fyrir um þróun þáttatekna. Hlutfallslega litlar breytingar í ávöxtun einstakra eignaliða geta haft mikil áhrif á þáttatekjujöfnuðinn.

1. Ítarlega er fjallað um þróun og samsetningu þáttatekna í grein eftir Daníel Svavarsson og Pétur Örn Sigurðsson (2007), „Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur“, *Peningamál* 2007/2, bls. 52-74.

VIII Verðlagspróun

Mikill verðbólguþrýstingur er enn til staðar. Tólf mánaða verðbólga hefur aukist frá síðustu útgáfu *Peningamála*, en undirliggjandi verðbólga er svipuð og hún var í ársbyrjun. Einn meginrífkraftur verðbólgunnar hefur verið uppsveifla á íbúðamarkaði, sem á sér rætur í miklum vexti ráðstöfunartekna undanfarið 1½ ár. Hækkun vaxta á fasteignaveðlánum hefur verið minni en þarf til þess að veita verulegt viðnám. Uppsveiflan hefur leitt til hraðrar hækkunar húsnæðisverðs, sem endurspeglast í húsnæðislið vísitölu neysluverðs. Vöruverð hefur einnig hækkað nokkuð á undanförmum mánuðum þrátt fyrir hátt gengi krónunnar. Gengislækkunin í ágúst gekk til baka og áhrifin gætu því hafa verið aðeins tímabundin. Hækkun hrávöruverðs á heimsmarkaði og aukinn innlendur kostnaður vó á móti áhrifum sterks gengis. Verðlag innfluttrar vöru hefur sveiflast innan tiltölulega þröngs bils í rúmlega ár. Verðbólguvæntingar hafa þróast á misjafnan hátt að undanförmu en flestir mælikvarðar eru töluvert yfir verðbólgu markmiði Seðlabankans.

Verðbólga eykst á ný

Verðbólga hjaðnaði fram eftir sumri u.þ.b. í samræmi við verðbólgu-spá Seðlabankans sem birt var í byrjun júlí. Verðbólga var komin niður í 3,9% á þriðja ársfjórðungi eða 0,2 prósentum meira en spáð var í júlí sl. Eftir skamman tíma undir efri „þolmörkum“ verðbólgu markmiðs Seðlabankans í júlí og ágúst, þegar verðbólgan varð hin minnsta í tvö ár, jókst hún á ný í september og október. Horfur eru á 4,8% verðbólgu á síðasta fjórðungi þessa árs, sem er nokkru meira en reiknað var með í síðustu spá.

Til að fá skýrari mynd af undirliggjandi verðbólguþrýstingi er gagnlegt að horfa fram hjá tímabundnum sveiflukenndum þáttum.¹ Ef áhrif sveiflukenndra þátta, verðlags opinberrar þjónustu, vaxta-breytinga og óbeinna skatta eru undanskilin var tólf mánaða verðbólga 6,4% í október. Verðbólgan er því töluvert þrálátari en virðist við fyrstu sýn, sérstaklega ef haft er í huga að gengispróun krónunnar hefur verið tiltölulega hagstæð.

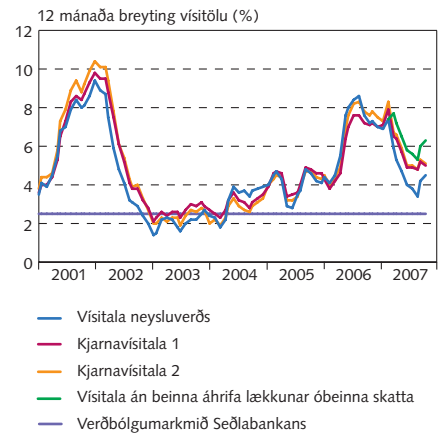
Hröð hækkun húsnæðisverðs síðastliðið sumar

Ein meginskýringin á meiri verðbólgu á seinni helmingi ársins en spáð var í síðasta hefti *Peningamála* er hraðari hækkun húsnæðisverðs en reiknað var með. Dregið hefur í sundur með vísitölu neysluverðs með og án húsnæðis á undangengnum mánuðum. Tólf mánaða verðbólga án húsnæðis var í októberbyrjun 1,3% (ef skattaáhrif eru einnig undanskilin var hún 3,7%). Árstíðarleiddrétt íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hefur hækkað um 11% síðastliðna tólf mánuði en íbúðaverð á landsbyggðinni mun meira.

Meginskýring uppsveiflu á íbúðamarkaði er að vöxtur ráðstöf-unartekna hefur verið afar ör undanfarið 1½ ár, eins og rakið er í kafla IV. Laun hækkudu mikið á liðnu ári, bæði vegna umsaminnar

Mynd VIII-1

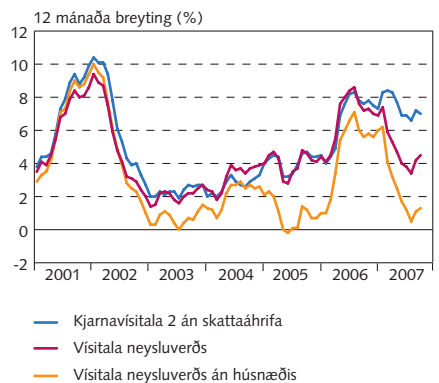
Verðbólga janúar 2001 - október 2007¹



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

Mynd VIII-2

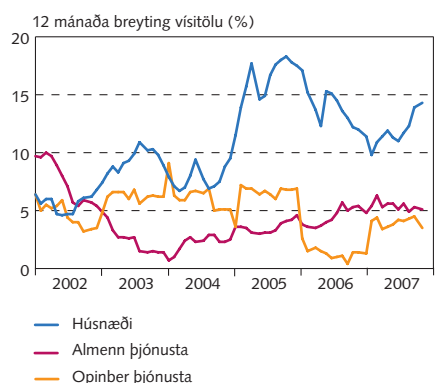
Verðbólga á ýmsa mælikvarða
janúar 2001 - október 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3

Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta
janúar 2002 - október 2007

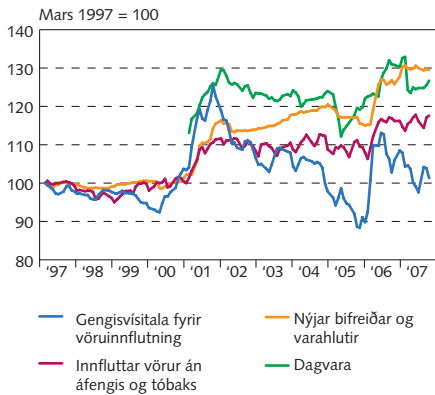


Heimild: Hagstofa Íslands.

1. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein VIII-1 á bls. 32-33 í *Peningamála* 2007/2.

Mynd VIII-4

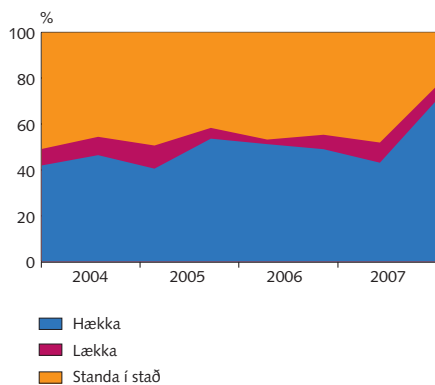
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - október 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

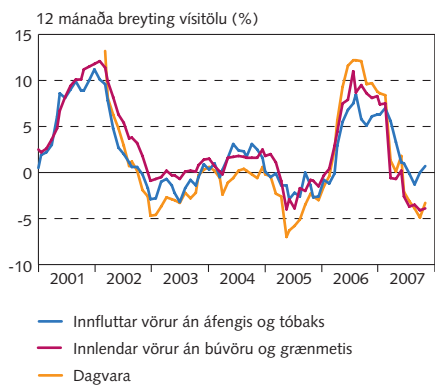
Mat fyrirtækja á eigin verðbreytingum næstu sex mánuði



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VIII-6

Vöruverð janúar 2001 - október 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

viðbótarhækkunar sumarið 2006 og almenns launaskriðs. Um leið hefur vinnandi fólki fjölgað hröðum skrefum og vinnustundum enn meira (sjá kafla VI). Skattalækkunar síðustu ára, bæði tekju- og neyslu-skatta, hafa síðan bætt enn frekar í ráðstöfunartekjurnar. Hingað til hefur þessi mikli vöxtur ráðstöfunartekna vegið þyngra en nokkru lakari fjármálag skilyrði heimila. Viðskiptabankarnir hafa hækkað vexti íbúðaveðlana verulega en íbúðalánasjóður mun minna (sjá nánar í kafla III). Vaxtahækkunin ætti að draga úr verðhækkunum húsnæðis er fram líða stundir, en þess sjást þó enn lítil merki. Heimilin hafa í vaxandi mæli tekið gengisbundin lán á lágum vöxtum, en það dregur úr áhrifum hækkunar vaxta verðtryggðra útlána.

Hækkun innlands kostnaðar og sterk eftirspurn skapa aukinn þrýsting á þjónustuverðbólgu

Verðlag þjónustu einkaaðila (almennrar þjónustu) hefur hækkað nokkuð frá síðustu útgáfu *Peningamála* og gætir verðhækkana í flestum undirliðum. Tólf mánaða verðhækkun þjónustuliðarins hefur þó lítið breyst, enda gætir enn áhrifa virðisaukaskattslækkunar á þjónustu. Innlendar kostnaðarhækkunar, t.d. launahækkunar, og mikill vöxtur innlendar eftirspurnar gefa hins vegar líklega tilefni til meiri hækkunar verðlags þjónustu, þótt á móti hafi gengisþróunin verið hagstæð. Því er hætta á að verðlag þjónustu láti undan auknum þrýstingi lækki gengi krónunnar.

Niðurstöður könnunar meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem gerð var í september sl. sýna vaxandi verðbólguþrýsting, einkum meðal þjónustufyrirtækja. Forsvarsmenn vaxandi meirihluta fyrirtækja búast við verðhækkun aðfanga á næstu sex mánuðum eða 80% samanborið við 68% í febrúar. Að meðaltali eiga þeir von á að verðhækkunin nemi rúmlega 4%.

Mikill meirihluti fyrirtækja hyggst hækka verð á næstu sex mánuðum

Jafnframt sýnir könnunin að fyrirtækin reikna með að velta þessum kostnaðarauka út í verðlag. Töldu u.þ.b. 70% forsvarsmanna fyrirtækja að verð á vörum og þjónustu þeirra myndi hækka á næstu sex mánuðum. Að meðaltali reiknuðu stjórnendur með 3,3% verðhækkun. Hjá þjónustugreinum var hlutfallið enn hærra en hjá öðrum. Þessar niðurstöður eru í samræmi við gögn um virðisaukaskattsveltu sem sýna að velta í þjónustugreinum hefur aukist gríðarlega undanfarið ár. Þegar sambærileg könnun var gerð í febrúar gerðu 43% forsvarsmanna fyrirtækja ráð fyrir verðhækkun.

Vöruverð hefur hækkað nokkuð vegna hækkunar hrávöruverðs og gengislækkunar krónunnar í sumar

Gengishækkun krónunnar framan af ári dró úr verðbólguþrýstingi án þess þó að leiða til mikillar verðlækkunar innfluttrar vöru. Síðastliðna tólf mánuði hefur verð innfluttrar vöru aðeins hækkað um tæplega 1%, en lækkun óbeinna skatta í mars sl. vegur þar þungt. Hækkun hrávöruverðs á heimsmarkaði (sjá rammagrein II-1) hefur að nokkru leyti vegið upp gengisáhrifin. Verðlag innfluttrar mat- og drykkjarvöru aðlagðist skjótt gengislækkun krónunnar í sumar og hækkaði um

tæp 2% á síðustu tveimur mánuðum. Hluti verðhækkunarinnar átti sér þó rætur í hækkun hrávöruverðs. Gengislækkunin í sumar gekk fljótlega til baka og undanfarnar vikur hefur gengi krónunnar verið hátt í sögulegu samhengi. Það mun að öðru óbreyttu halda aftur af verðbólgu af erlendum toga.

Verðlag innlendrar vöru hefur hækkað nokkuð á undanförunum mánuðum en það endurspeglar hækkun innleindra kostnaðarþátta og hrávöruverðs. Innlend framleiðsla er í mörgum tilvikum háð innfluttu hráefni sem hefur hækkað í verði. Verð innlendrar vöru hefur lækkað um rúm 3% síðastliðna tólf mánuði en að undanskilinni lækkun neysluskatta hefur það hækkað um u.þ.b. 3%.

Væntingar um verðbólguhorfur til skamms tíma hafa ýmist hækkað eða staðið í stað

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hækkaði töluvert síðastliðið haust í kjölfar gengislækkunar krónunnar og óróa á fjármálamörkuðum en lækkaði hins vegar á ný þegar gengislækkunin hafði gengið til baka og óróinn minnkaði. Verðbólguálagið er nú aðeins lægra en það var í júlí. Á tímabilinu 3. júlí til 30. október nam verðbólguálagið að meðaltali 2,8%. Hins vegar þarf að hafa í huga að álagið samanstendur af bæði verðbólguvæntingum og áhættuþóknun tengdri verðbólgu. Því er líklegt að t.d. hækkunin í haust sé ekki að öllu leyti hækkun verðbólguvæntinga heldur einnig vaxandi áhættuálag á óverðtryggð skuldabréf.

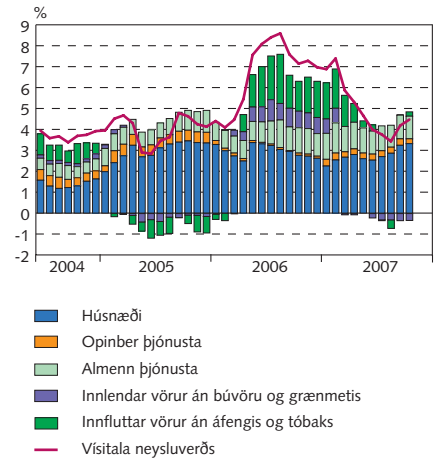
Í könnun meðal stærstu fyrirtækja landsins í september sl. reiknuðu stjórnendur þeirra að meðaltali með 3,8% verðbólgu á næstu tólf mánuðum sem er eilítil aukning frá síðustu könnun í maí. Verðbólguvæntingar almennings námu að meðaltali 4,8% í könnun sem gerð var í október sl. og voru þær óbreyttar frá síðustu mælingu í ágúst. Almennungur býst enn við meiri verðbólgu en forsvarsmenn fyrirtækja.

Samkvæmt könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerð var í október sl. (sjá viðauka 2) væntu þeir meiri verðbólgu á þessu og næsta ári en í sambærilegri könnun í júní. Að meðaltali spá sérfræðingarnir að verðbólga verði tæp 5% milli ársmeðaltala 2006 og 2007 eða ½ prósentu meiri en í síðustu könnun. Meðalspá þeirra fyrir verðbólgu milli ársmeðaltala 2007 og 2008 hljóðar upp á 4,2% samanborið við 3,6% síðast. Spá fyrir árið 2009 er lítið breytt. Fyrir árið 2010 spá þeir að meðaltali að verðbólga verði tæplega 3%.

Mynd VIII-7

Nokkrir undirliðir vísitölu neysliverðs
júni 2004 - október 2007

Áhrif á þróun vísitölu neysliverðs sl. 12 mánuði

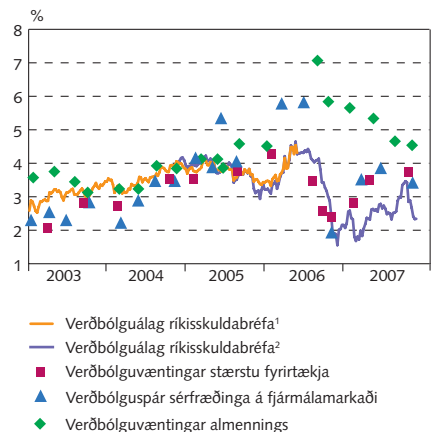


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-8

Verðbólguvæntingar

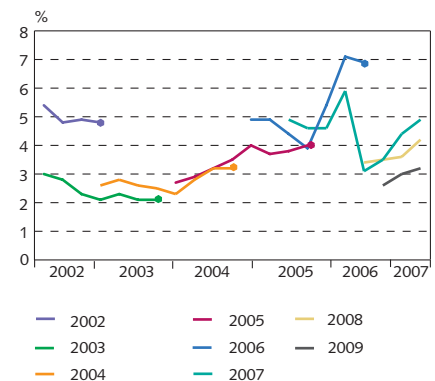
Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 30. október 2007



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.
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

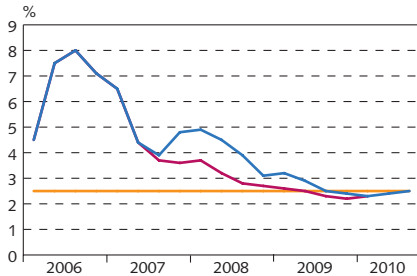
Mynd VIII-9

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði um verðbólgu milli ársmeðaltala¹



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

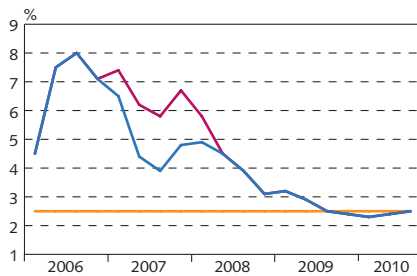
Mynd IX-1
Verðbólga - samanburður við PM 2007/2



— PM 2007/3
— PM 2007/2
— Verðbólguþáttur

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2
Verðbólga með og án áhrifa óbeinna skatta



— Grunnspá
— Verðbólguþáttur án beinna áhrifa lækkunar óbeinna skatta
— Verðbólguþáttur

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

IX Verðbólguhorfur

Verðbólguhorfur hafa versnað frá spá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* í júlíbyrjun. Þá taldi bankinn líklegt að verðbólgu-markmiðið næðist á fyrri hluta árs 2009, að því gefnu að stýrivextir héldust óbreyttir fram á fyrri hluta næsta árs. Nú er útlit fyrir að stýrivaxtaferillinn sem reiknað var með í júlí nægi ekki til þess að ná verðbólgu-markmiðinu fyrr en um mitt ár 2010. Til þess að ná markmiðinu á þriðja ársfjórðungi 2009 þurfa stýrivextir að hækka og byrja að lækka seinna en spáð var í júlí. Í þessum kafla er gerð grein fyrir verðbólguþáttum Seðlabankans en frávíkisdæmum er lýst í rammagrein IX-2.

Verðbólguhorfur versna enn á ný

Eins og kemur fram í kafla VIII reyndist verðbólga á þriðja ársfjórðungi nánast hin sama og spáð var í síðustu *Peningamálum* í júlí sl. Hins vegar eru horfur á að verðbólga á fjórða ársfjórðungi verði um 4,8% eða rúmlega prósentu meiri en spáð var í júlí. Einnig er útlit fyrir að verðbólga á fyrsta fjórðungi næsta árs verði um 5% og á bilinu 4-4½% fram á seinni hluta ársins (sjá nánar í töflu 2 í viðauka 1 á bls. 59). Verðbólguhorfur fram á þriðja fjórðungi næsta árs hafa því versnað töluvert og er upphafsstaða verðbólguþáttarinnar því mun verri en fólst í júlíspánni. Frá seinni hluta næsta árs eru horfur á að verðbólga hjaðni nokkuð hratt og verði við markmið frá þriðja ársfjórðungi 2009 (sjá mynd IX-1).

Séu bein áhrif lækkunar neysluskatta á verðlag undanskilin er verðbólguþátturinn jafnvel enn óhagstæðari. Á þriðja ársfjórðungi mældist verðbólga án beinna áhrifa neysluskatta tæplega 6% og útlit er fyrir að hún verði tæplega 7% á þeim fjórða. Á fyrsta fjórðungi næsta árs er spáð að hún verði aftur tæplega 6% en eftir það hverfa áhrifin úr mælingum verðlags (sjá mynd IX-2).

Meiri framleiðsluspenna og undirliggjandi kostnaðarþrýstingur en áður var talið

Eins og fjallað er um í fyrri köflum og rakið er í rammagrein IX-1 var framleiðsluspenna á síðasta ári vanmetin, enda hagvöxtur mun meiri en kom fram í fyrstu áætlunum. Meiri hagvöxtur í fyrria, horfur á meiri vexti eftirspurnar í ár og meiri launakostnaður fyrirtækja undanfarin tvö ár en áður var reiknað með eru ásamt lakari upphafsstöðu helstu skýringar þess að verðbólguhorfur fram undir lok næsta árs hafa versnað umtalsvert frá síðustu spá. Vöxtur eftirspurnar hefur komið hratt fram á húsnæðismarkaði og leitt til þess að húsnæðisverð hefur hækkað mun meira en spáð var. Hækkun húsnæðiskostnaðar er meginástæða þess að verðbólga hefur verið meiri en spáð var í júlí. Auk beinna áhrifa á mælda verðbólgu í gegnum húsnæðislið vísitölu neysliverðs hefur hækkun húsnæðisverðs stuðlað að meiri vexti einkaneyslu en ella og þar með haft óbein áhrif á verðbólgu.

Horfur eru á að framleiðsluspenna verði meiri en spáð var í júlí allt fram undir lok næsta árs og að slaki myndist ekki fyrr en um mitt næsta ár. Launakostnaður á framleidda einingu eykst umfram verðbólgu-markmið allt fram á mitt ár 2009. Reiknað er með að hús-

næðisverð haldi áfram að hækka fram á mitt næsta ár. Þá tekur tímabil lækkunar við, en lækkunin hefst seinna og verður hægari en búist var við í júlí, enda vöxtur ráðstöfunartekna og hagvöxtur meiri framan af en spáð var í júlí.

Gengi krónunnar helst sterkt fram undir lok næsta árs en tekur þá að lækka

Gengisþróunin hefur í meginatriðum verið svipuð og Seðlabankinn bjóst við í byrjun júlí þótt sveiflur hafi orðið umtalsverðar. Gengisspáin breytist því lítið. Eins og í júlí er gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist sterkt fram undir lok næsta árs og gengisvísitalan verði þá rúmlega 120 stig. Með lækkandi vöxtum og minnkandi innlendum efnahags- umsvifum fer gengi krónunnar hins vegar að lækka með vaxandi hraða og er gengisvísitalan rúmlega 130 stig í lok árs 2008 og um 136 stig í lok spátímans. Gengi krónunnar lækkar samkvæmt þessu um 15% yfir spátímamann.

Hækkun launa og lækkun gengis hægja á verðbólguhjöðnun

Eins og áður hefur komið fram verður framleiðsluspennan nánast horfin þegar kemur fram á mitt næsta ár. Eftir það myndast framleiðslulaki sem eykst þegar líður á spátímamann. Þrátt fyrir það dregur hægt úr verðbólgunni. Skýringin er fyrst og fremst hækkun launa- kostnaðar og nokkuð skörp lækkun gengis krónunnar þegar líða tekur á spátímabilið. Að auki lagast verðbólguvæntingar tiltölulega hægt að verðbólgu markmiðinu, en það endurspeglar hve erfitt hefur reynst að skapa þeim varanlega kjölfestu.

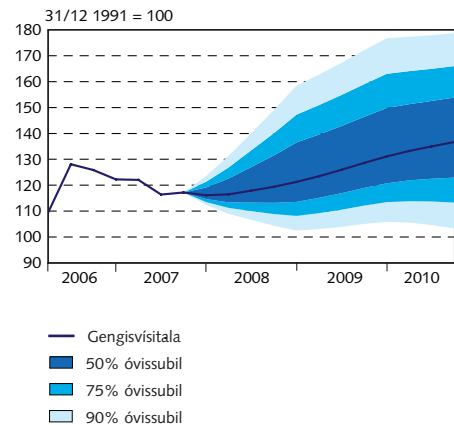
Mikil óvissa ríkir um efnahagsframvinduna

Efnahagshorfur til næstu þriggja ára eru metnar með aðstoð haglíkana sem og mati sérfræðinga Seðlabankans á ýmsum þáttum sem gætu haft áhrif á efnahagsframvinduna. Hvort tveggja er háð verulegri óvissu. Haglíkön eru ófullkomin lýsing á raunveruleikanum auk þess sem í mörgum tilvikum þarf að gefa sér forsendur um þróun mikilvægra efnahagsstærða sem hafa veruleg áhrif á efnahagsþróunina. Frávik frá spám eru því stundum veruleg, einkum þegar ójafnvægi er mikið og 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 hinir sömu og áður. Vægi einstakra þátta hefur þó breyst nokkuð. Tveir óvissuþættir eru taldir mikilvægari en aðrir og þess vegna er gerð sérstök grein fyrir þeim í rammagrein IX-2. Báðir gætu orðið til þess að auka verðbólgu og tefja hjöðnun hennar enn frekar en orðið hefur. Annars vegar er talin hætta á því að gengi krónunnar lækki meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Þessi hætta er talin svipuð og í júlí. Ástæður þess eru m.a. hátt raungengi og líkur á hækkun áhættuálags á erlenda vexti sem gæti gert fjármögnun mikils viðskiptahalla erfiðari. Hins vegar er í fráviksdæmi lýst afleiðingum þess að launahækkunir í kjölfar komandi kjarasamninga verði meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Í báðum tilvikum verður verðbólgan þrálátari og stýrivextir þurfa að hækka meira en í grunnspánni til þess að hægt sé að ná verðbólgu markmiðinu innan spátímabilsins. Þessir

Mynd IX-3
Gengisvísitala

Spátímabil 4. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla IX-1 Helstu óvissuþættir grunnspár

Óvissuþáttur	Skýring
Gengispróun	Hátt raungengi, mikill viðskiptahalli og endurmat alþjóðlegra fjárfesta á áhættu gætu skapað þrýsting til lækkunar á gengi krónunnar umfram það sem gert er ráð fyrir í grunnspá.
Launakostnaður	Launahækkarnir í komandi kjarasamningum eru hugsanlega vanmetnar.
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, t.d. vegna komandi kjarasamninga.
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.
Eignaverð	Eignaverð gæti lækkað meira en í grunnspá og lækkun húsnæðisverðs haft meiri áhrif til lækkunar á verðbólgu.
Miðlunarferli peningastefnunnar	Verði miðlun peningastefnunnar skilvirkari getur verðbólga minnkað hraðar og þar með stýrivextir.

áhættuþættir eru ekki óháðir hvor öðrum og gæti samspil gengislækkunar og verðtryggingarákvæða í kjarasamningum leitt til verulegra frávikna frá verðbólguferli grunnspárinnar.

Nokkrir aðrir óvissuþættir hafa einnig umtalsverð áhrif á áhættumatið. Eins og fjallað er um hér að framan hefur vöxtur útgjalda hins opinbera að jafnaði verið nokkuð umfram markmið stjórnvalda, jafnvel þegar sérstaks aðhalds átti að gæta. Í grunnspánni er því gert ráð fyrir heldur meiri útgjaldavexti en í spám fjármálaráðuneytisins. Í ljósi þess að kjarasamningar eru framundan og töluverð hætta talin á meiri hækkun launa en reiknað er með í grunnspánni kunna útgjöld hins opinbera eigi að síður að vera vanmetin, enda eru laun stærsti útgjaldaliður hins opinbera. Dragi hægar úr framleiðsluspennu af þeim sökum gæti verðbólga orðið meiri. Hið sama á við ef fleiri ál- og orkuver verða byggð. Verðbólguáhrif þess yrðu þó ekki veruleg fyrr en undir lok spátímans (sjá rammagrein IX-2 í *Peningamálum* 2007/2).

Þegar líða tekur á spátímabilið tekur vægi óvissuþátta sem gætu dregið úr verðbólgu að aukast. Þótt grunnspá geri ráð fyrir nokkurri lækkun húsnæðisverðs gætu miklar hækkarnir undanfarin ár og söguleg sambönd húsnæðisverðs og grunnþátta húsnæðiseftirspurnar bent til enn meiri lækkunar. Einnig er mögulegt að samdráttaráhrif lækkunar húsnæðisverðs og bein áhrif á verðbólgu séu vanmetin í grunnspá. Þá er hugsanlegt að miðlun peningastefnunnar verði hraðari en nú er reiknað með. Í því tilfelli gætu lægri stýrivextir náð sömu markmiðum og í grunnspánni, eða að hægt yrði að ná þeim fyrr. Meiri hækkun alþjóðlegra vaxta en reiknað er með í grunnspá myndi leggja á sveif með aðhaldssamri peningastefnu og vinna á móti áhrifum þeirra á gengi krónunnar undir lok spátímabilsins.

Nýjar upplýsingar kalla á endurmat á stöðu efnahagsmála og horfum framundan. Í þessari rammagrein eru raktar helstu breytingar á verðbólguhorfum og spám um megináhrifaþætti hennar frá *Peningamálum 2007/2* og ný grunnsþá borin saman við líkindadreifingu síðustu grunnsþár.

Frá því að Seðlabankinn birti spá sína í júlí hefur verðbólga verið meiri en bankinn spáði. Endurmetnir þjóðhagsreikningar benda til þess að meiri verðbólgu megi rekja til þess að spenna í þjóðarbúskapnum og undirliggjandi kostnaðarþrýstingur hafi að undanförunu verið meiri en áður var talið. Verðbólguhorfur eru því verri en talið var í júlí. Í því felst að stýrivaxtaferill síðustu *Peningamála* dugur ekki til að ná verðbólgu markmiðinu innan þess tíma sem stefnt var að. Ferill stýrivaxta sem hér birtist liggur því óhjákvæmilega nokkru hærra og lækkun þeirra er seinkað um einn ársfjórðung. Þannig tekst að ná verðbólgu markmiðinu á þriðja ársfjórðungi 2009 og halda verðbólgu í grennd við markmiðið það sem eftir lifir spátímans.

Gengisþróunin svipuð og í síðustu spá

Þrátt fyrir töluverðar sviptingar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og skammtímasveiflur í gengi gjaldmiðla hefur gengisþróun krónunnar frá því í júlí verið á heildina lítið svipuð og spáð var í *Peningamálum 2007/2*. Gengið er reyndar lítilla veikara en þá var spáð, en eins og mynd 1 sýnir er reiknað með mjög áþekkri gengisþróun næstu þrjú árin. Krónan helst því nokkuð sterk út næsta ár en eftir það tekur gengi hennar að lækka eftir því sem dregur úr vaxtamun við útlönd á sama tíma og dregur úr spennu í þjóðarbúskapnum. Í lok spátímans er gengisvísitalan á svipuðu róli og í júlíspánni.

Meiri framleiðsluspenna þrátt fyrir aukinn vöxt framleiðslugetu

Eins og fjallað var um í síðustu *Peningamálum* voru ýmsar vísbendingar um að framleiðsluspenna hafi verið meiri á síðasta ári en fólst í bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Má þar einkum nefna þróun á vinnumarkaði. Óhagstæðari verðbólguþróun á fyrri hluta ársins en bankinn hafði áður spáð mátti einnig túlka sem vísbendingu um meiri framleiðsluspennu. Samkvæmt endurskoðuðum þjóðhagsreikningum var hagvöxtur á síðasta ári 1½ prósentu meiri en samkvæmt áætlun Hagstofunnar í mars (sjá einnig umfjöllun í rammagrein IV-3). Framleiðsluspenna síðasta árs er því nú talin tæplega 1 prósentu meiri en í júlí. Þar að auki virðist stefna í nokkru meiri hagvöxt á þessu ári. Framleiðsluspennan í ár er því metin 1½ prósentu meiri en í júlíspánni. Eins og mynd 2 ber með sér er frávikíð frá júlíspánni meira en þá var talið líklegt.

Eins og í síðustu spá hefur heildarþáttaframleiðni og framleiðni vinnuafls verið endurskoðuð upp á við. Vöxtur framleiðslugetu er því heldur meiri á öllum spátímanum en í síðustu spá. Þetta ásamt minnkandi hagvexti veldur því að framleiðsluspennan minnkar þegar líður á spátímamann. Um mitt næsta ár hefur spennan hjaðnað, u.þ.b. ársfjórðungi seinna en í síðustu spá. Við lok spátímans er slakinn orðinn heldur meiri en í júlíspánni, en frá miðju ári 2010 fer að draga úr honum á ný enda hagvaxtarhorfur ágætari á árinu. Frá miðju næsta ári er framleiðsluspennan þó innan 50% óvissubils júlíspárinna.

Verðbólguhorfur verri en spáð var í síðustu *Peningamálum*

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi reyndist nánast hin sama og spáð var í júlí. Hins vegar er útlit fyrir að verðbólga á síðasta fjórðungi ársins verði rúmlega prósentu meiri en þá var spáð eða tæplega 5% og að verðbólga á fyrsta ársfjórðungi næsta árs verði álíka mikil. Miðað við líkindadreifingu síðustu verðbólguþróunar var þetta talin ólíkleg þróun (sjá mynd 3). Verðbólga verður áfram nokkru meiri en spáð var í júlí

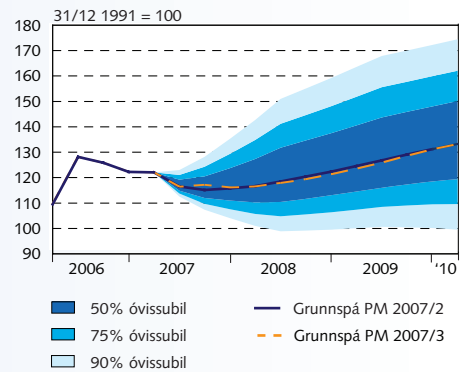
Rammagrein IX-1

Breytingar á verðbólguþróun frá *Peningamálum 2007/2*

Mynd 1

Gengisvísitala

Grunnsþá og óvissumat PM 2007/2 ásamt grunnsþá PM 2007/3

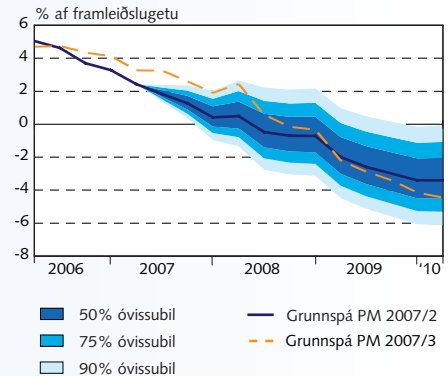


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Framleiðsluspenna

Grunnsþá og óvissumat PM 2007/2 ásamt grunnsþá PM 2007/3

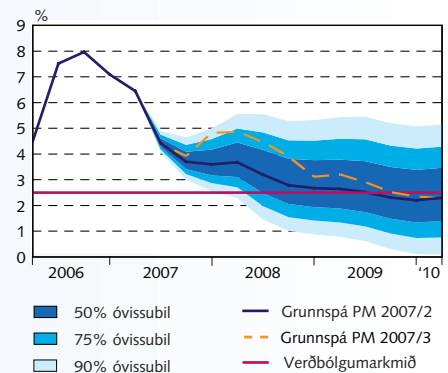


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Verðbólga

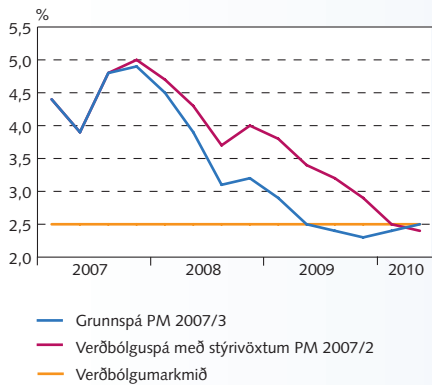
Grunnsþá og óvissumat PM 2007/2 ásamt grunnsþá PM 2007/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Verðbólga

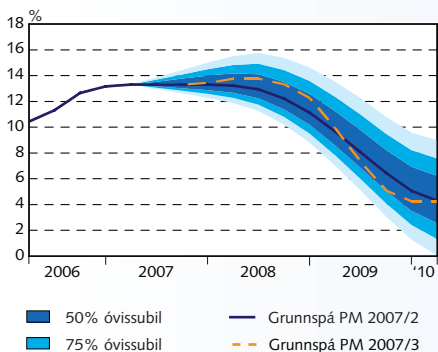
Grunnspá og spá með stýrivöxtum PM 2007/2



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Stýrivextir

Grunnspá og óvissumat PM 2007/2 ásamt grunnspá PM 2007/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

fram á mitt ár 2009, en verðbólguþámið næst á þriðja ársfjórðungi þess árs, u.þ.b. hálfu ári seinna en talið var í júlí. Verðbólgan fer því ekki inn fyrir 50% bil líkindadreifingar júlísparinnar fyrr en á seinni hluta næsta árs.

Í meginatriðum má rekja óhagstæðari verðbólguþróun til meiri spennu í þjóðarþáttum, eins og áður hefur verið rakið. Hún kemur t.d. fram í því að launakostnaður fyrirtækja er nú talinn hafa aukist töluvert meira á síðustu tveimur árum en áður var talið. Jafnframt birtist hún í meiri hækkun húsnæðisverðs en áður var spáð, en hvort tveggja styður við vöxt einkaneyslu auk þess að hafa bein áhrif á mælda verðbólgu.

Áhrif á stýrivaxtaferil grunnspárinnar

Óhagstæðari þróun verðbólgu og verðbólguvæntinga en spáð var í júlí veldur því að aðhald peningastefnunnar í gegnum raunstýrivexti verður minna en búist var við í síðustu *Peningamálum*. Gert er ráð fyrir að gengi krónunnar taki að lækka þegar líða tekur á seinni hluta spátímans. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar einnig nokkru meira en samrýmist verðbólguþámiðinu allt fram á mitt ár 2009. Þessi undirliggjandi kostnaðarþrýstingur kemur í veg fyrir að verðbólga hjaðni nógu hratt í átt að markmiði ef miðað er við stýrivaxtaferil síðustu *Peningamála*, þrátt fyrir að kominn verði framleiðslulaki um mitt næsta ár. Eins og sést á mynd 4 yrði verðbólguhjöðnunin töluvert hægari með stýrivaxtaferli júlísparinnar. Verðbólga myndi vera yfir 3% út árið 2009 og markmiðið ekki nást fyrr en í blálok spátímabilsins.

Til þess að verðbólguvæntingar fái þá kjölfestu sem nægir til að verðbólguþámið náist nægilega fljótt og varanlega, þrátt fyrir að gengi krónunnar lækki á seinni hluta tímabilsins, þurfa stýrivextir að vera hærri en gert var ráð fyrir í júlí. Hækkun stýrivaxta, eins og sýnt er á mynd 5, stuðlar að því að verðbólguþámið náist tæplega ári fyrr en að óbreyttum stýrivaxtaferli. Það er þó seinna en stefnt var að í júlí, eins og áður hefur verið vikið að. Stýrivextir taka að lækka aftur um mitt næsta ár, u.þ.b. ársfjórðungi síðar en talið var mögulegt í síðustu *Peningamálum*. Þeir eru hærri allt til loka næsta árs, en þá lækka þeir hraðar en gert var ráð fyrir í júlísparinni. Á fyrri hluta ársins 2009 verða stýrivextir orðnir svipaðir og í júlísparinni og nokkru lægri það sem eftir lifir spátímans. Við lok hans eru stýrivextir í báðum spánum nálægt 4½%. Stýrivextirnir eru þó ávallt innan þess bils sem í júlí voru taldar helmings líkur á að þeir yrðu. Tiltölulega lágir vextir í lok tímabilsins eru til þess fallnir að styðja við efnahagsbata að samdráttarskeiði loknu.

Áfram meiri hætta á að verðbólgu sé vanspáð ...

Við mat á efnahagshorfum og ákvörðun stýrivaxta ber að taka tillit til óvissumats grunnspárinnar ekki síður en grunnferilsins sjálfs. Frávíksdæmin eru notuð til að varpa sterkara ljósi á tvo mikilvægustu áhættuþætti spárinnar.

Mynd IX-3 sýnir óvissubíl gengissparinnar. Mikil óvissa ríkir um þróun gengisins og er óvissubíl spárinnar því breitt. Heildarmat á áhættuþáttum spárinnar sem taldir eru upp í töflu IX-1 leiðir til þess að líkindadreifing gengissparinnar er skekkt upp á við, sérstaklega á fyrri hluta spátímans. Áhættuþættir grunnspár gefa jafnframt til kynna að líklegra sé að framleiðsluspenna á fyrri hluta spátímans verði meiri en í grunnspánni en að hún verði minni (mynd IX-4). Hins vegar er líklegt að líkindadreifingin sé u.þ.b. samhverf þegar líður á spá-

tímabilið þar sem vegast á neikvæð áhrif mögulega lægra eignaverðs á einkaneyslu og möguleg eftirspurnarhrif stóriðjuuppbyggingar í Helguvík. Líkindadreifing framleiðsluspennunnar er hins vegar ekki eins ósamhverf og í júlí þar sem hætta á vanmati framleiðsluspennu í sögulegum gögnum og það sem af er þessu ári hefur í ríkari mæli verið tekið inn í grunnspána. Eins og áður eru taldar meiri líkur á að verðbólgan framan af spátímanum verði meiri en í grunnspánni (mynd IX-5) en að hún verði minni, sérstaklega vegna hættunnar á meiri gengislækkun en felst í grunnspánni. Við lok spátímans er líkindadreifing verðbólguþáttarinnar hins vegar nokkurn veginn samhverf en slagsíða undirliggjandi áhættuþátta endurspeglast í líkindadreifingu stýrivaxtaferilsins. Eins og áður hefur komið fram eru horfur á að verðbólga verði við verðbólguþáttmarkmiðið á þriðja ársfjórðungi 2009 en þá eru um helminglíkur á að verðbólga verði á bilinu 1,7-3,7% miðað við líkindadreifingu grunnspárinnar. Samkvæmt dreifingunni eru jafnframt sáralitlar líkur á að verðbólga verði við markmið fyrr en á seinni hluta næsta árs og 50% bil líkindadreifingarinnar nær ekki yfir verðbólguþáttmarkmiðið fyrr en snemma árs 2009.

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

Óvissa við mat á þjóðhags- og verðbólguhorfum endurspeglast í óvissu um hvernig stýrivaxtaferil þarf til þess að ná verðbólguþáttmarkmiðinu innan viðunandi tíma. Verði efnahagsframvindan eða miðlun peningastefnunnar með öðrum hætti en reiknað er með í grunnspánni þurfa stýrivextir að taka mið af því.

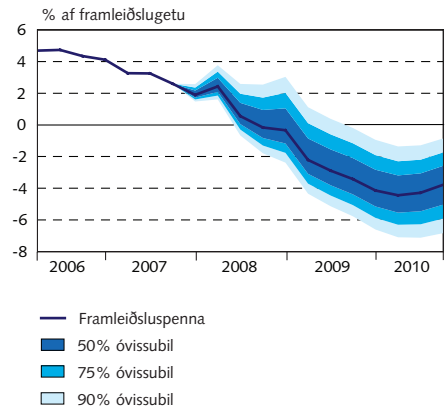
Stýrivaxtaferill nýrrar grunnspár er nokkuð breyttur frá júlíspánni. Stýrivextir eru hækkaðir nú um 0,2 prósentur og aftur um 0,25 prósentur við næstu vaxtaákvörðun. Samkvæmt spánni verða stýrivextir að meðaltali 13,4% á síðasta fjórðungi þessa árs. Þeir verða hæstir 13,75% á næstu tveimur ársfjórðungum á eftir og taka að lækka ársfjórðungi síðar en spáð var í júlí. Aðhaldsstig peningastefnunnar er því á heildina litíð meira en í júlí. Áhættumatið í töflu IX-1 bendir hins vegar enn til hættu á því að verðbólgu sé vanspáð á stærstum hluta spátímans. Óvissumat stýrivaxtaþáttarinnar er því áfram skekkt upp á við og því líklegra að hækka þurfi stýrivexti enn frekar en felst í grunnspánni en að hægt verði að hraða lækunarferlinu.

Frávíksdæmin í rammagrein IX-2 lýsa, sem fyrr segir, tveimur helstu áhættuþáttum spárinnar og mögulegum viðbrögðum peningastefnunnar við þeim. Bæði frávíksdæmin gefa til kynna að herða þurfi enn frekar á aðhaldsstiginu verði þróunin í takt við það sem þau lýsa. Þessir stýrivaxtaferlar rúmast innan 90% óvissubils grunnspárinnar.

Miðað við líkindadreifingu stýrivaxtaferilsins eru töluverðar líkur á því að stýrivextir verði á bilinu 13-14% að meðaltali á fjórða ársfjórðungi þessa árs og á bilinu 13¼-15% á fyrsta fjórðungi þess næsta. Í lok spátímans eru stýrivextir um 4½% og því nokkru lægri en hlutlausir vextir, þ.e. vextir sem hvorki örva þjóðarbúskapinn né letja hann. Óvissubilið er hins vegar orðið verulega breitt á seinni hluta spátímans enda er gríðarleg óvissa um efnahagsframvinduna svo langt fram í tímann.

Mynd IX-4
Framleiðsluspenna

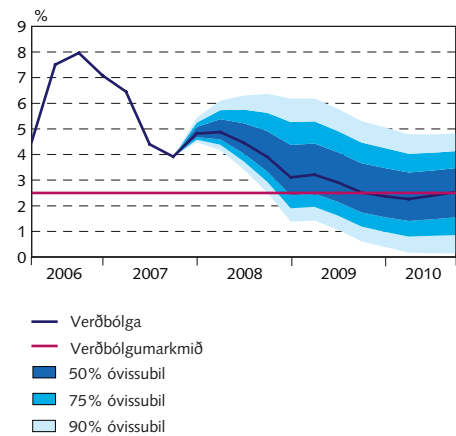
Spátímabil 4. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-5
Verðbólga

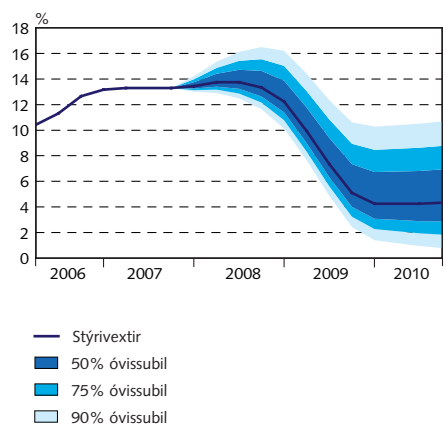
Spátímabil 4. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-6
Stýrivextir

Spátímabil 4. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein IX-2

Frávíkisdæmi

Sökum ófyrirséðra atburða og breytinga á forsendum um þróun mikilvægra þátta efnahagslífsins vikur raunveruleg efnahagsframvinda stundum verulega frá spám. Gagnlegt er því að meta hversu næmar niðurstöður grunnspár eru fyrir frávikum sem gætu orðið í þróun ýmissa lykilstærða efnahagslífsins. Möguleg frávik eru vitanlega óteljandi en reynt er að meta helstu áhættuþættina hverju sinni og kanna nánar áhrif tveggja þátta sem taldir eru vega þyngst.

Eins og í síðustu spá er meginóvissuþáttur grunnspárinnar talinn vera gengi krónunnar á spátímanum. Í síðustu spá voru áhrif framkvæmda við uppbyggingu nýs álvers í Helgúvik einnig metin, en ekki var gert ráð fyrir nýjum meiri háttar framkvæmdum við ál- og orkuver í grunnspánni þá. Hið sama gildir um grunnspána sem birtist í þessu hefti *Peningamála*, enda hafa litlar breytingar orðið á forsendum tengdum uppbyggingu í áliðnaði frá því í júlí, eins og fjallað er um í rammagrein IV-2. Niðurstöður frávíkisdæmisins í *Peningamálum* 2007/2 gilda enn í meginatriðum og benda til þess að peningastefnan gæti þurft að vera nokkru aðhaldssamari á seinni hluta spátímans en reiknað er með í grunnspánni (sjá rammagrein IX-2 í *Peningamálum* 2007/2, bls. 40-42). Að þessu sinni er óvissa er tengist komandi kjarasamningum hins vegar talin vega þyngra á metaskálunum. Það stafar m.a. af því að horfur eru á að kjarasamningar eigi sér stað við erfiðari skilyrði en áður var talið, bæði að því er snertir verðbólgu og skort á vinnuafli.

Veruleg gengislækkun meðan enn er mikil spennan í

þjóðarbúskapnum myndi kalla á hærri stýrivexti en í grunnspá

Raungengi mælist nú í sögulegu hámarki og gríðarlegur viðskiptahalli kallar á stöðugt innstreymi erlends fjármagns, m.a. til þess að standa undir vaxandi greiðslubyrði erlendra skulda. Verði framboð erlends fjármagns tregara getur myndast þrýstingur á gengi krónunnar. Hættan á því kann að vara lengi í ljósi þess að viðskiptahallinn virðist ekki stefna í sjálfbæra stöðu á spátímabilinu, þótt dragi úr honum þegar stóriðjuframkvæmdum lýkur og útflutningur áls hefst af fullum krafti. Ógerlegt er hins vegar að tímasetja hvenær möguleg gengislækkun verður. Gengi krónunnar hefur t.d. haldið hátt um langa hríð þrátt fyrir aðstæður sem líklegar eru til þess að valda þrýstingi til gengislækkunar til langs tíma lítið og töluvert umrót á alþjóðlegum fjármálamörkuðum undanfarið. Mikill vaxtamunur og skýr skilaboð Seðlabankans um áframhaldandi aðhaldssama peningastefnu hafa líklega ráðið mestu.

Þótt krónan hafi staðið af sér umrót og sveiflur ágústmanaðar er hættan á skyndilegum þrýstingi á gengið síður en svo liðin hjá. Hér er því sýnt sambærilegt frávíkisdæmi og í júlí, þótt gengislækkunin sé talin koma fram heldur seinna. Reiknað er með að gengi krónunnar lækki um samtals 20% á fyrsta og öðrum ársfjórðungi næsta árs og á sama tíma hækki vaxtaálag á erlendar skuldbindingar innlendra aðila um 1,5 prósentur. Rétt er að ítreka að 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 endurmati alþjóðlegra fjárfesta á fjárfestingaráhættu og almennri hækkun erlendra vaxta.

Gengislækkunin veldur því að innlend eftirspurn dregst meira saman á næsta ári en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Jákvæðara framlag utanríkisviðskipta verður hins vegar til þess að hagvöxtur verður heldur meiri og þar með framleiðsluspenna. Verðbólguþrýstingur eykst því og kallar á aðhaldssamari peningastefnu. Mynd 1 sýnir möguleg viðbrögð peningastefnunnar. Stýrivextir eru hækkaðir á öðrum fjórðungi næsta árs úr 13,3% í um 15% og er haldið nánast óbreyttum fram á seinni hluta ársins. Eftir það taka þeir að lækka. Stýrivextir eru hins vegar lækkaðir hægar en í grunnspánni og munar mest á stýrivaxtaferlunum um mitt ár 2009 þegar stýrivextir

samkvæmt fráviksdæminu eru um 9% en 5% í grunnspánni. Í lok spátímans eru vextir hins vegar orðnir svipaðir í báðum dæmunum. Viðbrögð peningastefnunnar við gengislækkun þurfa ekki að vera jafn harkaleg og í fráviksdæminu sem birtist í síðustu *Peningamálum*. Þá þurftu stýrivextir að hækka samtals um hátt í 1½ prósentu frá grunnspá. Það skýrist annars vegar af hærri stýrivöxtum í grunnspánni nú og hins vegar af því að gengislækkunin verður síðar en í júlídæminu þegar framleiðsluspenna er heldur minni og styttra í að slaki myndist.

Hæri stýrivextir koma ekki í veg fyrir að verðbólga aukist um sinn í kjölfar gengislækkunarinnar (mynd 2). Verðbólga nær hámarki á þriðja fjórðungi næsta árs í um 6% á sama tíma og hún er tæplega 4% í grunnspánni. Síðan dregur smám saman úr henni. Hún er orðin um 3% á síðasta ársfjórðungi 2009 í stað um 2½% í grunnspá og í lok spátímans er verðbólga við markmið eins og í grunddæminu.

Tilgangur þess að hækka stýrivexti í kjölfar gengislækkunarinnar er ekki að styrkja krónuna, heldur að koma í veg fyrir að raun-stýrivextir lækki óhóflega vegna aukinnar verðbólgu og að verðbólguvæntingar fari að hækka verulega þótt verðbólga aukist um sinn. Tímasetning lækkunar krónunnar skiptir því miklu máli. Gerðist hún meðan enn er mikil spenna í þjóðarbúskapnum er meiri hætta á því að lækkunin hafi viðvarandi áhrif á verðbólgu en ef hún yrði þegar framleiðsluþættir eru ekki að fullu nýttir. Þess vegna skiptir orsök gengislækkunar einnig máli. Lækki gengi af völdum neikvæðra framboðsskella, t.d. versnandi viðskiptakjara, þarf mildari viðbrögð en ef gengislækkunin stafar af hreinni eignatilfærslu, t.d. vegna endurmats alþjóðlegra fjárfesta á áhættu tengdri innlendum fjáreignum eins og lýst er í þessari rammagrein. Neikvæður framboðsskellur dregur úr almennri eftirspurn, sem vinnur á móti áhrifum gengislækkunar á verðbólgu. Þörf fyrir hækkun stýrivaxta verður því minni, einkum ef verðbólguvæntingar hafa trausta kjölfestu.

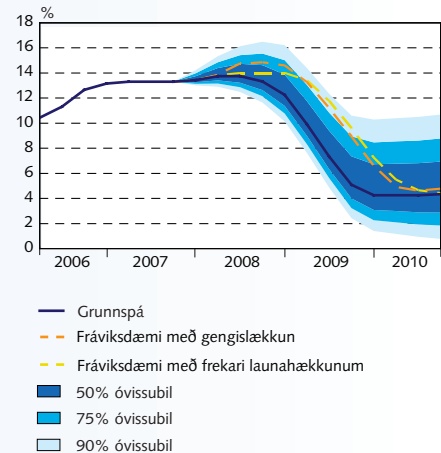
Leiði komandi kjarasamningar til meiri launahækkana en í grunnspá þarf hærri stýrivexti en þar er gert ráð fyrir

Spenna á innlendum vinnumarkaði, sem kemur fram í því að atvinnuleysi hefur um árabil verið langt undir áætluðu jafnvægisatvinnuleysi, hefur leitt til þess að launakostnaður á framleidda einingu hefur árum saman aukist langt umfram það sem samrýmist verðbólgu markmiðinu. Launapróunin er ein helsta ástæða mikillar verðbólgu undanfarin ár.

Um næstu áramót er fjöldi kjarasamninga laus og því aukin óvissa um launapróun næstu missera. Í grunnspánni er gert ráð fyrir nokkurri hækkun launa umfram það sem talið er samrýmast verðbólgu markmiðinu. Á þessu ári er gert ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu aukist um rúmlega 8%, samanborið við næstum 10% á síðasta ári. Á næsta ári er því spáð að launakostnaður á framleidda einingu aukist um rúmlega 4%, en að á árunum 2009 og 2010 hækki hann um u.þ.b. 2,5%, í takt við verðbólgu markmiðið (sjá nánar í kafla VI).

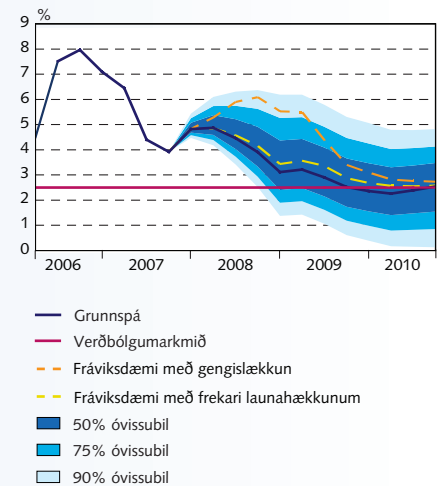
Í fráviksdæminu er reiknað með að samið verði um nokkru meiri hækkun launa, sem skriður upp launastigann eins og jafnan gerist þegar aðstæður á vinnumarkaði eru svipaðar og nú. Gert er ráð fyrir að laun hækki 2-4 prósentum meira en í grunnspánni frá því snemma á næsta ári og út árið 2009. Við það aukast ráðstöfunartekjur og því verður samdráttur einkaneyslu frá miðju næsta ári minni en í grunnspá. Vöxtur almennrar eftirspurnar verður því meiri sem og framleiðsluspenna. Verðbólguþrýstingur eykst óbeint sökum aukinnar eftirspurnar, en einnig beint vegna aukins launakostnaðar sem fyrirtæki velta að hluta út í verðlagið. Að óbreyttum stýrivöxtum eykst því verðbólga nokkuð. Til að koma í veg fyrir að verðbólga fari vaxandi eru stýrivextir hækkaðir um 0,25 prósentur snemma á

Mynd 1
Stýrivextir - fráviksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Verðbólga - fráviksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

næsta ári til viðbótar því sem lýst er í grunnspánni og er vöxtum haldið óbreyttum fram í byrjun árs 2009 þegar þeir taka smám saman að lækka. Vextir eru því nokkru hærri en í grunnspá þar til í lok spátímans. Hámarki nær munurinn á seinni hluta árs 2009. Þá eru stýrivextir í fráviksdæminu 9½% samanborið við 5% í grunnspánni (sjá mynd 1). Þessir stýrivextir duga til þess að dragi úr verðbólgu þannig að hún verði komin að markmiði í byrjun árs 2010, u.þ.b. hálfu ári seinna en í grunnspánni (sjá mynd 2). Þótt verðbólguþróunin sé svipuð og í grunnspánni kemur kostnaður mikillar launahækkunar hins vegar fram í mun hærri vöxtum meginhluta spátímans, en það leiðir að lokum til harkalegri samdráttar í þjóðarbúskapnum en í grunnspánni.

Hætta á því að lækkun á gengi krónu og óhóflegar hækkunir launa fari saman

Vegna þess að styrkur krónunnar hvílir á veikum stöðum og mikill skortur er á vinnuafli er það sérstakt áhyggjuefni að ofangreind frávik frá grunddæminu gætu magnað hvort annað. Lækki gengi krónunnar umtalsvert í aðdraganda kjarasamninga gæti það orðið til þess að herða á kröfum um hækkun launa til þess að ná fram auknum kaupmætti. Það gæti einnig leitt til þess að verðtryggingarákvæði verði sett í kjarasamninga. Verði það gert getur auðveldlega skapast vítahringur gengislækkana og launahækkana sambærilegur við það sem einkenndi áttunda og níunda áratug síðustu aldar. Til þess að rjúfa þennan vítahring verður að beita peningastefnunni af ákveðni. Það verður einungis gert með hærri stýrivöxtum. Óhjákvæmilegt er að frestun aðlögunar sem í meiri launahækkunum felst leiði að lokum til meiri samdráttar í þjóðarbúskapnum. Hækkun stýrivaxtaferilsins færir samdráttinn fyrst og fremst nær í tíma en stuðlar jafnframt að því að óhjákvæmileg aðlögun verði minni en ella ásamt því að tryggja að verðbólga haldist við verðbólguþröngun.

Viðbrögð peningastefnunnar við frávikum ráðast af trúverðugleika hennar

Fráviksdæmin hér að framan ber ekki að skoða sem spár heldur tæki til þess að varpa ljósi á áhrif helstu óvissuþátta grunnspárinnar á verðbólguhorfur og möguleg viðbrögð peningastefnunnar við frávikum. Hve sterk viðbrögðin þurfa að vera ræðst að nokkru leyti af trúverðugleika peningastefnunnar. Skorti traust á að Seðlabankinn hafi vilja eða getu til þess að halda verðbólgu í nánd við markmið þarf kröftugri viðbrögð. Í fráviksdæmunum er því fólgin mikil óvissa ekki síður en í grunnspánni. Mestu varðar hins vegar að brugðist sé við óvissuþáttum með kerfisbundnum og fyrirsjáanlegum hætti.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþár 2007/3

Tafla 1 Þjóðhagsspá

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹				
		Spá				
	2006	2006	2007	2008	2009	2010
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar						
Einkaneysla	685,6	4,4 (4,6)	3,6 (1,0)	-1,7 (-3,2)	-6,5 (-5,3)	-1,5
Samneysla	285,4	3,9 (2,9)	3,2 (3,0)	3,4 (3,0)	3,0 (3,0)	3,0
Fjármunamyndun	388,0	19,8 (13,0)	-19,5 (-25,6)	-15,3 (-15,8)	-11,4 (-8,9)	11,5
Atvinnuvegafjárfesting	271,0	20,0 (13,8)	-30,7 (-37,7)	-28,3 (-30,2)	-22,7 (-14,1)	24,4
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	75,2	17,8 (17,2)	9,5 (1,2)	1,9 (-9,2)	-4,3 (-9,9)	-3,0
Fjárfesting hins opinbera	41,9	22,3 (0,8)	2,0 (5,9)	14,0 (37,7)	10,5 (4,5)	4,7
Þjóðarútgjöld	1.372,5	9,2 (7,4)	-3,4 (-6,2)	-3,7 (-4,6)	-5,7 (-4,3)	2,2
Útflutningur vöru og þjónustu	374,0	-5,1 (-5,6)	4,2 (12,0)	14,1 (9,5)	5,0 (5,5)	5,2
Innflutningur vöru og þjónustu	583,6	10,1 (8,8)	-8,6 (-9,0)	-0,1 (-4,9)	-4,9 (-2,1)	4,6
Verg landsframleiðsla	1.162,9	4,2 (2,6)	0,9 (0,2)	0,4 (0,8)	-2,0 (-1,4)	2,3
Aðrar lykilstærðir						
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-25,5 (-26,9)	-18,0 (-15,4)	-14,4 (-11,5)	-10,5 (-8,8)	-10,0
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		4,1 (3,3)	1,9 (0,4)	-0,3 (-0,7)	-4,1 (-3,4)	-3,4
Launakostnaður á framleidda einingu (breyting milli ársmeðaltala)		9,4 (8,9)	8,3 (7,8)	4,2 (3,4)	2,0 (3,5)	2,5
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (breyting milli ársmeðaltala)		6,0 (5,1)	5,6 (5,0)	-2,8 (-2,2)	-2,8 (-1,5)	0,7
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,3 (1,3)	1,1 (1,5)	2,7 (3,0)	4,2 (4,3)	4,0
Stýrivextir og gengi						
Stýrivextir (%)		11,9 (11,9)	13,3 (13,3)	13,3 (12,4)	6,7 (7,3)	4,1
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla (31/12 1991 = 100)		121,4 (121,4)	118,0 (117,4)	118,8 (119,5)	127,3 (127,9)	135,8

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2007/2.

Tafla 2 Verðbólguþár

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

Viðauki 2

Könnun á mati sérfræðinga á fjármála- markaði á horfum í efnahagsmálum

Fyrir hverja útgáfu *Peningamála* kannar Seðlabankinn mat sérfræðinga á horfum í efnahagsmálum. Könnunin var gerð um miðjan október og voru þátttakendur Askar Capital hf. og greiningardeildir Glitnis hf., Kaupþings hf. og Landsbanka Íslands hf. Helstu breytingar frá spá sömu aðila í júní sl. eru að þeir spá heldur meiri verðbólgu og hærri stýrivöxtum á spátímanum. Einnig búast þeir við meiri hagvexti á þessu ári en heldur minni á næstu tveimur árum.

Meiri verðbólga á þessu og næsta ári

Verðbólguhorfur á spátímanum hafa versnað frá því í sumar. Nú þegar langt er liðið á árið spá sérfræðingarnir að verðbólga verði tæp 5% milli ársmeðaltala 2006 og 2007, ½ prósentu meiri en í síðustu könnun. Þeir reikna að meðaltali með 4,2% verðbólgu milli ársmeðaltala 2007 og 2008, líkt og í grunnspá Seðlabankans. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að verðbólgu markmiðinu verði náð á árinu 2009 og að verðbólga milli ársmeðaltala verði 2,7%. Meðalspá sérfræðinganna hljóðar upp á 3,2% verðbólgu árið 2009 og 2,8% verðbólgu árið 2010. Í grunnspá Seðlabankans er verðbólgan við markmið bankans árið 2010. Þess ber að gæta að í grunnspánni er peningastefnan mun aðhaldssamari á næsta ári en í spám sérfræðinganna. Einn svarenda telur þó að verðbólgu markmiðið náist á næsta ári vegna töluverðrar lækkunar fasteignaverðs.

Aukinn hagvöxtur á spátímanum

Sérfræðingarnir spá að meðaltali 2,2% hagvexti á þessu ári sem er nokkur hækkun frá því í sumar. Á næstu tveimur árum gera þeir ráð fyrir að árlegur hagvöxtur verði rúmlega 2½% og aukist í rúm 3% árið 2010. Athygli vekur að ofangreind verðbólguhjöðnun á spátímanum eigi að eiga sér stað án aðlögunar þjóðarbúskaparins. Þessar hagvaxtarhorfur eru töluvert frábrugðnar grunnspá Seðlabankans. Spáð er tæplega 1% hagvexti á þessu ári og ½% á því næsta. Á árinu 2009 er síðan búist við 2% samdrætti. Spáð er að hagvöxtur aukist á ný árið 2010 og nemi tæpum 2½%. Reyndar eru sérfræðingarnir nokkuð ósammála um horfur fyrir árið 2009 og liggja svörin á bilinu 1,5-4%. Einnig er rétt að hafa í huga að ólíkt Seðlabankanum gera sérfræðingarnir ráð fyrir stóriðjuframkvæmdum í sínum spám.

Sérfræðingarnir spá tiltölulega sterkri krónu út spátímann

Mikið flökt hefur verið á gengi krónunnar undanfarna mánuði vegna óróa á fjármálamörkuðum. Sérfræðingarnir eru sammála um að gengi krónunnar lækki nokkuð á næsta ári og spá því að gengisvísitalan verði að meðaltali tæplega 125 stig að ári liðnu. Flestir reikna með að gengi krónunnar hækki á ný þegar líður á spátímann og haldist tiltölulega sterkt út tímabilið. Að meðaltali spá þeir að gengisvísitalan verði 123

stig eftir tvö ár. Gengisferillinn í grunnspá Seðlabankans er nokkuð frábrugðinn. Samkvæmt honum helst gengi krónunnar hátt út næsta ár og tekur að lækka árið 2009. Gengisvísitalan er að meðaltali tæp 119 stig á næsta ári en 127 stig á árinu 2009.

Búist við lækkun stýrivaxta á öðrum fjórðungi næsta árs

Stýrivextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í 13,3% síðan í desember 2006. Sérfræðingarnir spá því að þeir verði að meðaltali 11½% eftir eitt ár, 8½% eftir tvö ár og síðan nánast óbreyttir út spátímann. Til skamms tíma er stýrivaxtaspaín nokkurn veginn í samræmi við birtan stýrivaxtaferil í síðustu *Peningamálum*. Þeir búast allir við vaxtalækkun á öðrum fjórðungi næsta árs en í síðustu könnun áttu þeir von á henni í lok þessa árs.

Ólík sýn á þróun fasteignaverðs

Sérfræðingarnir hafa nokkuð ólíka skoðun á þróun húsnæðisverðs. Að meðaltali reikna þeir með tæplega 2% verðhækkun á næstu tólf mánuðum. Einn svarenda spáir þó tæplega 9% verðlækkun húsnæðis og annar 10% verðhækkun. Mat sérfræðinganna á langtímahorfum er einnig nokkuð mismunandi en að meðaltali spá þeir að árshækkunin nemi 3% í lok ársins 2009.

Hlutabréfaverð hefur sveiflast mikið undanfarna mánuði líkt og gengi krónunnar. Að meðaltali spá sérfræðingarnir því að úrvalsvísitalan standi í tæpum 9.500 stigum eftir eitt ár og rúmlega 11.000 eftir tvö ár. Spáin er nánast óbreytt frá síðustu könnun í júní sl.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2007			2008			2009			2010		
	Meðal- tal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðal- tal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðal- tal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðal- tal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (milli ársmt.)	4,9	4,9	5,0	4,2	3,5	4,5	3,2	2,7	3,7	2,8	2,2	3,8
Hagvöxtur	2,2	1,5	2,7	2,6	2,0	3,7	2,7	1,5	4,0	3,3	2,1	4,0

	Október 2008			Október 2009			Október 2010		
	Meðal- tal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðal- tal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðal- tal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga	3,4	2,0	4,5	3,0	2,7	3,3	2,8	2,5	3,8
Gengisvísit. erl. gjaldmiðla	125	123	126	123	118	127	122	117	130
Stýrivextir Seðlabankans	11,5	10,8	12,0	8,5	8,0	9,5	8,5	7,0	9,5
Langtímanafnvextir ²	8,9	8,7	9,2	8,3	8,0	8,5	8,1	7,6	8,7
Langtímaraunvextir ³	4,3	4,2	4,5	4,0	3,8	4,2	4,1	4,0	4,3
Úrvalsvísitala aðallista	9.451	7.500	10.600	11.089	9.000	12.700	12.638	10.000	15.000
Ársbreyting fasteignaverðs	1,7	-8,7	10,0	3,1	-0,5	6,0	2,9	0,0	7,0

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 Askar Capital hf. og 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.

Viðauki 3

Mat á jafnvægisraungengi íslensku krónunnar

Í nýlegri skýrslu leitast Robert Tchaidze frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum (IMF) við að meta jafnvægisraungengi íslensku krónunnar.¹ Til þess notar hann þrjár aðferðir sem þróaðar hafa verið hjá sjóðnum. Þessar aðferðir nefnast þjóðhagslegt jafnvægi (e. macroeconomic balance), jafnvægisraungengi (e. equilibrium real exchange rate) og ytri sjálfbærni (e. external sustainability). Tvær fyrstnefndu aðferðirnar byggjast á aðfallsgreiningu þar sem leitað er að tölfræðilega marktækum samböndum á milli jafnvægisviðskiptahalla og jafnvægisraungengis og annarra þátta í hagkerfinu með þverskurðargögnum fyrir mjög mörg lönd (e. cross-country analysis), þó ekki Ísland. Síðasttalda aðferðin byggist á útreikningi á þeim viðskiptahalla (afgangi) sem samrýmist tiltekinni skuldastöðu og ávöxtun eigna og skulda.

Þjóðhagslegt jafnvægi

Þessi aðferð gengur út á að nota tölfræðilegar aðferðir til að skýra þróun viðskiptajafnaðar ríkis. Eftirfarandi jafna er talin best:

$$VJ^*/VLF = 0,19 \times JOF/VLF - 0,14 \times F_{65} - 1,22 \times DF + 0,23 \times VJ_{ol}/VLF + 0,02 \times HT + 0,02 \times HEE/VLF$$

þar sem VJ^* er jafnvægisviðskiptajöfnuður, VLF verg landsframleiðsla, JOF jöfnuður í fjármálum hins opinbera, F_{65} hlutfall fjölda íbúa yfir 65 ára aldri á móti fjölda 30-64 ára, DF vöxtur fólksfjölda, VJ_{ol} viðskiptajöfnuður fyrir olíu, HT hlutfallslegar tekjur á mann leiðréttar fyrir mismun í verðlagi og HEE hreinar erlendar eignir.

Matsjafnan er notuð til að spá fyrir um jafnvægisviðskiptajöfnuð miðað við forsendur í hagspá IMF fyrir árið 2012.² Útkoman er að viðskiptahalli upp á 1-2,2% af VLF samrýmist jafnvægi. IMF spáir því að viðskiptahallinn á Íslandi árið 2012 verði 5,6% af VLF . Til þess að hallinn minnki niður í jafnvægisgildið þarf raungengið að vera 17-23% lægra en meðalraungengi ársins 2006.

Jafnvægisraungengi

Þessi aðferð gengur út á að nota tölfræðilegar aðferðir til að skýra þróun raungengis. Eftirfarandi jafna er talin best:

$$\ln(RG^*) = \text{fasti} + 0,04 \times HEE/[(X + M)/2] + 0,15[\ln(Pr_T) - \ln(Pr_{NT})] + 0,46 \times \ln(VKJ) + 2,64 \times G/VLF$$

1. Sjá R. Tchaidze (2007), „Estimating Iceland's real equilibrium exchange rate”, IMF Working Papers, væntanleg. Ítarlega hefur verið fjallað um gengisvísitölur og raungengi á innlendum vettvangi í greinunum: „Gengisvísitölur: Hvað mæla þær?”, *Peningamál* 2005/3, bls. 62-65; „Raungengi í sögulegu og alþjóðlegu ljósi”, *Peningamál* 2005/1, bls. 67-70; og í Arnór Sighvatsson „Jafnvægisraungengi krónunnar: Er það til?”, *Fjármálatíðindi*, 2000, 47. árgangur, bls. 5-22.
2. Þessar hagspár birtast í ritinu *World Economic Outlook*. Tölur í skýrslunni eru úr því hefti sem birt var í máí sl.

þar sem \ln stendur fyrir náttúrulegan lógaritma, RG^* er jafnvægisraungengi, HEE hreinar erlendar eignir, X er útflutningur, M er innflutningur, Pr_T er hlutfallsleg framleiðni í samkeppnisvörum (e. tradables), Pr_{NT} er hlutfallsleg framleiðni í heimavörum (e. nontradables), VKJ eru viðskiptakjör og G er samneysla.

Þegar þessi jafna er notuð til að spá fyrir um jafnvægisraungengi á Íslandi miðað við forsendur í spám IMF fyrir árið 2012 fæst að jafnvægisraungengið sé 95-98 stig en gildi vísitölunnar árið 2006 var 106,7. Til að komast í jafnvægi þyrfti raungengið því að lækka um 8-11% frá því sem það var að meðaltali árið 2006.

Ytri sjálfbærni

Efnahagsástand þar sem erlendar skuldir vaxa hraðar en framleiðsla og tekjur er ekki sjálfbært. Hins vegar er hægt að viðhalda tilteknu skuldahlutfalli óendanlega lengi ef tiltekið skilyrði er uppfyllt. Ef hreinar erlendar eignir í lok árs t eru HEE_t , nafnvextir á þessa stærð eru i^N og TB_t er mismunur út- og innflutnings gildir að:

$$HEE_t = TB_t + (1 + i^N)HEE_{t-1}$$

Ef VLF vex um n og HEE vex um sama hlutfall þannig að hlutfallið HEE/VLF helst óbreytt, gildir að: $HEE_{t-1} = HEE_t/(1 + n)$ og má þá umrita formúluna hér fyrir ofan þannig:

$$TB_t = -(i^N - n)HEE_t/(1 + n)$$

Í skýrslu Tchaidze er eignum og skuldum skipt upp í beina fjárfestingu og hlutafé (eign er E_A en skuld E_L) annars vegar og skuldabréf, lán og innistæður (eign er D_A en skuld D_L) hins vegar. Samkvæmt því má rita:

$$TB_t = [-(i^{EA} - n)E_{At} - (i^{DA} - n)D_{At} + (i^{EL} - n)E_{Lt} + (i^{DL} - n)D_{Lt}]/(1 + n)$$

þar sem i^{EA} , i^{DA} , i^{EL} , og i^{DL} eru nafnávöxtun viðkomandi eigna og skulda. Forsendur um hagvöxt og ávöxtun eru byggðar á spá IMF fyrir árið 2012. Þegar þessar tölur eru settar inn í jöfnuna ásamt erlend- um eignum og skuldum Íslendinga fæst jafnvægisgildi á mismun út- og innflutnings (TB) í hlutfalli af VLF . Í skýrslu Tchaidze er hrein eign Íslendinga talin hafa verið -93% af VLF í lok árs 2004 en -144% í lok ársins 2006. Ef miðað er við fyrri töluna fæst að TB/VLF sé -0,8% í jafnvægi en ef miðað er við seinni töluna fæst að jafnvægisgildið sé -2,1%. Ástæðan fyrir því að jafnvægisgildið lækkar þegar hrein eign minnkar, gagnstætt því sem eðlilegt mætti telja, er að í forsendum skýrslunnar er gert ráð fyrir að ávöxtun af hlutafjáreign sé tiltölulega há og að ávöxtun af fjárfestingu Íslendinga erlendis sé hærri en ávöxtun af fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi. Í forsendunum er gert ráð fyrir að $i^{EA} - n = 2,8\%$, $i^{EL} - n = 1,5\%$ og $i^{DA} - n = i^{DL} - n = 0,6\%$ þar sem n er árlegur vöxtur VLF .

Í spá IMF er gert ráð fyrir að mismunur út- og innflutnings árið 2012 verði -4,3% af VLF . Til að minnka hallann í -0,8% af VLF þyrfti raungengið að vera 18% lægra og til að minnka hallann í -2,1% af

VLF þyrfti raungengið að vera 11% lægra en það var að meðaltali á árinu 2006.

Í skýrslunni er bent á margvíslega fyrirvara sem nauðsynlegt sé að hafa í huga þegar niðurstöðurnar eru skoðaðar: gögnin séu ónákvæm, spárnar sem byggð er á ónákvæmar og aðferðafræðin ekki óumdeild. Hins vegar hljóti það að vera umhugsunarefni að þessar mismunandi aðferðir leiða til nokkuð svipaðra niðurstaðna: raungengi íslensku krónunnar sé of hátt og þyrfti að lækka um 8-23% til að tryggja ytra og innra jafnvægi í þjóðarbúskapnum.

Samkvæmt útreikningum Seðlabankans var raungengið í ágúst sl. um 2½% yfir meðaltalsgildi ársins 2006. Til að komast í jafnvægisstöðu samkvæmt niðurstöðum Tchaidze þyrfti raungengið að vera u.þ.b. 10-25% lægra en það var í ágúst. Til þess að framkalla þessa lækkun raungengis þyrfti gengisvísitalan að fara úr 119,9, sem var meðaltalsgildi hennar í ágúst sl., niður í gildi á bilinu 134 (ef miðað er við 10% lækkun raungengis) til 160 (ef miðað er við 25% lækkun raungengis). Í þessum útreikningum er hins vegar ekki tekið tillit til neinna áhrifa gengisbreytinga á verðlag. Þar sem lækkun nafngengisins leiðir til þess að verðlag hækkar þarf að lækka nafngengið meira til að ná fram sömu raungengislækkun. Ef miðað er við að lækkun gengisins komi fram í verðlagi með væginu 0,4 eins og hagamælingar benda til þarf gengisvísitalan að fara í 143-187 til að raungengið komist í jafnvægi samkvæmt skýrslu Tchaidze. Rétt er að ítreka að niðurstöðurnar í skýrslu Tchaidze eru afar óvissar. Þeim er ætlað að varpa ljósi á jafnvægisgildi raungengisins en raungengið kann að aðlagast langtímajafnvægi sínu á mjög löngum tíma og í aðlögunarferlinu gæti það farið niður fyrir langtímajafnvægisgildi sitt.