



PENINGAMÁL

2006 • 2

Efnisyfirlit

- 3 *Inngangur*
Verri verðbólguhorfur kalla á mun meira aðhald
- 5 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*
Verðbólguhorfur versna sakir gengislækkunar og vaxandi launakostnaðar
Rammagreinar:
Enn er mikil óvissa um frekari stóriðjuframkvæmdir 23
Endurskoðun kjarasamninga 35
Grunnskipti vísitölu neysluverðs 44
Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum 46
Breytt framsetning þjóðhags- og verðbólguþáttar 51
- 61 *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans*
Innlendir markaðir róast
- 69 *Ögrandi tímar*
Davið Oddsson
- 75 *Um útreikning á gjaldmiðlavogum*
Guðrún Yrsa Richter og Daniel Svavarsson
- 89 *Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins*
- 93 *Peningastefnan og stjórnþæki hennar*
- 95 *Annáll efnahags- og peningamála*
- 99 *Töflur og myndir*

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Ritnefnd: Arnór Sighvatsson, formaður

Ingimundur Friðriksson

Sturla Pálsson

Sveinn E. Sigurðsson

Tómas Örn Kristinsson

Tryggvi Pálsson

Rannveig Sigurðardóttir

Helga Guðmundsdóttir

Bernard Scudder

Skoðanir sem fram koma í höfundarmerktum greinum eru höfunda og þurfa ekki að endurspegla stefnu Seðlabanka Íslands.

27. rit. Júlí 2006

Prentun og bókband: Gutenberg ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

ISSN 1605-9468

Öllum er frjálst að nota efni úr Peningamálum en þess er óskað að getið sé heimildar.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Inngangur

Verri verðbólguhorfur kalla á mun meira aðhald

Verðbólguhorfur hafa versnað enn frekar frá síðustu hækkun stýrivaxta Seðlabanka Íslands. Þegar verðbólguþátturinn sem hér er birtur var gerður var gengi krónunnar u.þ.b. 12% lægra en í spánni sem birtist í *Peningamálum* í lok mars um leið og bankinn hækkaði stýrivexti um 0,75 prósentur og u.þ.b. 6% lægra en í maí þegar bankinn hækkaði vexti enn um 0,75 prósentur. Gengislækkunin hefur þegar leitt til mun meiri verðbólgu og mun gera áfram á næstu mánuðum. Samkomulag Samtaka atvinnulífsins og Alþýðusambands Íslands í júní eykur einnig á verðbólguþrýstinginn. Launakostnaður á framleidda einingu hefur um langt skeið hækkað mun meira en til lengdar samrýmist verðbólgu-markmiðinu. Viðbótarlaunahækkun, sem nú hefur verið samið um, eykur á verðbólguþrýsting um sömu mundir og yfirstandandi ofpensluskeið nær hámarki. Lægstu laun hækka mikið. Við núverandi aðstæður á vinnumarkaði er hætt við að launahækkunin dreifist upp launastigann. Kaupmáttur er nú þegar meiri en framleiðslugeta þjóðarvaxta stendur undir. Hækkunin í júlí eykur kaupmátt um skamma hríð, en ástæða er til að óttast að rýrnun kaupmáttar fylgi í kjölfarið, sökum aukinnar verðbólgu umfram hækkun launa eða minnkandi atvinnu. Að óbreyttum stýrivöxtum er líklegt að hin mikla hækkun launa valdi aukinni verðbólgu, fyrst vegna kostnaðarþrýstings en síðar einnig vegna áhrifa á eftirspurn og gengi krónunnar.

Mat Seðlabankans á verðbólguhorfum er nú sett fram með öðrum hætti en gert hefur verið hingað til. Í svokallaðri grunnspá er tekið mið af væntingum markaðarins og spám greiningaraðila um framvindu stýrivaxta í stað þess að gera ráð fyrir að þeir haldist óbreyttir frá spádegi. Verðbólga eykst samkvæmt þessum forsendum í því sem næst 11% á síðasta fjórðungi ársins, helst nálægt því fram á mitt næsta ár, tekur þá að lækka en er enn langt yfir markmiði bankans í lok spátímabilsins. Samkvæmt grunnspánni verður verðbólgan u.þ.b. 5 prósentum meiri um miðbik spátímans og 2 prósentum meiri við lok hans en gert var ráð fyrir í marsspánni. Þetta eru ekki viðunandi horfur. Fráviksspá með töluvert meiri hækkun stýrivaxta sýnir hins vegar að með aðhaldssamari peningastefnu mætti ná verðbólgu markmiðinu eftir u.þ.b. tvö ár, þótt til skamms tíma séu áhrifin á verðbólgu ekki mikil. Horft til lengri tíma leiðir aðhaldssamari peningastefna ekki til meiri samdráttar í þjóðarvaxtum en aðlögunin verður fyrr á ferðinni, sem stuðlar að minni verðbólgu og kaupmáttarrýrnun en ef aðhaldið væri slakara.

Þjóðhags- og verðbólguþátturinn eru ekki nákvæm vísindi og niðurstöðum einstakra líkana ber ævinlega að taka með fyrirvara. Þær gefa hins vegar hugmynd um það sem framundan kann að vera. Tvennt gæti öðru fremur orðið til þess að stýrivextir þurfi ekki að fara jafn hátt og verðbólguþátturinn gefur til kynna. Í fyrsta lagi gæti miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið gerst hraðar en til þessa. Í öðru lagi er hugsanlegt að hraðar dragi úr eftirspurn og framleiðsluspennu en nú

er gert ráð fyrir, t.d. ef verðlag fasteigna lækkar meira en gert er ráð fyrir í spánni. Aukið aðhald í opinberum fjármálum getur einnig hjálpað til. Að svo stöddu er erfitt að meta áhrif þeirra aðgerða sem tilkynntar hafa verið en öll viðleitni til aukins aðhalds skiptir máli.

Á móti kemur að gengisþróunin gæti orðið óhagstæðari en gert er ráð fyrir í spám bankans. Líklegt er að þrýstings gæti á gengi krónunnar í ljósi gríðarlegs viðskiptahalla og horfur eru á að hann verði meiri í ár en áður var spáð. Hins vegar eru horfur á að hallinn minnki hratt á næstu tveimur árum. Verði gengisþróunin óhagstæðari en felst í spánum gæti verðbólgan orðið enn meiri og hærri stýrivexti þurft en ella til þess að hemja hana. Seðlabankinn mun fylgjast náið með þessum og öðrum vísbendingum sem hafa munu áhrif á ákvörðun stýrivaxta á næstu misserum.

Miðað við upplýsingar sem liggja fyrir er ljóst að núverandi aðhald peningastefnunnar dugir ekki til að verðbólguþröngun náist innan viðunandi tímamarka. Reyndar má ætla að töluvert hafi slaknað á aðhaldinu undanfarna mánuði. Verðbólguvæntingar hafa aukist og vegið á móti 1,75 prósentna hækkun stýrivaxta það sem af er ári. Raunstýrivextir eru því svipaðir eða lægri en þeir voru í byrjun ársins, eftir því við hvaða mælikvarða er miðað. Sé miðað við liðna verðbólgu hafa raunstýrivextirnir ekki verið lægri frá því síðla árs 2004. Gengi krónunnar lækkaði mikið framan af ári og áhrif þess hafa þegar komið í ljós í minna aðhaldi að launaþróun. Þar eð verðbólguvæntingar hafa aukist hafa hærri stýrivextir ekki haft mikil áhrif á vexti verðtryggðra útlána til þessa, þótt framvindan undanfarnar vikur sé í rétta átt.

Verðbólga langt yfir markmiði, mun lakari verðbólguhorfur en í síðustu spá Seðlabankans og vaxandi verðbólguvæntingar benda ótvírætt til að hækka þurfi stýrivexti umtalsvert enn, þótt mikil óvissa ríki um hve hátt þeir þurfi að fara til að kveða niður verðbólguna. Meðan ekki liggja fyrir öruggar vísbendingar um að verðbólgan hjaðni hraðar en nú eru horfur á mun Seðlabankinn því halda áfram að hækka vexti. Bankastjórn Seðlabankans hefur því ákveðið að hækka vexti nú um 0,75 prósentur. Bankastjórnin hefur jafnframt ákveðið að meta þörf fyrir frekara aðhald um miðjan ágúst og tilkynna ákvörðun um stýrivexti.

Verðbólguhorfur versna sakir gengislækkunar og vaxandi launakostnaðar

Verðbólguhorfur hafa versnað mikið frá því að Peningamál komu út hinn 30. mars sl. Það má rekja til þess að gengi krónunnar lækkaði á sama tíma og innlend eftirspurn jókst hratt og vaxandi spennu gætti á vinnumarkaði. Þótt gengisaðlögunin hafi verið óhjákvæmileg og gengi krónunnar sé nú nokkurn veginn í samræmi við langtímaþjófnefni í gengismálum hófst hún fyrr og var hraðari en æskilegt er frá sjónarhóli verðbólguþróunarinnar. Verðbólguáhrif gengisbreytingarinnar hafa þó aðeins komið fram að hluta og gætu komið hraðar fram ef gengi krónunnar lækkar frekar. Samkomulag sem nú hefur verið gert um hækkun launa umfram það sem samið var um árið 2004, ýtir enn frekar undir verðbólguþróunina við núverandi skilyrði. Þótt nokkur teikn séu á lofti um að draga muni úr vexti eftirspurnar á næstunni er enn ekki unnt að fullyrða að veruleg þáttaskil hafi orðið. Ójafnvægi í þjófnefnum er það mikið að líklega er óhjákvæmilegt að eftirspurn dragist verulega saman áður en jafnvægi næst á ný. Aðhaldssamari peningastefna gæti flýtt aðlöguninni og þannig gert hana mildari til langs tíma lítið. Auknar verðbólguvæntingar og gengislækkun hafa að undanfögnu dregið úr aðhaldsáhrifum stýrivaxta. Jafnvel þótt stýrivextir hækki í takt við væntingar markaðs- og greiningaraðila eru hverfandi líkur á að verðbólguþróunin náist innan tveggja ára. Með umtalsverðri hækkun stýrivaxta eru hins vegar horfur á að verðbólguþróunin geti náðst innan ásettans tíma.

I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþróunar

Breytt framsetning þjóðhags- og verðbólguþróunar

Þjóðhags- og verðbólguþróun Seðlabankans er með breyttu sniði í þessu hefti *Peningamála*. Fram til þessa hefur megináherslan verið á spá, sem byggðist á því að stýrivextir héldust óbreyttir út spátímabilið og að gengisvísitala krónunnar breyttist ekki frá spádegi. Nú er megináherslan hins vegar á spá sem byggist á vaxtaferli sem endurspeglar væntingar markaðs- og greiningaraðila um þróun stýrivaxta á næstu misserum. Gengi krónunnar er spáð með þjóðhagslíkani bankans eins og öðrum hagstærðum. Þessi spá kallast nú grunnspá.

Birtar eru tvær fráviksspár. Í hinni fyrri er gert ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum út spátímabilið. Hún er því sambærileg við þá spá sem áður var kölluð grunnspá, nema að því leyti að gengi krónunnar er ekki haldið föstu á spátímanum heldur er því spáð út frá samspili óvarins vaxtaþjófnefnis og fráviks frá kaupmáttarþjófnefni. Seinni fráviksspáin er sambærileg við spá sem Seðlabankinn birti í síðasta hefti *Peningamála* en í henni er gert ráð fyrir að bankinn fylgi peningastefnureglu sem tryggir að verðbólguþróunin verði náð á spátímabilinu.

Tilgangurinn með því að birta þrjá verðbólguþróunir er meðal annars að draga úr áherslu á einstaka ferla, en slíkt endurspeglar betur þá óvissu sem óhjákvæmilega ríkir um efnahagsþróunina, sérstaklega við núverandi aðstæður. Raunsæi og innra samræmi grunnspár ætti jafnframt að batna þegar ekki er lengur byggt á að stýrivextir og gengi krónunnar séu óbreytt út spátímabilið. Nánar er fjallað um breytta framsetningu á spám og rökin fyrir henni í rammagrein VIII-3.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 30. júní 2006, en spár byggjast á upplýsingum til 19. júní.

Í umfjöllun um efnahagsframvinduna í megintextanum er tekið mið af spáferlunum þemur en gengið er út frá grunnspánni þegar fjallað er um helstu óvissuþætti verðbólguþáttarinnar.

Í þessu hefti *Peningamála* er birt verðbólguþáttur til annars ársfjórðungs 2008 og þjóðhagsspá fyrir árið 2008 er nú birt í fyrsta sinn. Ítarlegra yfirlit um þróun helstu hagstærða í grunnspánni er að finna í töflu 1 í töfluviðauka.

Horfur á ívið meiri hagvexti í ár og áfram útlit fyrir að dragi úr hagvexti á næstu árum ...

Samkvæmt grunnspá Seðlabankans eru horfur á að innlend eftirspurn og hagvöxtur verði heldur meiri í ár en spáð var í síðustu *Peningamálum*, þrátt fyrir að dragi úr vexti útflutnings frá því sem þá var talið. Hins vegar eru horfur á að heldur meira dragi úr innlendri eftirspurn á næsta ári. Munar þar mestu um töluvert minni íbúðafjárfestingu en áður var spáð. Minni vöxt innlendrar eftirspurnar má að mestu rekja til þess að stýrivextir eru að meðaltali um prósentu hærrí á næsta ári en miðað var við í grunnspánni í mars. Á móti kemur töluvert meiri samdráttur innflutnings sem, ásamt kröftugum útflutningsvexti, veldur því að hagvöxtur á næsta ári verður heldur meiri en spáð var síðast, eða rétt undir 2%. Á árinu 2008 eru hins vegar horfur á að innlend eftirspurn dragist töluvert saman og að lítills háttar samdráttur verði í landsframleiðslu, þrátt fyrir stórauðinn álútflytning.

Samdráttur er raunar óhjákvæmilegur ef jafnvægi á að nást í þjóðarþúskapnum sæmilega fljótt. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir heldur minni framleiðsluspennu nú en áður, sem rekja má til endurskoðunar sögulegra gagna um fjármagnsstofninn, eru áfram horfur á að töluvert spennan verði á þessu og næsta ári. Hún mun hins vegar hverfa þegar líður á árið 2008 og þá mun myndast smávegis slaki.

... en verðbólguhorfur hafa versnað verulega

Þrátt fyrir að spennan í hagkerfinu sé líklega minni en áður var talið og að hún muni smám saman hverfa á næstu árum, hafa verðbólguhorfur versnað verulega frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Að hluta skýrist það af töluverðri gengislækkun krónunnar, en í grunnspánni er gert ráð fyrir tæplega 9% lægra gengi krónunnar á þessu ári og rúmlega 11% lægra gengi á næsta ári en gert var í mars spánni en gengislækkunin var að mestu leyti komin fram þegar spáin var gerð. Það felur í sér að gengisvísitala erlendra gjaldmiðla er rúmlega 131 stig í lok spátímabilsins, þannig að gengi krónunnar er tæplega 2½% veikara en það er við upphaf spátímans.

Horfur eru einnig á að launakostnaður aukist mun hraðar á næstu misserum en reiknað var með í fyrri spám Seðlabankans. Má m.a. rekja það til nýlegs samkomulags aðila vinnumarkaðar. Í grunnspánni er reiknað með að launakostnaður á framleidda einingu hækki um 7-8% á þessu og næsta ári og um rúmlega 4% árið 2008. Svo mikil hækking launakostnaðar á framleidda einingu felur óhjákvæmilega í sér mikinn verðbólguþrýsting sem gæti stuðlað að því að hærri verðbólguvæntingar festi rætur og kyndi enn frekar undir verðbólgu.

Það sem af er ári hefur Seðlabankinn vanspáð verðbólgu umtalsvert. Áhrifa lægra gengis krónunnar en miðað var við í mars hefur

gætt nokkuð hratt í verðlagi. Verðbólgan er nú þegar orðin meiri en Seðlabankinn spáði að hún yrði mest í síðustu *Peningamálum*. Horfur eru á að hún haldi áfram að aukast og verði tæplega 11% í lok þessa árs. Eftir það tekur heldur að draga úr verðbólgu og verður hún komin niður í tæplega 7% eftir tvö ár, sem er tæplega tveimur prósentum meiri verðbólga í lok spátímans en spáð var í mars. Þá var hins vegar reiknað með óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar á spátímanum. Í fráviksspá með lækkandi gengi krónunnar, sem birt var í mars, fór verðbólgan hins vegar í tæplega 6%. Því má ljóst vera að verðbólguhorfur eru algerlega óviðunandi á öllu spátímabilinu.

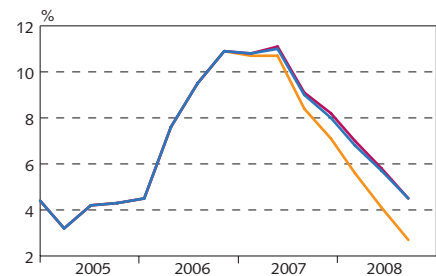
Hagvaxtarhorfur samkvæmt fráviksdæmum svipaðar framan af en hraðar dregur úr umsvifum verði aðhald peningastefnunnar aukið ...

Spáferlarnir þrír sýna mjög svipaðar efnahagshorfur fyrir þetta ár. Þegar líða tekur á spátímabilið dregur hins vegar töluvert meira úr innlendra eftirspurn og hagvexti í fráviksdæminu með peningastefnureglu, enda hækka vextir skarpt í því dæmi til að verðból gumarkmiðið náist við lok spátímans. Í grunnspánni og í fráviksspá þar sem gert er ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum er aðhald peningastefnunnar hins vegar of lítið, sem veldur hægari aðlögun að jafnvægi. Að lokum er samdráttur hins vegar óhjákvæmilegur hvort heldur aðhald peningastefnunnar er aukið eða ekki og verður samdrátturinn langvinnari eftir því sem peningastefnan bregst minna við, enda verður ójafnvægi meira og tekur lengri tíma að vinda ofan af því ef aðhald peningastefnunnar er ekki aukið tímanlega. Þannig gætir samdráttar enn í efnahagsbúskapnum þegar líður að lokum þessa áratugar ef ekki er brugðist tímanlega við en hins vegar eru horfur á ágætum hagvexti í fráviksdæminu með peningastefnureglu.

... og unnt er að ná verðból gumarkmiðinu við lok spátímabilsins

Tafla I-1 sýnir verðbólguhorfur fram á mitt ár 2008 út frá grunn- og fráviksspám bankans. Fráviksspá með óbreyttum stýrivöxtum gefur svipaðar verðbólguhorfur og grunnspáin. Fráviksspáin með peninga-

Mynd I-1
Mismunandi verðbólguferlar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

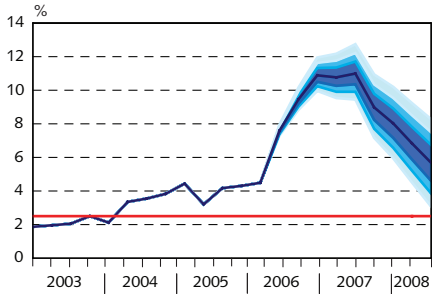
Tafla I-1 Verðbólguþróun og -horfur

Breyting neysluverðs frá sama fjórðungi fyrra árs (%)

	Grunnspá	Fráviksspá með óbreyttum stýrivöxtum	Fráviksspá með peningastefnureglu
<i>Ársfjórðungar</i>			
2005:1	4,4	4,4	4,4
2005:2	3,2	3,2	3,2
2005:3	4,2	4,2	4,2
2005:4	4,3	4,3	4,3
<i>Ársmeðaltal</i>	4,0	4,0	4,0
2006:1	4,5	4,5	4,5
2006:2	7,6	7,6	7,6
2006:3	9,5	9,5	9,5
2006:4	10,9	10,9	10,9
<i>Ársmeðaltal</i>	8,1	8,1	8,1
2007:1	10,8	10,8	10,7
2007:2	11,0	11,1	10,7
2007:3	9,0	9,1	8,4
2007:4	8,0	8,2	7,1
<i>Ársmeðaltal</i>	9,7	9,8	9,2
2008:1	6,8	7,0	5,6
2008:2	5,7	5,8	4,1

Mynd I-2

Ný verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá
Spáttímabil: 2. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2008



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

stefnureglu bendir hins vegar til þess að hægt sé að ná verðbólgu niður í u.þ.b. 4% um mitt ár 2008 og að verðbólguþámiðinu verði náð í næsta ársfjórðungi þar á eftir. Verðbólguhorfur samkvæmt þeirri spá eru betri, enda aðhald peningastefnunnar mun meira, þrátt fyrir að gengisferillinn sé svipaður. Spáin gefur til kynna að hugsanlega þurfi að hækka vexti mjög mikið til að ná verðbólguþámiðinu á þessum tíma og töluvert meira en markaðs- og greiningaraðilar spá.

Veruleg óvissa er um verðbólguhorfur

Með því að draga upp mismunandi sviðsmyndir miðað við ólíkar forsendur er undirstrikuð sú óvissa sem ævinlega ríkir um horfur næstu ára. En jafnvel innan hvernar sviðsmyndar ríkir veruleg óvissa. Reynt er að leggja mat á helstu óvissuþættina og sýna hvernig frávik þeirra frá því sem gert er ráð fyrir í grunnþá breyti horfum. Á niðurstöðum þessa mats og fráviksferlum byggist heildarmat á óvissu grunnþárárinnar. Óvissuþættir spárinnar eru í meginatriðum hinir sömu og áður en nú eru taldar heldur meiri líkur en í mars á að verðbólgu sé vanspáð til skemmri tíma en að henni sé ofspáð. Óvissumat á spá tvö ár fram í tímann er hins vegar nánast samhverft, sem er breyting frá því síðast þegar óvissumatíð var talsvert skekkt upp á við.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Ástand alþjóðlegra efnahagsmála hefur að undanfögnu verið gott á heildina litið og horfur um nánustu framtíð þokkalegar. Hagvöxtur var töluverður í flestum helstu viðskiptalöndunum á fyrsta fjórðungi ársins. Íslensk útflutningsfyrirtæki hafa verið í góðri stöðu til að nýta sér þessi hagstæðu skilyrði því að samkeppnisstaða þeirra hefur styrkst verulega eftir að gengi krónunnar lækkaði. Raungengi hefur lækkað mikið að undanfögnu. Verðbólguþrýstingur erlendis hefur hins vegar heldur aukist frá síðustu útgáfu *Peningamála* sem hefur áhrif til hækkunar vaxta og á væntingar um vaxtaþróun. Þetta ásamt undirliggjandi ójafnvægi í heimsbúskapnum, sem birtist meðal annars í miklum og vaxandi halla á viðskiptajöfnuði Bandaríkjanna, hefur valdið nokkrum óróa á mörkuðum að undanfögnu, t.d. miklum verðsveiflum á hluta- bréfa- og hrávörumörkuðum. Versnandi erlend fjármálaleg skilyrði í tengslum við meiri háttar áföll eða örar breytingar á stöðu heimsviðskipta gætu haft umtalsverð áhrif á ytri skilyrði þjóðarbúsins til hins verra.

Efnahagsbatinn í Evrópu styrkist

Hagvöxtur glæddist í Evrópu á fyrsta fjórðungi ársins og bendir flest til þess að efnahagsbatinn sé að styrkja sig í sessi. Hagvöxtur á evrusvæðinu á fyrsta ársfjórðungi var 1,9%. Einnig er jákvætt að hagvöxturinn er í auknum mæli drifinn áfram af vexti einkaneyslu, sem hefur verið sein að taka við sér á evrusvæðinu þrátt fyrir nokkurn efnahagsbata undanfarið. Fram að þessu hefur hagvöxturinn helst verið knúinn áfram af auknum útflutningi. Stöðugt hefur dregið úr atvinnuleysi frá seinni helmingi ársins 2004. Það stendur nú í 8% á evrusvæðinu, en er 0,3 prósentum meira í Evrópusambandinu öllu. Jákvæðar horfur bæði í Frakklandi og Þýskalandi benda til þess að þróunin muni halda áfram á sömu braut. Iðnaðarframleiðsla hefur aukist töluvert það sem af er ári en vöxturinn hefur þó verið meiri í Bandaríkjunum. Væntingavísitölur gefa einnig til kynna aukna bjartsýni meðal heimila og fyrirtækja.

Verðbólga hefur aukist í Evrópu vegna hækkunar orkuverðs

Á sama tíma og efnahagshorfur á evrusvæðinu hafa verið almennt bjartar hefur verðbólga hins vegar aukist að undanfögnu. Hún mælist nú 2,5%, sem er um 0,5 prósentum yfir verðbólguviðmiði Seðlabanka Evrópu. Aukna verðbólgu undanfarna mánuði má að mestu leyti rekja til hækkunar orkuverðs. Það er hins vegar jákvætt að hækkun orkuverðs hefur enn sem komið er ekki leitt til umtalsverðra almennra verðlagshækkana. Kjarnaverðbólga lækkaði úr 1,5% í 1,3% í maí eftir að hafa aukist nokkuð mánuðina á undan. Haldi orkuverð hins vegar áfram að hækka er líklega aðeins tímaspursmál hvenær það leiðir af sér kröfur um launahækkanir til að mæta auknum kostnaði heimilanna og hækkun vöruverðs í kjölfar hærri framleiðsluverðs.

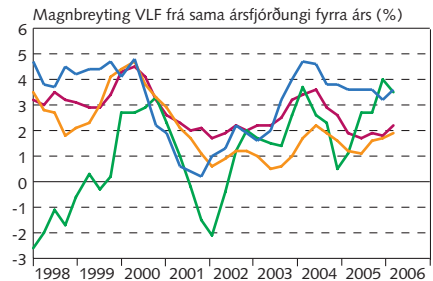
Seðlabanki Evrópu hefur þegar lækkað stýrivexti sína í tvígang á þessu ári, í bæði skiptin um 0,25 prósentur, síðast í byrjun júní. Bankinn hefur jafnframt gefið sterklega til kynna að fleiri hækkunar gætu reynst nauðsynlegar. Verðbólga í Evrópusambandinu öllu hefur aukist og stendur nú í 2,4%.

Mynd II-1

Alþjóðleg hagþróun

1. ársf. 1998 - 1. ársf. 2006

Hagvöxtur á helstu viðskiptasvæðum Íslands



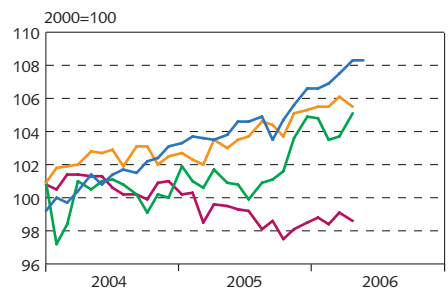
— Bretland
— Evrusvæði
— Japan
— Bandaríkin

Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-2

Iðnaðarframleiðsla janúar 2004 - apríl 2006¹

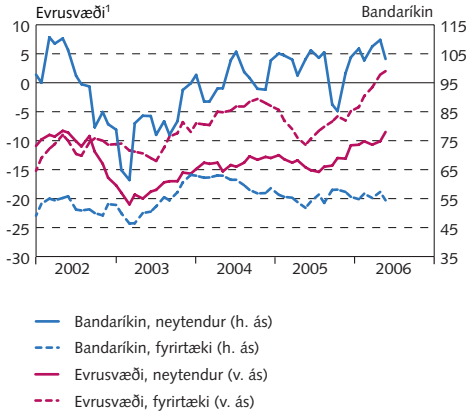
Árstíðarleiddréttar magnvísitölur



— Bretland
— Evrusvæði
— Japan
— Bandaríkin

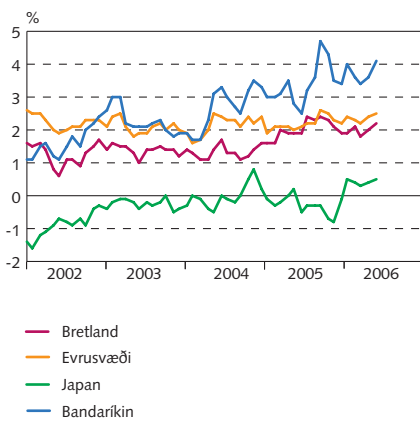
1. Bandaríkin eru með máttölur.
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-3
Væntingavísitölur á evrusvæði og í Bandaríkjunum
Janúar 2002 - maí 2006



1. Mismunur á vegnu hlutfalli jákvæðra og neikvæðra svara.
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-4
Verðbólguþróun á helstu viðskiptasvæðum Íslands
Janúar 2002 - maí 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

Samkvæmt bráðabirgðatölum var hagvöxtur í Bretlandi 2,2% á fyrsta fjórðungi ársins en verðbólga hefur jafnframt aukist töluvert og mældist 2,2% í maí. Englandsbanki hefur haldið stýrivöxtum óbreyttum í 4,5% frá því í ágúst í fyrra en töluverður hagvöxtur og vaxandi verðbólga auka hins vegar líkur á vaxtahækkun.

Efnahagsástandið á Norðurlöndum mjög gott

Hagvöxtur á Norðurlöndum á fyrsta fjórðungi ársins var töluvert meiri en á evrusvæðinu, eða 5,4% í Noregi og um 4% í Svíþjóð, Danmörku og Finnlandi. Í Danmörku voru stýrivextir hækkaðir um leið og Seðlabanki Evrópu hækkaði sína vexti. Norski seðlabankinn hækkaði stýrivexti um 0,25 prósentur í lok maí eftir að verðbólga hafði aukist í 2,7%, sem er lítils háttar yfir verðbólgu-markmiði bankans. Verðbólga í Svíþjóð mældist 1,6% í maí sem er undir 2% verðbólgu-markmiði sænska seðlabankans en vel innan vikmarka þess. Á sama tíma og hagvöxtur hefur aukist töluvert og húsnæðisverð hækkað hefur verðbólga aukist hratt frá því um áramót þegar hún var aðeins 0,6%. Sænski seðlabankinn hefur brugðist við þessari þróun með því að hækka vexti um 0,25 prósentur þrisvar á árinu, nú síðast 20. júní. Bankinn hefur jafnframt gefið sterklega til kynna að frekari hækkanir gætu reynst nauðsynlegar á næstunni.

Hagvöxtur í Bandaríkjunum þróttmikill en verðbólga eykst

Endurskoðaðar hagvaxtartölur frá Bandaríkjunum gefa til kynna að hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi hafi verið 3,7% og því ljóst að enn er mikill kraftur í efnahagslífinu þar. Hagvöxturinn er að langmestu leyti knúinn áfram af vexti innlendar eftirspurnar. Líklegt er að dragi úr hagvexti þegar líður á árið þar sem hægja mun á vexti einkaneyslu þegar að dregur úr fasteignauppsveiflunni sem nú ríkir og vextir hækka. Á móti vegur hins vegar að dregið hefur lítils háttar úr atvinnuleysi og jafnframt hafa neikvæð áhrif olíuverðhækkana verið minni en búist var við, a.m.k. til skamms tíma. Megináhyggjuefnið nú er hins vegar að verðbólga fari á skrið. Verðbólga á ársgrundvelli jókst í maí úr 3,6% í 4,1%. Stærstan þátt í hækkuninni átti hækkun orkuverðs. Kjarnaverðbólga (vísitala neysliverðs án matar- og orkuverðs) jókst þó einnig lítils háttar milli mánaða. Seðlabanki Bandaríkjanna brást við þessari þróun með því að hækka stýrivexti í sautjándra sinn í röð um 0,25 prósentur í lok júní.

Enn engar vaxtahækkunir í Japan

Á fyrsta ársfjórðungi mældist hagvöxtur í Japan 3% sem er mun meiri hagvöxtur en á sama tíma árið áður þegar að hann var aðeins 0,5%. Vöxturinn var eigi að síður nokkru minni en á síðasta ársfjórðungi 2005, þegar að hann mældist 4%. Verðbólga hefur aukist jafnt og þétt frá því í nóvember árið 2005 og stendur nú í 0,5%. Þetta rennir stoðum undir vonir um að loksins sé tekið að lifna yfir japönskum þjóðarbúskap eftir þralátt verðhjðnunarskeið. Um leið hafa líkur aukist á auknu aðhaldi í peningamálum í náninni framtíð, þ.e.a.s. að horfið verði frá núll-vaxtastefnunni sem ríkt hefur um langt skeið. Hækkun vaxta í Japan gæti haft óbein áhrif á gengi íslensku krónunnar þar sem hærri vextir draga að öðru óbreyttu úr væntri arðsemi svokall-

aðra vaxtamunarviðskipta (e. carry trade), en dæmi um slík viðskipti er útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í gjaldmiðlum hávaxtalanda eins og íslenskri krónu.

Vextir fara hækkandi og miklar sveiflur eru á hrávörumörkuðum

Langtímavextir hafa hækkað talsvert frá útgáfu síðustu *Peningamála* og er ávöxtun ríkisskuldabréfa til tíu ára nú yfir 5% í Bandaríkjunum og um 4% á evrusvæðinu. Helstu skýringarnar á þessu eru að öllum líkindum þær að hagvaxtarhorfur í heiminum eru góðar og vænst er aukins aðhalds í peningamálum. Hækkandi olíuverð og aukið áhættu-álag eru einnig þættir sem gætu hafa haft áhrif til hækkunar.

Olíuverð hefur hækkað talsvert það sem af er ári og jafnframt sveiflast mikið í takt við fréttir frá helstu olíuframleiðslusvæðunum og sveiflur í eftirspurn. Á sama tíma og hagvöxtur hefur aukist í heiminum hefur verð á flestum hrávörum einnig hækkað. Þetta hefur meðal annars endurspeglast í hækkandi álverði. Mikil hækkun í maí hefur þó gengið til baka að miklu leyti. Enn sem komið er hefur hækkunin aðeins komið fram að takmörkuðu leyti í neysluverðsvísitölum.

Sjávarafli heldur áfram að minnka ...

Heildaraflinn á fyrsta ársþriðjungi var óvenju rýr. Aðeins bárust á land 185 þús. tonn af loðnu, en loðnuaflinn var 595 þús. tonn á sama tíma í fyrra. Botnfiskafllinn var hins vegar tiltölulega góður ef miðað er við sl. sex ár, þótt hann hafi verið um 6% lakari en á sama tíma í fyrra. Mun minni afli uppsjávartegunda og samdráttur botnfiskafla ollu því að aflaverðmæti á föstu verðlagi minnkaði um tæp 16% á fyrsta þriðjungi ársins. Á móti kemur að uppsjávarafllinn, loðna, síld og kolmunni, hefur að miklu leyti farið í manneldisvinnslu í stað mjöl- og lýsisvinnslu. Í fyrra voru um 70% af útflutningsverðmæti loðnu- og síldarafurða unnin til manneldis. Útflutningsverðmæti þessara afurða hefur því dregist mun minna saman en aflinn, enda má áætla að verðmæti aflans aukist um a.m.k. þriðjung við að vinna matvæli úr uppsjávarafflanum.

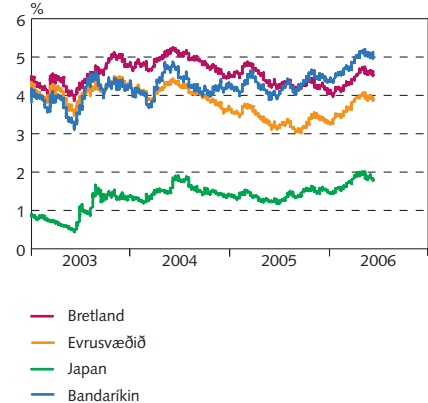
Á þessu ári er gert ráð fyrir að botnfiskafli verði svipaður og í fyrra, en að rækjuafllinn dragist enn frekar saman og afli uppsjávarfiska minnki um fjórðung. Að þessu gefnu er gert ráð fyrir að magn útflutnings sjávarafurða minnki um 2% á þessu ári.

Nýverið gaf Hafrannsóknarstofnun út ástandsskýrslu sína, *Nytjastofnar sjávar 2005/2006 – aflahorfur 2006/2007*. Þar er dregin upp frekar dökk mynd af ástandi þorskstofnsins og lagt til að hámarksafli helstu botnfisktegunda á næsta fiskveiðiári verði minnkadur frá tillögum stofnunarinnar fyrir ári. Þar er þess einnig getið að ráðgjafarnefnd Alþjóðahafrannsóknaráðsins hafi lagt til að engar úthafskarfaveiðar verði leyfðar árið 2007. Að auki eru líkur á að þorskaflaheimildir í Barentshafi dragist verulega saman, en það gæti leitt til þess að aflaheimildir Íslendinga verði mjög skornar niður eða afnumdar með öllu. Þá er lítið sem ekkert vitað um ástand loðnustofnsins. Í ljósi þessa er gert ráð fyrir að magn útflutnings sjávarafurða dragist saman um 2% á næsta ári.

Mynd II-5

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa

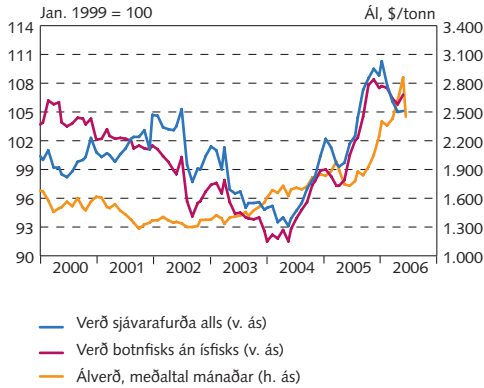
Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 16. júní 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6

Verð á sjávarafurðum (í erl. gjaldmiðli) og áli
janúar 2000 - maí 2006¹



1. Álverð nær til 20. júní 2006.
Heimild: Reuters EcoWin.

.... en verðlag sjávarafurða hækkar

Verðlag sjávarafurða hefur farið hækkandi í erlendri mynt frá því snemma sumars 2004, alls um 13%. Botnfiskafurðir aðrar en ferskar hafa hækkað um 16% á sama tíma (miðað við apríl sl.). Sjófrystur og ferskur fiskur hefur hækkað mest, en það eru afurðir sem standa nær kaupendum í virðisdeðjunni en frystar og saltaðar. Meðalverð annarra sjávarafurða en ferskra var 7% hærra á fyrsta þriðjungi ársins en fyrir ári og verðlag annarra botnfiskafurða en ferskra var rúmlega 9% hærra. Verðlag ferskra fiskafurða hækkaði töluvert meira, eða um 15%. Bræðsluafurðir hafa hækkað mjög mikið og höfðu hækkað um 20% á einu ári í apríl. Fyrstu mánuði þessa árs hefur verðlagsþróun sjávarafurða einkennst af hefðbundinni árstíðarsveiflu, með nokkurri lækkun í ársbyrjun. Verðlag réttist að jafnaði af þegar líður að sumri. Útflutjendur búast almennt við að verðlag frystra og saltaðra sjávarafurða hækki nokkuð það sem eftir lifir árs. Þanþol markaðarins til frekari verðhækkana kann þó að vera því sem næst uppuríð. Öðru máli virðist gegna um ferskar sjávarafurðir þar sem reiknað er með áframhaldandi og verulegri hækkun út þetta ár. Um miðjan júní hafði verð á fiskimjöli hækkað mjög mikið eða um allt að 80% frá því á sama tíma í fyrra og er búist við að verðið haldist hátt í ár. Í spánni sem kynnt er hér á eftir er gert ráð fyrir að verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli verði að jafnaði um 10% hærra á þessu ári en í fyrra. Á næsta ári er því spáð að verðlagið hækki um 4% milli ára.

Álverð er langt yfir langtímameðaltali

Álverð hefur ekki verið hærra um nær tveggja áratuga skeið og hefur hækkað um 45% á sl. tólf mánuðum. Hæst fór verðið í fyrri hluta maí sl. þegar að það náði 3.250 \$/t en hefur lækkað um fjórðung á seinustu fjórum vikum, í u.þ.b. 2.500 \$/t. Verðlagsþróunin á seinustu mánuðum hefur einkennst af miklu flökti. Að meðaltali var sextíu daga verðflökt um 17½% á sl. ári, tæplega 30% það sem af er þessu ári og 33% í maí.¹ Helstu skýringar á þessu aukna flökti eru aukin spákaupmennska, vaxandi óvissa með raforkuverð í N-Ameríku og Evrópu og

1. Sjá CRU Monitor, Aluminium, júní 2006.

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

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²	
	2006	2007	2008	2006	2007
Útflutningur vöru og þjónustu	1,4	11,2	14,0	-2,0	-1,9
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-2,0	-2,1	0,0	-	-4,1
Útflutningsframleiðsla stóriðju	26,9	59,9	33,0	-4,4	-1,7
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	10,0	4,0	2,0	0,5	-
Verð áls í USD ³	39,0	-3,0	3,0	12,0	-1,0
Verð eldsneytis í erlendri mynt ⁴	26,0	5,0	-3,0	10,0	-0,6
Alþjóðleg verðbólga ⁵	2,1	2,0	2,2	0,1	-
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	11,0	1,0	1,9	3,8	-0,3
Erlendir skammtímavextir ⁶	3,5	3,9	4,1	0,4	0,4

1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2006/1. 3. Spá byggð á framvirkra álverði. 4. Spá byggð á framvirkra eldsneytisverði. 5. Spá frá Consensus Forecasts. 6. Spá byggð á vögu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

vinnudeilur í álverum í Bandaríkjunum. Þessir þættir eru einnig taldir skýra þá snörpu hækkun og verðlækkun sem varð í maí. Grunnþættir eftirspurnar eru enn sterkir og taldir veita mikið viðnám við lækkun álverðs. Notkun áls í heiminum hefur vaxið um 6,5% sl. tólf mánuði en framleiðsla um 6,1%. Hlutfall birgða og notkunar hefur lækkað úr 6,7 vikna birgðum árið 2005 í 6,3 vikna. Hátt orkuverð í N-Ameríku og Evrópu setur framleiðslu álvera í þessum löndum veruleg takmörk. Áfram er aukningin drifin áfram af mikilli eftirspurn og notkun í Kína, en undanfarið ár hefur notkunin þar í landi aukist um nær 20%. Þá eykst notkun áls einnig hratt í A-Evrópu (6,3% ársaukning), í Rússlandi og tengdum ríkjum (8,3%) svo og í öðrum Asíulöndum en Kína og Japan (5,9%).

Raugengi er nú nálægt langtímameðaltali

Raugengi miðað við hlutfallslegt neysluverð hefur lækkað um ríflega 15% frá áramótum. Þetta er minni lækkun en nemur nafnveikingu krónunnar á tímabilinu, en það skýrist af meiri hækkun verðlags hérlandis en í samanburðarlöndunum.

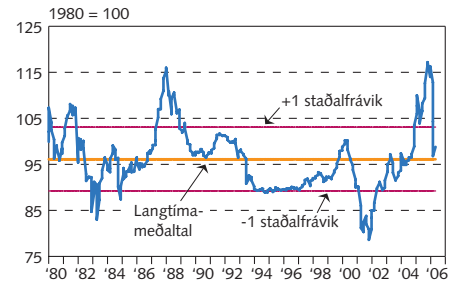
Litlar breytingar á forsendum um þróun ytri skilyrða

Forsendur um erlenda vexti og alþjóðleg verðbóluskilyrði eru svipaðar og í síðasta hefti *Peningamála* en gert er ráð fyrir talsvert meiri hækkun á verðlagi eldsneytis og áls á þessu ári en ívið minni á næsta ári. Eins og bent var á hér að framan eru aflahorfur fyrir næsta ár töluvert verri en áður var talið og er nú gert ráð fyrir 2% samdrætti í stað 2% aukningar. Af þessum sökum verður vöxtur útflutnings vöru og þjónustu á þessu og næsta ári heldur minni en í síðustu spá.

Mynd II-7

Raugengi janúar 1980 - maí 2006

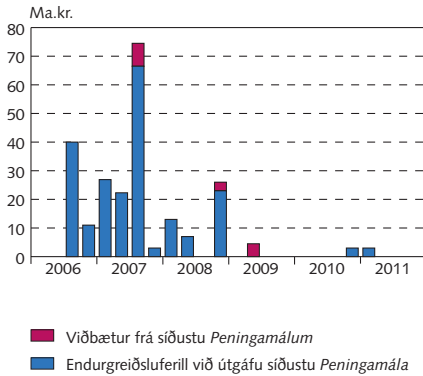
Mánaðarleg gögn m.v. hlutfallslegt neysluverð



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-1
Endurgreiðsluferill erlendra skuldabréfa
í krónum¹

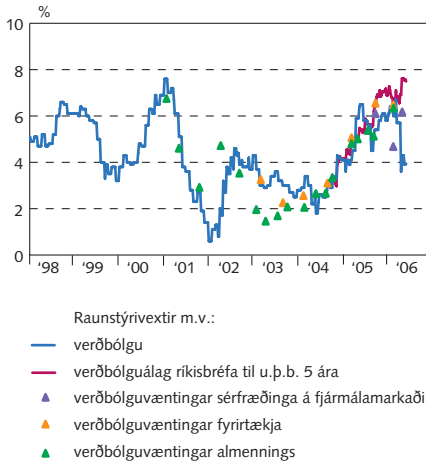
3. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2011



1. Gögn til og með 21. júní 2006.
Heimild: Reuters.

Mynd III-2
Raunstýrivextir

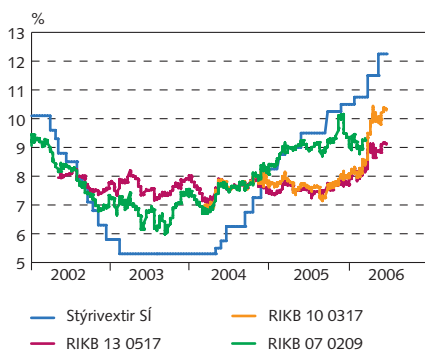
Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 27. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
og stýrivextir Sí

Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 28. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

Frá upphafi árs hafa stýrivextir verið hækkaðir þrívægis, alls um 1,75 prósentur. Á sama tíma hafa verðbólguvæntingar hækkað því sem næst jafnmikið eða jafnvel meira, eftir því við hvaða mælikvarða er miðað. Raunstýrivextir hafa aðeins hækkað um hálfu prósentu ef miðað er við verðbólguvæntingar markaðsaðila en lækkað ef miðað er við væntingar almennings. Á þennan mælikvarða hefur aðhald peningastefnunnar því annaðhvort lítillga aukist eða minnkað þrátt fyrir ítrekaðar vaxtahækkningar. Gengi krónunnar hefur lækkað töluvert frá marslokum. Á þann mælikvarða hefur aðhaldið því einnig minnkað, bæði vegna áhrifa á hagnað samkeppnisfyrirtækja og vegna þess að erlent lánsfé verður hagkvæmari kostur á ný. Töluvert óvissa ríkir hins vegar um gengisþróun næstu mánuði í ljósi mikils viðskiptahalla, aukinna líkna á hækkun erlendra vaxta og vegna þess að fyrstu erlendu skuldabréfin sem gefin voru út í íslenskum krónum eru á gjalddaga í haust og óvíst er hvort um áframhaldandi útgáfu verði að ræða. Þrátt fyrir aukinn vaxtamun og lægra gengi krónunnar, sem gerir útgáfuna eftirsóknarverðari, hefur hún ekki hafist aftur af sama krafti og áður, m.a. vegna breytinga á áhættumati fjárfesta, samdráttar vaxtamunarviðskipta á alþjóðamörkuðum, slæmrar ávöxtunar fram til þessa og þrengri skilyrða íslenskra banka til að taka þátt í ferlinu.

Ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað mikið frá því í mars. Hækkandi stýrivextir, auknar verðbólguvæntingar og minni eftirspurn eftir óverðtryggðum skuldabréfum vegna skiptasamninga sem tengjast útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum hefur eflaust haft áhrif þar á. Vöxtur útlána lánakerfisins er nú í sögulegu hámarki, þrátt fyrir versnandi fjármálaleg skilyrði, og vöxtur peningamagns hefur ekki verið meiri frá því á níunda áratugnum.

Markaðs- og greiningaraðilar virðast vænta þess að stýrivextir hækki um 0,5 prósentur nú við útgáfu *Peningamála*, haldi áfram að hækka á næstu mánuðum og nái hámarki í árslok. Töluvert meira samræmi er í vísbendingum um stýrivaxtavæntingar sem lesa má út úr markaðsverðum og svörum greiningaraðila en verið hefur undanfarið. Ein mikilvæg skýring á þessu er líklega skýrari í skilaboð Seðlabankans um stýrivaxtaferilinn í síðustu *Peningamálam*.

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa breyst hægt í átt til aukins aðhalds, þótt enn geti þau vart talist mjög aðhaldssöm.

Auknar verðbólguvæntingar draga úr aðhaldi peningastefnunnar

Verðbólguvæntingar markaðsaðila, metnar út frá vaxtamun íbúðabréfa á gjalddaga árið 2014 og óverðtryggðra ríkisbréfa á gjalddaga 2013 hafa hækkað mjög það sem af er ári. Þær eru nú um 4,4%, samanborið við tæplega 3,2% í upphafi árs. Í byrjun maí mældust verðbólguvæntingar út frá vaxtamun fyrrgreindra bréfa í kringum 4,6% og hafa aldrei mælst hærra á þennan kvarða. Verðbólguvæntingar almennings til næstu sex mánaða mældust 6,6% í könnun sem gerð var dagana 17. maí til 3. júní og hafa þær ekki mælst hærra frá októbermánuði árið 2001. Um miðjan júní höfðu raunstýrivextir reiknaðir út frá væntingum markaðsaðila hækkað um 0,4 prósentur frá áramótum, þrátt fyrir að stýrivextir hafi verið hækkaðir þrisvar á tímabilinu, eða um 1,75

prósentur. Því er ljóst að auknar verðbólguvæntingar hafa dregið mjög úr aðhaldi hárra stýrivaxta Seðlabankans. Aðhald hefur í raun minnkað frá því í mars ef það er metið út frá verðbólguvæntingum almennings. Við síðustu könnun sem gerð var á mati almennings í lok febrúar mældust raunstýrivextir rúmlega 6% og þrátt fyrir 1,5 prósentna hækkun stýrivaxta frá þeim tíma eru raunstýrivextir nú tæplega 5,3% reiknaðir út frá síðustu könnun.

Ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað

Ávöxtun óverðtryggðra ríkisskuldabréfa hefur hækkað talsvert síðan í mars auk þess sem munur á milli ávöxtunar bréfa til u.þ.b. fjögurra og sjö ára hefur aukist miðað við mánuðina á undan. Margir þættir koma til greina sem líklegar skýringar og eflaust hafa þeir allir einhver áhrif. Gengi krónunnar veiktist í lok febrúar og ýtti það undir verðbólguvæntingar. Verðtryggt skuldabréf urðu því áhugaverðari kostur en áður.

Stýrivaxtahækkunin í mars hafði töluverð áhrif á ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa en hækkunin í maí lítil sem engin áhrif. Virðast markaðsaðilar vænta þess að yfirstandandi vaxtahækkunarferli gangi að miklu leyti yfir á líftíma skuldabréfa til u.þ.b. fjögurra ára en að stýrivextir lækki til lengri tíma litið. Minnkandi skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í íslenskum krónum hefur líklega haft mikil áhrif til hækkunar á ávöxtuninni.¹

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa hefur einnig hækkað

Miklar sveiflur hafa verið í ávöxtun íbúðabréfa og eftir lækkingun ávöxtunarinnar í febrúar hefur hún hækkað á nýjan leik og er nú svipuð og fyrir útgáfu skýrslu Fitch þegar horfum um lánshæfi ríkissjóðs var breytt úr stöðugum í neikvæðar. Ávöxtun tveggja styttri flokka íbúðabréfanna hefur fjarlægst ávöxtun tveggja lengri flokka bréfanna frá því í maí. Hugsanlegt er að auknar verðbólguvæntingar hafi mismikil áhrif á ávöxtun skuldabréfa eftir líftíma.

Stýrivaxtahækkunin í mars virtist hafa nokkur áhrif til hækkunar á ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa, en eftir vaxtahækkunina í maí voru slík áhrif takmörkuð við stysta flokkinn, en ávöxtunin hafði hækkað nokkuð dagana fyrir stýrivaxtahækkunina. Þessi litlu viðbrögð má hugsanlega skýra með því að fjárfestar telji að ekki sé langt í lok vaxtahækkana eða að verðbólguvæntingar hafi aukist.

Meira samræmi milli framvirkra vaxta og spáa sérfræðinga á fjármálamarkaði um þróun stýrivaxta á næstu misserum

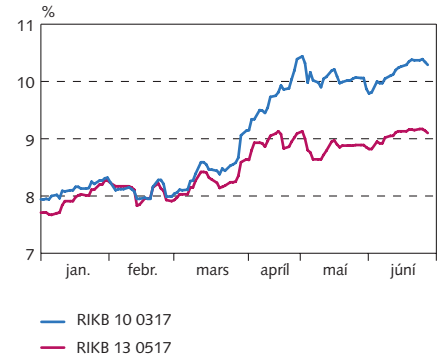
Að undanfögnu hefur gætt nokkurs ósamræmis milli vænts stýrivaxtaferils sem lesa má út úr framvirkum markaðsvöxtum og stýrivaxtaspáa sérfræðinga á fjármálamarkaði. Framvirkir vextir hafa gefið til kynna væntingar um að stýrivextir muni lækka töluvert hratt á næstu mánuðum, þrátt fyrir ítrekuð skilaboð Seðlabankans um hið gagnstæða. Sérfræðingarnir hafa hins vegar spáð því að stýrivextir haldi áfram að hækka og haldist háir, sem er meira í samræmi við yfirlýsingar bankans.

1. Nánar er fjallað um skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í kaflanum um Fjármálamarkaði og aðgerðir Seðlabankans.

Mynd III-4

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 28. júní 2006

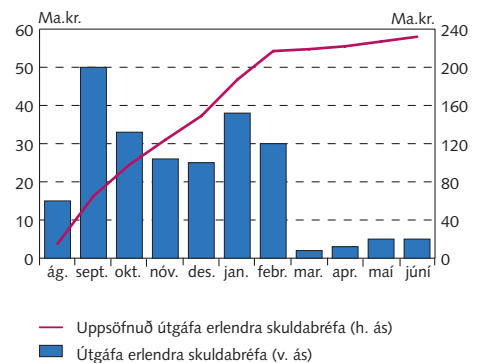


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum ágúst 2005 - júní 2006¹

Umfang eftir mánuðum og uppsafnað

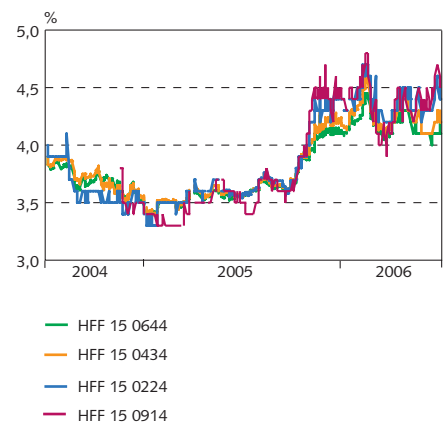


1. Gögn til og með 21. júní 2006.
Heimild: Reuters.

Mynd III-6

Ávöxtun íbúðabréfa

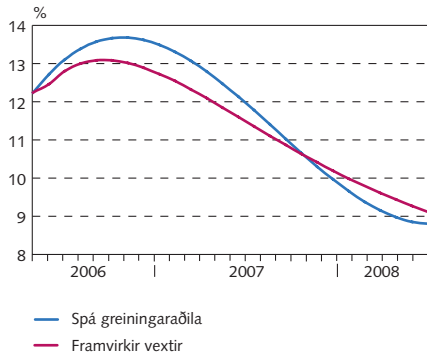
Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 28. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Stýrivextir Seðlabanka Íslands samkvæmt framvirkum vöxtum og spám greiningaraðila
Maí 2006 - júní 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eins og áður var greint frá hefur þetta misræmi verið rakið til mikillar eftirspurnar eftir innlendum skammtímaverðbréfum í tengslum við útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum og takmarkaðs framboðs ríkisverðbréfa en þetta tvennt hefur leitt til skorts á innlendum skammtímaverðbréfum og líklega skekkt verðlagningu þeirra tímabundið. Framvirkir vextir hafa því ekki gefið áreiðanlega vísbendingu um vænta stýrivexti. Þeir kunna hins vegar einnig að hafa endurspeglað ofmat erlendra fjárfesta á styrkleika krónunnar áður en óróleiki jókst á gjaldeyrismörkuðum.

Eins og sjá má á mynd III-7, hefur orðið nokkur breyting á þessu að undanförunu. Væntir stýrivextir á næstu tveimur árum eru orðnir nokkuð svipaðir, hvort sem horft er til framvirkra vaxta eða svara greiningaraðila. Sérfræðingarnir spá yfirleitt 0,5 prósentna hækkun vaxta í júlí (sjá nánar svör þeirra í rammagrein VIII-2). Framvirkir vextir og svör greiningaraðila fela í sér áframhaldandi hækkun stýrivaxta fram að hausti, þegar þeir ná hámarki í 13-13,5%. Þetta er nokkru hærra vaxtastig en spár bentu til í síðustu *Peningamálum*, enda eru stýrivextir nú þegar orðnir hærri en þá var spáð. Þess er síðan vænst að þeir fari að lækka smám saman snemma á næsta ári og verði komnir í um 9% eftir tvö ár. Staðalfrávik í svörum greiningaraðila hefur einnig minnkað töluvert frá síðustu könnun, sem birtist í *Peningamálum* 2006/1. Þótt um fáar mælingar sé að ræða, gæti þetta bent til þess að óvissa um stýrivaxtaþróunina hafi minnkað.

Dregið hefur úr misvægi á markaði og skilaboð Seðlabankans eru skýrari en áður

Meira samræmi í stýrivaxtaspám greiningaraðila og væntra vaxta, sem lesa má út úr framvirkum vöxtum, bendir til þess að dregið hafi úr því misvægi sem að ofan er lýst. Minni útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum, áform Lánasýslunnar um aukna útgáfu ríkisverðbréfa, sem stuðla mun að dýpri markaði og skilvirkari verðlagningu þessara bréfa, og myndun alþjóðlegs markaðar með skiptasamninga fyrir innlend skuldabréf til allt að sjö ára hefur styrkt verðmyndun á markaðnum.

Aukið samræmi milli vaxtaspáa greiningaraðila og væntinga markaðsaðila kann einnig að skýrast af því að dregið hafi úr óvissu um framvindu stýrivaxta. Skilaboð Seðlabankans um þróun stýrivaxta á næstu tveimur árum voru skýrari í síðustu *Peningamálum* en þau hafa áður verið. Þá birti bankinn í fyrsta sinn stýrivaxtaferil byggðan á einfaldri peningastefnureglu sem miðaði að því að verðbólguþáttur bankans næðist um mitt ár 2008. Stýrivaxtaferillinn sýndi áframhaldandi töluverða hækkun vaxta og var fylgt eftir með þeim orðum að bankinn væri tilbúinn að hækka vexti eins mikið og þyrfti til að ná verðbólguþáttinum innan ásættanlegs tíma. Með þessu er líklegt að skilaboð bankans um stýrivaxtaferilinn hafi orðið enn skýrari en áður, en það ætti að greiða fyrir miðlun peningastefnunnar, þ.e.a.s. stuðla að því að stýrivaxtabreytingar hafi meiri áhrif á allan ávöxtunarferilinn út til langtímavaxta.

Erlendir vextir halda áfram að hækka

Bæði langtíma- og skammtíma vextir í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa hækkað talsvert að undanfögnu sökum hækkanði stýrivaxta víða um heim. Þrátt fyrir hækkan stýrivaxta erlendis hefur vaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti við helstu viðskiptalönd Íslands ekki verið meiri frá því í mars árið 2002. Vaxtamunur miðað við ríkisbréf til fimm ára hefur aukist síðan í mars þar sem ávöxtun íslensku bréfanna hefur hækkað töluvert umfram ávöxtun erlendra bréfa. Vaxtamunurinn er nú svipaður og í júní árið 2001. Aukinn vaxtamunur ætti að hafa áhrif til styrkingar krónunnar. Ávöxtun tíu ára ríkisskuldabréfa í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu hefur hækkað frá því í mars.

Útlánaaukning lánakerfisins í sögulegu hámarki

Ársvöxtur útlána lánakerfisins í lok mars var hinn mesti frá því að tókum var náð á verðbólgunni í upphafi tíunda áratugarins eða 39,7%. Útlán til fyrirtækja jukust um 61,8% og útlán til heimila um 25%. Erlend lántaka jókst um 107,6%, en nær alla þá aukningu má rekja til innlánsstofnana. Útistandandi erlend lán hafa hækkað í krónum talið, auk þess sem ætla má að skilyrði til nýrrar erlendar lántöku hafi batnað í kjölfar lækkunar krónunnar.

Leiðrétt fyrir gengis- og verðlagsáhrifum hefur tólf mánaða vöxtur útlána innlánsstofnana heldur hjaðnað og var svipaður og í mars árið 2005. Einnig virðist vera farið að draga úr tólf mánaða aukningu verðtryggðra útlána innlánsstofnana, enda hefur hægt á veitingu nýrra húsnæðislána hjá bönkunum. Hins vegar hafa útlán íbúðalánasjóðs aukist hraðar en áður, enda höfðu bankarnir hækkað vexti íbúðalána meira en íbúðalánasjóður þar til í lok júnímánaðar.

Vöxtur peningamagns mikill um þessar mundir

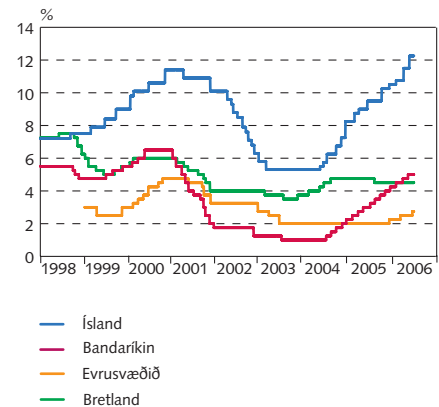
Vöxtur peningamagns hefur aukist mikið mælt með öllum fjórum mælikvörðum peningamagns síðustu mánuði. Síðastliðið hálf á hefur ársvöxturinn verið svipaður og á níunda áratugnum. Sveiflur í mælingum á peningamagni eru miklar líkt og sjá má á mynd III-11, en það má að einhverju leyti skýra með því að háar fjárhæðir eru til að mynda lagðar inn á almenna sparifjárreikninga til skamms tíma. Undanfarið ár hefur vöxturinn verið hvað mestur í minnst bundnu flokkunum þ.e. M1 og M2. Þrátt fyrir miklar sveiflur hefur vöxtur í almennu sparifé verið fremur mikill undanfarna mánuði. Við núverandi aðstæður þar sem verðbólguvæntingar eru miklar og óvissa hefur ríkt á hlutabréfmarkaði undanfarna mánuði mætti búast við tilfærslum í eignasöfnum þar sem fjárfestar kysu fremur að geyma fé sitt á reikningum með háa vexti, þá helst verðtryggðum reikningum, í stað þess að fjárfesta á hlutabréfmarkaði. Slíka þróun mætti þá greina í aukningu í M3 umfram aðra flokka, sem er ekki raunin nú. Því verður að líta svo á að hinn mikli vöxtur peningamagns feli í sér vísbendingu um mikið laust fé í umferð sem ýta muni undir verðbólgu til lengri tíma litið.

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa líklega versnað það sem af er ári. Vextir nýrra húsnæðisveðlána hafa hækkað, en það

Mynd III-8
Stýrivextir seðlabanka

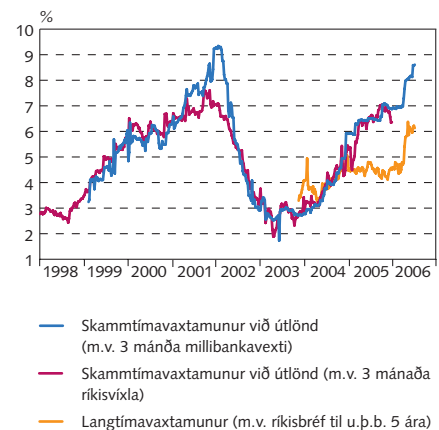
Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 28. júní 2006



Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9
Vaxtamunur við útlönd

Víkulegar tölur 7. janúar 1998 - 27. júní 2006

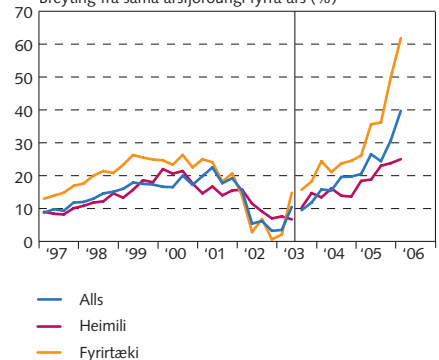


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10
Útlánaaukning lánakerfisins¹

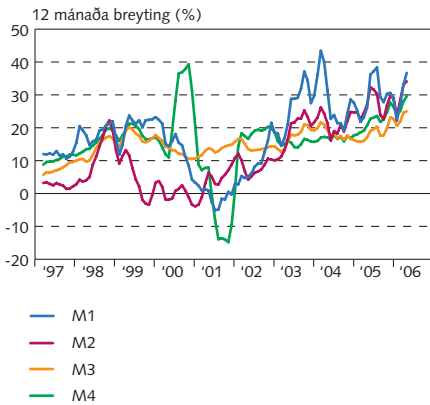
1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2006

Breyting frá sama ársfjórðungi fyrra árs (%)



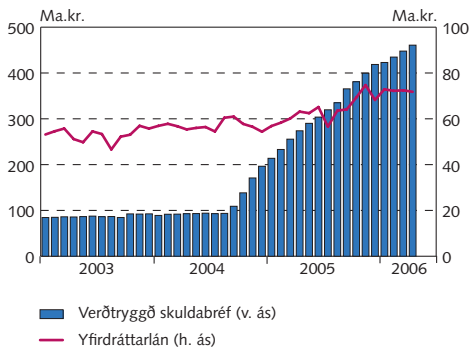
1. Vegna breytingar á lánaflokkun eru tölur frá og með þriðja ársfjórðungi 2003 ekki fyllilega sambærilegar við eldri tölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11
Peningamagn (3 mánaða meðaltal)
Mars 1997 - maí 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12
Útlánaukning innlánsstofnana til heimila
Janúar 2003 - apríl 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

hefur aðeins áhrif á nýjar lántökur. Bankarnir hafa lækkað veðhlutföll undanfarna mánuði. Tilkynnt hefur verið að hámarksveðhlutfall Íbúðalánasjóðs verði lækkað tímabundið úr 90% í 80% og hámarkslán sjóðsins lækkuð úr 18 m.kr. í 17 m.kr. Vextir óverðtryggðra lána hafa hækkað, en þar sem verðbólguvæntingar hafa aukist samhliða, hefur það að öllum líkindum ekki leitt til hærri skammtímarauvxata. Greiðslubyrði erlendra lána hefur ótvírætt þyngst. Veiking krónunnar skilar sér samstundis í hækkingu greiðslubyrði erlendra lána. Erlendir vextir og vaxtaálag hafa einnig hækkað, en erlend lán bera alla jafna breytilega vexti. Eins og fjallað var um í síðustu útgáfu *Peningamála* eru erlend lán þó léttvæg í lánasafni heimilanna. Lægra gengi krónunnar felur hins vegar í sér að vænt gengisáhætta vegna lántöku í erlendum gjaldmiðli hefur minnkað, a.m.k. til langs tíma.

Skuldsetning fyrirtækja og heimila hefur aukist töluvert og er útlánaaukning milli ársfjórðunga meiri nú en nokkru sinni fyrr. Þegar bankarnir hófu útgáfu nýrra húsnæðisveðlana var því haldið fram að heimilin myndu minnka yfirdráttarlántökur sínar í kjölfar skuldbreytinga. Ljóst er að heimilin hafa aftur aukið við sig yfirdráttarlán eftir samdrátt í upphafi. Tölur um vanskil benda hins vegar ekki til þess að fjármálaleg skilyrði fyrirtækja eða einstaklinga séu farin að íþyngja þeim mikið.

IV Innland eftirspurn og framleiðsla

Eftirspurn hefur það sem af er ári haldið áfram að vaxa mjög hratt og nokkru hraðar en Seðlabankinn áætlaði og vonaðist eftir. Samkvæmt tölum Hagstofu Íslands jukust þjóðarútgjöld á fyrsta fjórðungi ársins um 13,7% frá sama tíma í fyrra. Uppreiknað til ársbreytingar eru árstíðarleiddrétt þjóðarútgjöld talin hafa vaxið um 16,1% frá ársfjórðunginum á undan. Þetta er meiri vöxtur en að meðaltali í fyrra, en þá var vöxtur þjóðarútgjalda 14,9%. Í mars sl. spáði Seðlabankinn því að þjóðarútgjöld á árinu 2006 yrðu 4,7% hærrí en á árinu 2005. Spáin gengur því ekki eftir nema sáralítill vöxtur verði það sem eftir er ársins.

Hagvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins var svipaður og í fyrra. Hagstofan áætlar að verg landsframleiðsla hafi vaxið um 5% frá fyrsta fjórðungi ársins 2005 til jafnlengdar á þessu ári. Árstíðarleiddréttur vöxtur landsframleiðslunnar, uppreiknaður til ársvaxtar, var 4,1% á milli fjórða ársfjórðungs 2005 og fyrsta ársfjórðungs 2006. Í mars sl. spáði Seðlabankinn heldur minni hagvexti en tölur fyrir fyrsta fjórðung ársins sýna, eða 4,2%. Nú virðast horfur á að hagvöxtur verði heldur meiri, eða 4,8% á þessu ári. Áætlað er að framleiðsluspenna standi nánast í stað og verði tæplega 4%. Horfur eru á að verulega dragi úr hagvexti á næsta ári, og að hann verði 1,8%. Þrátt fyrir minni hagvöxt er áætlað að framleiðsluspenna verði að meðaltali um 3% árið 2007 og að jafnvægi náist ekki fyrr en á árinu 2008. Á því ári er spáð ½% samdrætti landsframleiðslu og myndun framleiðslulaka þegar líða tekur á árið.

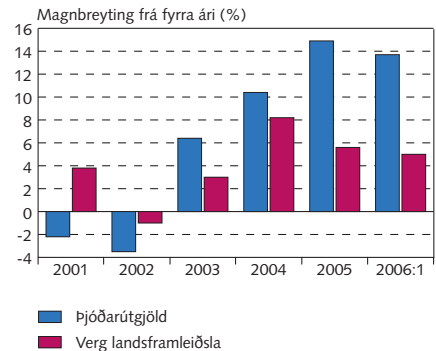
Eins og nánar er gerð grein fyrir í kafla I er í svokallaðri grunnspá gengið út frá því að stýrivextir breytist í samræmi við væntingar og spár markaðs- og greiningaraðila. Reiknuð eru tvenns konar fráviksdæmi. Í hinu fyrra er vöxtum haldið föstum og í hinu síðara er reiknaður stýrivaxtaferill samkvæmt einfaldri peningastefnureglu sem ákvarðar stýrivexti þannig að verðbólga náist niður í 2,5% að tveimur árum liðnum. Mjög lítil munur er á niðurstöðum ólíkra spáferla að því er varðar framleiðsluspennu á árinu 2006, enda líður alla jafna nokkur tími frá vaxtabreytingu þar til að áhrif hennar koma fram í framleiðslu og verðbólgu. Mikill munur er hins vegar á metinni framleiðsluspennu á árinu 2007. Stýrivaxtaferill samkvæmt peningastefnureglunni leiðir til örlítið neikvæðrar framleiðsluspennu, en spennan er yfir 3% í hinum dæmunum. Á árinu 2008 er framleiðslulaki í öllum dæmunum og mestur í dæminu þar sem peningastefnuregla ákvarðar stýrivextina. Þar er metinn framleiðslulaki orðinn u.þ.b. 5%. Þessi slaki er hins vegar það sem þarf til þess að verðbólga verði komin niður í markmið bankans á þriðja ársfjórðungi 2008. Í hinum dæmunum er verðbólgan sýnu meiri.

Einkaneysla

Einkaneysla jókst afar hratt á fyrsta fjórðungi ársins. Hagstofan áætlar að hún hafi vaxið um 12,6% á fyrsta fjórðungi ársins 2006 miðað við sama ársfjórðung á síðasta ári. Þetta er enn meiri vöxtur einkaneyslu en var að meðaltali á árinu 2005 þegar hún óx um 11,9%. Í mars spáði Seðlabankinn því að einkaneyslan á árinu 2006 yxi um 5,4% frá fyrra

Mynd IV-1

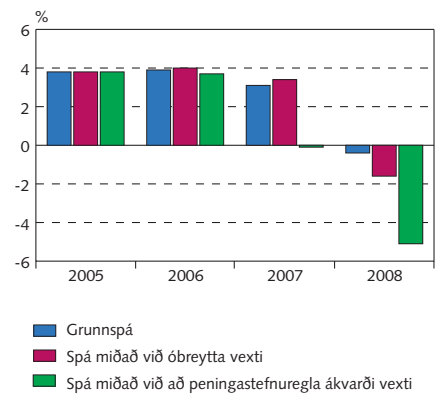
Vöxtur þjóðarútgjalda og landsframleiðslu 2001- 1. ársfj. 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-2

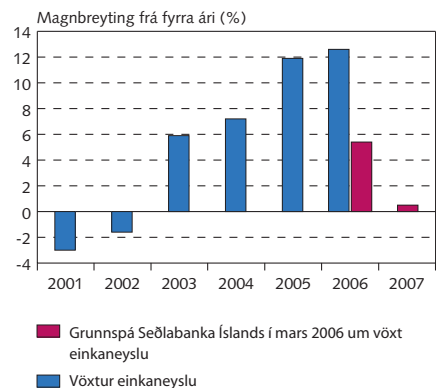
Áætluð framleiðsluspenna 2005 og spár fyrir 2006-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Vöxtur einkaneyslu 1997-2007¹



1. Fyrir árið 2006 eru sýndar áætlanir Hagstofu fyrir 1. ársfjórðung 2006 og ársspá Seðlabankans í mars.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla IV-1 Vísbendingar um einkaneyslu 2005-2006

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Ársfjórðungslegar tölur				Nýjasta tímabil		
	2005:2	2005:3	2005:4	2006:1	Mánuður	Breyting miðað við	
						sama mánuð í fyrra	uppsafnað frá ársbyrjun
Dagvöruvelta (raunbreyting)	10,5	9,2	9,5	7,4	maí	7,3	7,3
Greiðslukortavelta (raunbreyting) ¹	14,4	10,7	4,8	9,3	maí	-0,7	5,2
þar af innanlands	12,8	8,3	1,5	7,6	maí	-2,4	3,4
þar af erlendis	35,7	42,9	49,1	35,6	maí	20,7	28,7
Debetkortavelta í verslun innanlands	26,7	23,5	13,4	14,3	maí	10,4	10,2
Bifreiðaskráning (fjölgn skráninga)	64,4	57,8	43,3	37,2	maí	-22,0	7,4
Almennur innflutningur (magnbreyting) ²	17,5	19,5	24,0	30,0	maí	24,3	.
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ²	26,9	26,0	27,1	23,3	maí	12,6	.
Bifreiðar til einkanota ²	66,0	61,3	54,9	51,9	maí	15,1	.
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ²	38,5	38,7	35,7	12,6	maí	12,2	.
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ²	17,4	17,5	20,6	12,4	maí	12,0	.
Mat- og drykkjarvörur ²	9,0	8,5	12,4	6,1	maí	9,9	.
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) ²	26,6	28,4	42,7	48,8	maí	48,8	.
Væntingavísitala Gallup	9,4	6,2	7,1	3,7	júní	-18,2	-7,1
Mat á núverandi ástandi	34,6	31,5	28,8	14,6	júní	-10,2	1,8
Væntingar til sex mánaða	-5,9	-10,5	-8,1	-4,1	júní	-25,0	-14,0

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

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

ári. Til þess að sú spá gangi eftir þarf vöxtur hennar að fara niður í 3,3% á þremur síðustu ársfjórðungunum.

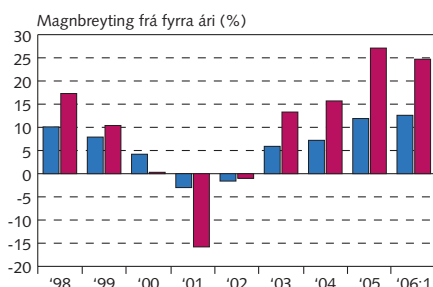
Vísbendingar vísa til ýmissa átta

Ávallt eru nokkrar sveiflur í þeim vísbendingum sem birtar eru mánaðarlega og varasamt að draga miklar ályktanir af gildum fyrir einstaka mánuði. Sérstaklega á þetta við um fyrstu mánuði ársins, þar sem misjafnt er hvort páskar falla á fyrsta eða annan fjórðung ársins. Í ár voru páskar í apríl en í mars í fyrra. Því verður að túlka gögn um ársvöxt í mars og apríl, og þar með einnig á fyrsta og öðrum fjórðungi ársins, af sérstakri varúð. Þó virðist ljóst að dregið hafi úr eftirspurn eftir varanlegum neysluvörum, eins og fram kemur í miklum samdrætti í bifreiðaskráningu í apríl og maí í ár miðað við sama mánuð í fyrra (sjá töflu IV-1). Innflutningur neysluvöru í janúar til apríl jókst hins vegar um 15% frá fyrra ári, þar af jókst innflutningur bifreiða til einkanota um 34%. Ef tölur fyrir apríl eru skoðaðar, sést að innflutningur neysluvöru jókst um 2,5% á föstu gengi miðað við sama mánuð í fyrra, þar af minnkaði innflutningur bifreiða um 13%. Greiðslukortavelta í apríl og maí var lítt breytt frá fyrra ári. Töluverður vöxtur var þó enn í notkun greiðslukorta í verslunum, sem e.t.v. er besta vísbendingin um þróun einkaneyslu. Mikill vöxtur greiðslukortaveltu erlendis hefur einnig haldið áfram. Ársvöxturinn í apríl og maí nam 21%. Dagvöruvelta í apríl og maí var 7% hærri að raungildi en í sömu mánuðum í fyrra.

Ofangreindar upplýsingar gætu bent til þess að vöxtur einkaneyslu á öðrum fjórðungi ársins hafi verið nokkru minni en á þeim fyrsta. Horft lengra fram á árið gæti væntingavísitala Gallup gefið nokkra vísbendingu. Hún sýnir að mat heimilanna á núverandi stöðu og framtíðarhorfum náði hámarki í febrúar sl. Á síðustu þremur mán-

Mynd IV-4

Vöxtur einkaneyslu og innflutnings neysluvöru 1998-2005 og 1. ársfj. 2006



■ Einkaneysla
■ Innflutningur neysluvöru

Heimild: Hagstofa Íslands.

uðum hefur vísitalan lækkað mikið. Þó hækkaði hún lítið eitt í júní m.v. maí. Í maí var vísitalan 97 stig sem er lægsta gildi hennar frá því í janúar 2002 en í júní hækkaði hún í 101 stig. Í febrúar var vísitalan 138 stig. Í ljósi þess að nokkur fylgni hefur verið á milli vísitölnunnar og einkaneyslu gæti þróun hennar gefið vísbendingu um minni vöxt einkaneyslunnar þegar líða tekur á árið.

Vöxtur einkaneyslu og áhrifavalda hennar

Helstu þættir sem hafa áhrif á vöxt einkaneyslu eru vöxtur ráðstöfunartekna, vöxtur hreinnar eignar heimilanna og breytingar á raunvöxtum og atvinnuástandi. Á síðasta ári jókst einkaneyslan langt umfram kaupmátt ráðstöfunartekna, eða um 11,9% samanborið við u.þ.b. 8% vöxt kaupmáttar ráðstöfunartekna. Á mælikvarða launavísitölu Hagstofunnar staðvirtrar með verðvísitölu einkaneyslu jókst kaupmáttur launa á hvern starfsmann um 4,8%.

Bæði hagfræðileg og tölfræðileg rök benda til þess að gífurleg hækkun á verði íbúðarhúsnæðis eigi verulegan þátt í mikilli aukningu einkaneyslunnar að undanfögnu. Á síðasta fjórðungi ársins var verðið 28% hærra en fyrir ári. Þessi mikla hækkun húsnæðisverðs ásamt gífurlegri hækkun hlutabréfaverðs veldur því að raunvirði hreinnar eignar heimilanna¹ var 27% hærra í árslok 2005 en fyrir ári, þrátt fyrir að skuldir heimilanna hafi á sama tíma aukist um 22% að raunvirði.

Á móti auknum kaupmætti ráðstöfunartekna og auðsáhrifum vegur nokkur hækkun vaxta á árinu 2005. Áhrifa hærri vaxta á verðtryggð útlán tók ekki að gæta fyrir en seint á árinu og voru lítil í samanburði við lækkun vaxta fyrr á árinu og aðeins lítil hluti skulda heimilanna er á breytilegum vöxtum, sem eru mun næmari fyrir hækkun stýrivaxta. Þrátt fyrir stóru auknar skuldir heimilanna og nokkra hækkun vaxta lækkaði greiðslubyrðin í reynd sem hlutfall af ráðstöfunartekjum heimilanna. Ástæðurnar eru annars vegar mikil hækkun ráðstöfunartekna og hins vegar að ný lán eru að jafnaði til lengri tíma. Þessi lenging meðallánstíma lána heimilanna vinnur gegn áhrifum hærri skammtímavaxta.²

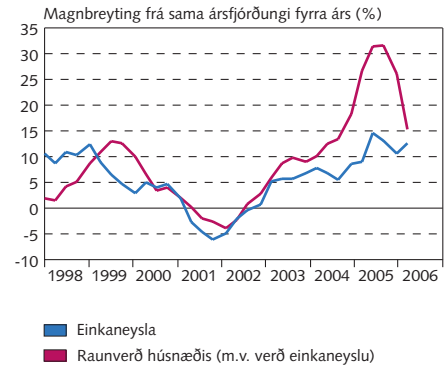
Í grunnspánni er gert ráð fyrir að hrein eign heimilanna minnki á árunum 2006-2008, annars vegar vegna þess að húsnæðisverð muni lækka og hins vegar vegna þess að áætlað er að neysla heimilanna muni aukast umfram vöxt ráðstöfunartekna í krafti þess að hrein eign þeirra hefur aukist mikið að undanfögnu og þar með möguleikar þeirra á lánum á hagstæðum kjörum. Hin mikla eignaaukning vegna verðhækkunar íbúðarhúsnæðis gæti hins vegar auðveldlega gengið til baka vegna aukins framboðs á sama tíma og ráðstöfunartekjur vaxa lítið eða dragast saman. Lítil reynsla er af spám um þróun húsnæðisverðs við aðstæður eins og nú eru og því veruleg óvissa

1. Hrein eign heimilanna er hér metin sem virði íbúðarhúsnæðis að viðbættum fjármálagum eignum heimilanna eins og verðbréfum og innistæðum í fjármálastofnunum að frádregnum skuldum þeirra. Þær eignir sem felast í lífeyrisréttindum fólks eða öðrum kröfum af sambærilegum toga eru ekki taldar með hér.
2. Lenging lánstíma kann til skamms tíma að draga nokkuð úr hættu á að heimilin lendi í vanskilum við lánastofnanir ef ráðstöfunartekjur þeirra lækka með því að lækka greiðslubyrði heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunartekjum. Langur meðallánstími takmarkar hins vegar líka möguleika lánastofnana til að bregðast við greiðsluerfiðleikum heimila með því að lengja endurgreiðslutímann.

Mynd IV-5

Breytingar í einkaneyslu og raunverði húsnæðis

1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2006

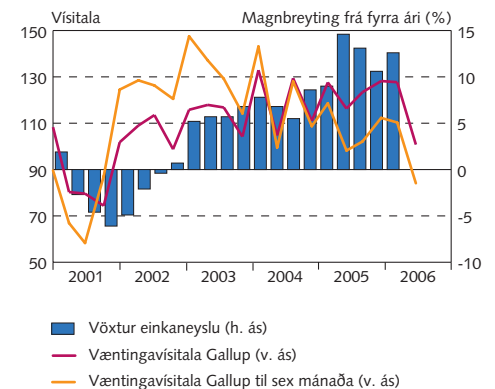


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

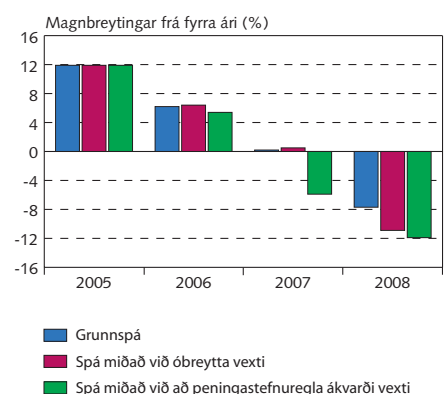
1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2006¹



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

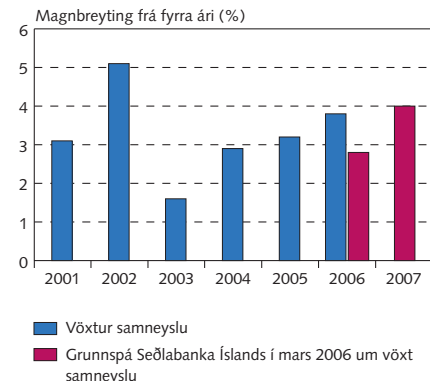
Mynd IV-7

Áætluð einkaneysla 2005 og spár Seðlabanka Íslands fyrir 2006-2008



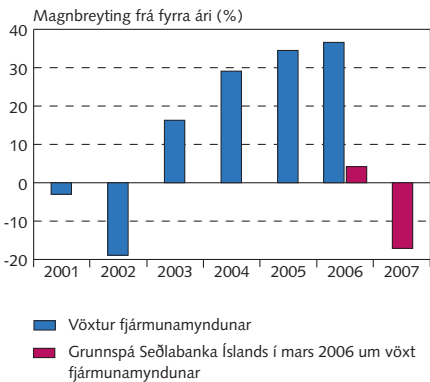
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8
Vöxtur samneyslu 2001-2007¹



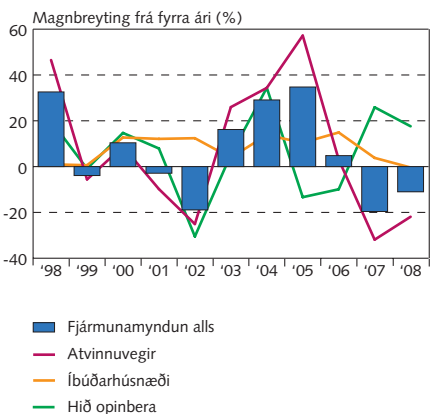
1. Fyrir árið 2006 eru sýndar áætlanir Hagstofu fyrir 1. ársfjórðung 2006 og árssþá Seðlabankans í mars.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9
Vöxtur fjármunamyndunar 2001-2007



1. Fyrir árið 2006 eru sýndar áætlanir Hagstofu fyrir 1. ársfjórðung 2006 og árssþá Seðlabankans í mars.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10
Vöxtur fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 1998-2008¹



1. Grunnþá Seðlabanka Íslands 2006-2008.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

um áreiðanleika þeirra. Um leið kunna breytingar á húsnæðisverði að skipta sköpum fyrir framvindu efnahagsmála. Það skapar mikla óvissu í spám um einkaneyslu og fyrir heimilin og lánastofnanir sem þurfa að taka ákvarðanir um neyslu og lántökur með hliðsjón af því hvers virði hrein eign þeirra er.

Spáð er að einkaneyslan vaxi mikið í ár en minnki svo

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna vaxi um ½% og að raunverð húsnæðis lækki um 2½% á þessu ári. Í ljósi þessara forsendna og upplýsinga um þróun einkaneyslu á fyrstu mánuðum ársins spáir Seðlabankinn því að einkaneyslan vaxi um rúmlega 6% á árinu. Á næsta ári er gert ráð fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna vaxi um 1½%, raunverð húsnæðis lækki um 12% og einkaneyslan standi nánast í stað. Lækkun raunverðs húsnæðis og vöxtur einkaneyslu umfram kaupmátt ráðstöfunartekna veldur því að hrein eign heimilanna á föstu verðlagi (m.v. verðlag einkaneyslu) lækkar um 7% á árinu 2006 og um 21% á árinu 2007.

Í fráviksdæmunum er einkaneyslan á þessu ári svipuð en meiru munar þegar kemur fram á næsta ár. Árið 2007 dregst einkaneyslan saman um 6% í því dæmi þar sem stýrivextir fylgja peningastefnureglu og um 12% árið 2008, eða 4 prósentum meira en í grunnspánni.

Samneysla

Í grunnþá Seðlabankans frá því í mars var gert ráð fyrir að samneysla hins opinbera ykist um 2,8% í ár, um 4% árið 2007 og um 2,8% árið 2008. Mikill vöxtur samneyslunnar árið 2007 helgast m.a. af yfirtöku ríkisins á verkefnum sem Bandaríkjamenn hafa annast á Keflavíkurflugvelli. Ný grunnþá bankans er nánast óbreytt.

Hagstofan áttlar að samneysla á fyrsta ársfjórðungi 2006 hafi vaxið um 3,8% frá sama tíma árið áður og að á seinni helmingi ársins 2005 hafi vöxturinn einnig verið um 3½%. Til að spáin um vöxt á þessu ári gangi eftir má samneyslan ekki aukast nema um 2½% á þeim ársfjórðungum sem eftir eru.

Fjármunamyndun

Vöxtur fjármunamyndunar á fyrsta fjórðungi ársins bendir til að í ár geti hann orðið nokkru meiri en Seðlabankinn spáði í mars sl. Þá spáði bankinn 4,2% vexti fjármunamyndunar, þar af 1,1% samdrætti fjármunamyndunar atvinnuveganna, 24,8% vexti fjármunamyndunar í íbúðarhúsnæði og 7,5% samdrætti í fjármunamyndun hins opinbera. Hagstofan áttlar að fjármunamyndunin hafi vaxið um 36,6% frá fyrsta ársfjórðungi 2005 til jafnlengdar á þessu ári, þar af fjármunamyndun atvinnuveganna um 51,4%, fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði um 14,2% og að fjármunamyndun hins opinbera hafi dregist saman um 2,2%.

Áfram mikill vöxtur í fjármunamyndun atvinnuveganna

Núverandi hagvaxtarskeið einkennist af mjög mikilli fjármunamyndun. Fjármunamyndun á síðasta ári nam 28,7% af vergri landsframleiðslu. Til að finna hærra hlutfall þarf að fara þrjátíu ár aftur í tímann til miðs áttunda áratugarins. Á árunum 1991-2004 var hlutfall fjármunamynd-

unar u.þ.b. 20%. Hér skiptir mestu fjárfesting í áliðnaði og orkuöflun fyrir hann. Þessi fjárfesting nam tæplega 9% af vergri landsframleiðslu á árinu 2005 og áætlað er að hún muni nema tæplega 10% á þessu ári.

Búist er við að fjárfesting í ál- og orkuverum verði nokkru meiri á árinu 2006 en gert var ráð fyrir í mars. Aukningin skýrist að hluta til af því að verkþættir sem áður voru ráðgerðir á árinu 2008 hafa verið færðir fram. Nú er áætlað að einungis verði fjárfest fyrir 7 ma.kr. í stóriðju og orkuöflun á árinu 2008 (sjá nánar í rammagrein IV-1). Rétt er að benda á að þótt ýmsar hugmyndir séu uppi um nýja fjárfestingarkosti í stóriðju er ekkert tillit tekið til þeirra í spám Seðlabankans að þessu sinni. Þeirri meginreglu er fylgt að taka ekki tillit til slíkra stórframkvæmda fyrr en þær hafa verið formlega ákveðnar, eða því sem næst.

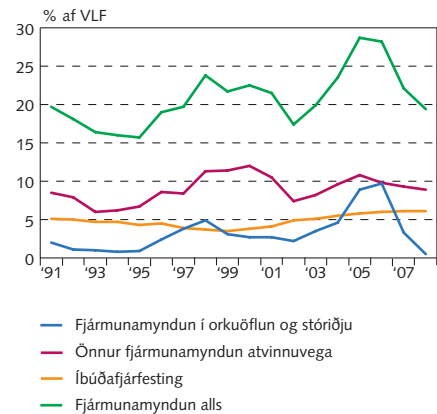
Önnur atvinnuvegafjárfesting en fjárfesting í stóriðju nam tæplega 11% af vergri landsframleiðslu á árinu 2005. Spáð er að þessi fjárfesting verði litlu minni á þessu ári og því næsta. Gert er ráð fyrir mikilli fjárfestingu í flugvélum, ferðamannaíðnaði og sjávarútvegi. Það er því ekki að sjá að fjárfestingin í stóriðju hafi rutt burt mikilli annarri fjárfestingu.

Samkvæmt könnun IMG telja tæplega 48% fyrirtækja að fjárfesting þeirra verði svipuð í ár og í fyrra, 26% telja að fjárfesting þeirra verði meiri og sama hlutfall telur að hún verði minni. Þeim sem eru svartsýnni á umfang fjárfestingar á næstu misserum hefur fjölgað jafnt og þétt frá fyrri könnunum.

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að fjárfesting atvinnuveganna, að stóriðju og orkuöflun meðtalinni, vaxi um 3% á þessu ári. Eftir 51% aukningu á fyrsta fjórðungi þessa árs skv. tölum Hagstofunnar felast í þessu mikil umskipti innan ársins. Því er spáð að fjárfesting atvinnuveganna á síðasta fjórðungi ársins verði 20% minni en á sama fjórðungi síðasta árs. Spáð er að fjárfesting atvinnuveganna dragist saman um 32% á árinu 2007 og aftur um tæplega 22% árið 2008.

Mynd IV-11

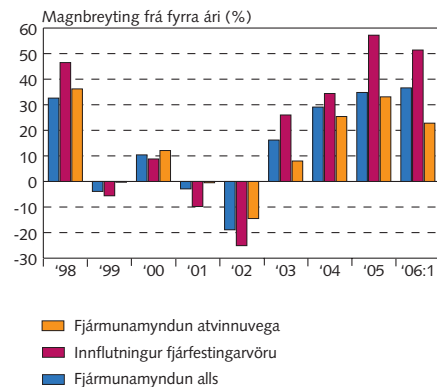
Fjármunamyndun atvinnuvega og í stóriðju 1991-2008¹



1. Grunnspá Seðlabanka Íslands 2006-2008. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

Vöxtur fjármunamyndunar og innflutnings fjárfestingarvöru 1998-2005 og 1. ársfj. 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Um mitt þetta ár má áætla að ríflega 2/3 hlutum yfirstandandi framkvæmda við byggingu ál- og orkuvera verði lokið. Þegar þeim lýkur að fullu árið 2009 mun ársálframléiðsla nema u.þ.b. 800 þús. tonn-um, sem er 530 þús. tonna aukning frá 273 þús. tonna framleiðslu sl. ár. Áform eru uppi um tvö ný álver, í Helguvík á vegum Norðuráls og við Húsavík á vegum Alcoa. Einnig er áformað að stækka álverið í Straumsvík sem er í eigu Alcan. Þessi áform eru mislangt komin, en eru öll á athugunar- og rannsóknarstigi og því veruleg óvissa um hvenær verði ráðist í framkvæmdirnar og hvort af þeim verður yfirleitt.

Hjá Alcan í Straumsvík hefur verið lokið við lóðasamninga við viðkomandi landeigendur og umhverfismat hefur verið gert án athugasemda. Þá hefur starfsleyfi verið veitt þannig að opinber leyfi ligga fyrir, ef frá er talið framkvæmdaleyfi frá Hafnarfjarðarbæ. Jafnframt er búið að semja um kaup á allt að 40% þeirrar viðbótarraforku sem þarf vegna fyrrihugaðrar stækkunar. Núverandi framleiðslugeta er um 180 þús. tonn og áætluð stækkun er 280 þús. tonn. Afkasta-

Rammagrein IV-1

Enn er mikil óvissa um frekari stóriðjuframkvæmdir

geta álversins yrði því u.þ.b. 460 þús. tonn á ári eftir stækkun. Samkvæmt frumáætlunum er gert ráð fyrir að framkvæmdir við stækkun álversins hefjist árið 2008 og að þeim verði lokið á miðju ári 2010. Vinna við orkuöflun þyrfti að hefjast nokkru fyrr svo að framleiðsla geti hafist þá. Enn hefur ekki verið samið um kaup á 60% þeirrar orku sem þarf.

Í byrjun júnímánaðar var undirrituð viljayfirlýsing milli Norðuráls annars vegar og Hitaveitu Suðurnesja og Orkuveitu Reykjavíkur hins vegar um öflun 250 MW orku til nýs álvers Norðuráls í Helguvík. Gert er ráð fyrir að álverið verði reist í tveimur áföngum. Starfsemi í fyrri áfanganum, með um 150 þús. tonna framleiðslugetu, gæti hugsanlega hafist um mitt ár 2010. Seinni áfanganum, með 100 þús. tonna framleiðslugetu, yrði lokið árið 2015. Í aprílmánuði var gengið frá skilyrtum lóðar- og hafnarsamningi við Reykjanesbæ. Í frumáætlun er gert ráð fyrir að framkvæmdir hefjist haustið 2007 í Helguvík. Hins vegar er ljóst að langt leyfisferli er eftir. Formlegt umhverfismat er t.d. ekki hafið. Þegar það mat liggur fyrir geta stjórnvöld fyrst tekið ákvörðun um starfsleyfi. Einnig liggur fyrir að orkuöflun sem um var samið nú í byrjun júní mun ekki nægja í fyrsta áfangann. Því þarf væntanlega að ljúka samningum um fullnægjandi orkuafhendingu áður en framkvæmdir hefjast.

Undirbúningsferli vegna álvers við Húsavík virðist skemmra á veg komið en undirbúningur álvers í Helguvík eða stækkunar álversins í Straumsvík. Aðeins liggur fyrir ákvörðun framkvæmdaraðila um staðsetningu. Hugmyndir um raforkuöflun eru enn mjög óljósar og ítarlegar rannsóknir þurfa að fara fram áður en ljóst verður hvort hægt er að afla nægjanlegrar raforku með gufuafl í Þingeyjarsýslu. Öflun raforku og kostnaður við framleiðslu hennar eru því mjög óviss og verður svo áfram um nokkurt skeið. Þá er allt leyfisferlið eftir, þ.e.a.s. umhverfismat og opinbert starfsleyfi.

Ástandið talið gott en horfur á að það versni

Samkvæmt könnun Gallups á viðhorfum forsvarsmanna stærstu fyrirtækja á Íslandi sem framkvæmd var í maí telja stjórnendur að aðstæður í efnahagslífinu séu almennt góðar en að þær muni versna á næstu sex mánuðum.

Meirihluti stjórnenda býst við óbreyttri innlendra eftirspurn á næstu sex mánuðum og eru umtalsvert svartsýnni en í síðustu könnun. Hins vegar eru forsvarsmenn fyrirtækja sem selja vörur á erlendum markaði mun bjartsýnni og búast langflestir við aukinni eftirspurn á næstu sex mánuðum. Gengisþróun krónunnar á síðustu mánuðum hefur verið hagfelld fyrir þessi fyrirtæki og telur mikill meirihluti stjórnenda fyrirtækja í útflutningsgreinum að framlegð fyrirtækja þeirra aukist á næsta hálfu ári. Stjórnendur fyrirtækja í sjávarútvegi, samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu eru bjartsýnni um framtíðarhorfur heldur en t.d. stjórnendur fyrirtækja í verslunar- og fjármálageiranum.

Fjármunamyndun hins opinbera

Erfitt hefur reynst að spá fyrir um fjárfestingu hins opinbera. Ekki er einhlítt að miða við fjárheimildir vegna þess að algengt er að þær séu geymdar milli ára. Í spá Seðlabankans í mars sl. var gert ráð fyrir að opinber fjármunamyndun drægist saman um 7½% að raungildi í ár en ykist um 23% á næsta ári og 18% árið 2008. Í þessum áætlunum var gert ráð fyrir 19% samdrætti í fjárfestingu ríkisins. Hagstofan áætlar

að fjárfesting hins opinbera hafi verið 2,2% minni á fyrsta fjórðungi ársins en á sama tíma í fyrra. Samkvæmt greiðslutölum ríkissjóðs voru útgjöld til fjármunamyndunar og fjármagnstilfærslna 6% hærra að raungildi á fyrsta þriðjungi 2006 en á sama tíma í fyrra. Með hliðsjón af þessum upplýsingum er nú áætlað að samdráttur opinberrar fjármunamyndunar á þessu ári verði tæplega 10%. Áætlað er að fjárfesting árána 2007 og 2008 verði eins og spáð var í mars nema að björgunarþyrlur verði teknar á leigu en ekki keyptar á næsta ári. Að þessu samanlögðu er áætlað að opinber fjármunamyndun aukist að magni til um 20% að meðaltali á næstu tveimur árum.

Mikill vöxtur íbúðarfjárfestingar en spáð var í mars

Gögn um íbúðarfjárfestingu á fyrstu mánuðum ársins benda til þess að spá Seðlabankans frá því í mars hafi verið of há, en þá var spáð tæplega 25% vexti íbúðarfjárfestingar í ár. Hagstofan hefur nú birt ársfjórðungslegar tölur um fjárfestingu í íbúðarhúsnæði þar sem áætlað er að hún hafi verið 14,2% meiri á fyrsta fjórðungi þessa árs en á fyrsta fjórðungi síðasta árs. Til að spáin frá því í mars gangi eftir þarf ársvöxturinn að nema 28 prósentum á þeim þrem ársfjórðungum sem eftir eru.

Aðrar vísbendingar um fjárfestingu í íbúðarhúsnæði hafa verið nokkuð misvísandi undanfarin misseri. Mikil hækkun á fasteignaverði miðað við byggingarkostnað eins og hann mælist með byggingarvísitölu gefur til kynna mikla arðsemi í greininni og endurspeglast það í spá bankans. Tölur um fjölda byggingarleyfa styðja einnig spár um mikinn vöxt. Vegna mikillar fjárfestingar í áliðnaði, orkuverum og öðrum mannvirkjum er erfitt að meta þær vísbendingar sem felast í miklum innflutningi byggingarefna, en þó er talið að þær styðji frekar við áætlanir um mikinn vöxt íbúðarfjárfestingar.

Breytingar á aðferðum Hagstofunnar við mat á íbúðarfjárfestingu valda því að erfiðara er en ella að spá fyrir um fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði. Tafla IV-2 sýnir hvernig áætlanir Hagstofunnar og spár Seðlabankans hafa breyst frá fjórða hefti *Peningamála* árið 2004. Tölurnar fyrir árið 2004 sýna hvernig áætlanir Hagstofunnar, sem stuðst var við í þeim spám sem birtar voru í *Peningamálum*, breyttust frá því að fyrstu tölur voru birtar í mars árið 2005 og fram að síðustu tölum sem birtar voru í mars á þessu ári. Spáð er að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist um tæp 15% á þessu ári en að aukningin verði einungis tæplega 4% á árinu 2007.

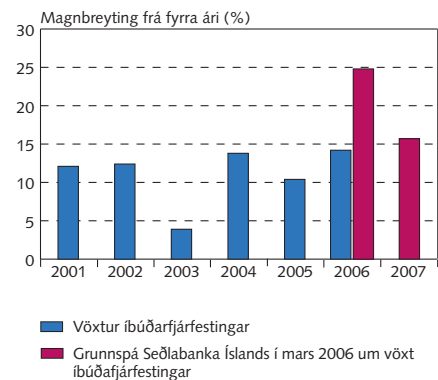
Tafla IV-2 Vöxtur íbúðarfjárfestinga frá fyrra ári (%)

	2004	2005	2006	2007
PM 2004-4		8,3	5,8	-
PM 2005-1	3,0	19,5	9,6	-
PM 2005-2	3,0	21,9	9,9	-
PM 2005-3	5,7	12,0	10,0	0,2
PM 2005-4	5,7	11,8	9,5	0,6
PM 2006-1	13,8	10,3	24,8	15,7
PM 2006-2	13,8	10,4	14,9	3,8
Hagstofan nú	13,8	10,4	14,2 ¹	-

1. Hækkun frá 1. ársfjórðungi 2005 til 1. ársfjórðungs 2006.

Mynd IV-13

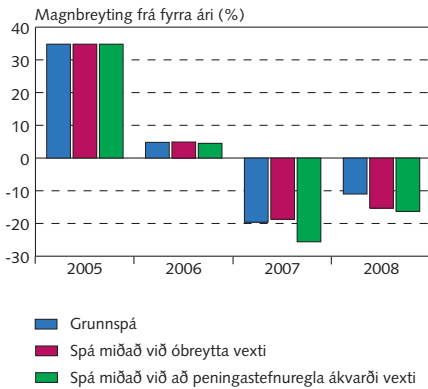
Vöxtur fjármunamyndunar í íbúðarhúsnæði 2001-2007¹



1. Fyrir árið 2006 eru sýndar áætlanir Hagstofu fyrir 1. ársfjórðung 2006 og ársspá Seðlabankans í mars.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14

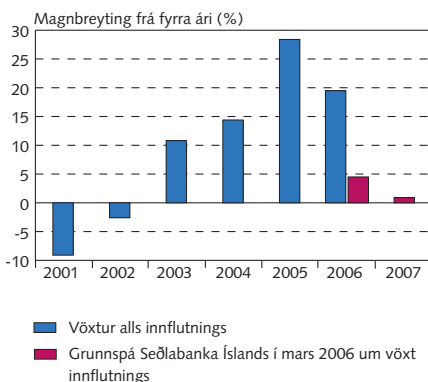
Fjárfesting 2005 og spár Seðlabanka Íslands fyrir 2006-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15

Vöxtur innflutnings 2001-2007¹

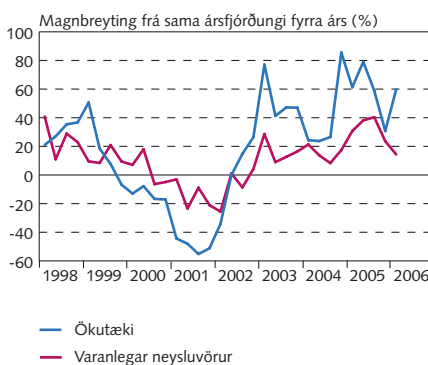


1. Fyrir árið 2006 eru sýndar áætlanir Hagstofu fyrir 1. ársfjórðung 2006 og ársspá Seðlabankans í mars.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Innflutningur ökutækja og varanlegra neysluvara 1.ársfj. 1998 - 1.ársfj. 2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Spáð er lítið eitt meiri fjármunamyndun í ár en minni á næsta ári

Samkvæmt grunnsþánni eykst fjármunamyndun um tæplega 5% á árinu 2006 sem er heldur meira en í mars. Vöxturinn er svipaður í fráviksdæmunum á árinu 2006. Í öllum dæmunum verður mikill samdráttur í fjármunamyndun á árunum 2007 og 2008 og sýnu mestur ef peningastefnureglan ákvarðar stýrivextina. Í því dæmi dregst fjármunamyndunin saman um 26% á árinu 2007 og um 16% á árinu 2008.

Innflutningur

Eftir mjög mikinn vöxt innflutnings á síðasta ári og nokkurn vöxt næstu tvö ár þar áður hefur Seðlabankinn búist við að heldur mundi draga úr vaxtarhraða innflutnings. Enn er búist við að dragi úr innflutningi á næstu misserum. Á fyrsta fjórðungi þessa árs jókst innflutningur í heild um 19½% frá fyrra ári á föstu verðlagi. Þar af jókst vöruinnflutningur um 24½%, sem er svipaður vöxtur og árið 2005. Innflutningur þjónustu jókst heldur minna, eða um 9½% á föstu verðlagi, sem er mun minni vöxtur en á árinu 2005, sem var tæplega 35%. Ferðaútgjöld Íslendinga erlendis á fyrsta fjórðungi ársins voru þó 27% meiri en fyrir ári.

Vöruinnflutningur eykst enn hröðum skrefum

Gögn um vöruinnflutning í apríl og maí benda ekki til að dregið hafi umtalsvert úr vexti vöruinnflutnings á öðrum fjórðungi ársins. Því þarf mikil umskipti á síðari helmingi þess svo að spá Seðlabankans í mars um 4½% vöxt í ár gangi eftir. Innflutningur á fjárfestingar- og rekstrarvörum jókst mest fyrstu mánuði ársins, sem rekja má til framkvæmda við ál- og orkuver. Þær eru að öllum líkindum að ná hámarki. Vegna hás gengis krónunnar undanfarin misseri hafa varanlegar neysluvörur verið tiltölulega ódýrar. Lágt verðlag hefur ýtt undir innflutning þeirra. Líklegt er að gengislækkunin hafi orðið til þess að auka innflutning bíla og annarrar dýrrar varanlegrar neysluvöru fyrst í stað, en líklegt er að dragi úr þessum innflutningi á næstunni þegar lækkun krónunnar hefur komið fram í verðlagi.

Efitt er að mæla umfang þessara áhrifa bæði vegna þess að gengislækkunin hefur áhrif á verðlag varanna og að miklar sveiflur eru í innflutningi þeirra eins og mynd IV-16 sýnir (sjá nánari umfjöllun í kafla VII).

Horfur á hægari vexti innflutnings

Samkvæmt grunnsþánni eykst innflutningur um 3½% á þessu ári, sem er heldur minni vöxtur en í mars. Árið 2007 er hins vegar búist við mun minni innflutningi en spáð var í mars. Spáð er 6% samdrætti í stað 1% vaxtar samkvæmt grunndæminu og 11% samdrætti ef stýrivextir eru ákveðnir af peningastefnureglu. Hafa verður í huga að í mars var gert ráð fyrir töluvert sterkara gengi en nú. Á árinu 2008 er nú spáð 2-6% samdrætti innflutnings, mest í því dæmi þar sem peningastefnuregla ákvarðar stýrivextina.

Hagvöxtur og framleiðsluspenna

Undanfarin tvö ár hafa einkennst af mikilli framleiðsluspenna. Árið 2004 urðu mikil umskipti þegar framleiðsluspenna jókst í 2½% eftir 2% framleiðslulaka á árinu 2003. Meginástæða þessara umskipta var að hagvöxtur á árinu 2004 var mjög mikill eða 8,2%. Eins og sést á mynd IV-17 eru náin tengsl á milli framleiðsluspenna og hagvaxtar.³ Myndin sýnir einnig að neikvætt samband er á milli atvinnuleysis og framleiðsluspenna, þ.e. þegar framleiðsluspenna er mikil og hagvöxtur mikill er atvinnuleysi lítið og öfugt.

Hagvöxtur var 5,6% á síðasta ári og við það jókst framleiðsluspennan í tæplega 4% sem er nokkru minni spenna en síðast var talið enda hafa söguleg gögn um fjármagnsstofn verið endurmetin. Hagstofan metur stofninn nú stærri en áður. Stærri fjármagnsstofn dregur að óbreyttu úr mældri framleiðsluspenna.

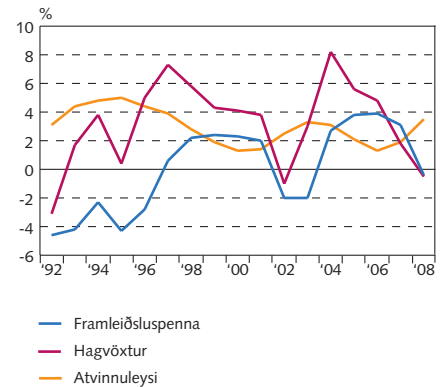
Seðlabankinn spáir nú ívið meiri hagvexti á þessu ári eða tæplega 5% í stað rúmlega 4% vaxtar í mars. Framleiðsluspennan er hins vegar nánast óbreytt. Á árinu 2007 er spáð tæplega 2% hagvexti og minnkar þá framleiðsluspennan í um 3%. Á árinu 2008 er spáð ½% samdrætti landsframleiðslu og kemur þá fram lítills háttar framleiðslulaki.

Við mat á framleiðsluspenna er hér miðað við grunnspána, þ.e.a.s. að stýrivextir breytist í samræmi við væntingar á skuldabréfamarkaði og spár greiningaraðila. Spáin um framleiðsluspenna er háð töluverðri óvissu. Mynd IV-18 sýnir núverandi mat á framleiðsluspenna (dökka línan í miðjunni á bláu ferlunum) og óvissubíl sem gefur til kynna líkur á því að framleiðsluspennan víki frá matinu. Talið er að 50% líkur séu á því að framleiðsluspennan verði innan dekksta svæðisins, 75% líkur séu á að hún verði innan þess svæðis sem markast af dekksta og næstdekksta svæðinu og að 90% líkur séu á að hún verði innan skyggða svæðisins. Samkvæmt þessum útreikningum eru um 5% líkur á að framleiðsluspennan verði undir 1% á árinu 2007 og einnig 5% líkur á að hún verði yfir 5%.

Ef miðað er við aðrar forsendur um stýrivexti verður líkindadreifing framleiðsluspennunnar önnur. Í mynd IV-2 á bls. 19 eru sýnd meðaltalsgildi framleiðsluspennunnar miðað við fyrrgreinda þrjá spáferla. Þar sést að jafnvægi næst á milli framleiðslugetu og eftirspurnar á árinu 2007 ef fylgt er peningastefnureglu við ákvörðun stýrivaxta. Í því tilviki eru um helmingslíkur á framleiðslulaka á árinu, en 5% líkur á að framleiðsluspenna verði 2% eða meiri.

Mynd IV-17

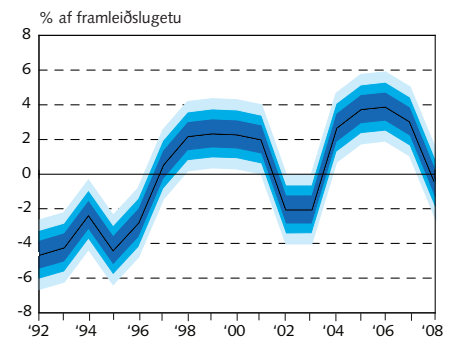
Framleiðsluspenna, hagvöxtur og atvinnuleysi 1992-2008¹



1. Grunnspá Seðlabanka Íslands 2006-2008.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-18

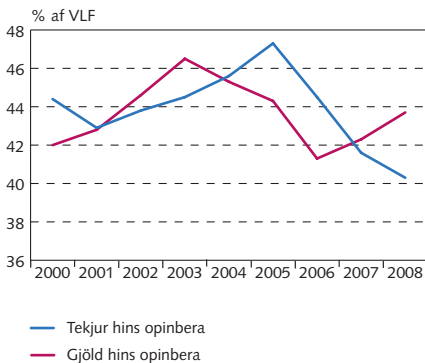
Framleiðsluspenna/framleiðslulaki 1992 - 2008¹



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

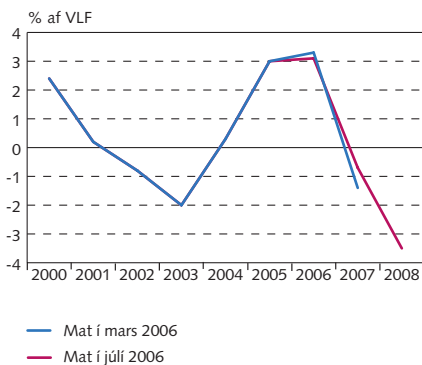
3. Aðferðafræðinni við mat á framleiðsluspenna er nánar lýst í rammagrein í *Peningamálum* 2006/1, bls. 29.

Mynd V-1
Tekjur og gjöld hins opinbera 2000-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnsþá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-2
Breytingar á mati opinberra afkomu
2000-2008
Hið opinbera alls



Heimild: Seðlabanki Íslands.

V Opinber fjármál

Útlit fyrir veruleg umskipti í afkomu hins opinbera á næstu tveimur árum

Það stefnir í veruleg umskipti í rekstri hins opinbera á næstu tveimur árum eins og mátt hefur greina í *Peningamálum* frá því í fyrrahaust þegar fyrst voru birtar áætlanir um árið 2007. Í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir að halli á rekstri hins opinbera yrði 1½% af landsframleiðslu á næsta ári en nú er talið að hallinn verði um ½%. Horfur fyrir árið 2008 eru hins vegar töluvert lakari. Áætlanir sem eru byggðar á grunnsþá Seðlabankans og langtímaáætlun fjármálaráðuneytisins frá síðasta hausti sýna tekjur hins opinbera dragast saman úr 47% af landsframleiðslu árið 2005 í rúmlega 40% 2008. Gjöld standa hins vegar hlutfallslega nánast í stað miðað við landsframleiðslu nálægt 44%. Afkoma hins opinbera versnar samkvæmt þessum áætlunum úr 3% afgangi í fyrra og í ár í u.þ.b. 3½% halla árið 2008. Þessi umskipti má að nokkru leyti rekja til gengislækkunar krónunnar og hækkandi verðlags á erlendum afurðamörkuðum. Hvort tveggja hækkar verðlag landsframleiðslu umfram innlent verðlag, einkum árið 2006. Við það lækka hlutföll opinberra tekna og gjalda sem hlutfall af landsframleiðslu. Auk þess eru gjöld hins opinbera talin hækka um nær 10% á föstu verðlagi meðan tekjur lækka um 5% á árunum 2005-2008. Tekjur dragast þá saman um næstum 25 ma.kr. en gjöld hækka um 45 ma.kr. á verðlagi ársins í ár. Ef miðað er við frávikssþá Seðlabankans með peningastefnureglu, versnar afkoma hins opinbera jafnvel enn meira, eins og nánar er greint frá hér að neðan.

Peningamál voru komin á umbrotsstig þegar ríkisstjórnin gaf út yfirlýsingu sína 27. júní um lækkun hámarksblána íbúðalánasjóðs, frestun ríkisframkvæmda sem ekki eru hafnar og viðræður við sveitarfélögin um hliðstæða frestun. Áform um frestun framkvæmda eru enn óljós og ekki tekið tillit til þeirra hér. Svo langt er liðið á árið að frestun á þessu ári kemur mest fram árin 2007 og 2008. Áhrif á ríkisfjármál 2006 verða því trúlega lítil. Meira gæti munað á næsta ári, en stærðir eru óþekktar fram að fjárlagafrumvarpi 2007. Mestu gæti skipt ef það verður almannatruð að ríkisvaldið sé mætt til leiks í baráttunni við verðbólguna.

Góð afkoma ríkissjóðs í ár sökum mikilla tekna

Horfur eru á að afkoma ríkissjóðs verði svipuð í ár og á metárinu 2005 og nemi 3,8% af landsframleiðslu ef litið er fram hjá eignasölu og sveiflum í tekjuafskriftum og færslu lífeyrisskuldbindinga. Góðar

Tafla V-1 Fjármál hins opinbera 2004-2008¹

% af landsframleiðslu	2004	2005	2006	2007	2008
Tekjur hins opinbera	45,6	47,3	44,5	41,6	40,3
Útgjöld hins opinbera	45,3	44,3	41,3	42,2	43,6
Afkoma hins opinbera	0,3	3,0	3,1	-0,6	-3,4
Hreinar skuldir hins opinbera ^{2, 3}	19,4	10,2	5,1	5,2	8,4
Heildarskuldir hins opinbera ³	36,5	29,0	22,4	20,5	21,6

1. Samkvæmt uppsetningu þjóðhagsreikninga nema annað sé tekið fram. 2. Lausafjárstaða ríkisins meðtalin. 3. Án lífeyrisskuldbindinga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Fjármálaráðuneytið, Fjársýsla ríkisins, grunnsþá Seðlabanka Íslands 2006-2008.

horfur á þessu ári stafa annars vegar af því að aukning útgjalda er lítil sem engin umfram verðlag vegna minnkandi fjárfestingar og fjármagnskostnaðar og hins vegar af því að tekjur eru taldar hækka um 1,6% umfram verðlag útgjalda. Vöxtur tekna skýrist þó einkum af tímabundnum aðstæðum í kjölfar núverandi uppsveiflu, t.d. miklum tekjum ríkissjóðs af tekjusköttum fyrirtækja, fjármagnstekjuskatti og stimpilgjaldi. Þessir þættir vega upp talsverðan samdrátt tekna af virðisaukaskatti og innflutningsgjöldum, sem stafar m.a. af veikingu krónunnar og minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum.

Afkoma ríkissjóðs í jánnum á næsta ári

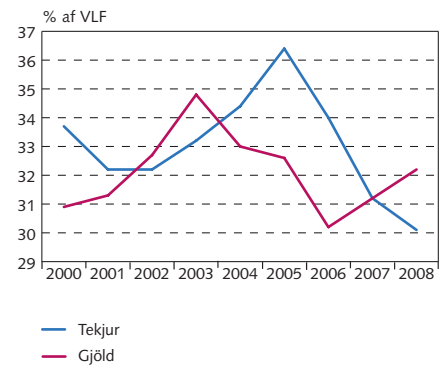
Á árinu 2007 er, eins og í marshefti *Peningamála*, reiknað með tekjuskattslækkun og að sérstakar aðstæður gangi til baka sem aukið hafa tekjur af sköttum á fyrirtæki og fjármagnstekjur og af stimpilgjöldum. Við það lækka tekjur ríkissjóðs um ríflega 25 ma.kr. Útgjöld ríkissjóðs aukast hins vegar um 25 ma.kr. samkvæmt langtímaáætlunum og miðað við forsendur grunnspár. Afkoman verður í jánnum, sem er talsvert betra útlit en reiknað var með í síðustu *Peningamálu*. Þar var hallinn talinn stefna í 1% af landsframleiðslu.

Miðað við grunnspá Seðlabankans aukast tekjur ríkisins af óbeinum sköttum nokkuð á næsta ári. Það má rekja til þess að raungengi krónunnar hækkar nokkuð. Áætlað er að lokaskrefið í skattalækkunarferli ríkisstjórnarinnar kosti ríkissjóð u.þ.b. 14 ma.kr., eða nokkru meira en skattalækkunin í ár. Tilhliðranir sem voru gerðar í skattamálu til að afstýra uppsögn kjarasamninga í júní sl., breyta litlu um kostnað árið 2007 en bita fremur á árinu 2008. Miðað við grunnspána má ætla að kostnaður ríkissjóðs vegna þeirra verði um eða yfir 2 ma.kr. eftir því hvernig endurskoðun vaxtabóta verður útfærð.

Áætlað er að tekjur ríkissjóðs af tekjuskatti fyrirtækja minnki um helming á næsta ári og verði einungis 15 ma.kr. samanborið við ríflega 32 ma.kr. innheimtu í ár. Stórar fjármálastofnanir greiða nú bróðurpartinn af þessum skatti. Hér er gert ráð fyrir að þær hagnist mun minna í ár en í fyrra. Það kann að vera álitamál. Óbreytt afkoma þeirra myndi bæta afkomu ríkissjóðs, sem yrði þá jákvæð um 2% af landsframleiðslu á næsta ári.

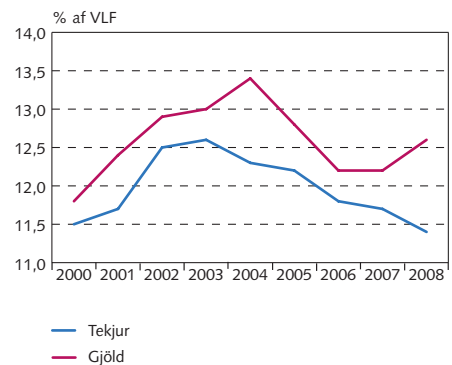
Útgjaldahækkun ríkissjóðs á næsta ári stafar jöfnum höndum af meiri samneyslu (m.a. vegna varnarmála), meiri tilfærslum (m.a. vegna aukinna barna- og vaxtabóta) og meiri fjárfestingu í samræmi við langtímaáætlun ríkissjóðs. Fjárfestingin kann að vera ofmetin í ljósi síðustu yfirlýsinga ríkisstjórnarinnar.

Mynd V-3
Tekjur og gjöld ríkissjóðs 2000-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-4
Tekjur og gjöld sveitarfélaga 2000-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

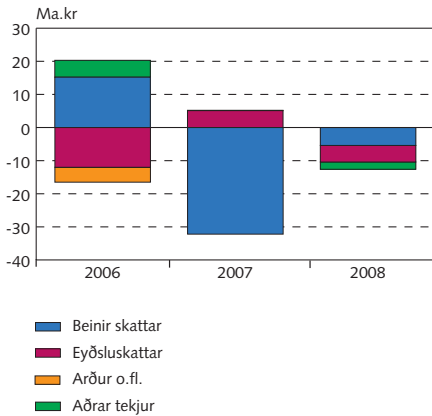
Tafla V-2 Fjármál ríkissjóðs 2004-2008¹

% af landsframleiðslu	2004	2005	2006	2007	2008
Tekjur ríkissjóðs	34,4	36,4	34,0	31,2	30,1
Útgjöld ríkissjóðs	33,0	32,6	30,2	31,1	32,1
Afkoma ríkissjóðs	1,3	3,8	3,8	0,1	-2,0
Lánsfjárförnuður ríkissjóðs ²	2,6	11,4	3,8	-0,1	-2,2
Hreinar skuldir ríkissjóðs ^{3, 4}	14,6	4,9	0,0	0,1	2,3
Heildarskuldir ríkissjóðs ⁴	28,1	20,3	14,2	12,4	12,4

1. Samkvæmt uppsetningu þjóðhagsreikninga nema annað sé tekið fram. 2. Áætlun á ríkisreikningsgrunni. 3. Lausafjárstaða meðtalin. 4. Án lífeyrisskuldbindinga

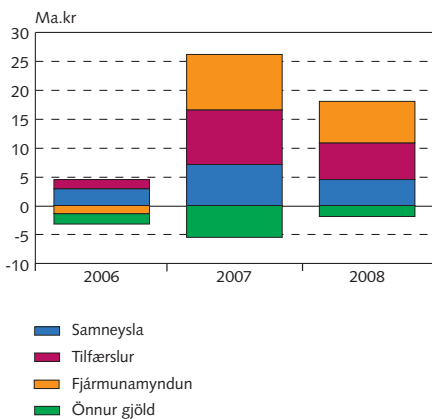
Heimildir: Hagstofa Íslands, fjármálaráðuneytið, Fjársýsla ríkisins, grunnspá Seðlabanka Íslands 2006-2008.

Mynd V-5
Breytingar ríkistekna 2006-2008
Á föstu verði



Heimild: Grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-6
Breytingar ríkisútgjalda 2006-2008
Á föstu verði



Heimild: Grunnspá Seðlabanka Íslands.

Afkoman versnar áfram árið 2008

Á árinu 2008 er áætlað að afkoma ríkissjóðs versni áfram og halli á rekstri nemi 2% af landsframleiðslu. Skatttekjur lækka vegna samdráttar í umsvifum og gjöld hækka umfram verðlag í samræmi við samneysluforsendur spárinnar og fjárfestingaráætlun ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem henni verður ekki frestað.

Áætlað er að útgjöld ríkissjóðs aukist um 15-20 ma.kr. umfram verðlag bæði árin 2007 og 2008. Nær helming vaxtarins má rekja til áætlunar stjórnvalda um auknar framkvæmdir til að draga úr samdrætti á árunum 2007 og 2008 þegar stóriðjuframkvæmdum lýkur. Þegar þær áætlanir voru gerðar, eins og fram kemur í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2004, var talið að landsframleiðsla yrði því sem næst í samræmi við framleiðslugetu á árinu 2007. Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans verður hins vegar enn 3% framleiðsluspenna árið 2007 en lítils háttar slaki árið 2008. Því virðist verulegt svigrúm til að seinka og dreifa betur fyrirhuguðum framkvæmdum. Eins væri vert að huga að því að seinka eftir því sem kostur er útgjaldaáformum á sviði samneyslu og tilfærslna. Ábatinn er nokkuð ljós ef bornar eru saman grunnsþá Seðlabankans og fráviksspáin, þar sem vextir og gengi eru látin ein um að ráða niðurlögum verðbólgunnar. Framleiðsla og kaupmáttur rýrna að vísu meira í fyrstu ef tekið er á verðbólgunni, en rétta fyrr af, og mun fyrr dregur úr verðbólgu. Ábatinn af samstilltu átaki peningastefnu og ríkisfjármála felst einnig í því að herkostnaðurinn dreifist betur en ef aðhaldsaðgerðir hvíla á peningastefnunni einni. Nýleg yfirlýsing ríkisstjórnarinnar gengur í þessa átt. Með samstilltu átaki þarf ekki að hækka stýrivexti eins mikið.

Halli á rekstri sveitarfélaga gæti aukist á næstu árum

Fátt er að fréttu af fjármálum sveitarfélaga frá því í síðustu *Peningamálum*. Þá lá fyrir bráðabirgðauppgjör Hagstofunnar fyrir árið 2005 og samantekt Sambands sveitarfélaga úr fjárhagsáætlunum fyrir þetta ár. Ekki hefur farið fram sjálfstæð gagnasöfnun á vegum Seðlabankans upp úr reikningum og fjárhagsáætlunum sveitarfélaga né heldur liggja fyrir þau gögn innan ársins sem æskileg eru til að styðja spágerð á ársfjórðungstiðni.

Fjármálaráðuneytið hefur breytt sínum áætlunum um fjárhag sveitarfélaga óverulega frá janúar til nýrrar spár í júní. Spá um samneyslu sveitarfélaga hefur þó verið hækkuð lítillega enda gefa nýbirtar tölur Hagstofunnar um fyrsta fjórðung þessa árs vísbendingar um að heildarsamneysla verði meiri á árinu en áætlað hefur verið og umfram það sem ráða má af mánaðartölum ríkissjóðs.

Tafla V-3 Fjármál sveitarfélaga 2004-2008¹

% af landsframleiðslu	2004	2005	2006	2007	2008
Tekjur sveitarfélaga	12,3	12,2	11,8	11,7	11,4
Útgjöld sveitarfélaga	13,4	12,8	12,2	12,2	12,6
Afkoma sveitarfélaga	-1,1	-0,6	-0,4	-0,5	-1,2
Hreinar skuldir sveitarfélaga	5,1	5,3	5,0	5,0	6,0
Heildarskuldir sveitarfélaga	8,5	8,8	8,3	8,2	9,3

1. Samkvæmt uppsetningu þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, fjármálaráðuneytið, grunnsþá Seðlabanka Íslands 2006-2008.

Gert er ráð fyrir því í spám Seðlabankans nú að samneysla sveitarfélaganna vaxi um nær 4% á ári, sem er nærri tíu ára meðalvexti, og að fjármunamyndun minnki í ár og á næsta ári, en vaxi á ný árið 2008. Um 60% af tekjum sveitarfélaganna eru útsvarstekjur, sem aflað er af launum og svipuðum tekjum. Þær hreyfast mun líkar landsframleiðslu í samdrætti en neysla og aðrir stofnar óbeinna skatta ríkisins. Fasteignagjöld eru líklegri til að sveiflast með efnahagsástandi, en þau nema aðeins um 10% tekna. Samdráttur þjóðarútgjalda hefur því mun minni áhrif á tekjur sveitarfélaga en ríkisins. Miðað við grunnspá Seðlabankans vaxa rauntekjur sveitarfélaga um 4% frá árinu 2005 til ársins 2008, meðan rauntekjur ríkissjóðs lækka um 5%. Halli helst um og undir ½% af landsframleiðslu í ár og næsta ár, en eykst með vaxandi útgjöldum og minnkandi tekjum á árinu 2008. Hreinar skuldir sveitarfélaganna aukast um 1% af landsframleiðslu í um 6%. Frekari eignasala og endurskipulagning, eins og átt hefur sér stað undanfarin ár, gætu þó haldið bókuðum skuldum í skefjum.

Sveifluleiðrétt afkoma skánar frá marsspá

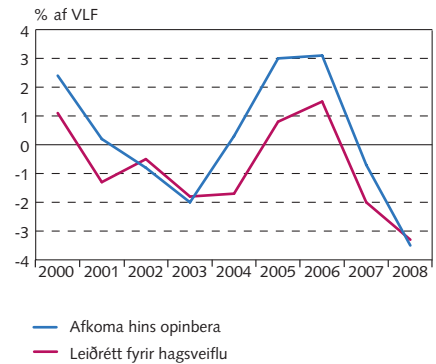
Eins og í mars er búist við að afkoma hins opinbera verði góð á þessu ári, en snúist á næstu tveimur árum úr 3% afgangi í svipaðan halla miðað við grunnspá Seðlabankans. Sé stuðst við fráviksspá með peningastefnureglu, verður afkoman verri, þar eð verulega slaknar þá á spennu 2007-8 miðað við grunnspána og raungengi lækkar 2008. Síðasta aldarfjórðung hefur neysla jafnan minnkað þegar gengi og framleiðsluspenna lækka og það kemur fram í tekjuspánni.

Á mynd V-7 sést afkoma hins opinbera ásamt sveifluleiðrétttri afkomu samkvæmt grunnspánni. Sveifluleiðrétt afkoma er fengin með því að meta hvernig tekjur og gjöld breytast þegar framleiðsluspenna breytist. Áður er leiðrétt fyrir þekktum breytingum á reglum um skatta og gjöld. Þar sem framleiðsluspennan er algengasti mælikvarðinn á hagsveifluna er metið samband hennar við fjármálastærðir notað til að lýsa áhrifum hagsveiflunnar á opinberan búskap. Það er þó mikil einföldun hér á landi, þar sem raungengissveiflur hafa mikil áhrif á afkomu hins opinbera.

Afkoma hins opinbera árið 2006 er áætluð 3,4% af landsframleiðslu, svipuð og búist var við í mars. Framleiðsluspenna 2006 er metin aðeins minni nú og sveifluleiðrétt afkoman því aðeins betri, 1,8%. Hallinn árið 2007 er metinn 0,4% nú en 1,4% í mars. Metin spenna er óbreytt, svo sveifluleiðrétt afkoma skánar jafnmikið frá mars-tölunni í -1,7% af landsframleiðslu. Árið 2008 versnar spáð afkoma enn um 2,8 prósentur af landsframleiðslu þegar 3% framleiðsluspenna snýst í ½% slaka. Sveifluleiðrétt afkoma versnar um 1,3 prósentur milli ára í 3% halla, eins og sést á mynd V-8.

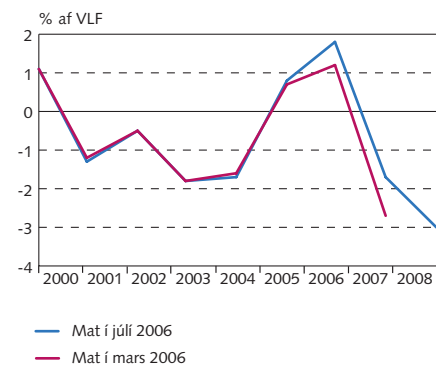
Gengisbreytingar orka hér á landi afar sterkt á tekjur hins opinbera af óbeinum sköttum. Þær fylgja gjarnan hagsveiflum, en ekki nógu vel til að framleiðsluspennan grípi þær. Áhrif gengis á tekjur ríkisins eru þó afar skýr og stafa m.a. af því að þegar krónan styrkist breytist samsetning neyslunnar og meira er keypt af bílum og annarri varanlegri neyslövöru. Þetta má sjá í aðeins almennara samhengi á mynd V-9 þar sem sjást frávik óbeinna skatttekna ríkisins frá leitni og frávik einkaneyslu frá leitni, eftir að undirlíðir neyslunnar hafa verið vegnir með tilliti til skattlagningar. Óvegin einkaneysla nær ekki að skýra toppa í skatttekjum, en sú vegna virðist gera það allvel síðustu árin.

Mynd V-7
Sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera
2000-2008



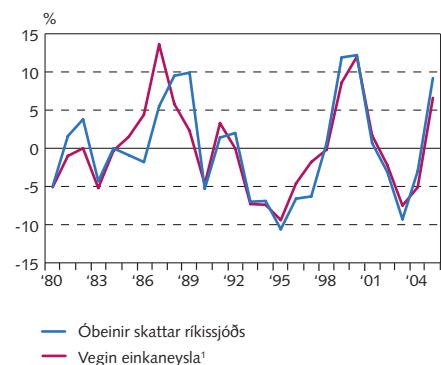
Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-8
Breytt mat á sveifluleiðrétttri afkomu
2000-2008



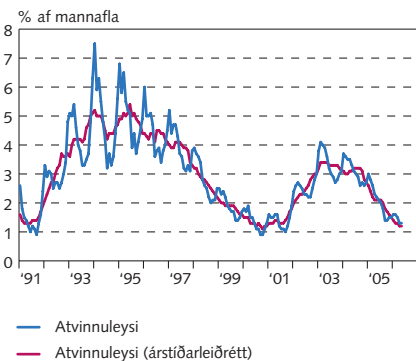
Heimild: Grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-9
Óbeinir skattar og vegin einkaneysla
1980-2005
Frávik frá leitni



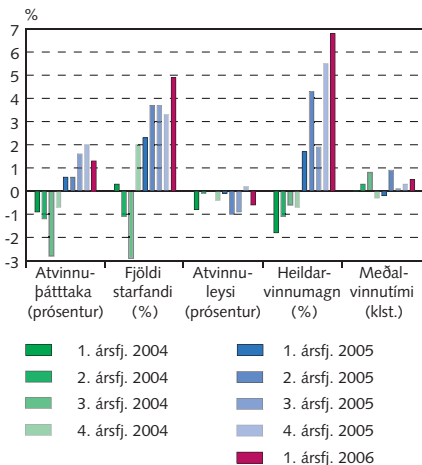
1. Undirlíðir einkaneyslu eru vegnir eftir líklegri skattlagningu.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-1
Atvinnuleysi janúar 1991 - maí 2006



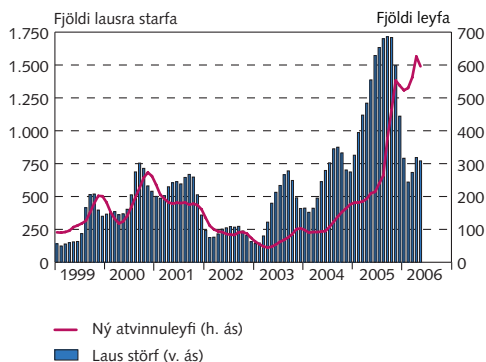
Heimildir: Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2
Breytingar á vinnuafli 2003-2006
Breyting frá sama fjórðungi fyrra árs



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3
Fjöldi lausra starfa hjá vinnumiðlunum og nýrra atvinnuleyfa 1999-2006¹



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

VI Vinnumarkaður og launaþróun

Áfram hefur dregið úr atvinnuleysi frá síðustu útgáfu *Peningamála* og er það nú nálægt fyrra lágmarki. Vinnuafslnotkun hefur aukist en vísbendingar eru um að draga kunni úr eftirspurn eftir vinnuafli á næstunni. Samkomulag ASÍ og SA frá 22. júní sl. hefur í för með sér verulega aukna launabólgu og mun meiri en samrýmst getur stöðugu verðlagi.

Atvinnuleysi nálægt lágmarki

Það sem af er ári hefur atvinnuleysi verið í takt við spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamála* hinn 30. mars, eða 1,5%. Atvinnuleysi, hvort heldur skráð eða að teknu tilliti til árstíðarsveiflu, stóð í stað milli mánaða í maí og var 1,3% og 1,2%. Spáð er að atvinnuleysi verði svipað á þessu ári og það mælist nú en að það fari vaxandi og verði komið í 3,5% árið 2008.

Vinnuafslnotkun eykst enn ...

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar jókst vinnuafslnotkun töluvert á fyrsta ársfjórðungi miðað við sama tíma í fyrra, hvort heldur hún er mæld sem fjöldi starfandi eða heildarvinnustundafjöldi.¹ Fólki á vinnumarkaði fjölgaði um 4,3%. Starfandi fólki fjölgaði nokkru meira vegna fækkunar atvinnulausra, eða um tæp 5%.

Eftir að vinnuafslnotkun tók að aukast á fyrsta ársfjórðungi í fyrra jókst atvinna sveigjanlegri hluta vinnuafslsins verulega. Atvinnuþátttaka yngstu aldurshópanna (16-24 ára) jókst úr 64% fyrir ári í 69%. Starfandi fólki á aldrinum 55-74 ára fjölgaði um 10% og meðalvinnutími þess jókst um 3½ klst. á viku. Á fyrsta fjórðungi ársins jókst atvinna og vinnuframlag fólks á aldrinum 25-54 ára einnig nokkuð, en vinnuframlag þess aldurshóps hafði breyst töluvert minna en annarra aldurshópa um nokkurt skeið. Starfandi karlmönnum á aldrinum 25-54 ára fjölgaði um 7½% og meðalvinnutími kvenna jókst um rúmlega eina klst. á viku. Heildarvinnustundum þeirra fjölgaði því nokkru meira en á vinnumarkaðinum öllum, eða um tæp 7,8%. Á vinnumarkaðinum öllum fjölgaði vinnustundum um 6,8%.

Atvinnuþátttaka jókst um 1,3 prósentur á fyrsta fjórðungi ársins frá sama tíma í fyrra og var um 81%. Atvinnuþátttaka er þó enn töluvert minni en hún var þegar hún varð mest á árunum 1999-2001 og gæti innlend vinnuafslnotkun því enn aukist.²

Störfum hjá vinnumiðlunum hefur fjölgað mun hægar frá haustmánuðum. Það sem af er ári hafa þau verið u.þ.b. 40% færri en á sama tíma í fyrra. Stafar það þó ekki af minni eftirspurn eftir vinnuafli heldur fremur af því að ekki þarf lengur að auglýsa störf í sama mæli til að geta sótt um atvinnuleyfi.³

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

... og fjölgun atvinnuleyfa töluverð ...

Töluverðri umframeftirspurn eftir vinnuafli hefur einnig verið mætt með innflutningi þess. Fjölgun útgefina atvinnuleyfa á árinu bendir til þess að umframeftirspurn sé enn fyrir hendi og að henni verði ekki nema að litlu leyti mætt innanlands. Útgefnum atvinnuleyfum fækkaði þó í maí, en það skýrist af því að ríkisborgarar frá nýju Evrópusambandsríkjunum sem koma til landsins til starfa þurfa ekki atvinnuleyfi frá 1. maí.⁴ Atvinnurekendur sem ráða ríkisborgara þessara ríkja til starfa verða hins vegar að tilkynna um ráðninguna til Vinnumálastofnunar og voru 323 starfsmenn skráðir í maí með þeim hætti.⁵ Sé þessum skráningum bætt við útgefin atvinnuleyfi var fjölgun nýskráninga um 165% á þriggja mánaða tímabili til maíloka miðað við sama tíma árið á undan. Gera má ráð fyrir að eitthvað dragi úr útgáfu atvinnuleyfa til stóriðju á næstu mánuðum því að töluvert mun draga úr mannaflapörf til stóriðju- og virkjanaframkvæmda eftir því sem líður á árið, en þau voru rúmlega þriðjungur af nýjum atvinnuleyfum á fyrsta fjórðungi ársins.

... en fleiri fyrirtæki vilja halda starfsmannafjölda í horfinu

Niðurstöður könnunar meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem gerð var í maí benda til að fyrirtæki telji erfiðara að fjölga starfsmönnum á næstu mánuðum en þau gerðu í febrúar.⁶ Niðurstöður könnunarinnar sýna jafnframt að færri fyrirtæki hyggjast fjölga starfsmönnum á næstu mánuðum en í febrúar og að fleiri vilja halda fjölda starfsmanna óbreyttum. Mest breyting hefur orðið á afstöðu fyrirtækja í verslun og fjármálastarfsemi.

Dregur úr aðhaldi hás gengis í samkeppnisgeiranum

Jafnframt hafa orðið töluverð umskipti á afstöðu fyrirtækja í sjávarútvegi og sérhæfðri þjónustu. Mun fleiri fyrirtæki í þessum greinum vilja fjölga starfsmönnum á næstu mánuðum en þegar spurt var í febrúar.⁷ Aukin bjartsýni í þessum fyrirtækjum stafar líklega að mestu af batnandi afkomu í kjölfar veikara gengis krónunnar undanfarna mánuði.

Dregur úr kaupmáttaraukningu þrátt fyrir mikið launaskrið

Betri afkoma í samkeppnisgeiranum skýrir líklega einnig snemmkomið tilboð SA frá 2. júní sl. um töluverðar breytingar á launalið kjarasamninga.

Samkvæmt launavísitölu Hagstofu Íslands hefur launabólga það sem af er ári verið í takt við spá Seðlabankans, en vegna aukinnar verðbólgu hefur dregið verulega úr kaupmáttaraukningu. Árshækkun launavísitölu var 8,7% í maí en kaupmáttur jókst einungis um 1,1% þar sem vísitala neysluverðs hækkaði um 7,6% á sama tíma.

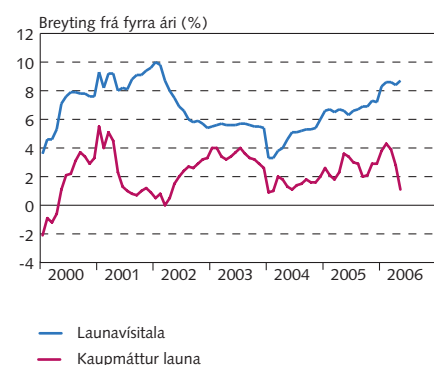
4. Þessi lönd eru: Eistland, Lettland, Litháen, Pólland, Slóvakía, Slóvenía, Tékkland og Ungverjaland.

5. Líklegt er að töluvert fleiri hafi komið til landsins og verið skráðir í júní þar sem nokkur töf er á úthlutun íslenskrar kennitölu sem er skilyrði skráningar.

6. Könnunin var gerð af Gallup í maí sl. fyrir Seðlabanka Íslands, fjármálaráðuneyti og Samtök atvinnulífsins.

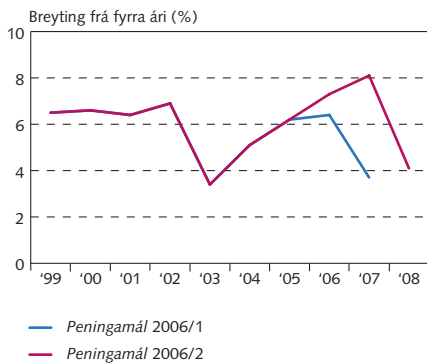
7. Sérhæfð þjónustufyrirtæki eru fyrirtæki í fræðslustarfsemi, hugbúnaðargerð, opinberar stofnanir og þjónusta við atvinnurekstur.

Mynd VI-4
Launavísitala og kaupmáttur launa
janúar 2000 - maí 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-5
Launakostnaður á framleidda einingu
1999-2008¹



1. Grunnspá Seðlabanka Íslands 2006-2008.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þar sem verðbólga hefur verið töluvert umfram forsendur kjarasamninga á almennum vinnumarkaði er ljóst að forsendur þeirra voru brostnar og að líklega hefði komið til endurskoðunar launaliðar kjarasamninga eða uppsagnar kjarasamninga að óbreyttu undir lok ársins.

Hækkunir í samkomulagi á vinnumarkaði langt umfram það sem samrýmst stöðugu verðlagi ...

Samkvæmt samkomulagi ASÍ við SA og landssambönd þess frá 22. júní mun bætast sérstakur 15 þ.kr. taxtaviðauki við alla mánaðarlaunataxta gildandi kjarasamninga milli aðila frá og með 1. júlí. Hækkun þeirra sem fá fulla taxtaviðbót, miðað við meðallaun á samningssviði aðila, er áætluð um 8%. Væntingar samningsaðila eru um að þessi viðbót hafi aðeins í för með sér aukinn launakostnað vegna starfsmanna á almennum vinnumarkaði sem fá ekki greidd laun umfram taxta, því gert er ráð fyrir að yfirborganir þeirra sem þær fá verði lækkaðar á móti taxtaviðauka. Þeim starfsmönnum sem ekki fá þannig hækkun vegna taxtaviðbótar og hafa ekki fengið a.m.k. 5,5% hækkun launa sl. ár verður þó tryggt það sem á vantar með hækkun launa frá 1. júlí. Nánari grein er gerð fyrir samkomulaginu í rammagrein VI-1.

... án þess að peningastefnan geti brugðist við í tíma

Við núverandi aðstæður á vinnumarkaði verður að telja frekar ólíklegt að til takist eins og væntingar samningsaðila standa til, þ.e. að hægt verði að einangra launahækkunirnar við taxtahópa á almennum vinnumarkaði. Veruleg spennan hefur verið á vinnumarkaði undanfarið og mikil samkeppni hefur ríkt um starfsfólk sem fyrirtækin telja mikilvægast að halda í. Við það hefur skapast launamunur á vinnustöðum umfram það sem byggt er inn í kjarasamninga. Með þessari útfærslu launabreytinga er leitast við að eyða þessum launamuni með því að hækka einkum laun þeirra sem farið hafa á mis við þessar launahækkunir. Líklegt verður að telja að markaðsöflin endurskapi a.m.k. að einhverju leyti aftur þennan launamun.

Í ljósi samkomulags ASÍ og SA og líklegs launaskriðs í kjölfarið er nú gert ráð fyrir töluvert meiri aukningu launakostnaðar í ár en í síðustu spá Seðlabankans. Ekki er gert ráð fyrir að framleiðni aukist umfram það sem þá var spáð. Því er gert ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu aukist um 7½% á árinu 2006 í stað 6½% í marsspánni. Það mun fela í sér verulegan verðbólguþrýsting frá innlendum vinnumarkaði sem peningastefnan getur ekki brugðist nægilega tím-anlega við. Á næsta ári er gert ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu aukist um rúmlega 8% og um rúmlega 4% árið 2008. Það er mun meiri hækkun launa en samrýmst getur 2,5% verðbólgu-umarkmiði bankans. Frávíksspá með föstum stýrivöxtum gefur svipaða niðurstöðu og grunnspáin. Í frávíksspá með peningastefnureglu bankans er aðhald peningastefnunnar hins vegar meira sem hefur í för með sér meira atvinnuleysi á næsta og þar næsta ári og þar með minni aukningu launakostnaðar.

Forsendur kjarasamninga á almennum vinnumarkaði árið 2004 hafa ekki staðist

Við gerð kjarasamninga á almennum vinnumarkaði árið 2004 var miðað við að verðbólga þróaðist í samræmi við verðbólguþétt Seðlabanka Íslands og að kostnaðarhækkunarþéttir þeirra kjarasamninga yrðu almennt stefnumarkandi fyrir aðra samninga á vinnumarkaði. Tvisvar á samningstímanum, í nóvember árin 2005 og 2006, skyldi svokölluð forsendunefnd, skipuð af Alþýðusambandi Íslands (ASÍ) og Samtökum atvinnulífsins (SA), meta hvort þessar forsendur hafi staðist. Kæmist nefndin að þeirri niðurstöðu að forsendur væru brostnar gætu aðilar annaðhvort samið um launaliðinn á ný eða sagt samningum upp.

Í nóvember 2005 var það sameiginlegt mat forsendunefndar ASÍ og SA að samningsforsendur hefðu ekki staðist og var samið um breytingar á launalið samninganna.¹

Síðan í nóvember sl. hafa bæði verðlagspróun og launabreytingar annarra hópa verið umfram forsendur kjarasamninga. SA lagði því fram formlega hugmynd að breytingu á launum 2. júní sl. með það fyrir augum að koma í veg fyrir óvissu fram í nóvember um niðurstöður fyrirsjáanlegrar endurskoðunar og mögulega uppsögn kjarasamninga í aðdraganda alþingiskosninga. Aðilar náðu samkomulagi hinn 22. júní.

Tvíþætt markmið ...

Meginmarkmið með samkomulaginu nú er að „breyta væntingum um verðbólgu á árinu 2007 þannig að á síðari hluta ársins verði verðbólga komin í takt við 2,5% verðbólguviðmið kjarasamninga og verðbólguþétt Seðlabanka Íslands“.² Sett eru fram viðmið fyrir hámarkshækkun vísitölu neysluverðs m.v. þriggja mánaða hækkun (sjá töflu). Samkvæmt þeim forsendum yrði árshækkun vísitölnunnar á síðasta fjórðungi ársins 2007 um 3,5% og því nokkuð yfir 2,5% verðbólguþétti Seðlabanka Íslands.³ Hins vegar yrði þriggja mánaða hækkun vísitölu neysluverðs á ársgrundvelli um 2,5% á seinni hluta ársins að mati ASÍ og SA.

Hitt markmið samkomulagsins er að „draga úr því misvægi sem orðið hefur á launatöxtum í kjarasamningum aðila og hliðstæðum samningum opinberra aðila“ og var gert tvíþætt samkomulag í því skini.

Markmið ASÍ og SA um verðbólguþróun (%)

	<i>Þriggja mánaða hækkun vísitölu neysluverðs verði undir</i>	<i>Þriggja mánaða breyting á ársgrundvelli</i>	<i>Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður</i>
3. ársfjórðungur 2006	3,7	15,6	10,0
4. ársfjórðungur 2006	2,9	12,1	11,7
1. ársfjórðungur 2007	1,2	4,9	11,8
2. ársfjórðungur 2007	1,0	4,1	9,1
3. ársfjórðungur 2007	0,7	2,8	5,9
4. ársfjórðungur 2007	0,6	2,4	3,5

1. Sjá nánari umfjöllun á bls. 106 í *Peningamállum* 2005/4.

2. Markmið ASÍ og SA um hjöðnun verðbólgu og samstarf aðila vinnumarkaðarins og stjórnvalda vegna samkomulags 22. júní 2006. Tekið af heimasíðum ASÍ (www.asi.is) og SA (www.sa.is) 22. júní 2006.

3. Verðbólguþéttmið er skilgreint í samkomulagi forsætisráðherra og bankastjórnar Seðlabanka Íslands um verðbólguþéttmið og breytta gengisstefnu frá 27. mars 2001. Þar segir: „Seðlabankinn mun stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%“.

Rammagrein VI-1

Endurskoðun kjarasamninga

... og tvíþætt samkomulag

Samkomulag ASÍ og SA er tvíþætt. Í fyrsta lagi er gert samkomulag milli forsendunefndar ASÍ og SA vegna endurskoðunar kjarasamninga um launaþróunartryggingu sem tryggja á starfsmanni að lágmarki 5,5% launahækkun undangengið ár. Hafi launahækkun starfsmanns verið minni skulu laun hans hækka um mismuninn á 5,5% og þeirri launahækkun sem hann hefur fengið.

Líklegt er að flestir starfsmenn á almennum vinnumarkaði hafi fengið a.m.k. 4-5% umsamda launahækkun sl. ár. Umsamin laun samkvæmt kjarasamningum á almennum vinnumarkaði hækkuðu 1. janúar sl. um a.m.k. 2,5%. Til viðbótar kom sérstök hækkun vegna breytinga á launatöflum sem metin var sem 1% kostnaðarauki. Þessu til viðbótar kom 26 þ.kr. eingreiðsla í desember 2005 sem samið var um við endurskoðun kjarasamninga í nóvember sl. Jafngildir eingreiðslan u.þ.b. 0,65% viðbótarhækkun launa á mánuði. Launaþróunartryggingin ein og sér hefur því líklega ekki í för með sér mikinn kostnað fyrir atvinnurekendur en hann gæti verið töluvert mismunandi milli fyrirtækja. Með samkomulagi forsendunefndar er jafnframt tryggt að kjarasamningar á samningssviði aðila haldi út samningstímann, þ.e. út árið 2007.

ASÍ og SA, ásamt landssamtökum þess, gerðu í öðru lagi samning um 15 þ.kr. taxtaviðauka sem bætist við alla mánaðarlaunataxta frá og með 1. júlí. Samningsaðilar áætla að hækkunin nemi um 8% fyrir meðallaun á samningssviði þeirra. Ekki er gert ráð fyrir að launakostnaður hækki sem þessu nemur þar sem í þeim tilfellum sem laun starfsmanns eru hærri en taxtinn eiga greiðslur umfram taxa að lækka um jafnháa fjárhæð og nemur taxtaviðaukanum. Einnig var samið um hækkun lágmarkstekna fyrir fullt starf úr 108 þ.kr. í 125 þ.kr., eða um tæp 16%, á samningstímanum.

Opinberir starfsmenn fá sjálfkrafa launaþróunartrygginguna

Í kjarasamningum flestra opinberra starfsmanna er við það miðað að samningarnir breytist í samræmi við niðurstöður forsendunefndar ASÍ og SA. Þetta þýðir að 5,5% launaþróunartryggingin bætist sjálfkrafa við þessa samninga. Taxtaviðaukinn og hækkun lágmarkstekna fyrir fullt starf er hins vegar ekki hluti af niðurstöðum forsendunefnar ASÍ og SA heldur sjálfstæð viðbót við samning þeirra og færast því ekki sjálfkrafa yfir í samninga sem taka mið af ákvörðunum hennar.

Aðkoma ríkisstjórnarinnar að samkomulaginu

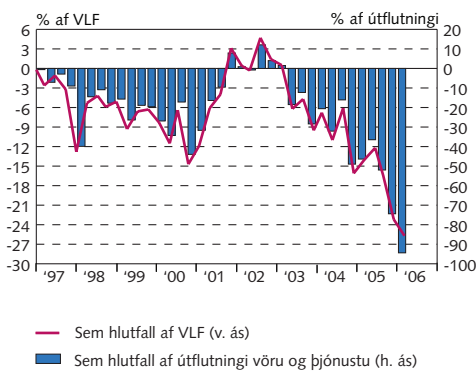
Ríkisstjórnin greiddi fyrir samkomulagi ASÍ og SA með eftirfarandi aðgerðum:⁴

1. Í stað 2% lækkunar tekjuskattshlutfalls 2007 kemur 1% lækkun og persónuafsláttur hækkar um 8,3% til viðbótar 2,25% hækkun sem áður var ákveðin. Skattleysismörk hækka því um 14% um næstu áramót í stað 8%. Auk þess verða skattleysismörk verðtryggt með vísitölu neysliverðs. Kostnaður vegna breytinganna næstu áramót er óverulegur þar sem horfið er frá 1% af boðaðri 2% lækkun tekjuskatts, en verðtrygging skattleysismarka gæti skert tekjur ríkissjóðs um 2 ma.kr. á árinu 2008.
2. Lög um vaxtabætur verða endurskoðuð ef bætur skerðast verulega vegna hækkunar fasteignaverðs. Óvíst er hvort þetta leiðir til kostnaðar umfram fjárlög, því að fasteignaverð hækkaði hvað mest eftir að forsendur fjárlaga voru festar.

4. Ríkisstjórnin lýsti sig jafnframt fylgjandi markmiði ASÍ og SA um hjöðnun verðbólgu á árinu 2007 og mun hafa náði samstarf til að „tryggja þær efnahagslegu forsendur sem liggja til grundvallar samkomulagi þeirra, sérstaklega hvað varðar verðlag“. Tekið af heimasíðu forsætisráðuneytisins (www.forsaetisraduneyti.is) 22. júní 2006.

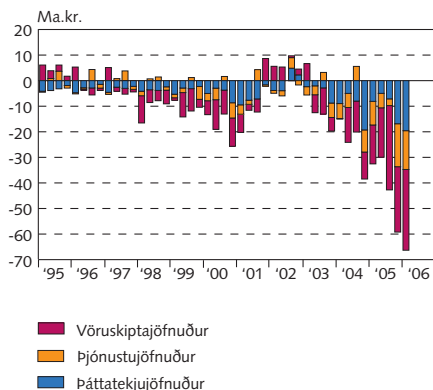
3. Barnabætur verða greiddar til 18 ára aldurs í stað 16 ára og má áætla að þetta hafi í för með sér 600-700 m.kr. kostnaðarauka á ári.
4. Framlög til fullorðins- og starfsmenntamála verða aukin um 120 m.kr. á ári.
5. Ríkisstjórnin boðar samstarf við aðila vinnumarkaðarins um málefni útlendinga á vinnumarkaði og svarta atvinnustarfsemi.
6. Atvinnuleysisbætur hækka um 15 þ.kr. á mánuði frá og með 1. júlí, eða um rúm 18%, og verða tæplega 114 þ.kr. Jafnframt verður hámarksfjárhæð tekjutengdra atvinnuleysisbóta hækkuð úr 180 þ.kr í 185 þ.kr. Kostnaður miðað við núverandi atvinnuleysisstig er áætlaður um 350 m.kr. á ári. Hann gæti hins vegar orðið nokkru meiri fari atvinnuleysi að aukast í takt við spár Seðlabankans og annarra.

Mynd VII-1
Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður
1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2
Undirþættir viðskiptajafnaðar
1. ársfj. 1995 - 1. ársfj. 2006
Rekstrarframlög eru talin með þáttatekjum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VII Ytri jöfnuður

Horfur á meiri viðskiptahalla í ár en áður var spáð en hraðari hjöðnun næstu ár

Horfur eru á að viðskiptahallinn í ár verði nokkru meiri en spáð var í mars. Fyrir því eru einkum þrjár ástæður. Gríðarmikill halli var á fyrsta fjórðungi ársins, nokkru meiri vöxtur innlestrar eftirspurnar en áður var spáð og minni vöxtur útflutnings. Hæri stýrivextir en reiknað var með í grunnspánni í mars, sem byggðist á óbreyttum vöxtum og gengi, munu hins vegar valda samdrætti eftirspurnar á árunum 2007 og 2008 sem leiðir til þess að viðskiptahallinn hverfur að mestu á tveimur árum. Aðhaldssamari peningastefna en reiknað er með í grunnæminu myndi flýta enn frekar fyrir þessari þróun.

Viðskiptahalli í sögulegu hámarki

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar og Seðlabankans var halli á viðskiptum við útlönd fyrstu þrjá mánuði ársins ríflega 66 ma.kr., eða tæp 26% af vergri landsframleiðslu. Viðskiptajöfnuðurinn versnaði um 7,1 ma.kr. á milli ársfjórðunga. Til samanburðar má nefna að viðskiptahalli á fyrsta fjórðungi síðasta árs nam alls um 14% af vergri landsframleiðslu. Um $\frac{2}{3}$ aukins halla má rekja til meiri fjármunamyndunar og $\frac{1}{3}$ hluta til aukinnar einkaneyslu.

Rúmlega 71% viðskiptahallans á fyrsta ársfjórðungi, alls um 47 ma.kr., má rekja til halla á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd en 19½ ma.kr. til halla á jöfnuði þáttatekna og rekstrarframlaga. Jöfnuður þáttatekna versnaði um tæplega 3 ma.kr. milli ársfjórðunga. Vaxtagjöld jukust um hátt í 27%. Vaxtatekjur jukust mikið á móti, eða um rúm 49%. Þáttur vaxtagjalda í þáttatekjujöfnuði er hins vegar talsvert stærri en þáttur vaxtatekna og heildaráhrifin því neikvæð.

Halli vöruviðskipta eykst

Halli á vöruviðskiptum á fyrsta ársfjórðungi nam alls 31½ ma.kr. eða 12% af vergri landsframleiðslu. Þetta er svipaður halli og næstu tvo ársfjórðunga á undan. Hallinn er sem fyrr drifinn áfram af miklum vexti innflutnings, en útflutningur jókst þó lítillega á tímabilinu. Aukinn vöruskiptahalla má að miklu leyti rekja til innflutnings fjárfestingar- og rekstrarvöru, en stór hluti hans tengist framkvæmdum við ál- og orkuver. Innflutningur fjárfestingarvöru jókst um rúm 56% frá fyrra ári og innflutningur rekstrarvöru um tæplega 41%. Innflutningur neysluvöru jókst einnig mikið þrátt fyrir gengislækkun krónunnar. Innflutningur varanlegrar og hálfvaranlegrar neysluvöru (t.d. heimilistækjum og fatnaði) á fyrstu fjórum mánuðum ársins jókst um rúmlega 14% frá fyrra ári. Nokkuð dró úr vextinum í apríl en fæð vinnudaga kann að skýra það. Nýtt met var sett í innflutningi bifreiða í marsmánuði, þegar fluttir voru inn bílar að andvirði tæplega 3½ ma.kr. og innflutningur í mánuðinum var einstaklega mikill.

Líklega hefur innflutningur bifreiða nú náð hámarki í bili. Lægra gengi krónunnar og hugsanleg mettur í kjölfar mikils vaxtar bifreiðastofnsins undanfarin ár ætti að draga úr eftirspurninni. Líklegt má telja að einhver hliðrun útgjalda til bifreiðakaupa og varanlegra neysluvara hafi átt sér stað í marsmánuði vegna lækkunar krónunnar og þar með

stuðlað að hinum mikla vöruskiptahalla á fyrsta fjórðungi ársins. Því má gera ráð fyrir að innflutningur bíla dragist saman það sem eftir er ársins. Hins vegar þarf að hafa í huga að fyrst í stað vinna hin svokölluðu J-kúrfu áhrif á móti hjöðnun hallans, þar sem innfluttar vörur sem ákvörðun var tekin um að flytja inn til landsins áður en gengið lækkaði verða dýrari áður en eftirspurn nær að bregðast við verðhækkun þeirra. Á síðari helmingi ársins ætti eftirspurnarhrifanna þó að vera farið að gæta í auknum mæli.

Halli á þjónustuviðskiptum við útlönd nam rúmlega 15 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi, en á sama tíma í fyrra voru þjónustuviðskipti óhagstæð um 9 ma.kr. Innflutt þjónusta jókst um 13% á föstu gengi en útflutningur þjónustu dróst saman um 6%. Tekjur af erlendum ferðamönnum á fyrsta ársfjórðungi jukust um 8½% frá fyrra ári en ferðaútgjöld Íslendinga erlendis jukust hins vegar um 26% á tímabilinu og nam halli á þessum lið þjónustuviðskipta tæpum 9 ma.kr.

Áhrif stóriðjuframkvæmda

Ekki liggja fyrir nákvæmar tölur um þátt álvers- og virkjanaframkvæmda í innflutningi vöru og þjónustu. Áætlanir framkvæmdaðila gera ráð fyrir að heildarkostnaður við stóriðjuframkvæmdir á þessu ári verði um 113 ma.kr. Jafnframt er áætlað að um 65% af kostnaðinum felist í innfluttri vöru og þjónustu. Sé þeim kostnaði dreift jafnt yfir árið má ætla að fluttar hafi verið inn vörur og þjónusta vegna stóriðjuframkvæmda að andvirði tæpra 17 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi. Því má álykta að tæplega 40% hallans á vöru- og þjónustuviðskiptum og tæplega 28% viðskiptahallans á fyrsta ársfjórðungi megi rekja beint til stóriðjuframkvæmda. Að þessum áhrifum frátöldum stendur þó eftir viðskiptahalli sem er óhagstæður um sem nemur 18½% af vergri landsframleiðslu.

Hrein staða þjóðarbúsins við útlönd versnar

Aukinn viðskiptahalli og veikara gengi krónunnar skiluðu sér í versnandi stöðu þjóðarbúsins gagnvart umheiminum. Á fyrsta ársfjórðungi versnaði hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins um 191 ma.kr. Tæp 60% af breytingunni skýrist af gengislækkun krónunnar en afgangurinn af viðskiptahalla. Hlutfallslega hækkuðu erlendar eignir álíka mikið og skuldir, eða um rúmlega fjórðung. Skuldastofninn er hins vegar töluvert stærri en eignirnar og því versnaði hreina erlenda skuldastaðan lítils háttar. Heldur hefur dregið úr erlendum langtímalánum en erlendar skammtímaskuldir hafa hins vegar meira en tvöfaldast á milli ársfjórðunga.

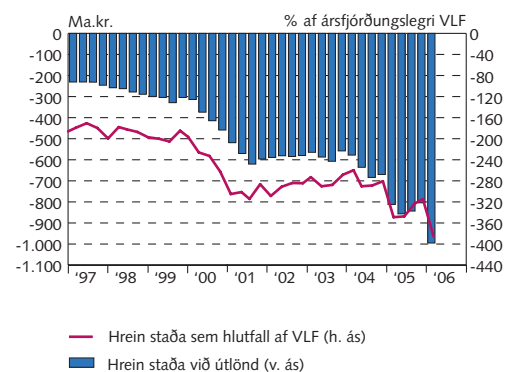
Þjóðhagslegur sparnaður í sögulegu lágmarki

Þjóðhagslegur sparnaður (mismunur fjármunamyndunar og viðskiptahalla) á fyrsta ársfjórðungi 2006 var aðeins um 5% af vergri landsframleiðslu og hefur aldrei verið minni. Lægst fór hlutfallið síðast í 8% á fjórða ársfjórðungi 2005. Svo lágt hlutfall þjóðhagslegs sparnaðar er einstakt og ber vott um óvenjumikið ójafnvægi. Samkvæmt spánni mun hins vegar draga mjög úr viðskiptahallanum á næstu mánuðum og þjóðhagslegur sparnaður því aukast á þriðja og fjórða ársfjórðungi og nema tæplega 13% af landsframleiðslu fyrir árið í heild.

Mynd VII-3

Erlend staða þjóðarbúsins

1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Áfram mikill viðskiptahalli í ár en hjöðnun á næsta ári – einkum ef peningastefnan verður aðhaldssamari

Í síðasta hefti *Peningamála* var þess getið að viðskiptahallinn á árinu 2005 væri met meðal OECD-ríkja og þótt víðar væri leitað. Ef horft er til síðustu fjögurra ársfjórðunga er hallinn enn meiri. Í grunnspánni dregur þó verulega úr viðskiptahallanum það sem eftir lifir árs. Spáð er að hallinn muni nema 15½% af landsframleiðslu fyrir árið í heild og hjaðna töluvert á næsta ári þegar útflutningur áls eykst verulega. Að viðskiptahallinn hjaðni í ár kann að virðast bjartsýn spá í ljósi þess að innflutningur eykst hraðar en útflutningur í spánni og að hallinn á fyrsta fjórðungi ársins nam 25% af landsframleiðslu. Skýringin liggur einkum í því að búist er við að verðlag útflutnings hækki mun meira en verðlag innflutnings. Því má þó halda fram að nokkur hætta sé á að viðskiptahallinn í ár geti orðið meiri en spáð er í ljósi þess hversu mikill halli var á fyrsta fjórðungi ársins. Samkvæmt tölum um vöruviðskipti í apríl og maí virðist stefna í litlu minni vöruskiptahalla á öðrum fjórðungi ársins. Því þarf að draga mjög hratt úr hallanum á síðari helmingi þess til þess að spáin gangi eftir.

Aðhaldssamari peningastefna gæti stuðlað að hraðari aðlögun, en áhrifin yrðu þó tiltölulega hófleg á yfirstandandi ári. Hins vegar munar meiru á næsta ári. Ef stýrivextir fylgja peningastefnureglunni verður viðskiptahallinn á næsta ári 5½% í stað 8% og afgangur myndast árið 2008. Slík þróun ætti að styðja mjög við gengi krónunnar á síðari helmingi spátímabilsins og stuðla að hjöðnun verðbólgunnar, eins og fjallað er um í næsta kafla.

Tafla VII-1 Viðskiptajöfnuður 2005-2008

Hlutfall af VLF (%)	2005	2006	2007	2008
Viðskiptajöfnuður	-16,5	-15,4	-8,0	-1,0
Vöru- og þjónustujöfnuður	-12,8	-10,8	-3,9	3,1
Þáttateknajöfnuður ¹	-3,7	-4,9	-4,3	-4,3

1. Rekstrarframlög eru meðtalin.

Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands 2006-2008.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðlagspróun

Verðbólga hefur aukist mikið frá síðustu útgáfu *Peningamála* í marslok. Það skýrist einkum af því að á sama tíma og eftirspurn hefur haldið áfram að vaxa hröðum skrefum hefur gengi krónunnar lækk- að. Einnig hefur gætt grunnáhrifa vegna lækkunar dagvöruverðs og breytingar á húsnæðislið vísitölnnar fyrir ári. Í júní var tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 8%, eða 5,5 prósentum yfir markmiði Seðlabankans, en á fyrsta ársfjórðungi mældist verðbólga 4,5%.

Samsetning verðbólgunnar hefur breyst verulega undanfarna mánuði. Framlag húsnæðiskostnaðar er ekki lengur jafn yfirgnæfandi þáttur hennar, þótt enn megi skýra 3,3 prósentur af hækkun vísitölnnar með hækkun húsnæðisliðarins. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði í júníbyrjun hækkað um 6% á tólf mánuðum, en ársþækkun vísitölu neysluverðs án húsnæðis var nálægt núlli þegar hún fór lægst í fyrra og einungis 1% í byrjun þessa árs. Gengislækkun krónunnar síðustu mánuði og væntingar um gengispróun eru mikilvægir áhrifaþættir. Gengi krónunnar var í júní að meðaltali rúmlega 8% lægra en í lok mars.

Hækkun á verðlagi nokkurra sveiflukendra liða, t.d. bensíns, ávaxta og grænmetis, hefur aukið á verðbólguna að undanförunu. Kjarnavísitölurnar tvær hafa þó fylgt hækkun vísitölu neysluverðs nokkuð þétt eftir. Af þessu má ráða að undirliggjandi verðbólguþrýstingur nái til flestra undirþátta vísitölnnar. Kjarnavísitala 1 hefur hækkað um 7% á síðustu tólf mánuðum og kjarnavísitala 2 um 7,6%. Nokkru minni hækkun kjarnavísitölu 1 skýrist af því að breytingar á verðlagi opinberrar þjónustu eru innifaldar en þær hafa verið litlar undanfarna tólf mánuði. Síðastliðna þrjá mánuði hafði hækkun á verðlagi húsnæðis, nýrra bíla, bensíns og innfluttrar vöru mest áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs.

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi meiri en reiknað var með

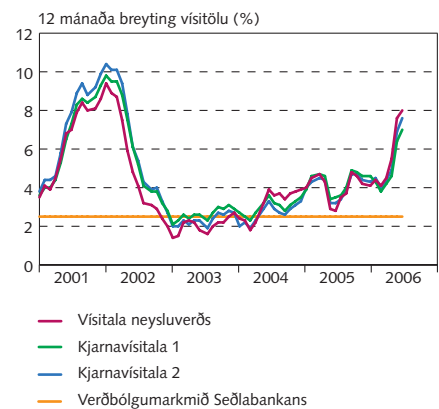
Í þeirri verðbólguþrýsting sem birt var í síðasta hefti *Peningamála* var gert ráð fyrir 4,6% verðbólgu á fyrsta fjórðungi ársins, sem er einungis 0,1 prósentu meira en raunin varð, enda langt liðið á fjórðunginn þegar spáð var. Spáð var 4,5% verðbólgu á öðrum fjórðungi ársins, en nú stefnir í að verðbólgan verði rúmlega 7½%. Að mestu leyti skýrist fráviknið af óhagstæðri gengispróun en einnig er mögulegt að kostnaðarþrýstingur, sem gæti verið mikilvægari við núverandi aðstæður en oft áður, hafi verið vanmetinn.

Tímabundið bakslag í hjöðnun húsnæðisverðbólgu

Húsnæðisverðbólga var komin niður í 12,3% í apríl, eftir að hafa lækkað jafnt og þétt síðan í október 2005. Í maí kom bakslag í hjöðnun húsnæðisverðbólgu, sem rekja má til þess að áhrifa breytinga sem gerðar voru á húsnæðisliðnum í maí 2005 gætti ekki lengur í vísitölnni. Hagstofan stytta þá viðmiðunartímabil raunvaxtakostnaðar úr fimm árum í tólf mánuði. Áhrif þessarar breytingar námu 0,45% til lækkunar vísitölnnar í maí 2005. Þeirra gætti ekki lengur í maí sl. auk þess sem hin nýja aðferð leiðir nú til þess að verðbólga mælist lítið eitt meiri en ella vegna þess að áhrif hækkunar vaxta húsnæðisrána koma

Mynd VIII-1

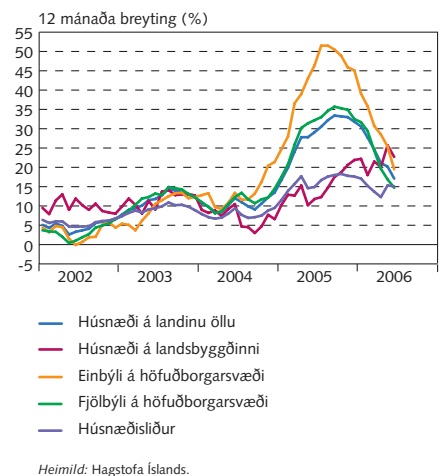
Verðbólga janúar 2001 - júní 2006¹



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

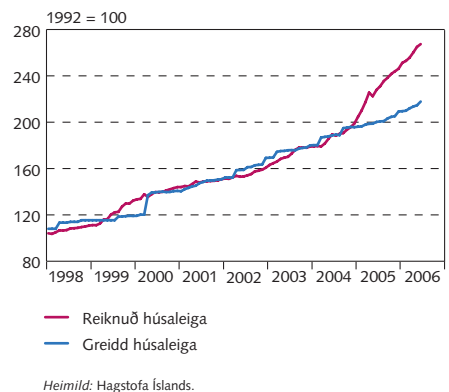
Mynd VIII-2

Húsnæðisliður og markaðsverð húsnæðis
janúar 2002 - júní 2006



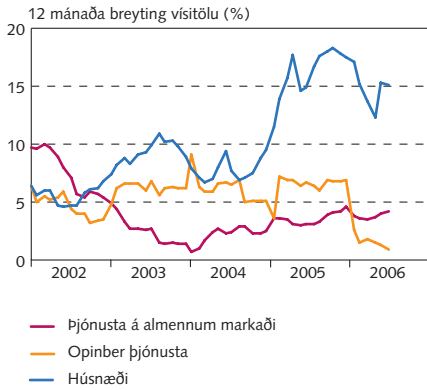
Mynd VIII-3

Greidd og reiknuð húsaleiga
janúar 1998 - júní 2006



Mynd VIII-4

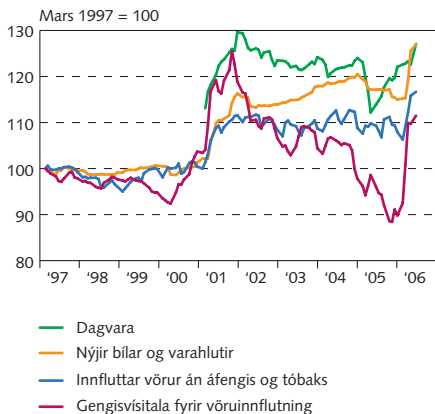
Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta
janúar 2002 - júní 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

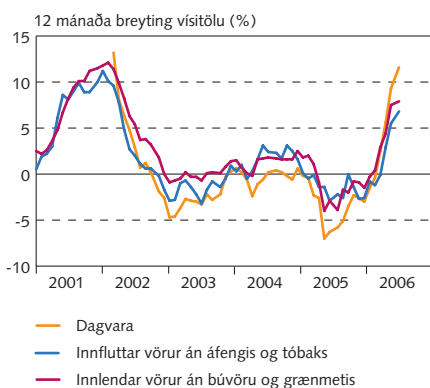
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru
mars 1997 - júní 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Vöruverð janúar 2001 - júní 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

nú hraðar fram í vísitölu. Í júníbyrjun nam árshækkun húsnæðisverðs rúmum 15%. Auk fyrrnefndra grunnáhrifa skýrist bakslagið í hjöðnun húsnæðisverðbólgu í maí af töluverðri hækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu.

Pótt farið sé að draga úr hækkun íbúðaverðs virðist ennþá vera mikil eftirspurn eftir húsnæði. Frá áramótum hefur markaðsverð húsnæðis að meðaltali hækkað um 1,2% á milli mánaða. Upplýsingar frá Fasteignamati ríkisins um fjölda þinglýstra kaupsamninga í maí sýna 7,4% fjölgun frá maí árið 2005. Hins vegar er líklegt að dragi úr eftirspurn á næstu mánuðum, m.a. vegna þess að vextir húsnæðislána hafa hækkað um 0,3-0,75 prósentur og bankarnir hafa hert útlána-reglur og lækkað hámarksveðhlutföll fasteignalána.

Á móti minnkandi útlánum bankanna á undanförunum mánuðum vega aukin útlán Íbúðalánasjóðs, sem að undanförunu hefur haft nokkurt samkeppnisforskot á bankana. Mikið framboð nýrra íbúða, minna lánsfjárframboð, rýrnun kaupmáttar og minnkandi tiltrú neytenda eru vísbendingar um að draga muni úr eftirspurn á þessu ári. Flest bendir því til að áfram muni draga úr húsnæðisverðbólgunni á næstu misserum. Endurspeglast það í spá bankans um húsnæðisverð en þar er gert ráð fyrir að húsnæðisverð fari að lækka þegar kemur fram á næsta ár.

Ekki er hægt að draga miklar ályktanir á grundvelli þróunar yfir stutt tímabil því að töluverðar sveiflur eru á milli mánaða auk árs-tíðarbundinna sveiflna. Samkvæmt upplýsingum frá Fasteignamati ríkisins lækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu um 0,2% á milli apríl og maí.¹ Ef húsnæðisverð heldur áfram að lækka á næstu mánuðum mun draga hratt úr húsnæðisverðbólgunni, sem hefur töluverð áhrif til lækkunar verðbólgu. Húsnæðisliðurinn vegur tæplega 23% í vísitölu neysluverðs, þar af reiknuð húsaleiga tæplega 17%. Hins vegar gæti aukinn fjármagns- og viðhaldskostnaður vegið nokkuð upp á móti lækkun markaðsverðs húsnæðis. Einnig er hugsanlegt að greidd húsaleiga, sem undanfarið ár hefur hækkað mun minna en reiknuð húsaleiga, hækki þegar hærri vextir, lægri veðhlutföll og vaxandi verðbólga gera húsnæðis kaup síður fýsileg.

Gengislækkun krónunnar skilar sér í verðhækkun á bensíni, nýjum bílum og matvöru ...

Gengi krónunnar lækkaði verulega í kjölfar þess að matsfyrirtækið Fitch breytti horfum um lánshæfi ríkissjóðs hinn 21. febrúar sl. Gengisvísitalan hækkaði hratt fram undir apríllök, var hæst skráð 133,5 stig hinn 21. apríl, en hefur sveiflast á bilinu 124-133 síðan þá. Gengislækkunin hefur haft í för með sér verðhækkun innfluttrar neysluvöru. Vægi hennar í vísitölu neysluverðs er rúm 34%, en fyrir árleg grunnskipti vísitölu neysluverðs í mars sl. var vægi innfluttrar vöru 30,5%. Aukið vægi eykur nokkuð áhrif gengisbreytinga á vísitölu, eins og nánar er fjallað um í rammagrein VIII-1 á bls. 44-45. Á hinn bóginn fylgir verðlag innfluttrar vöru gengisbreytingum yfirleitt eftir með nokkurri tímatöf.

1. Lækkunin nam 0,05% að teknu tilliti til metinnar árstíðarsveiflu.

Áhrifa gengislækkunarinnar hefur að undanfögnu einkum gætt í verðhækkun nýrra bíla, bensíns og innfluttrar mat- og drykkjarvöru. Tólf mánaða verðhækkun á bensíni og olíu náði hámarki í maí þegar hún nam 21%, en eftir lækkun bensínverðs á milli maí og júní var ársþækkunin um 18%. Hækkun heimsmarkaðsverðs hráolíu í erlendra mynt, sem nam um 50% undanfarna tólf mánuði, á einnig verulegan hlut að máli. Verðlag nýrra bíla hefur aðlagast lækkun krónunnar hratt og hækkaði um rúm 10% á tímabilinu apríl til júní, en var þá 8,5% hærra en fyrir ári.

Þessi tiltölulega skörpu viðbrögð eru athyglisverð í ljósi þess að gengislækkun krónunnar árið 2001 og gengishækkunin undanfarnar tvö ár komu ekki fyllilega fram í innflutningsverði. Eftirspurn er enn mikil, gengi krónu hefur lækkað mikið á skömmum tíma og horfur eru á áframhaldandi þrýstingi á gengið. Við slíkar aðstæður kann verðlag innflutnings að fylgja gengisbreytingum hraðar eftir. Líklega mun áhrifa gengislækkunarinnar gæta áfram í verðlagsbreytingum á komandi mánuðum.

... en mikil hækkun vöruverðs skýrist einnig af grunnáhrifum verðstríðs á matvörumarkaði fyrir ári

Verðlag innfluttrar mat- og drykkjarvöru hækkaði um tæp 7% á síðustu þremur mánuðum en 15% á síðustu tólf mánuðum. Ársþækkun dagvöruverðs nam um 12%. Þar veða þyngst grunnáhrif lækkunar matvöruverðs á vormánuðum ársins 2005 þegar mikil samkeppni um markaðshlutdeild ríkti tímabundið á dagvörumarkaði og áhrif gengislækkunarinnar.

Hækkun á verðlagi hjá innlendum framleiðendum og lítið framboð af kjöti stuðluðu einnig að hækkun á verðlagi matvöru undanfarna mánuði. Verðlag á kjöti hækkaði um rúm 5% á síðustu þremur mánuðum og hafði 0,15% áhrif til lækkunar vísitölunnar á því tímabili. Verðlag mjólkurvöru lækkaði um 5,5% í maí en lækkunin gekk til baka í júní er verð mjólkurvöru hækkaði um 7% milli mánaða.

Þjónustuverðlag hefur ekki hækkað til jafns við launakostnað

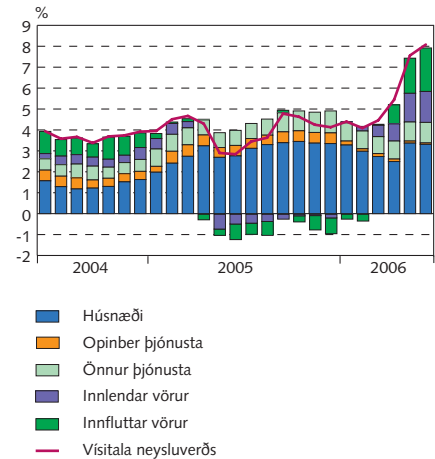
Verðlag þjónustu einkaaðila hafði hækkað um 3,6% á fyrsta fjórðungi ársins frá fyrra ári. Athyglisvert er að hækkunin skuli ekki hafa verið meiri í ljósi þess að launavísitala fyrir laun á almennum vinnumarkaði hafði hækkað um 8% á sama tímabili. Verðlag þjónustu einkaaðila hefur oft verið næmara fyrir hækkun launakostnaðar en nú er raunin. Líklega er það vísbending um að verðlag þjónustu einkaaðila gæti hækkað töluvert á næstunni, fremur en að framleiðni hafi aukist mikið.

Dregið hefur úr ársþækkun verðlags á opinberri þjónustu og nam hún einungis 0,8% í júníbyrjun eftir að hafa lækkað úr tæpum 7% í desember sl. Í ársbyrjun 2006 hækkaði verðlag opinberrar þjónustu mun minna en á fyrri árum, en gjaldskrá nokkurra tegunda af opinberri þjónustu, t.d. leikskólagjöld, voru lækkuð. Algengt er að dragi úr opinberum verðhækkunum í aðdraganda sveitarstjórnar- og alþingiskosninga eða í tengslum við aðgerðir stjórnvalda til að draga úr verðbólgu.

Mynd VIII-7

Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs júní 2004 - júní 2006

Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 12 mánuði

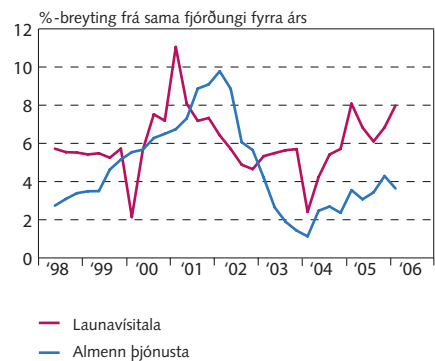


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-8

Launavísitala fyrir almennan vinnumarkað og almenn þjónusta

2.ársfj. 1998 - 1.ársfj. 2006

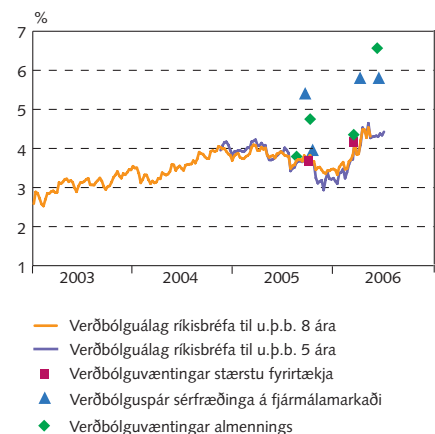


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-9

Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 27. júní 2006



Verðbólguvæntingar almennings og stærstu fyrirtækja eru til næstu tólf mánaða, verðbólguvæntingar sérfræðinga á markaði miða við tólf mánaða verðbólgu eitt ár fram í tímann.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein VIII-1

Grunnskipti vísitölu neysluverðs

Hagstofa Íslands endurskoðar árlega grunn vísitölu neysluverðs í því skyni að vísitalan endurspegli vel breytingar í neyslumynstri, útgjöldum og innkaupum neytenda. Grunnurinn var síðast endurskoðaður í mars sl. Byggt er á könnunum á útgjöldum heimilanna sem gerðar eru samfelld og eru niðurstöður kannana þriggja ára lagðar til grundvallar, í þetta sinn árin 2002-2004.¹ Í hvert skipti sem grunnurinn er endurnýjaður eru niðurstöður eins árs felldar út og næsta ári bætt við í staðinn.

Helstu breytingar á vægi undirþátta

Við grunnskiptin breytist vægi ýmissa undirþátta. Miklar breytingar geta haft talsverð áhrif á mælda verðbreytingu, einkum ef verð þeirra sveiflast mikið. Breytingar á gengi krónunnar geta haft áhrif á vægi einstakra þátta. Til dæmis olli hátt gengi krónu undanfarin ár því að vægi innfluttrar vöru í útgjöldum heimila jókst. Aukið vægi innfluttrar vöru í grunni vísitölu neysluverðs eftir grunnskiptin eykur svo áhrif gengislækkunar krónunnar.

Helstu breytingar á hlutfallslegri skiptingu liða í mars 2006 voru þessar:²

- Vægi matvæla og drykkjarvöru lækkaði úr 14,2% í 13,3%.
- Vægi reiknaðrar húsaleigu lækkaði úr 17,2% í 16,8%.
- Vægi bifreiða lækkaði úr 3,4% í 5,9%.
- Vægi bensíns og olíu lækkaði úr 4,9% í 6,3%.
- Vægi tómtunda og menningar lækkaði úr 12,4% í 11,7%.
- Vægi innlendrar vöru lækkaði úr 15,8% í 14,4%.
- Vægi innfluttrar vöru lækkaði úr 30,5% í 34,1%.
- Vægi dagvöru lækkaði úr 16,4% í 15,2%.

Mesta breytingin varð á undirþættinum „ferðir og flutningar“ sem inniheldur m.a. kaup og rekstur ökutækja, viðhald, bensín og olíur. Vægi hans jókst úr 13,1% í 16,9%. Innflutningur bíla var mjög mikill á meðan gengi krónunnar var hátt og heimilin nýttu sér þetta tækifæri til bifreiðakaupa. Vægi bifreiðakostnaðar í útgjöldum eykst því mikið þegar niðurstöðum kannana sem gerðar voru á árinu 2004 er bætt við. Innflutningur bíla var hins vegar lítill á árinu 2001, sem er árið sem féll út við grunnskiptin í mars. Útgjöld heimila til kaupa á eldsneyti hafa einnig aukist til muna.

Undirþátturinn „húsnæði, hiti og rafmagn“ sem inniheldur reiknaða og greidda húsaleigu ásamt viðhaldi og viðgerðum á húsnæði lækkaði úr 27,2% í 26,4%. Þar vó mest ofangreind lækkun á vægi eigin húsnæðis. Hér virðist lækkun fjármagnskostnaðar og greiðslubyrði heimila á ofangreindu tímabili vega þyngra en hækkun húsnæðisverðs á árinu 2004.

Gengisþróun og grunnskipti næstu ára

Vægi innfluttrar vöru í útgjöldum jókst árið 2004 sökum hás gengis krónunnar. Þetta aukna vægi eykur áhrif gengislækkunar krónunnar á vísitölu neysluverðs á þessu ári. Líklega verður enn meiri hækkun á vægi innfluttrar vöru við næstu grunnskipti þegar niðurstöðum frá árinu 2005 er bætt við grunninn, en það var metár í innflutningi bifreiða og annarrar neysluvöru. Þriðjung vaxtar einkaneyslu á síðustu þremur árum má rekja til aukins innflutnings og sölu nýrra bíla, enda jókst nýskráning bifreiða um 57% árið 2005. Því má vænta frekari breytinga þegar árin 2003-2005 mynda grunninn. Áhrifa nýlegrar gengislækkunar krónunnar á samsetningu útgjalda og mögulegs

1. Endurskoðun á vog fyrir dagvöru miðast við niðurstöður árunna 2003-2005.

2. Samanburður hér miðast við eldri og nýjan grunn á sama verðlagi, þ.e. vogir fyrir 2005 hafa verið uppfærðar m.v. verðbreytingar liðins árs.

samdráttar í einkaneyslu mun hins vegar líklega ekki gæta verulega fyrir en við grunnskiptin árið 2008. Á mynd VIII-5 í megintextanum má sjá þróun gengisvísitölu fyrir vöruinnflutning og verðlag innfluttrar vöru síðan í mars 1997.

Af öðrum líklegum breytingum má nefna að hækkun bensínverðs undanfarna mánuði mun væntanlega leiða til aukinna útgjalda heimila á þessu ári sem koma munu fram við þar næstu grunnskipti. Þá mun hækkun húsnæðisverðs á árinu 2005 og aukinn fjármagns-kostnaður líklega leiða til þess að vægi eigin húsnæðis eykst á ný við næstu og þar næstu grunnskipti.

Tími verðsöfnunar

Hagstofan áformar að flytja verðkannanir vegna vísitölu neysluverðs fram undir miðjan mánuð í stað þess að gera þær tvo fyrstu daga hvers mánaðar. Þessi ákvörðun er tekin í kjölfar þess að Evrópu-sambandið samþykkti hinn 25. apríl sl. reglugerð nr. 6998/06 um samræmdan tíma verðsöfnunar fyrir samræmda vísitölu neysluverðs (HICP). Þessi reglugerð er einungis bindandi fyrir Ísland að því er varðar samræmdu neysluverðsvísitöluna en óhagkvæmt er að vera með tvöfalda verðsöfnun. Breytingin mun koma til framkvæmda þegar lögin taka gildi í janúar 2008. Frá þeim tíma mun verðsöfnun fara fram í a.m.k. viku um miðbik hvers mánaðar.

Verðbólguvæntingar halda áfram að aukast

Verðbólguvæntingar hafa haldið áfram að aukast í takt við vaxandi verðbólgu og gengislækkun krónunnar. Samkvæmt könnun Gallup sem gerð var 17. maí til 3. júní væntu einstaklingar að meðaltali 6,6% verðbólgu næstu tólf mánuði. Þetta eru mun hærrí væntingar en í næstu könnun á undan og endurspeglar aukna verðbólgu í apríl og maí og fjölmiðlaumræðu um hana.

Í könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði (sjá rammagrein VIII-2 á bls. 46-47) væntu sérfræðingar meiri verðbólgu á þessu og næsta ári en í könnun sem var framkvæmd um miðbik marsmánaðar, fyrir síðustu útgáfu *Peningamála*. Í mars gerðu þeir að meðaltali ráð fyrir 5,4% verðbólgu milli ársmeðaltala 2005 og 2006 en spá nú 7,1% verðbólgu. Fyrir árið 2007 spáðu sérfræðingarnir 4,6% verðbólgu milli ársmeðaltala en nú spá þeir að verðbólga verði 5,9%. Ef hins vegar er horft tvö ár fram í tímann er meirihluti sérfræðinganna á þeirri skoðun að verðbólgan verði komin í nánd við verðbólgu markmið Seðlabankans.

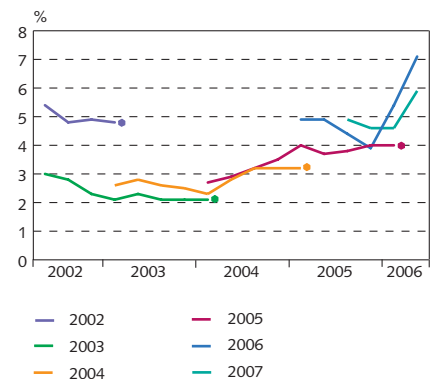
Verðbólguvæntingar hafa hækkað eilítið ef miðað er við verðbólguálag skuldabréfa til fimm ára en þó haldist nokkuð stöðugar á undanförunum mánuðum. Markaðsaðilar væntu að meðaltali 4,3% verðbólgu yfir líftíma bréfanna á tímabilinu 28. mars til 27. júní.

Verðbólguhorfur

Verðbólgu spáin sem Seðlabankinn birtir í þessu hefti *Peningamála* sýnir enn einu sinni meiri verðbólgu til næstu tveggja ára en samrýmist verðbólgu markmiði bankans. Frá því að bankinn birti síðast mat sitt á verðbólguhorfum hafa stýrivextir bankans verið hækkaðir tvívegis, samtals um 1,5 prósentur, og eru nú 12,25%. Á sama tíma hefur gengi krónunnar lækkað um 12%, þar af um 6% frá því sem var miðað við 18. maí sl. Þegar vextir bankans voru hækkaðir síðast.

Mynd VIII-10

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði um verðbólgu milli ársmeðaltala¹



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

Framsetning verðbólguþáttar er með öðru sniði í þessu hefti *Peningamála* en verið hefur. Nánar er fjallað um breytta framsetningu þjóðhags- og verðbólguþáttar í rammagrein VIII-3 á bls. 51-53. Birtir eru þrjú verðbólguferlar. Svokölluð grunnspá byggist á væntingum markaðs- og greiningaraðila um þróun stýrivaxta á næstu tveimur árum (sjá mynd III-7). Þá eru birtar tvær fráviksspár til hliðsjónar. Sú fyrri byggist á óbreyttum stýrivöxtum út spátímabilið, líkt og meginspáin hefur gert til þessa. Í þeirri síðari eru vextir fengnir með einfaldri peningastefnureglu sem miðar að því að verðbólguþáttur bankans

Rammagrein VIII-2

Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

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

Auk þeirra upplýsinga sem fram koma í töflunni var spurt um nánara álit á vaxtaferli Seðlabankans þ.e. hvenær og við hvaða gildi hámarki og lágmarki stýrivaxta yrði náð innan spátímabilsins og hver yrði næsta ákvörðun stýrivaxta hinn 6. júlí nk.

Helstu breytingar frá spá sömu aðila í mars sl. eru að þeir gera nú ráð fyrir minni hagvexti á spátímabilinu, einkum á næsta ári, mun meiri verðbólgu bæði í ár og á næsta ári, eilittlu hærri stýrivöxtum og lægra gengi krónunnar á spátímabilinu.

Sérfræðingar spá mun meiri verðbólgu á spátímabilinu

Sérfræðingarnir spá því að verðbólga milli ársmeðaltala 2005 og 2006 verði um 7% sem er töluvert meiri verðbólga en þeir spáðu í mars. Grunnspá Seðlabankans, sem að þessu sinni byggist á væntingum sérfræðinganna um stýrivaxtaþróun næstu ára og gengisferli sem fæst úr þjóðhagslíkani Seðlabankans miðað við þann vaxtaferil, spáir um 8% verðbólgu fyrir árið 2006. Þegar litið er til ársins 2007 eykst munurinn á milli spár sérfræðinganna og grunnspárinnar. Svarendur búast við tæplega 6% verðbólgu en samkvæmt grunnspá Seðlabankans verður verðbólga þá töluvert meiri, eða tæplega 10%. Tvö ár fram í tímann gera sérfræðingarnir einnig ráð fyrir nokkru minni verðbólgu en felst í grunnspá bankans. Þeir spá að meðaltali rúmlega 3% verðbólgu en bankinn hins vegar tæplega 7% verðbólgu. Fráviksspá bankans með peningastefnureglu gerir hins vegar ráð fyrir um 5½% verðbólgu eftir tvö ár.

Hagvaxtarhorfur hafa breyst fyrir árið 2007

Hagvaxtarspá sérfræðinganna fyrir árið 2006 er svipuð þeirri sem gerð var í mars. Hins vegar hefur spá þeirra fyrir árið 2007 lækkað. Sérfræðingarnir eru nokkuð sammála um hagvaxtarhorfur en einn svarenda telur þó að það verði samdráttur á næsta ári. Að meðaltali búast spámenn við 4½% hagvexti í ár og 1% á næsta ári sem er svipað og í grunnspá Seðlabankans.

Sérfræðingar spá frekari lækun á gengi krónunnar ...

Sýn svarenda á þróun gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla hefur aðeins breyst frá síðustu spá, einkum fyrir árið 2006. Gengi krónunnar hefur haldið áfram að veikjast á undanförunum mánuðum og reikna þeir nú með veikari krónu í samræmi við það. Spá þeir 130 stiga gengisvísitölu eftir tólf mánuði en að gengið verði heldur sterkara ári síðar. Sérfræðingarnir eru reyndar nokkuð ósammála um gengisþróunina - einkum þegar litið er til ársins 2007.

... hækkun stýrivaxta Seðlabankans ...

Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir um 0,75 prósentur tvívegis á síðustu mánuðum, hinn 30. mars og 18. maí sl. og eru nú 12,25%. Sérfræðingarnir búast við að stýrivextir verði eilítlu hærri að ári en þeir spáðu í mars en spáin er óbreytt til tveggja ára. Að meðaltali spá þeir að stýrivextir verði um 12½% eftir eitt ár en að þeir lækki á ný og verði rúmlega 9% eftir tvö ár. Sem fyrr segir var einnig spurt um næstu ákvörðun stýrivaxta og hággildi og lággildi þeirra á næstu tveimur árum. Meirihluti sérfræðinganna spáir því að stýrivextir verði hækkaðir um 0,5 prósentur hinn 6. júlí nk. Einn svarenda telur hins vegar að hækkunin verði um 0,75 prósentur. Svarendur eru frekar sammála um hvert hággildi stýrivaxta verður og eru svör á bilinu 13-14,5%. Meirihluti telur að hággildi vaxtanna náist á síðari hluta þessa árs og lággildi verði á árinu 2008 en flestir sérfræðinganna gera ráð fyrir að lággildi verði á bilinu 7,5-9%.

... og töluvert minni hækkunum eignaverðs en áður

Hinn 15. júní sl. stóð úrvalsvísitalan í 5.413 stigum sem er um 12% lækkun frá því um miðjan mars þegar markaðsaðilar spáðu síðast fyrir um efnahagsframvindu. Sérfræðingarnir spá því að þessu sinni töluvert minni hækkunum hlutabréfaverðs á spátímabilinu. Skoðanir eru þó afar skiptar. Einn spámannanna telur t.d. að hlutabréf muni lækka í verði hvort sem litið er til eins árs eða tveggja.

Loks bjuggust svarendur við mun minni hækkun fasteignaverðs á næstu tveimur árum en nokkru sinni áður sem er í samræmi við ýmsar vísbendingar um kólnun á fasteignamarkaði. Einn svarenda spáir því að fasteignaverð lækki bæði til eins og tveggja ára.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2006			2007		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (milli ársmt.)	7,1	6,7	7,3	5,9	5,0	6,7
Hagvöxtur	4,5	4,0	5,1	1,0	-0,1	1,7
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Verðbólga	5,8	4,7	7,1	3,2	2,4	4,5
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	130	124	135	125	115	127
Stýrivextir Seðlabankans	12,4	11,3	14,5	9,1	7,5	12,0
Langtímanafrvextir ²	8,5	7,6	9,5	7,6	6,6	8,5
Langtímaraunvextir ³	4,1	3,8	4,5	4,0	3,5	4,5
Úrvalsvísitala aðallista	5.811	4.500	6.500	6.556	4.000	7.924
Breyting fasteignaverðs	1,9	-5,0	5,0	2,0	-10,0	8,0

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

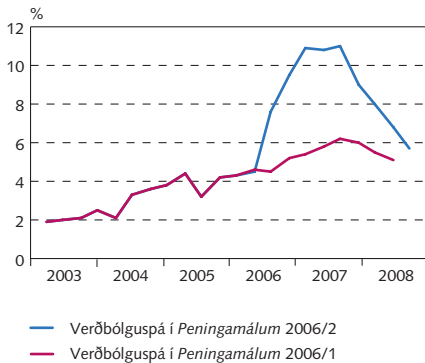
Heimild: Seðlabanki Íslands.

náist við lok spátímans. Í öllum þremur tilvikunum spáir þjóðhagslík-
anið gengi krónunnar að gefnum þeim vaxtaferli sem spáin byggist á.
Spátímabilið nær að þessu sinni til annars fjórðungs ársins 2008.

Verðbólguhorfur hafa versnað enn frekar

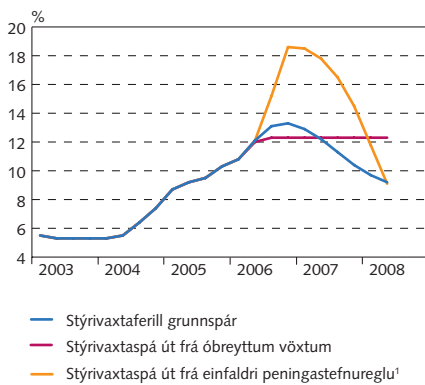
Þrátt fyrir hærri stýrivexti hafa verðbólguhorfur til næstu tveggja ára
versnað umtalsvert frá því í mars, eins og sjá má á mynd VIII-11.
Meginástæður þess eru að gengi krónunnar lækkaði mikið framan af

Mynd VIII-11
Endurskoðuð verðbólguþspá



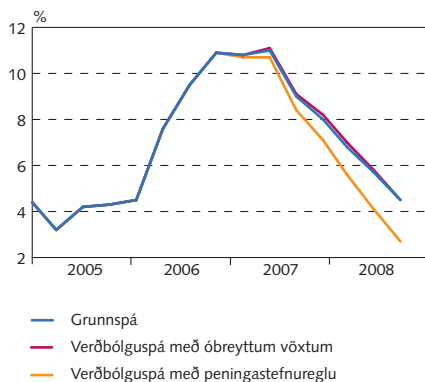
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-12
Mismunandi stýrivaxtaferlar



1. Stýrivaxtaferill sem miðar að því að ná verðbólguþspánni á næstu 2-3 árum.
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-13
Mismunandi verðbólguferlar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

spátímabilinu, sem þegar hefur komið fram í meiri verðbólgu undanfarna mánuði en spáð var, vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu eykst í kjölfar samkomulags á vinnumarkaði mun hraðar framan af spátímanum en áður var búist við og verðbólguvæntingar hafa aukist.

Samkvæmt grunnspá halda stýrivextir áfram að hækka á þessu ári og fara hæst í rúmlega 13% á síðasta fjórðungi ársins. Vextirnir fara síðan smám saman lakkandi út spátímann og verða rúmlega 9% þegar spátímabilinu lýkur á öðrum fjórðungi ársins 2008. Gengi krónunnar lækkar nokkuð fram á mitt ár 2007 en hækkar síðan út spátímabilið. Við lok tímabilsins er gengisvísitalan u.þ.b. 131 stig.

Samkvæmt þessum forsendum verður mikil verðbólga allt spátímabilið. Horfur eru á að verðbólga aukist eftir því sem líður á árið 2006 og að hún nái hámarki nálægt 11% á öðrum fjórðungi ársins 2007. Eftir það tekur verðbólga að hjaðna og spáð er að hún verði orðin tæplega 6% um mitt ár 2008. Verðbólga er því mjög há allt spátímabilið og sáralitlar líkur á að verðbólguþspá Seðlabankans náist nema aðhald peningastefnunnar verði aukið verulega umfram það sem markaðsaðilar búast við.

Verðbólguferlarnir þrjú sýna svipaðar verðbólguhorfur eitt ár fram í tímann en horfur til lengri tíma eru betri verði peningalegt aðhald meira

Verðbólguhorfur eitt ár fram í tímann hafa því versnað mikið frá síðustu spá, og gildir það hvort sem litið er til grunnspár eða fráviksspánna tveggja. Þegar líða tekur á spátímabilið fer hins vegar að gæta áhrifa hærra vaxta í þeim verðbólguferli þar sem stýrivextir ráðast af peningastefnu-reglu, en það leiðir til þess að verðbólga hjaðnar hraðar en í grunnspánni og þegar stýrivöxtum er haldið óbreyttum.

Eins og sjá má á mynd VIII-12, gefur spáin með peningastefnu-reglu til kynna að stýrivextir þurfi að öðru óbreyttu að hækka mun hraðar á seinni hluta þessa árs en gert er ráð fyrir í grunnspánni og eru vextirnir orðnir mjög háir í lok ársins og haldast þar fram á næsta vor. Eftir það taka þeir að lækka og eru komnir í 9% í lok spátímabilsins, sem er sama vaxtastig og í grunnspánni.

Hærra stýrivextir í fráviksspánni sem byggist á peningastefnu-reglunni styðja enn frekar við gengi krónunnar sem er heldur sterkara en í grunnspánni. Hærra gengi, ásamt meira peningalegu aðhaldi að innlendri eftirspurn, kemur fram í hratt batnandi verðbólguhorfum þegar líður á spátímann. Þannig er verðbólga um 5½% eftir tvö ár, um 4% við lok spátímans og við markmið bankans um mitt ár 2008. Munurinn á þessari spá og grunnspánni er hins vegar lítill framan af enda fær peningastefnan ekki miklu áorkað til skamms tíma litið. Mynd VIII-13 sýnir verðbólguferlana þrjú.

Undirliggjandi þættir aukins verðbólguþrýstings þeir sömu

Framan af spátímabilinu er mikil spennan á vinnumarkaði og atvinnuleysi lítið. Sem fyrr segir eru horfur á meiri vexti launakostnaðar eitt ár fram í tímann en í síðustu spá. Samkomulag ASÍ og SA frá 22. júní sl. hefur í för með sér launahækkunir umfram það sem áður var samið um. Gera má ráð fyrir að launaskrið aukist í kjölfarið. Mikil spennan á vinnumarkaði eykur líkur á því að launahækkunir komi nokkuð hratt

fram í hækkun verðlags. Vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu hefur því aukist talsvert frá síðustu spá, einkum á yfirstandandi ári og er langt umfram 2,5% verðbólguþröskulmið Seðlabankans. Gengi krónunnar lækkar enn á árinu, m.a. vegna væntinga um meiri verðbólgu. Nokkru meiri hagvexti er spáð til eins árs en síðast og horfur eru á kröftugri vexti innlendrar eftirspurnar í ár en gert var ráð fyrir í mars sl. en eftirspurn umfram það sem framleiðsla getur annað brýst fram í aukinni verðbólgu. Framleiðsluspenna er mikil í sögulegu samhengi litlið ár fram í tímann en hefur þó minnkað eilítið frá síðustu spá vegna endurskoðunar Hagstofunnar á sögulegum gögnum. Þá eru alþjóðlegar verðbólguhorfur á spátímanum svipaðar og í síðustu spá en erlendir skammtíma-vextir eru eilittlu hærri.

Mikill vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu og vaxandi verðbólguvæntingar ýta undir verðbólgu ...

Launahækkarnir vegna nýs samkomulags á almennum vinnumarkaði eru síst til þess fallnar að draga úr verðbólguþrýstingi þegar horft er eitt ár fram í tímann. Þær kynda þvert á móti undir verðbólgu sem er mikil fyrir og líklegt er að svo miklar launahækkarnir hafi veruleg áhrif á verðbólguvæntingar. Ef háar verðbólguvæntingar festa sig í sessi verður dýrkeypt að hemja verðbólguna á ný. Veiti verðbólguþröskulmið væntingum haldbetra akkeri er hins vegar líklegra að verðbólga hjaðni hraðar en í grunnspánni. Trúverðugleiki peningastefnunnar skiptir því sköpum fyrir það hversu mikið þarf að hækka stýrivexti og draga saman eftirspurn og atvinnu til að verðbólguþröskulmiðið náist innan viðunandi tíma.

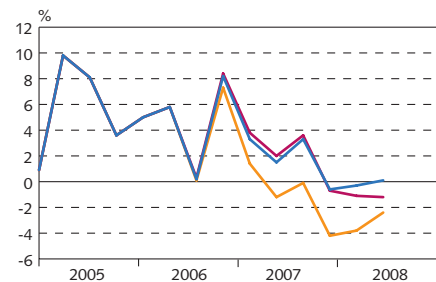
... ásamt töliverðri framleiðsluspennu

Áfram er útlit fyrir töliverða framleiðsluspennu á spátímanum, þótt hún fari smám saman minnkandi. Þannig verður kominn slaki í þjóðar-búskapinn við lok árs 2008 enda gert ráð fyrir að dragi úr hagvexti og samdráttur verði hafinn í lok árs 2007. Samdrátturinn í grunn-dæminu er hins vegar ekki nægilegur til að koma í veg fyrir langvarandi frávik frá verðbólguþröskulmiði. Ef stýrivextir hækka samkvæmt peningastefnureglunni hægir hraðar á hagvexti og einkaneyslu og innlend eftirspurn í heild dregst verulega saman um mitt næsta ár. Framleiðslulaki myndast því í lok ársins. Sé horft fram yfir það spátímabil sem hér er fjallað um sýnir líkanið að hagvöxtur tekur að glæðast fyrr þegar peningastefnan bregst harðar við, en hins vegar gætir enn samdráttur þegar miðað er við forsendur grunnspárinna. Uppsafnað ójafnvægi verður meira ef ekki er brugðist við og því tekur lengri tíma að vinda ofan af því en ella.

Helstu óvissuþættir spárinnar sömu og í síðustu spá

Óvissuþættir verðbólguþröskulspárinna eru í meginráttum þeir sömu og í síðustu spá Seðlabankans. Þrátt fyrir talsverða gengislækkun krónunnar frá síðustu spá er áfram hættá á að krónan lækki meira en reiknað er með framan af spátímanum. Mikill viðskiptahalli og viðvarandi verðbólguvæntingar auka þessa hættu. Fari svo gæti verðbólga orðið meiri framan af spátímanum. Hættá á lækkun eignaverðs, einkum fasteignaverðs, gæti hins vegar leitt til minni einkaneyslu en gert er ráð fyrir í grunnspá. Það, ásamt hættu á hraðari hækkun erlendra vaxta en

Mynd VIII-14
Mismunandi hagvaxtarferlar
Spátímabil: 2.ársfj. 2006 - 2.ársfj. 2008



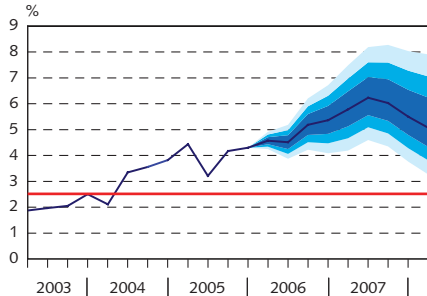
— Grunnspá
— Verðbólguþröskulmið með óbreyttum vöxtum
— Verðbólguþröskulmið með peningastefnureglu

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-15

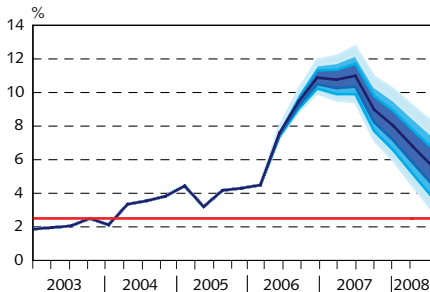
Síðasta verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá
(í *Peningamáli* 2006/1)

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



Ný verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá

Spátímabil: 2. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2008



- Visitala neysluverðs
- Verðbólguþá
- 50% óvissubíll
- 75% óvissubíll
- 90% óvissubíll

Myndirnar sýna óvissubíll verðbólguþá Seðlabankans. 90% líkur eru talðar á því að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að verðbólga verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann og endurspeglast það í vikkun óvissubíllsins. Óvissan í spánum er talin heldur minni en endurspeglast í sögulegum spáskekkjum sem eru nokkuð lítaðar af þróuninni á árunum 2001-2002. Nánari útlitun á því hvernig líkindadreifing verðbólguþá Seðlabankans er reiknuð út er að finna í viðauka 3 í *Peningamáli* 2005/1. Heimild: Seðlabanki Íslands.

gert er ráð fyrir í spánni, getur haft neikvæð áhrif á innlenda eftirspurn á seinni hluta spátímabilsins.

Samkomulag ASÍ og SA frá því í júní gæti aukið launaskrið umfram það sem nú er gert ráð fyrir. Gerist það kann verðbólga að verða meiri á fyrri hluta spátímans. Loks gætu áform um stóriðjuframkvæmdir á árinu 2008 aukið bjartsýni áður en framkvæmdir hefjast. Það gæti stutt við gengi krónunnar og innlenda eftirspurn umfram það sem grunnspáin gerir ráð fyrir. Aðrir óvissuþættir hafa lítið breyst frá því í mars en helstu ósamhverfu óvissuþættir spárinnar eru teknir saman í töflu VIII-1 hér að neðan.

Að teknu tilliti til ofangreindra breytinga frá síðustu spá og mati á undirliggjandi áhrifaþáttum verðbólguþá Seðlabankans fæst heldur meiri slagsíða upp á við í áhættumati verðbólguþá Seðlabankans eitt ár fram í tímann en í mars sl. Slagsíðan upp á við tvö ár fram í tímann hefur hins vegar minnkað og er líkindadreifing nú nokkurn veginn samhverf. Hluti skýringarinnar á þessu er að spáin nær nú lengra inn á tímabilið eftir lok yfirstandandi stórframkvæmda. Mynd VIII-15 sýnir mat á líkindadreifingu verðbólguþá Seðlabankans. Í ljósi þess að ójafnvægi í þjóðarþúskaðum hefur aukist frá því í mars má álykta að óvissa um verðbólguhorfur á spátímanum hafi aukist.

Verðbólguþá næst ekki á spátímanum nema stýrivextir hækki verulega

Verðbólguþá Seðlabankans þrjár sem birtir eru í þessu hefti *Peningamála* sýna allir verðbólgu á spátímanum sem er langt yfir verðbólguþá Seðlabankans.

Tafla VIII-1 Helstu ósamhverfir óvissuþættir grunnþá

Óvissuþáttur	Skýring
Einkaneysla	Lækkun eignaverðs og aukin skuldsetning gæti minnkað einkaneyslu umfram það sem grunnþá gerir ráð fyrir
Gengisþróun	Mikill viðskiptahalli ásamt væntingum um aukna verðbólgu næstu árin geta þrýst niður gengi krónu
Opinber fjármál	Aðhald mögulega minna en gert er ráð fyrir í grunnþá - sérstaklega í ljósi komandi kosningaárs. Áhrif skattalækkana á væntingar um framtíðartekjur eru hugsanlega vanmetin
Launakostnaður	Launaskrið í kjölfar samkomulags ASÍ og SA er hugsanlega vanmetið
Eignaverð	Möguleiki á lækkun eignaverðs sem getur dregið úr einkaneyslu þegar líður á spátímabil
Alþjóðleg efnahagsmál	Erlendir vextir geta hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og þannig aukið greiðslubrýði erlendra lána umfram það sem grunnþá gerir ráð fyrir
Miðlunarferli peningastefnunnar	Verði miðlun peningastefnunnar skilvirkari getur verðbólga lækkað hraðar en í grunnþánni
Áform um stóriðjuframkvæmdir	Fyrirhugaðar stóriðjuframkvæmdir árið 2008 geta aukið bjartsýni og stutt við gengi og eftirspurn
<i>Áhættumat Seðlabankans</i>	<i>Eitt ár fram í tímann</i> <i>Tvö ár fram í tímann</i>
<i>Peningamál 2005/4</i>	Upp á við Upp á við
<i>Peningamál 2006/1</i>	Upp á við Upp á við
<i>Peningamál 2006/2</i>	Upp á við Samhverft

inu. Mikil óvissa er um þessa verðbólguferla, en þeir undirstrika að ósennilegt er að verðbólguþáttur náist innan tveggja ára nema stýrivextir verði hækkaðir mun meira en í grunnspánni. Nánast engar líkur eru á að verðbólguþáttur Seðlabankans náist á því tveggja ára tímabili sem grunnspáin nær til, eins og sjá má í töflu VIII-2. Verði aðhald peningastefnunnar aukið í takt við fráviksspá með peningastefnureglu aukast hins vegar verulega líkur á að markmiðið náist.

Tafla VIII-2 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjórðungur	Verðbólga				Yfir
	undir	á bilinu	undir	á bilinu	
	1%	1% - 2½%	2½%	2½% - 4%	4%
3. ársfj. 2006	<1	<1	<1	<1	99
2. ársfj. 2007	<1	<1	<1	<1	99
2. ársfj. 2008	<1	<1	<1	2	98

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

Þjóðhags- og verðbólguþáttur Seðlabankans er með breyttu sniði í þessu hefti *Peningamála*. Spá sem byggist á markaðsvæntingum um vexti og gengisferli sem reiknaður er af þjóðhagslíkani bankans miðað við þá vaxtaforsendu kallast nú grunnspá, en verðbólguþáttur að gefnum óbreyttum stýrivöxtum sem áður var grunnspá er nú fráviksspá.¹ Einnig er birt fráviksspá er byggist á peningastefnumiðuðum stýrivaxtaferli. Tafla sem sýnir helstu niðurstöður grunnspárinnar er birt í töfluviðauka. Þá er fjallað um mismunandi ferla landsframléiðslu og undirþátta hennar með nokkuð öðrum hætti en verið hefur til þessa í kafla um innlenda eftirspurn og framléiðslu. Með breyttri framsetningu á verðbólguþáttu bankans er að sumu leyti fylgt fordæmi margra helstu seðlabanka Evrópu, svo sem Englandsbanka og sænska seðlabankans. Með þessari framsetningu er leitast við að auka gagnsæi peningastefnunnar enn frekar.

Spá sem byggist á óbreyttum stýrivöxtum fylgja ýmis vandamál

Í hnotskurn gengur framkvæmd peningastefnu að miklu leyti út á að stjórn væntingum. Þótt stýrivextir seðlabanka snerti í raun afar takmarkaðan hóp á fjármálamarkaði með beinum hætti hafa væntingar um þróun stýrivaxta á næstu misserum áhrif á langtíma vexti og þar með á útgjaldaákvæðanir einstaklinga og fyrirtækja. Með því að gefa skilaboð um stýrivaxtaferilinn getur seðlabanki haft mun meiri áhrif á lögun eingreiðsluferilsins og þannig greitt fyrir miðlun peningastefnunnar út í efnahagslífið. Þetta skiptir sérstaklega miklu máli í fjármálakerfi eins og hinu íslenska þar sem mikill hluti fjárskuldbindinga er með föstum vöxtum.

Ef þjóðhags- og verðbólguþáttur seðlabanka byggist á óbreyttum stýrivöxtum út spátímabilið gefur slík spá óskýr skilaboð um þróun stýrivaxta á spátímanum og hefur því takmörkuð áhrif á væntingar markaðsaðila um þróun vaxta. Slík spá er raunar ekki samkvæm sjálfri sér því mikilvægur hluti hagkerfisins, þ.e. viðbrögð peningastefnunnar við efnahagsþróuninni og miðlun hennar í gegnum áhrif væntinga um þróun stýrivaxta á langtíma vexti, er tekinn úr sambandi, eða a.m.k. dregið mjög úr mikilvægi viðbragðanna. Þessu geta fylgt ýmis vandamál við spágerðina. Spáin getur orðið óstöðug, sérstaklega þegar spáð er langt fram í tímann. Túlkun hennar getur því orðið ákaflega erfið og gagnsemi því takmörkuð.

1. Um þjóðhagslíkan Seðlabankans er fjallað sérstaklega í Viðauka 1, „Nýtt ársfjórðungslegt þjóðhagslíkan Seðlabankans“ í *Peningamálum* 2006/1, bls. 59-61, og um þær aðferðir sem bankinn notar við verðbólguþáttur í Rammagrein VIII-1 „Aðferðir Seðlabankans við verðbólguþáttur“ í *Peningamálum* 2006/1, bls. 46-47.

Rammagrein VIII-3

Breytt framsetning þjóðhags- og verðbólguþáttur

Seðlabankar geta aukið virkni peningastefnunnar með því að hafa áhrif á væntingar

Í stað þess að gera ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum á spátímanum getur seðlabanki reynt að hafa áhrif á væntingar um þróun stýrivaxta með því að byggja spár á væntingum markaðsaðila um stýrivaxtaferilinn og túlka þá spá í ljósi niðurstöðunnar. Þetta getur hann t.d. gert með því að tjá skoðun sína á því hversu raunhæfar væntingarnar eru út frá því sjónarmiði að verðbólguþátturinn verði náð innan tiltekins tíma.² Þetta er sú leið sem t.d. Englandsbanki hefur farið frá því í ágúst 2004, sænski seðlabankinn frá því í október 2005 og Noregsbanki þar til að hann hóf að spá eigin stýrivöxtum í nóvember á síðasta ári.

Verðbólguþátturinn með innbyggðri peningastefnureglu

Annar valkostur er að fara að dæmi Seðlabanka Nýja-Sjálands og Noregsbanka og birta stýrivaxtaferil spárinnar, þ.e.a.s. stýrivaxtaferil sem seðlabankinn sjálfur telur líklegt að nægi til þess að verðbólguþátturinn náist. Nýsjálandi seðlabankinn reið á vaðið og birti slíka spá fyrst árið 1998, en Noregsbanki fylgdi fordæmi hans í nóvember 2005. Fræðilega séð er þetta eðlilegasta stýrivaxtaforsenda spárinnar. Með þessum hætti er innra samræmi í spágerðinni tryggt og túlkun hennar verður auðveldari. Þannig telja t.d. Svensson (2005) og Woodford (2004) að seðlabankinn geti haft veruleg áhrif á markaðsvæntingar, auk þess sem trúverðugleiki hans eykst vegna þess að spáin nálgast alltaf verðbólguþátturinn innan spátímans. Með því að hafa meiri áhrif á væntingar eykst skilvirkni peningastefnunnar til muna. Aðrir, eins og Goodhart (2001) og Mishkin (2004), hafa hins vegar haft efasemdir um gagnsemi þess að ganga svo langt og óttast að skilaboð bankans verði of flókin og að stýrivaxtaferillinn verði túlkaður sem skuldbinding um vaxtaþróun næstu misseri fremur en skilyrt spá sem óhjákvæmilega breytist þegar aðstæður í efnahagslífinu breytast. Reynsla Nýsjálandinga og Norðmanna bendir hins vegar ekki til þess að þetta sé vandamál. Því kemur vel til greina að Seðlabankinn taki þennan hátt upp einnig þegar meiri reynsla verður komin á nýja þjóðhagslíkanið og árangur brautryðjenda á þessu sviði. Með því að birta peningastefnumiðaðan vaxtaferil ásamt öðrum ferlum hefur Seðlabankinn raunar tekið mikilvægt skref í þessa átt, þótt grunnspáin sé enn gerð með öðrum hætti.

Grunnspá hefur fram til þessa byggst á föstum vöxtum og gengi

Til þessa hefur Seðlabankinn birt þjóðhags- og verðbólguþátturinn sem byggist á því að stýrivextir og gengisvísitala krónunnar haldist óbreytt frá spádegi. Þessi spá hefur verið kölluð grunnspá og fengið nokkru ítarlegri umfjöllun en aðrir ferlar eða fráviksspar sem einnig hafa verið birtar. Megintilgangur grunnspárinnar hefur verið að gefa vísbendingu um líklega efnahagsframvindu að því gefnu að vöxtum verði ekki breytt og gengi krónunnar haldist stöðugt. Grunnspáin hefur því fyrst og fremst falið í sér vísbendingu um hvort vaxtastig á hverjum tíma nægi til að tryggja framgang verðbólguþátturins og þannig nýst bankanum við mat á því hvort frekari breytinga á stýrivöxtum sé þörf. Forsenduna um stöðugt gengi má einnig réttlæta með þeim rökum að rannsóknir hafi bent til þess að nýjasta gengi sé jafnan skásta fánlega spá um framtíðargengi.

Fjarstæðukennt að óbreyttir stýrivextir og gengi haldi við núverandi aðstæður

Þegar þokkalegt jafnvægi er í þjóðarbúskapnum getur spá með óbreyttum vöxtum og gengi gefið nokkuð rétta mynd af efnahags-

2. Þessi leið er jafnframt líklegri til að tryggja innra samræmi í spágerðinni, þótt seðlabankinn þurfi að varast að fylgja markaðsvæntingum í blindni við ákvörðunartökuna þar sem slíkt getur leitt til óstöðugleika þar sem haldreipið skortir þegar ákvarðanir eru farnar að byggjast á væntingum um sömu ákvarðanir (sjá Bernanke og Woodford, 1997).

horfum eitt til tvö ár fram í tímann. Þegar eins mikið ójafnvægi er í þjóðarbúskapnum og um þessar mundir - verðbólga langt yfir verðbólguþröngun Seðlabankans og verðbólguhorfur slæmar - verður verðbólguferill sem byggist á forsendum um óbreytta vexti og gengi afar óraunsær. Því meira sem ójafnvægið er því minna er upplýsingagildi grunnspárinnar. Þótt hún gefi vísbendingu um hvort breyta þurfi stýrivöxtum segir hún lítið um það hve mikið kunni að vera nauðsynlegt að breyta þeim, í hve langan tíma eða hver séu líkleg áhrif þess á þróun efnahagslífsins, eins og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum*.

Framsetning þjóðhags- og verðbólguþröngun með breyttum hætti

Til að draga úr þessum vanda hefur verið birt frávíksspá í *Peningamálum* samhliða grunnspánni sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi. Það getur skipt töluverðu máli þegar líklegt þykir að gengi krónunnar sé langt frá langtímaþröngun og óbreyttir stýrivextir duga ekki til að tryggja að verðbólga leiti í verðbólguþröngun fyrir lok spátímabilsins. Slík framsetning þjóðhags- og verðbólguþröngun hefur þann kost að forsendur hennar um viðbrögð peningastefnunnar við slæmum verðbólguhorfum eru raunsærri en í grunnspánni.

Í þessu hefti *Peningamála* er spá sem er byggð á svipuðum forsendum og frávíksspáin sem fyrr segir áður orðin að grunnspá, en í því felst að fjallað er nokkru ítarlegar um einstaka þætti hennar. Í því felst hins vegar ekki að niðurstöður hennar séu endilega taldir líklegasta framvinda efnahagsmála, nema að gefnum þeim forsendum sem byggjast á. Þessi grunnspá byggist á væntingum markaðs- og greiningaraðila um stýrivaxtaþróun næstu ára. Gengisferillinn fæst úr þjóðhagslíkaninu miðað við þann vaxtaferil og ræðst af samspili óvarins vaxta- og kaupmáttarjafnvægis. Með breyttri framsetningu grunnspárinnar fæst umtalsvert raunsærri mynd af viðbrögðum peningastefnu Seðlabankans við þeim aðstæðum sem ríkja í þjóðarbúskapnum á spátímanum. Með því að gefa kaupmáttarjafnvægi ákveðið vægi er tekið tillit til áhrifa þess á verðbólguhorfur að gengi krónunnar sé óvenjuhátt eða -lágt.

Tvenns konar frávíksspár til hliðsjónar

Til hliðsjónar eru birtar tvær frávíksspár. Sú fyrri er með óbreyttum vöxtum út spátímabilið og óbreyttu gengi og er sambærileg við grunnspá Seðlabankans áður. Í seinni frávíksspánni er stýrivöxtum Seðlabankans spáð með þjóðhagslíkaninu bankans út frá einfaldri peningastefnureglu. Peningastefnan í líkaninu ræðst af framleiðsluspennu og frávíki verðbólgu frá verðbólguþröngun. Gengi krónunnar er spáð með sama hætti og í grunnspánni, þ.e.a.s. með þjóðhagslíkaninu. Eins og fyrr segir er hugsanlegt að í framtíðinni muni Seðlabankinn gefa þessari frávíksspá aukið vægi.

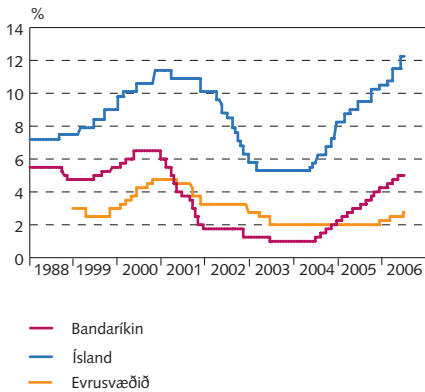
Heimildir

- Bernanke, B. S., og M. Woodford (1997), „Inflation forecasting and monetary policy”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29, 653-684.
- Goodhart, C. A. E., (2001), „Monetary transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83, 165-181.
- Mishkin, F. S., (2004), „Can central bank transparency go too far?”, í bókinni *The Future of Inflation Targeting*, ritstj. C. Kent og S. Guttman. Seðlabanki Ástralíu.
- Svensson, L. E. O., (2005), „Optimal inflation targeting; Further developments of inflation targeting”, grein kynnt á ráðstefnu Seðlabanka Chile, Monetary Policy under Inflation Targeting, Santiago, 20.-21. október 2005.
- Woodford, M., (2004), „Inflation targeting and optimal monetary policy”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86, 15-41.

Mynd IX-1

Stýrivextir seðlabanka

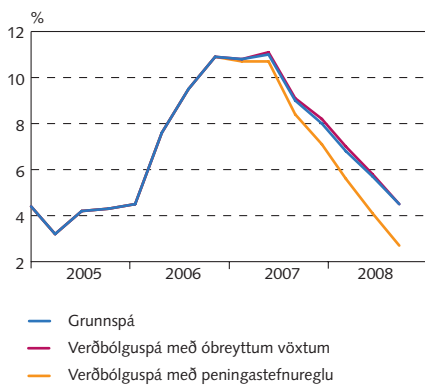
Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 26. júní 2006



Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2

Mismunandi verðbólguferlar

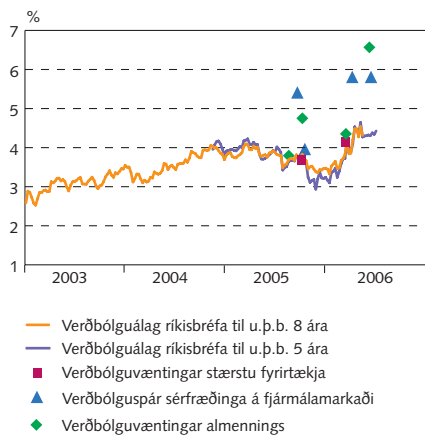


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-3

Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 27. júní 2006



Verðbólguvæntingar almennings og stærstu fyrirtækja eru til næstu tólf mánaða, verðbólguþá sérfræðinga á markaði miða við tólf mánaða verðbólgu eitt ár fram í tímann.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

IX Stefnan í peningamálum

Verðbólguhorfur versna enn

Í *Peningamálum* sem komu út 30. mars sl. birti Seðlabankinn mat sitt á verðbólguhorfum, sem hann taldi hafa versnað verulega að óbreyttum stýrivöxtum. Verðbólguhorfurnar hafa nú versnað enn frekar samkvæmt þeim verðbólguferlum sem kynntir hafa verið hér að framan. Stýrivextir hafa verið hækkaðir um 1,5 prósentur frá því að bankinn lagði mat á verðbólguhorfur í mars, um 0,75 prósentur í lok mars og annað eins hinn 18. maí. Á móti hefur gengi krónunnar lækkað verulega, verðbólga aukist og verðbólguvæntingar vegið upp hækkun nafnvaxta. Vaxtahækkanir Seðlabankans, þótt umtalsverðar séu, hafa því tæpast dugað til að viðhalda því aðhaldsstigi peningastefnunnar sem var í ársbyrjun.

Þegar spáin sem greint er frá hér að framan var gerð var gengi krónunnar nokkru lægra en um það leyti sem Seðlabankinn hækkaði vexti um 0,75 prósentur í maí. Þótt óljósar vísbendingar séu um að dregið hafi úr vexti eftirspurnar síðustu mánuði er vöxturinn frá fyrra ári enn hraður og veldur miklum þrýstingi á vinnumarkaði jafnt sem vörumarkaði. Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum er það mikið um þessar mundir, eins og gríðarlegur viðskiptahalli og framleiðsluspenna bera vitni um, að ætla má að hægari vöxtur eftirspurnar dugi ekki til að koma á jafnvægi innan ásættanlegs tíma heldur þurfi eftirspurn að dragast saman til að endurreisa jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Nýlegir samningar um frekari launahækkanir, þrátt fyrir að laun hafi undanfarið ár hækkað mun meira en samrýmst getur verðbólguþá Seðlabankans, munu tefja aðlögunina. Því lengur sem hún tefst því fremur aukast hins vegar líkurnar á því að hún verði harkaleg. Þetta er nauðsynlegt að hafa í huga við framkvæmd peningastefnunnar og hagstjórnar almennt.

Þegar Seðlabankinn birti spá sína í mars sl. mældist verðbólga 4,5%. Í júní var hún 8%, þ.e.a.s. 3,5 prósentum meiri en í mars. Breytingin til hins verra hefur því verið óvenju hröð og ljóst að verðbólguþá Seðlabankans í mars voru allt of lágur til skamms tíma litið. Nú er útlit fyrir að verðbólga á þriðja fjórðungi ársins verði rúmlega 4 prósentum meiri en spáð var í mars og horfur á að hún geti jafnvel farið í um 11% þegar hún verður mest, nema að viðbrögð peningastefnunnar verði enn harkalegri en markaðs- og greiningaraðilar virðast vænta. Þessi alvarlega þróun felur í sér mikla hættu á að háar verðbólguvæntingar festist í sessi. Gerist það þarf hærra vexti en ella til að vinna bug á verðbólgunni.

Verðbólguvæntingar og lægra gengi grafa undan aðhaldi peningastefnunnar

Ekki er til einhlítur mælikvarði á aðhaldsstigi peningastefnunnar. Því þarf að horfa til nokkurra þátta samtímis og meta framlag þeirra til aðhalds á hverjum tíma. Allt fram á þetta ár birtist aðhaldið að miklu leyti í háu gengi krónunnar. Hins vegar hefur miðlun peningastefnunnar í gegnum vaxtarófið verið torsótt. Vextir verðtryggðra lána hafa t.d. aðeins hækkað lítillega og eru enn mun lægri en áður en bankarnir hófu samkeppni um íbúðaveðlán við íbúðalánasjóð. Bankarnir buðu

reynndar um skeið nokkru hærri vexti en Íbúðalánasjóður, en vextir hans hækkuðu einnig nýlega. Miðað við ávöxtunarkröfu íbúðabréfa að undanfögnu gætu þessir vextir haldist óbreyttir um nokkurt skeið. Vextir óverðtryggðra skuldabréfa hafa hækkað meira, en að töluverðu leyti skýrist vaxtahækkun þeirra af meiri verðbólguvæntingum.

Á sama tíma og raunvextir hafa haldist lítt breyttir hefur aðhald sem fram á þetta ár fólst í háu gengi krónunnar minnkað verulega. Hátt gengi þrengdi að samkeppnisgreinum og stuðlaði þannig að því að halda launabólgu í skefjum við erfiðar aðstæður, t.d. við endurskoðun kjarasamninga í nóvember árið 2005. Nýlegt samkomulag um verulega hækkun lægstu launa er glögg vísbending um hversu mikið hefur slaknað á þessu aðhaldi. Raungengi er nú hugsanlega ekki fjarri langtímafjárnvægi. Lántökur í erlendum gjaldmiðlum eru að því leyti öllu hagkvæmari nú en áður, en á móti hafa erlendir vextir hækkað. Einnig er ljóst að lækkun gengisins hefur haft veruleg áhrif á verðbólguvæntingar og þannig stuðlað að lækkun væntra raunvaxta.

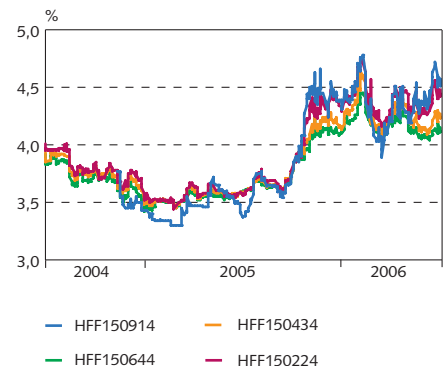
Þótt raunvextir hafi ekki hækkað að undanfögnu og gengi krónunnar veiti nú minna aðhald en áður er ljóst að erlend fjárhagsleg skilyrði hafa versnað töluvert. Grunnvextirnir, þ.e.a.s. vextir áhættulítilla ríkisskuldabréfa, hafa hækkað og áhættuálag einnig, ekki síst á vexti íslenskra lánaafyrirtækja. Vegna þess að íslensk fjármálaafyrirtæki miðla meginhluta þess fjármagns sem íslensk fyrirtæki sækja á erlenda markaði má ætla að kjör á þessum lánum kunni að versna verulega á næstunni. Vextir lána viðskiptabankanna í erlendum gjaldmiðlum hafa hækkað um u.þ.b. 1 prósentu frá áramótum. Þeir fela þó enn í sér mjög lága raunvexti miðað við núverandi verðbólguhorfur að því gefnu að gengi krónunnar haldist stöðugt.

Peningastefnan þarf að bregðast við versnandi horfum um launaþróun

Undanfarnir misseri hefur Seðlabankinn lýst áhyggjum af því að launakostnaður á framleidda einingu hafi aukist mun meira en samrýmt getur verðbólguálagmiðinu. Það sem af er ári hefur launavísitalan verið u.þ.b. 8½% hærri en fyrir ári. Verðbólguþrýstingur þessara launahækkana kemur fram í dagsljósið nú þegar gengi krónunnar veitir ekki lengur sama aðhald og áður.

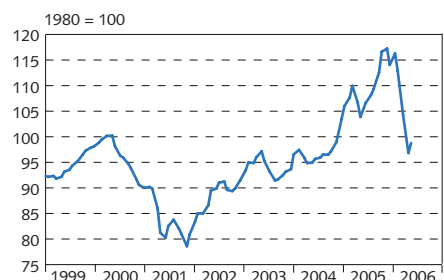
Skortur á vinnuafli hefur verið vaxandi vandamál. Sveitarfélögin létu undan þrýstingi í aðdraganda kosninga og hækkuðu laun ákveðinna stétta þar sem skortur var á starfsfólki. Umtalsverð hækkun launa nokkurra starfsstétta umfram laun á almennum vinnumarkaði, einkum í opinbera geiranum, ásamt vaxandi verðbólgu hefur magnað spennu á vinnumarkaði og gefið kröfum um almennar launahækkunar byr undir báða vængi. Þegar ofpensla er í þjóðarþúskapnum getur togstreita um tekjuskiptingu auðveldlega leitt til þess að launaþróun fari úr böndunum. Nú þegar hafa laun hækkað langt umfram það sem lagt var upp með árið 2004. Samkomulag sem nú er í höfn um endurskoðun launaliða kjarasamninga áður en reynir á endurskoðunarákvæði þeirra í haust felur í sér verulega viðbótarhækkun launa. Hugmyndin að baki samkomulagsins, sem nánar er lýst í rammagrein VI-1 á bls. 35-37, er að hækka laun þeirra sem farið hafa á mis við yfirborganir sem fyrirtæki hafa gripið til í því skyni að halda hæfu starfsfólki og að

Mynd IX-4
Ávöxtunarkrafa íbúðarbréfa
Dagleg gögn 8. júlí 2004 - 28. júní 2006



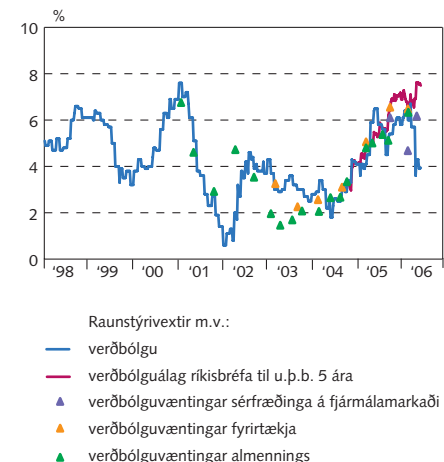
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-5
Raungengi
Mánaðarleg gögn m.v. hlutfallslegt verðlag
janúar 1999 - maí 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

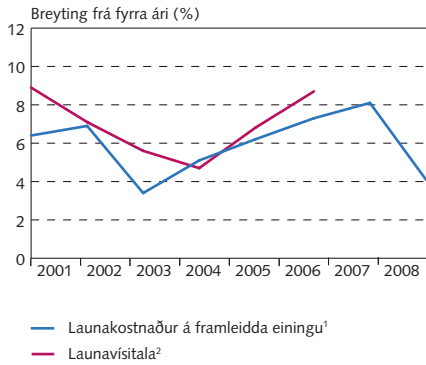
Mynd IX-6
Raunstyrivextir
Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 20. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-7

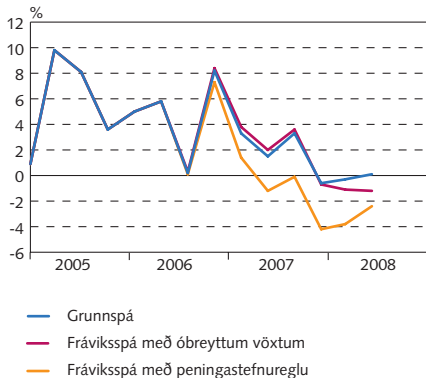
Launakostnaður á framleidda einingu og launavísitala 2001 - 2008



1. Grunnspá Seðlabankans fyrir árin 2006-2008. 2. Tala fyrir árið 2006 sýnir 12 mánaða breytingu launavísitölu í maí.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-8

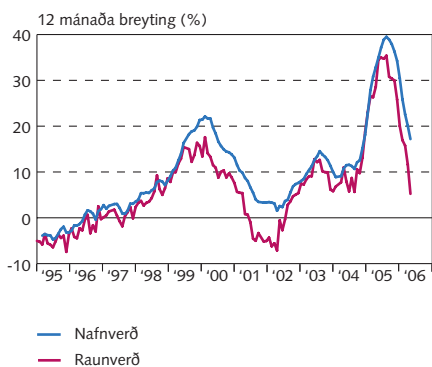
Mismunandi hagvaxtarferlar
Spátímabil: 2.ársfj. 2006 - 2.ársfj. 2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-9

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu
janúar 1995 - maí 2006



Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

eyða óvissunni sem stafaði af endurskoðunarákvæðinu. Þegar mikil spenna ríkir á vinnumarkaði er líklegra en ella að hækkun lægstu launa dreifist upp allan launastigann. Því hafa verðbólguhorfur versnað töluvert í kjölfar þessa samkomulags. Meiri hækkun launa nú ýtir undir eftirspurn á tímum þegar framleiðsluspenna er nálægt hámarki. Versnandi verðbólguhorfur geta þar að auki haft neikvæð áhrif á gengi krónunnar, sem þegar á undir högg að sækja. Óhjákvæmilegt er að peningastefnan bregðist kröftuglega við þessum aðstæðum. Óumflýjanleg afleiðing þessarar þróunar virðist vera auknar líkur á harkalegri aðlögun í þjóðarbúskapnum síðar.

Mikill viðskiptahalli kallar á samdrátt eftirspurnar

Nú virðist ljóst að ytra ójafnvægi í þjóðarbúskapnum sé meira en áður var talið. Viðskiptahallinn á fyrsta fjórðungi ársins nam 26% af landsframleiðslu. Svo mikill halli hefur aldrei mælst fyrr. Þetta er annar ársfjórðungurinn í röð sem hallinn er um eða yfir 20%. Þótt töluverðan hluta hallans megi rekja til innflutnings fjárfestingarvöru er það umhugsunarvert að jafnvel án nokkurs innflutnings fjárfestingarvöru stæði samt eftir halli er næmi 16% af landsframleiðslu. Svo mikinn halla er erfitt að fjármagna til lengdar á tímum hækkandi vaxta. Þótt nettóútflutningur áls aukist í ár og á næsta ári verður stór hluti aðlögunarinnar að gerast með samdrætti innflutnings neysluvöru og þjónustu. Í meginatriðum gæti þessi aðlögun orðið með tvennum hætti. Í fyrsta lagi gæti hún orðið með lækkun gengis krónunnar sem leiðir til aukinnar verðbólgu og kaupmáttarrýrnunar og dregur úr einkaneyslu og beinir henni í auknum mæli inn í þjóðarbúið. Í öðru lagi getur aðlögunin orðið með þeim hætti að aðhald peningastefnunnar og í rekstri hins opinbera dragi svo úr eftirspurn, meðal annars vegna minni atvinnu, að innflutningur dragist saman. Blanda af hvoru tveggja er líkleg. Í grunnspá Seðlabankans á aðlögun sér stað með því að einkaneysla og fjárfesting dragast saman árin 2007 og 2008. Ef gengisþróunin verður óhagstæðari en sú spá gerir ráð fyrir, sem ekki er útilokað, gæti samdráttur einkaneyslu orðið enn snarpari.

Seðlabanki sem hefur verðbólguþröngun að leiðarljósi getur ekki verið afskiptalaus um hvor leiðin verði meginfarvegur aðlögunar. Verðbólguleiðin er ósamrýmanleg markmiði bankans þótt til skamms tíma litist kunnir hún að vera óumflýjanleg. Peningastefnan þarf að vera nægilega aðhaldssöm á næstunni til þess að stuðla að hraðari hjöðnun eftirspurnar án þess að gengi krónunnar lækki um of og kyndi enn frekar undir verðbólgu. Athyglisvert er að bera saman hagvaxtarferla grunnspárinnar og spár með aðhaldssamari peningastefnu. Aðhaldssamari peningastefna virðist síst leiða til meiri samdráttar ef horft er fram yfir spátímabilið. Aðhaldssamari peningastefna flýtur fyrir aðlöguninni sem fyrir vikið verður minni. Verðbólga verður því lægri og kaupmáttarrýrnun því minni. Þetta eru mikilvæg skilaboð.

Íbúðaverðbólgan hefur reynt þrálátari en gert var ráð fyrir

Sú meginbreyting hefur nú orðið á samsetningu verðbólgunnar að hækkun vöruverðs undanfarna tólf mánuði hefur verið svipuð og hækkun vísitölunnar í heild. Húsnæðisþátturinn skýrir þó enn tæplega helming hækkunar vísitölunnar samanborið við ¾ fyrir ári. Þessi

umskipti voru nokkuð fyrirsjáanleg. Hjöðnun húsnæðisverðbólgunnar hefur þó verið ívið hægari en reiknað hafði verið með. Burtséð frá grunnáhrifum vegna breyttra aðferða við mat á verðlagi eigin húsnæðis hefur íbúðaverð haldið áfram að hækka þótt verulega hafi dregið úr hraða hækkunarinnar frá fyrra ári. Á móti minni hækkun íbúðaverðs hefur vegið umtalsverð hækkun viðhaldskostnaðar vegna lægra gengis krónunnar og hærri vextir hafa einnig lítils háttar áhrif til hækkunar.

Líklegt er að húsnæðisverðbólgan hjaðni enn frekar á næstu mánuðum og ekki er loku fyrir það skotið að verðið taki að lækka, einkum vegna þess að framboð húsnæðis mun aukast mikið á næstu misserum, vextir hafa hækkað og hámarksveðhlutföll bankanna og íbúðalánasjóðs lækkað. Slík þróun gæti orðið afdrifarík og orðið til þess að draga hraðar úr eftirspurn en ella. Því er ástæða til að fylgjast náið með þróun á íbúðamarkaði á næstu mánuðum.

Mjög háa vexti þarf til að ná verðbólguþröngunni

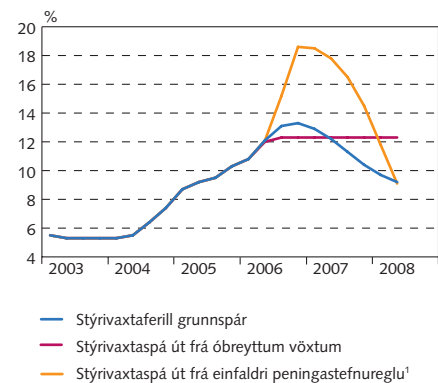
Hér að framan var greint frá stýrivaxtaferli sem reiknaður er með þjóðhagslíkani Seðlabankans og peningastefnureglu sem er þannig stillt að verðbólguþröngun Seðlabankans náist innan u.þ.b. tveggja ára. Þessa útreikninga ber ekki að taka of bókstaflega – til þess er óvissan allt of mikil – en þeir gefa þó til kynna að líklega þurfi vextir Seðlabankans að fara mjög hátt til þess að ná tökum á verðbólgunni innan ásættanlegs tíma.

Hvort stýrivextirnir þurfa að fara í þær hæðir sem peningastefnu-reglan gefur til kynna ræðst meðal annars af áhrifum stýrivaxtabreytinga á aðra vexti. Veruleg og breytileg tregða í miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið, veldur því að erfitt er að sjá fyrir hversu hátt stýrivextir Seðlabankans þurfa að fara áður en þeir hafa áhrif á allt vaxtaferlið. Undanfarnir ár hafa erlend vaxtaþróun og innreið bankanna inn á húsnæðisveðlámarmarkaðinn tafið miðlunina. Breytingar á erlendum fjármálalegum skilyrðum og vænt umskipti á fasteignamarkaði gætu hins vegar orðið til þess að áhrif hærri stýrivaxta kæmu fram tiltölulega hratt. Nú þegar hafa erlendir vextir og vaxtaálag hækkað verulega og bankarnir hafa hert reglur sínar um veðmörk. Haldi þessi þróun áfram – jafnvel hraðar en til þessa – gæti þörf fyrir hækkun stýrivaxta orðið minni.

Á móti kemur að hækki erlendir vextir er líklegt að aukins þrýstings gæti á gengi krónunnar. Dýrara verður að fjármagna viðskiptahallann, sem að öðru óbreyttu verður enn meiri, og vaxtamunur minnkar að innlendum vöxtum óbreyttum. Í ljósi hins mikla viðskiptahalla gæti því reynst nauðsynlegt að halda vöxtum háum lengur en þróun innlendrar eftirspurnar kann að gefa tilefni til á næstu misserum.

Hver áhrif hárrar verðbólgu og slæmra horfa í verðlagsmálum verða á verðbólguvæntingum mun einnig skipta sköpum um hversu harkaleg viðbrögð peningastefnunnar þurfa að verða. Eftir því sem verðbólguvæntingar ágerast og verða fastari í sessi þarf kröftugri vaxtahækkun til að kveða hana niður, með tilheyrandi fórnarkostnaði í formi tapaðrar framleiðslu og atvinnu. Veiti verðbólguþröngun Seðlabankans verðbólguvæntingum það sterka kjölfestu að þær lækki tiltölulega hratt, verður þörfin minni, en orð og aðgerðir bankans sjálfs hafa auðvitað mikil áhrif þar á.

Mynd IX-10
Mismunandi stýrivaxtaferlar



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

Mynd IX-11
Vísitala gengisskráningar
Daglegar tölur 5.janúar 1999 - 23. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þróun eignaverðs kann að fela í sér erfiða kosti fyrir peningastefnuna

Talsverð umræða á sér nú stað víða um heim um peningastefnu og eignaverð, þ.e.a.s. þá spurningu hvort eða hvernig peningastefnan eigi að bregðast við eignaverðsbólum. Hér á landi hefur umræðan einkum snúist um þátt eigin húsnæðis í vísitölu neysluverðs, en þar til fyrir skömmu skýrði hækkun húsnæðisliðarins meginhluta hækkunar vísitölnnar. Verðbólgan sem nú er í kortunum er hins vegar mun viðtækari. Spurningin um hvort hækkun húsnæðisliðarins brengli ákvarðanir í peningamálum er því ekki eins brennandi nú og oft áður.

Hins vegar er ljóst að þróun eignaverðs mun skipta gríðarlega miklu máli fyrir framkvæmd peningastefnunnar á næstu misserum. Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu er nú svo hátt að næsta líklegt verður að telja að raunverð þess muni lækka á næstu árum – jafnvel nafnverð einnig. Lækkun íbúðaverðs mun hafa mikil áhrif á vöxt einkaneyslu og fjármunamyndunar, ekki síst í íbúðarhúsnæði. Nokkur verðlækkun á næstu árum er þegar byggð inn í spár Seðlabankans og á drjúgan þátt í þeim samdrætti eftirspurnar sem í þeim felst. Ekki er loka fyrir það skotið, í ljósi þess hversu hátt íbúðaverð er orðið, að aðlögun þess að langtímajafnvægi verði hraðari. Verði aðlögun viðskiptahallans einnig hraðari, með umtalsvert meiri gengislækkun og tilheyrandi verðbólguáhrifum, kann Seðlabankinn að vera í þeirri erfiðu stöðu að þurfa að halda vöxtum töluvert háum þrátt fyrir samdrátt í efnahagslífinu. Ekki er ólíklegt að þau líkön sem bankinn hefur yfir að ráða vanmeti samdrátt sem kann að hljóta af samtímis lækkun fasteignaverðs og gengis vegna áhrifa í gegnum efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja. Hinn kosturinn, að hafa meiri slaka í peningastefnunni og leyfa genginu að falla viðnámslítið myndi einnig hafa umtalsverð samdráttaráhrif vegna meiri verðbólgu og kaupmáttarrýrnunar. Fórnarkostnaður aðhaldssamrar peningastefnu til skamms tíma er því ekki eins mikill og virðast kann í fyrstu og til lengri tíma lítið er ávinningurinn umtalsverður.

Æskilegt að fleiri en Seðlabankinn leggi hönd á aðhaldsplógin

Seðlabankinn býr yfir þeim tækjum sem þarf til að hemja verðbólguna til langs tíma lítið, jafnvel einn síns liðs, og mun beita þeim óhikað. Dyrkeypt kann hins vegar að reynast að vinna bug á verðbólguvandnum með peningastefnunni einni saman við núverandi aðstæður. Því er mikilvægt að allir sem þess eiga kost leggi sitt af mörkum til þess að létta byrðum af peningastefnunni. Ber þar fyrst að nefna ríkisstjórnina. Hún getur stuðlað að minni hækkun stýrivaxta með enn aðhaldssamari stefnu í ríkisfjármálum. Ákvörðun ríkisstjórnarinnar um frestun framkvæmda er fagnaðarefni þótt umfangið sé enn óljóst. Ríkisstjórnin getur einnig stuðlað að skjótri og farsælli lausn á framtíðarhlutverki Íbúðalánasjóðs. Mikilvægt er að gera sér grein fyrir því að vextir sjóðsins væru mun hærri ef ekki kæmi til bakábyrgð ríkissjóðs og hann byggi við samsvarandi reglur um eigið fé og aðrar lánastofnanir eða kröfur um arðsemi. Íbúðalánasjóður veitti þar til nýlega lán með 90% veðhlutfall, þrátt fyrir stóraukna hættu á að andvirði þessara lána verði herra en verðmæti eignarinnar sem keypt er. Spyrrja má hvort eðlilegt sé að skattgreiðendur taki á sig þá áhættu sem fylgir

svo áhættusækinni útlánastefnu án þess að íbúðalánasjóður greiði gjald fyrir. Því er ánægjulegt að ríkisstjórnin hafi nú ákveðið lækkun veðhlutfalla. Fjármálafyrirtæki hafa sýnt aukna varfærni í veitingu íbúðalána að undanförmu, t.d. með lækkun veðhlutfalla, en varfærni þarf að auka á öllum sviðum útlána. Sveitarfélögin ættu einnig að auka verulega aðhald í útgjöldum nú í kjölfar kosninga og heimili ættu að kappkosta að lækka skuldir sínar. Það er einnig umhugsunarvert að launakostnaður á framleidda einingu hefur árum saman aukist verulega umfram verðbólguþröng Seðlabankans. Mikilvægt er að ná sátt um að launabreytingar verði framvegis í samræmi við stöðugt verðlag.

Vextir munu fara eins hátt og þarf til að hemja verðbólguna

Sem fyrr segir bendir flest til þess að vextir þurfi að hækka umtalsvert enn til að hemja verðbólguna. Aukin verðbólga, meiri verðbólguvæntingar, vaxandi togstreita um tekjuskiptingu sem ýtir undir óhóflegar launahækkningar og viðskiptahalli sem líklegt er að boði umtalsverðan þrýsting á gengi krónunnar á næstu misserum benda til þess að aðhald peningastefnunnar sé enn ekki fullnægjandi. Seðlabankinn mun enn þurfa að hækka stýrivexti meðan svo er, svo sem endurspeglast í fráviksspá með peningastefnureglu. Bankinn mun því sem endranær fylgjast náið með þróun vísbendinga um miðlun peningastefnunnar, en framvinda hennar ræður miklu um það hversu hátt vextirnir þurfa að fara til þess að markmiðinu verði náð.

Innlendir markaðir róast

Talsvert dró úr óróa á markaði í síðari hluta apríl eftir fremur viðburðaríkt skeið frá 20. febrúar. Seðlabanki Íslands tilkynnti um hækkun stýrivaxta um 0,75 prósentur hinn 30. mars og aftur 18. maí. Báðar hækkunarir voru rökstuddar með versnandi verðbólguhorfum, sem m.a. stöfuðu af gengislækkun krónunnar. Vextir á krónumarkaði hækkuðu í samræmi við hækkunarir Seðlabankans. Gengi krónunnar lækkaði um u.þ.b. 10% frá miðjum mars til jafnlengdar í júní. Breytingar voru kynntar á skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs í byrjun maí og heppnuðust útboð í kjölfarið vel. Talsverðar hræringar voru á ýmsum erlendum hlutabréfamörkuðum en fremur dró úr áhrifum hérlendis. Seðlabankar víða um heim hafa hækkað vexti eða virðast líklegir til þess á næstunni.

Er íslenski markaðurinn leiðandi á heimsvísu?

Upp á síðkastið hefur gætt meiri óróa á ýmsum erlendum mörkuðum en áður. Að hluta til gætir þar áhrifa lausafjársmráttar en einnig virðist sem hærra olíuverð sé farið að valda áhyggjum um lakari hagvaxtarhorfur. Aukin alþjóðavæðing veldur einnig smiti á milli ólíkra markaða og landa. Horfur á vaxandi verðbólgu hafa ýtt við seðlabönkum og hafa allmargir þeirra hækkað vexti í því skyni að slá á verðbólguþrýsting og væntingar. Hérlendis hafa aðstæður verið nokkuð aðrar en víða annars staðar því að risavaxin fjárfestingarverkefni og skyndilegar breytingar á fasteignalánamarkaði ollu ójafnvægi sem magnaðist vegna aukinnar innlendar neyslu.

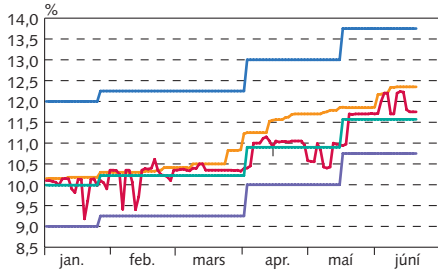
Ljóst hefur verið um alllangt skeið að hagkerfið myndi leita betra jafnvægis og m.a. hóf Seðlabankinn að hækka stýrivexti sína í maí 2004 til að bregðast við versnandi verðbólguhorfum. Breytingar á húsnæðislánamarkaði, útpensla banka og aðkoma erlendra fjárfesta töfðu fyrir því að aðgerðir Seðlabankans hefðu þau áhrif sem nauðsynleg voru. Metviðskiptahalli gaf m.a. vísbendingar um að gengi krónunnar væri of hátt og því var ekki óvænt að það lækkaði. Gengi krónunnar lækkaði í febrúar og mars og hlutabréfaverð sem náð hafði hámarki um miðjan febrúar féll einnig nokkuð skarpt. Þó er eftirtektarvert að hlutabréfaverð hefur ekki farið sem neinu nemur niður fyrir áramótagildi sitt sem innsiglaði tæplega 90% hækkun ársins 2005.

Svokölluð vaxtamunarviðskipti settu svip sinn á markaðsþróun frá ágúst á síðasta ári. Þau ollu hækkun á gengi krónunnar og þrýstu vöxtum hérlendis niður, þvert á aðgerðir Seðlabankans. Óróinn í febrúar og mars á íslenskum markaði smitaðist til annarra markaða sem líkt var á komið fyrir. Fjárfestar sem dreift höfðu viðskiptum sínum á marga markaði í því skyni að dreifa áhættunni þurftu að bregðast við tapi á íslenskum markaði með því að losa sig út úr stöðum á öðrum mörkuðum og bjuggu þannig til nokkurs konar keðjuáhrif. Í fyrstu umferð hafði þetta lítil áhrif á stærri og þróaðri markaði en á síðari stigum kann þetta að hafa haft áhrif þar sem einhver hluti fjárfestanna kom frá þessum löndum og þrengri staða þeirra kann að hafa haft keðjuverkandi áhrif. Því kann svo að virðast sem breytingar á íslenskum markaði hafi verið undanfari þróunar í átt til aukins óstöðugleika á stærri mörkuðum. En

1. Upplýsingar í greininni miðast við 23. júní 2006.

Mynd 1
Vextir á krónumarkaði og
stýrivextir Seðlabankans

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 23. júní 2006

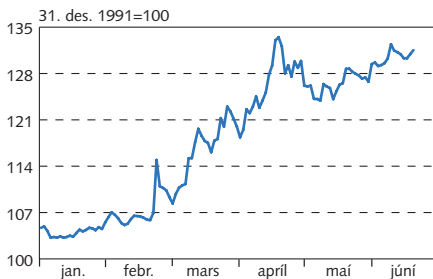


— Daglánavextir
— Dagvextir á krónumarkaði
— Stýrivextir (umreiknaðir í flata vexti)
— 3 mánaða vextir á krónumarkaði
— Viðskiptareikningsvextir

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Vísitala gengisskráningar

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 23. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ójafnvægið í heimsbúskapnum hefur verið að aukast um nokkurt skeið og kannski þurfti lítinn neista til að tendra kveikiþráðinn.

Tvær stýrivaxtahækkningar

Bankastjórn Seðlabanka Íslands ákvað að hækka stýrivexti um 0,75 prósentur 30. mars og aftur 18. maí. Versnandi verðbólguhorfur voru ástæða beggja hækkana og réð gengisþróun krónunnar þar miklu. Einng var tilgreint í mars að við endurskoðun þjóðhagsreikninga fyrir árið 2004 hefði komið í ljós að hagvöxtur hafði verið verulega vanmetinn. Samtímis voru bankar hvattir til að auka aðhald í útlánum enda hafði útlánvöxtur verið óhóflegur óháð því hvaða mælikvarðar eru notaðir. Þróun stýrivaxta Seðlabankans og vaxta á millibankamarkaði fyrir lán í krónum má sjá á mynd 1.

Veiking – styrking – veiking

Gengi krónunnar hélt áfram að veikjast í mars, t.d. í kjölfar skýrslu erlends banka um íslensk efnahagsmál sem var birt 21. mars en þann dag hækkaði vísitala gengisskráningar um 2,7%. Skömmu síðar, eða 24. mars, bárust af því fréttir að eigendur skuldabréfa íslenskra banka sem gefin voru út í Bandaríkjunum hefðu nýtt sér rétt til uppsagnar á bréfunum og leiddi það til 2,3% hækkunar gengisvísitölunnar. Breytingar á mati fjárhagslegs styrks bankanna ollu veikingu og sömuleiðis hærri verðbólguþölur í apríl en vænst hafði verið. Inn á milli þessara atburða varð þó styrking en leitnin var þó til veikingar. Hæst reis vísitalan 21. apríl þegar hún var skráð 133,47 en skömmu áður hafði erlendur banki birt neikvæða skýrslu um ástandið hérlendis. Á þessum tímamarki varð þó viðsnúningur því að krónan hækkaði þegar leið á daginn.

Næstu daga var leitni til styrkingar sem m.a. var studd af skýrslu sem Viðskiptaráð Íslands gaf út hinn 3. maí en höfundar hennar voru Fredrick Mishkin og Tryggvi Þór Herbertsson. Daginn eftir birti Seðlabankinn árlega skýrslu um fjármálastöðugleika og var meginniðurstaða hennar að fjármálakerfið væri traust og gæti staðist talsverð áföll en vandasöm sigling væri þó framundan. Þá voru um þetta leyti birt uppgjör bankanna fyrir fyrsta ársfjórðung og sýndu þau methagnað. Þrátt fyrir að stýrivaxtahækkun Seðlabankans 18. maí væri nokkuð í hátt við væntingar markaðsaðila hækkaði vísitala gengisskráningar en vera kann að órói utan úr heimi, m.a. breytingar á gengi tyrkneskrar líru og suður-afrísku rands hafi haft áhrif hérlendis.

Sveiflur höfðu þó minnkað en frétt frá Standard & Poor's í byrjun júní um að fyrirtækið hefði breytt horfum um lánshæfismat ríkissjóðs úr stöðugum í neikvæðar ollu veikingu krónunnar. Ummæli matsfyrirtækisins Fitch Ratings um að vænta mætti harkalegrar lendingar íslenska hagkerfisins og slæmar verðbólguþölur ýttu enn fremur undir veikingu. Öðru hverju hafa erlendir aðilar einnig gefið út skuldabréf í íslenskum krónum og hefur það stutt gengi krónunnar. Vísitölu gengisskráningar má sjá á mynd 2.

Flökt krónunnar nálgast meðaltal á ný

Gengisbreytingarnar í febrúar ollu því m.a. að flökt krónunnar eins og það er mælt sem fljótandi mánaðarmeðaltal staðalfráviks daglegra breytinga snarjókst eins og sjá má á mynd 3. Ljóst er að gengi krón-

unnar um þessar mundir er mun nær langtímafjafnvægi en t.d. sl. haust en ef eitthvað er að marka reynslu síðasta hræringaskeiðs má búast við yfirskotum sem jafnvel geta varað í nokkurn tíma. Ójafnvægi í íslensku efnahagslífi og breytingar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum gætu valdið titringi í gengi við og við á næstu mánuðum.

Metvelta á gjaldeyrismarkaði

Órói á mörkuðum hefur valdið talsverðri aukningu veltu. Velta á gjaldeyrismarkaði það sem af er ári er þegar komin yfir heildarveltu alls síðasta árs, sem þó var metár. Veltan frá ársbyrjun til 23. júní nam 2.313 ma.kr. en allt síðsta ár var hún 2.077 ma.kr. Því til viðbótar hóf Reuters í byrjun maí rekstur markaðar með íslenska krónu og hefur velta á honum verið nokkur og velkomin viðbót við þá kosti sem buðust fyrir. Velta í viðskiptakerfi Reuters nam 243 ma.kr. frá því að viðskipti hófust 6. maí og til 23. júní. Verðbil kaup- og sölutilboða á þessum markaði er yfirleitt meira en á innlenda millibankamarkaðnum. Fjöldi erlendra banka hefur nýtt sér þennan markað en flestöll viðskipti á honum hafa verið með evru en á innlenda millibankamarkaðnum er Bandaríkjadalur notaður, í það minnsta enn sem komið er.

Breytingar á gjaldeyrisforða

Gjaldyrisforði Seðlabankans hefur hækkað nokkuð í krónum talið í kjölfar veikingar krónunnar, auk þess sem reglulega er keyptur gjaldyris til að mæta þörfum ríkissjóðs vegna vaxtagreiðslna og uppgreiðslu erlendra lána. Í lok mars var gjaldyrisforðinn kominn upp fyrir 80 ma.kr. en inni í þeirri tölu var talsverður uppsafnaður gjaldyris sem ríkissjóður hafði lagt fyrir vegna greiðslu á láni sem var á gjalddaga í byrjun apríl. Í kjölfar greiðslunnar lækkaði gjaldyrisforðinn talsvert og er um þessar mundir 74 ma.kr. Erlend lánastaða ríkissjóðs hefur lækkað verulega síðustu ár, bæði vegna góðrar lausafjárstöðu, sem tengist hagfelldu árferði og vegna tekna af einkavæðingu Símanns.

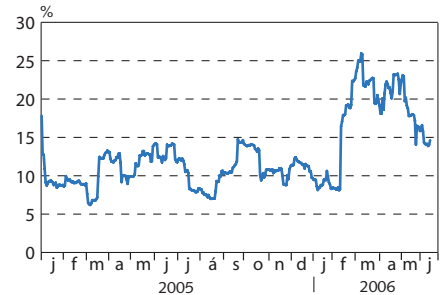
Gjalddagar krónubréfa nálgast

Í september nk. falla fyrstu krónubréfin í gjalddaga og verður forvitnilegt að fylgjast með áhrifum þess á gengi krónunnar og vexti. Á mynd III-1 á bls.14 má sjá endurgreiðsluferil erlendu krónubréfanna. Ef marka má reynslu Nýsjálandinga ættu áhrifin ekki að verða eins mikil og e.t.v. mætti gera ráð fyrir. Ástæður þess geta verið nokkrar. Markaðir eru framsýnir og þetta eru þekktar stærðir sem gera má ráð fyrir í áætlunum og koma því ekki á óvart. Hugsanlegt er að einhverjir aðilar endurfjárfesti krónur hérlendis og hyggist sitja af sér það óróaskeið sem nú varir. Einnig er sennilegt að talsverður hópur hafi þegar losað sig út úr stöðum með framvirkum samningum og þannig tekið tapið af fjárfestingunni á sig. Vextir þessara bréfa á eftirmarkaði hækkuðu talsvert þegar hræringarnar gerðu vart við sig í febrúar og mars og vel kann að vera að innlendir fjárfestar líti þessi bréf hýrum augum, enda eru yfirleitt vel metnir útgefendur sem standa þarna að baki. Ef slíkt hendir breytir það myndinni nokkuð, því að ef innlendir aðilar kaupa

Mynd 3

Flökt krónu gagnvart Bandaríkjadal

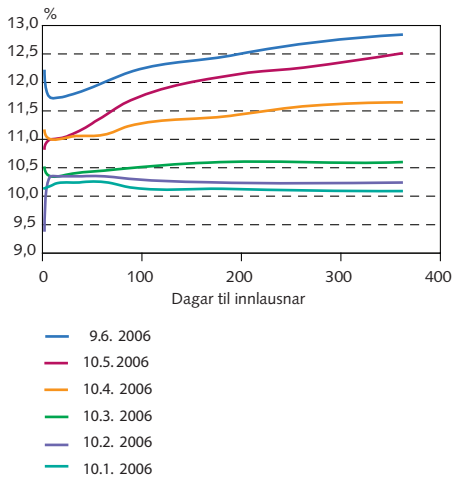
Daglegar tölur 3. janúar 2005 - 23. júní 2006



Heimild: Reuters.

2. Sjá grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar í *Peningamálum* 4/2005.

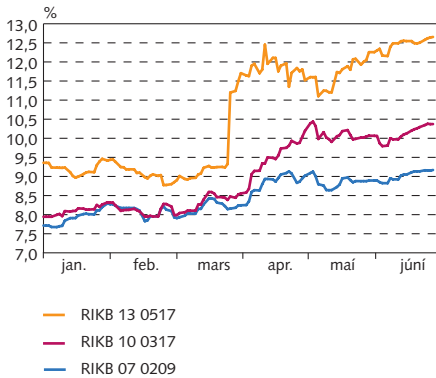
Mynd 4
Tímaróf vaxta á krónumarkaði



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Ávöxtun ríkisbréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 23. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

bréfin koma gengisáhrif þess fram á öðrum tíma en á gjalddaga og losa erlendu fjárfestana út úr krónustöðunni.

Tímaróf vaxta leitar upp

Úr einföldu tímarófi vaxta má m.a. lesa væntingar markaðsaðila um framtíðarvexti. Fróðlegt getur verið að bera saman þessa ferla á ólíkum tímamarkaðum og má m.a. sjá á mynd 4 hversu væntingar um framtíðarvexti lengri skuldbindinga hafa breyst á örfáum mánuðum. Ef borinn er saman ferill vaxta á millibankamarkaði fyrir lán í krónum 10. janúar og 10. febrúar sl. sést að ferillinn hefur hliðrast nokkurn veginn jafnt upp um ígildi stýrivaxtabreytingar Seðlabankans hinn 26. janúar. Miklar hræringar hófust um 20. febrúar og því þá jukust verðbólguvæntingar og á milli 10. febrúar og 10. mars hækkuðu lengri vextirnir talsvert, t.a.m. vextir til eins árs um 0,36 prósentur sem að hluta kann að skýrast af því að væntingar um frekari hækkun stýrivaxta væru farnar að hafa áhrif. Hinn 9. júní höfðu vextir til eins árs hækkað um 2,24 prósentur frá 10. mars en stýrivextir hækkuðu á tímabilinu um 1,5 prósentur. Einnig voru nokkur áhrif merkjanleg á ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa eins og sjá má á mynd 5. Ávöxtun RIKB 10 0317 hækkaði frá 10. janúar til 9. júní um 2,03 prósentur sem er 0,28 prósentum meiri hækkun en nemur stýrivaxtahækkunum Seðlabankans á tímabilinu en ávöxtun RIKB 13 0517 hækkaði á sama tíma um 1,33 prósentur sem er 0,42 prósentum minna en nemur hækkun stýrivaxta. Markaðurinn metur því minni þörf fyrir hækkun vaxta til lengri tíma enda séu líkur á að verðbólguhækkunin nú sé tímabundin og að verðbólga muni hjaðna þegar fram í sækir.

Þessa sömu niðurstöðu má einnig lesa út úr vöxtum sem eru reiknaðir út frá skiptakjörum (e. swaps) en slíka vexti er hægt að sjá í viðskiptakerfi Reuters.

Vaxtamunur hefur aukist

Vaxtamunur við útlönd eins og hann er mældur með samanburði 3 mánaða millibankavaxta jókst úr 7 prósentum í 8,6 prósentur á tímabilinu frá 14. mars til 20. júní. Að hluta til endurspeglar þetta stýrivaxtahækkanir Seðlabanka Íslands á tímabilinu en vextir hérlendis hafa einnig hækkað umfram stýrivaxtahækkanir bankans vegna aukinnar verðbólgu.

Ríkissjóður styður við peningastefnuna

Um nokkurt skeið hefur verið ljóst að markaðsbrestur hefur verið til staðar í þróun óverðtryggðra vaxta. Ríkisverðbréf mynda hér, sem og víðast annars staðar, grundvöll vaxtamyndunar og er oft talað um slíka vexti sem „áhættulausa vexti“ þar sem líkurnar á því að ríkissjóður geti ekki staðið við skuldbindingar sínar eru taldar hverfandi. Lítil fjárför ríkissjóðs leiddi til þess að dregið var úr útgáfu ríkisbréfa til skemmri tíma og var tekin ákvörðun um að reyna að byggja upp þá flokka sem lengst eiga í gjalddaga, þ.e. flokka á gjalddaga 2010 og 2013. Að auki var útgáfu ríkisvixla breytt úr þriggja mánaða vixlum í eins mánaðar vixla. Þetta varð til þess að talsvert stórt gat myndaðist í ferlinum. Að tillögu Seðlabankans var þetta fyrirkomulag tekið til endurskoðunar og varð niðurstaðan sú að ríkissjóður mun á hálfis árs fresti gefa út

ríkisbréf til tveggja ára, auk þess sem útgáfa þriggja mánaða ríkisvíxla á mánaðar fresti var endurvakin. Þetta mun í fyllingu tímans þýða að til verður nokkuð samfelldur vaxtaferill sem nær til tveggja ára. Hver flokkur tveggja ára ríkisbréfa mun verða u.þ.b. 15 ma.kr. og verða þeir byggðir upp í þá stærð í þremur útboðum. Vonast er til að sú fjárhæð nægi til að verðmyndun verði trúverðug. Það sem styður við þá von er hversu margir flokkarnir verða og hve stutt er á milli þeirra. Á endanum verða um 60 ma.kr. í flokkum til tveggja ára og skemur. Þar að auki býður Lánasýsla ríkisins upp á verðbréfalán til aðalmiðlara þannig að heildarmarkaðsvirði hvers flokks gæti orðið 25 ma.kr. ef allir aðalmiðlarar nýta sér lánamöguleika til fulls. Fyrsta útboð tveggja ára ríkisbréfa fór fram 14. júní og bærust tilboð fyrir 14 ma.kr. Tekið var tilboðum í 5 ma.kr. auk þess sem aðalmiðlarar gátu bætt við 10% til viðbótar sínum tilboðum á meðalávöxtunarkröfu útboðsins, en hún var 11,6%. Heildarniðurstaðan var því 5,424 ma.kr. Hinn 30. maí endurnýjaði Lánasýslan aðalmiðlarasamninga sína og eru 5 aðilar aðalmiðlarar með ríkisbréf. Jafnframt var RIKB 07 0209 settur í viðskiptavakt á ný en henni hafði verið hætt fyrir nokkru.

Mikil endurhverf viðskipti

Rúm lausafjárstaða ríkissjóðs ásamt bindiskyldu veldur því m.a. að mikil þörf er fyrir lánaþyrngreiðslu Seðlabankans. Endurhverf viðskipti hafa í nokkur skipti verið yfir 100 ma.kr. og 20. júní námu þau rúmlega 110 ma.kr. sem er hæsta staða frá upphafi. Stöðu endurhverfra lána má sjá á mynd 6. Meðalstaða ríkissjóðs á viðskiptareikningi í Seðlabankanum hefur legið nærri 40 ma.kr. en þar að auki á ríkissjóður um 32 ma.kr. á bundnum reikningum í bankanum. Bindiskylda hefur vaxið talsvert á árinu eða um rúmlega 36%. Helsta ástæða þessarar aukningar virðist vera vöxtur erlendra innlána hjá innlánsstofnunum. Álögð bindiskylda í júní nam 24,6 ma.kr.

Krónuviðskipti hafa dregist saman

Viðskipti á millibankamarkaði fyrir lán í krónum það sem af er ári eru heldur minni en á sama tíma fyrir ári og munar um 13%. Heildarviðskiptin námu 691 ma.kr. Viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyrisskiptasamninga (swap-markaði) eru lítil, einungis 19 ma.kr. það sem af er þessu ári. Daglán hafa verið fremur fátíð á árinu en þó hafa verið veittir tæplega 40 ma.kr. það sem af er þessu ári, samanborið við 2 ma.kr. fyrir ári. Af þessum 40 ma.kr. var 21 ma.kr. daglán veitt á einum degi, hinn 16. júní en ástæða þess mun vera vanmat á lánsfjárbörf hjá einni bankastofnun. Meðalfjárhæð innstæðubréfa á árinu er um 1,4 ma.kr. á viku, samanborið við 4,8 ma.kr. á sama tíma á fyrra ári.

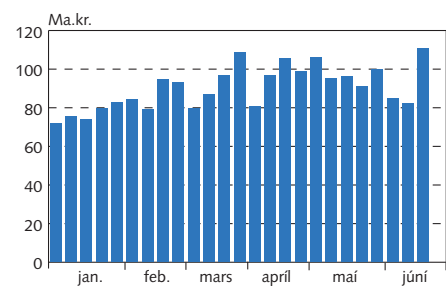
Ávöxtun íbúðabréfa sveiflaðist talsvert

Talsvert stefnuleysi hefur einkennt þróun ávöxtunar íbúðabréfa í Kauphöll Íslands eins og sjá má á mynd 7. Ekki er loku fyrir það skotið að stefnuleysið endurspeglir þá umræðu sem verið hefur um framtíð íbúðalánasjóðs, auk þess sem Standard & Poor's staðfesti í júní að sjóðurinn væri á athugunarlista og að horfur væru áfram metnar neikvæðar og hugsanlegt væri að lánsþæfiseinkunn yrði lækkuð.

Mynd 6

Staða endurhverfra viðskipta Seðlabankans

Vikulegar tölur 3. janúar 2006 - 20. júní 2006

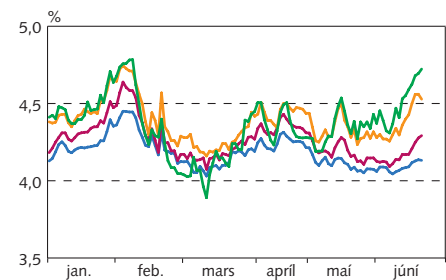


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Raunávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 23. júní 2006



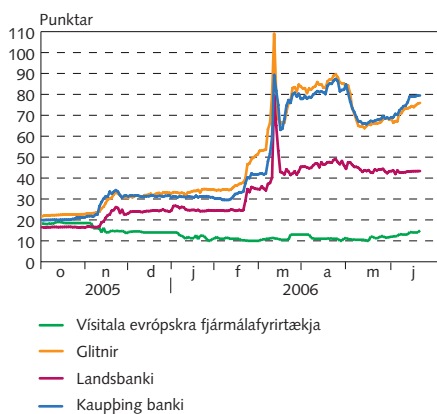
— HFF 150644
— HFF 150634
— HFF 150224
— HFF 150914

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Skuldatryggingar íslenskra banka og vísitala evrópskra fjármálafyrirtækja

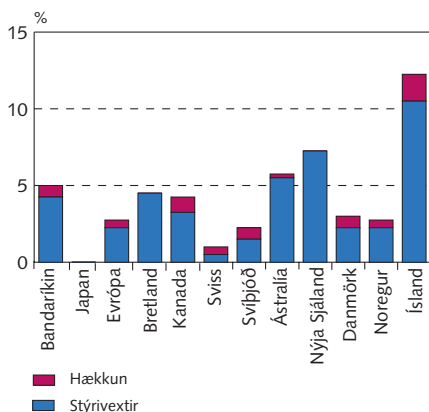
Daglegar tölur 5. október 2005 - 20. júní 2006



Heimildir: Bloomberg, Reuters.

Mynd 9

Stýrivextir nokkurra seðlabanka og hækkun frá áramótum



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Íbúðalánasjóður hefur í tvígang selt íbúðabréf í útboðum, talsvert minna en samkvæmt upphaflegum áætlunum en tilkynnt hefur verið um lækkan áætlana. Fyrri útboðið var hinn 31. mars og var tekið tilboðum í HFF 44 fyrir 2,2 ma.kr. og í HFF 14 fyrir 1,5 ma.kr. Afleiðing þessa var að útlánsvextir sjóðsins hækkuðu um 0,2 prósentur. Síðara útboðið fór fram 16. júní og var þá tekið tilboðum fyrir 6,4 ma.kr., þ.a. 1,7 ma.kr. í HFF 34 og 4,7 í HFF 14. Styrking HFF 14 er sérstaklega markverð því að sá flokkur hefur verið á mörkum þess að vera marktækur vegna smæðar. Kaupþing banki skráði hinn 16. maí tvo flokka verðbréfa sem tryggð eru með veði í fasteignalánnum sem bankinn hefur veitt að undanfögnu. Samtals voru skráð bréf að markaðsvirði 48 ma.kr. Engin viðskipti hafa orðið með bréfin á eftirmarkaði.

Skuldatryggingar hækkuðu

Svonefndar skuldatryggingar eru talsvert nýjung í viðskiptum tengdum íslenskum verðbréfum. Tilgangurinn með þeim er að verðleggja áhættu sem stafar af skuldara og gera þannig fjárfestum mögulegt að kaupa nokkurs konar tryggingu fyrir því að bréfin verði greidd á gjalddaga. Skuldatryggingar fyrir skuldabréf íslensku bankanna hafa ekki verið áberandi á alþjóðlegum mörkuðum en þó varð þess vart í október 2005 að þær tóku að hækka. Síðan hafa þær hækkað verulega, í nokkrum skrefum þó. Hækkun þeirra fer þó ekki saman við vísitölu skuldatrygginga evrópskra fjármálafyrirtækja, sem lengst af hefur fremur lækkað eins og sjá má af mynd 8.

Erlend verðbréfakaup enn talsvert

Fjárfesting í erlendum verðbréfum hefur verið veruleg síðustu mánuði. Þó varð sú undantekning í mars að sala erlendra verðbréfa var talsvert hærri en kaup. Fara þarf allt aftur til ársins 2002 til að finna nettósölu erlendra verðbréfa. Fyrstu fjóra mánuði ársins voru nettókaup þó jákvæð um tæplega 61 ma.kr. samanborið við tæplega 22 ma.kr. nettókaup á sama tíma fyrir ári. Erlendir aðilar seldu íslensk verðbréf nettó fyrstu þrjú mánuði þessa árs fyrir 30 ma.kr. en fyrstu þrjú mánuði síðasta árs keyptu þeir nettó fyrir 11 ma.kr.

Verðbólguótti erlendis

Seðlabankar víða erlendis hafa hækkað stýrivexti sína á undanfönum mánuðum eins og sjá má á mynd 9. Áhrifa hækkunar olíuverðs á verðlag er farið að gæta, auk þess sem húsnæðisverðbólga í mörgum löndum hefur tilhneigingu til að ýta undir almenna verðbólgu m.a. vegna auðsáhrifa og aukinnar neyslu. Þegar vextir taka að hækka hækkar arðsemiskrafa fjárfestingar og ásókn í lausafé minnkar. Hlutabréfaverð hefur einnig lækkað nokkuð, það sem af er árinu, sérstaklega á mörkuðum í Evrópu.

Hlutabréfamarkaður rétti úr kútnum

Eftir talsverða áraun í febrúar og mars hefur íslenski hlutabréfamarkaðurinn rétt nokkuð úr kútnum. Athyglisvert er að hlutabréfaverð hefur oftast verið ívið herra en áramótaverðið, sem þó var tæplega 90% herra en árið áður. Þróun úrvals vísitölu Kauphallar Íslands og hlutabréfavísitalna nokkurra erlendra kauphalla má sjá á mynd 10.

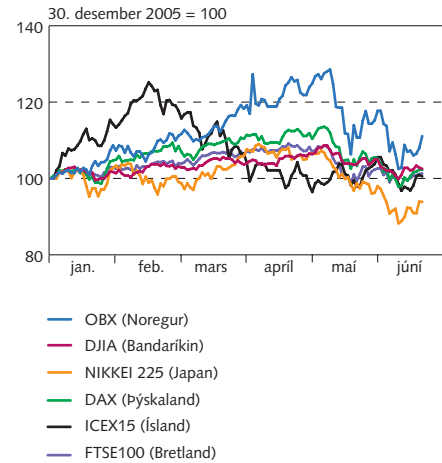
Aðferðum við val á félögum í úrvalsvisitöluna verður breytt um mitt ár og er meginbreytingin sú að valin verða 12 til 15 félög úr hópi þeirra 15 sem hafa mesta veltu og seljanleika. Áður voru í þessum hópi 20 félög og voru valin 15 þeirra í úrvalsvisitöluna.

Talsverðar breytingar hafa orðið á eignaraðild ýmissa félaga sem skráð eru í Kauphöllinni, m.a. hefur markvisst verið unnið að því að vinda ofan af svokölluðu krosseignarhaldi félaga en það atriði var talsvert gagnrýnt af erlendum greinendum þegar hræringar í febrúar og mars voru í algleymingi. Meðal þeirra breytinga sem þegar hafa orðið er sala Kaupþings banka á 24% hlut í VÍS til Exista. Fyrirhugað er að eignarhlutur bankans í Exista verði óverulegur en stefnt er að skráningu Exista á lista Kauphallarinnar í september og hyggst Kaupþing banki selja fagfjárfestum af hlut sínum. Landsbankinn seldi í lok apríl hlutafé sitt í sænska fjárfestingarbankanum Carnegie. Glitnir seldi tryggingafélagið Sjóvá til Milestone í maí. FL Group seldi í apríl allan hlut sinn í Easy Jet og hefur aukið eignarhald sitt í Glitni úr 4,2% í 23% frá áramótum.

Mynd 10

Þróun nokkurra hlutabréfavísitalna

Daglegar tölur 30. desember 2005 - 23. júní 2006



Heimild: Reuters.

Davíð Oddsson

bankastjóri og formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands

Ögrandi tímar

Ræða flutt á ársfundi Seðlabanka Íslands 31. mars 2006

Fyrir bankastjórnarinnar hönd býð ég ykkur velkomin til 45. ársfundar Seðlabanka Íslands, en stofndagur bankans telst vera 7. apríl 1961. Reikningar Seðlabankans hafa í dag verið staðfestir af forsætisráðherra. Jafnframt hefur ársskýrsla bankans verið gefin út. Auk greinargerðar um afkomu bankans er þar yfirlit yfir með hvaða hætti hann hefur gegnt lögboðnu hlutverki sínu.

Efnahagsþróunin lakari en spár gerður ráð fyrir í fyrra

Formaður bankaráðsins vék í máli sínu sérstaklega að Birgi Ísleifi Gunnarssyni, fyrrverandi formanni bankastjórnar, og gerir bankastjórnin orð hans að sínum. Samhengisins vegna vil ég leyfa mér að vekja sérstaka athygli á tveimur atriðum sem fyrrverandi formaður bankastjórnarinnar nefndi á síðasta ársfundi. Fyrra atriðið sneri að spá bankans um verðbólgu og viðskiptahalla. Bankinn spáði þá, að viðskiptahalli yrði 12% af vergri landsframléiðslu árið 2005 og verðbólga yrði um 2½% á þessari stundu. Nú er orðið ljóst að þróunin hefur orðið mun lakari en spár og vonir stóðu til. Viðskiptahallinn varð 16,6% af landsframléiðslu og verðbólga er nú 4,4%.

Það er vissulega ekki venja stofnana að vekja sérstaka athygli á því ef spár þeirra ganga ekki fullkomlega eftir. En hverjar eru skýringarnar?

Mikill hagvöxtur og atvinnuleysi í lágmarki

Nú er komið á daginn að hagvöxtur var meiri á s.l. ári en spár gerðu ráð fyrir og uppgjör sýna einnig, að árið 2004 var stórlega vanmetið. Þá varð hagvöxtur 8,2% og hafði ekki verið meiri hér á landi síðan 1987 á hinu svokallaða skattleysisári. Síðastliðið ár var viðburðaríkt í hagrænu tilliti. Einkaneyslan jókst hraðar en á nokkru ári frá 1987 og fjármunamyndun hraðar en á nokkru ári frá 1971. Innflutningur hefur ekki aukist jafnmikið á einu ári frá 1953 og viðskiptahallinn sló öll fyrri met, þótt nauðsynlegt sé að geta þess að mikil aukning erlendra eigna Íslendinga sem gefa góðan arð, verður til þess að hrein erlend staða þjóðarþúsins versnar lítið. Kaupmáttur var í hámarki, atvinnuleysi í lágmarki og erlend fjárfesting stórfelld. Þessa bólgnu mynd verður að skoða í ljósi hins mikla hagvaxtar ársins á undan, ársins 2004, og ágæts vaxtar árið 2003. Við þessar miklu hræringar bætist uppstokkun á innlendum lánamarkaði, með stórauðnum aðgangi landsmanna að fé gegn fasteignaveði. Vöxtur ráðstöfunartekna og hreins auðs bætist við og gerir þetta tímabil einstakt í íslenski hagsögu.

Undur að frávikin eru ekki meiriverðbólgu

Pegar til alls þessa er horft er líklega meira undur en hitt að frávikin frá spám um verðbólgu og viðskiptahalla séu ekki meiri en að framan er vikið. Enn sem komið er veldur húsnæðisverð mestu um of háar verðbólgutölur. Ef sá eini liður er skorinn frá er verðbólga hér á landi í góðu horfi, einnig í alþjóðlegum samanburði t.a.m. við önnur Evrópulönd. Flestir hafa talið að hækkun húsnæðisverðs myndi stöðvast fyrr en raun er á. Í Peningamálium, sem út komu í gær, er gerð grein fyrir því að fjármálaleg skilyrði hafi þrengst nokkuð vegna hækkunar skammtímavaxta, hækkunar lægstu mögulegra vaxta á nýjum fasteignaveðlánnum, lækkunar gengis og aukinnar verðbólgu. En af ýmsum kunnum ástæðum gætir þessara peningalegu atriða lítið enn sem komið er og dregur bitið úr viðleitni til að hægja á efnahagslífinu. Hækkun vaxta á fasteignaveðlánnum í kjölfar vaxtahækkunar Seðlabankans í gær er þó mikilvægt framlag nú.

Vaxtastýring Seðlabankans hefur skipt sköpum

Einkaneysla jókst um tæp 12% í fyrra. Slíkur vöxtur er fáséður og getur ekki varað nema skamman tíma. Ráðstöfunartekjur hafa hækkað vegna launahækkana, aukinnar atvinnu og lækkunar skatta. Auður heimilanna hefur einnig vaxið með verðhækkun fasteigna og verðbréfa. En flest bendir til að vöxtur eignaverðs eigi mestan þátt í vexti einkaneyslu. Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 45% s.l. hálf t. ári og hlutabréfaverð hækkaði um tæp 96% á sama tíma. Seðlabankinn telur að á næstunni hægi mjög á fasteignamarkaðnum og vöxtur einkaneyslu muni á næsta ári færast í eðlilegt horf. Þá mætti spyrja hvort verðbólguáhyggjur bankans muni ekki hverfa eins og dögg fyrir sólu, þar sem fasteignaverðsbreytingar hafa einar að undanfögnu haldið uppi verðbólgutölum. Því miður er málið ekki svo einfalt. Ekki er efi á að vaxtastýring Seðlabankans hefur skipt sköpum um að aðrir þættir verðbólgunnar höfðu jákvætt mótvægi gegn húsnæðishækkunum á undanförunum misserum. Þær breytingar, sem hafa orðið á gengi hinnar íslensku krónu síðustu vikurnar, auka á erfiðleika við að festa verðbreytingar á ný í hófstílltan farveg.

Nú er auðvitað hægur kostur að benda á fjölmörg ummæli og yfirlýsingar Seðlabankans um það, að hin sterka staða íslensku krónunnar fengi ekki staðist til lengdar og fyrir því voru færð fjölmörg rök. En vonir bankans stóðu til þess, að sú gengisaðlögun, sem hlyti að verða, kæmi til nokkru síðar en raun varð á og yrði jafnframt hægari en varð. Eftirsóknarvert var að gengisaðlögunin kæmi til eftir að húsnæðisverðbólga hefði hjaðnað og dregið hefði verulega úr þeirri spennu sem verið hefur og nýbirtar tölur sýna raunar að var meiri en áður hafði verið talið.

Seðlabankinn getur ekki hleypt verðbólgunni í gegn

Verkefni Seðlabankans við þessar aðstæður eru skýr og hann á ekkert val. Sá kostur, sem stundum er nefndur, að bankinn hleypi tiltekinni verðbólgu í gegn án viðbragða, eins og það er kallað, er ekki fær, hvorki að efni til, né samkvæmt þeim lögum sem stýra málefnum bankans. Þess vegna ákvað bankastjórnin í gær að hækka stýrivexti

bankans um 0,75 prósentur. Þessi hækkun er meiri en falist hefur í ákvörðunum bankans upp á síðkastið og endurspeglar í senn þær gengisbreytingar, sem orðið hafa og þær spár um efnahagsþróunina, sem bankinn hefur nú kynnt. Á þessari stundu er ekkert fullyrt um framhald vaxtaákvæðana eða hvort næstu skref verða stór eða smá. Það ræðst af margvíslegri rás efnahagslegra atburða. En verkefni sem bankanum eru falin liggja fyrir og viljinn til að framfylgja þeim er til staðar. Aðhald í peningamálum kann að leiða til tímabundins samdráttar í þjóðarbúskapnum um leið og viðunandi jafnvægi er endurreist. Næsta víst er að ónógt aðhald myndi leiða til harkalegrar aðlögunar þjóðarbúsins.

Stundum háttar þannig til í efnahagslífinu að verkefni Seðlabankans er við þær aðstæður að ýta undir vöxt og örva framtak og framtaksvilja. Þá sjá menn starfsemi bankans í því jákvæða ljósi. Svo skipast veður í lofti og bankinn verður að breyta um kúrs. Þá verður að hamlar á móti ofvexti og þenslu og ýta undir sparnað, varúð og varfærni. Bankinn beitir þá meðulum sínum og þau eru ekki án óþægilegra aukaáhrifa fremur en mörg önnur meðöl. Áferð bankans og ímynd er önnur í því ljósi. Það má ekki breyta því að hann beiti því afli sem hann hefur, þegar aðstæður krefjast þess. Það afl er verulega takmarkað og áhrifin af beitingu þess oft lengi að koma fram.

Bankarnir þurfa að spila með

Ég gat þess áðan að ég vildi rifja upp tvö atriði úr ræðu fyrrverandi formanns bankastjórnar og hafa sem eins konar yfirskrift yfir umfjöllun mína á ársfundinum um tvö þýðingarmestu verkefni bankans um þessar mundir og reyndar endranær. Það fyrra, laut að verðbólgu-markmiðinu og kennitölum sem því tengjast, en hið síðara að stöðu og framgöngu fjármálafyrirtækja. Nú er það svo að þetta tvennt verður ekki auðveldlega sundur skilið, þar sem ákvarðanir fjármálafyrirtækja hafa mikil áhrif á fyrra verkefnið og ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap getur haft truflandi áhrif á mat alþjóðlegra stofnana á stöðu fjármálakerfisins. En nóg um það.

Það vakti athygli að hinn gætni fyrirrennari minn í starfi hér í bankanum sagði í síðustu ræðu sinni á þessum vettvangi að mikill vöxtur útlána bankanna sýndi að þeir hefðu farið offari. Það var orðið sem hann notaði. Í því sambandi var hann að ræða um áhrif á vöxt, hita og loks verðþenslu í efnahagslífinu. En orðrétt sagði hann einnig: "Útlánaþenslan undanfarin tvö ár er áhyggjuefni, bæði fyrir fjármálalegan stöðugleika og verðbólgu-markmið Seðlabankans. Útlán lánakerfisins í heild jukust um 16% að raungildi á síðasta ári." Því miður virtust þessi varnaðarorð hafa minni en engin áhrif, því til viðbótar 16% raunútlánaaukningu hér innanlands á árinu 2004 bættist við 25% raunútlánaaukningu á árinu 2005. Þessu verður að breyta.

Bankastjórn Seðlabankans hefur átt góða fundi með forráðamönnum bankakerfisins og m.a. rætt um þetta atriði. Á þessum fundum hafa verið gefnar yfirlýsingar um að aukin varfærni verði sýnd á komandi tíð. Bankastjórnin telur sig ekki hafa neinar ástæður til að efast um að full heilindi búi að baki þeim fyrirheitum. Enn sem komið er heldur þó útlánaaukningin áfram á fyrstu mánuðum þessa árs og það á meiri hraða en árið 2004. Þær skýringar eru gefnar á

Þessu misræmi orða og athafna, að það taki tíma að tæma loforðin í útlánapípunum. Seðlabankinn treystir því enn að áform um breytingar til hins betra gangi eftir, enda er mikið í húfi.

Bankarnir næmari fyrir áföllum á erlendum mörkuðum

Í ræðu sinni, sem ég hef vitnað til, sagði fyrirverandi formaður banka-
stjórnar einnig að breytingar á starfsemi og stefnu bankanna leiddu til
þess að þeir yrðu "næmari fyrir áföllum sem eiga upptök sín á erlend-
um mörkuðum." Við höfum að undanförunu fengið smjörþefinn af
slíku. Vissulega er margt af því sem fram hefur komið í margfrægum
skýringum erlendra greiningardeilda missagt og annað byggt á mis-
skilningi, röngum upplýsingum og í undantekningartilfellum á aug-
ljóstri andúð á íslenskum bönkum og starfsemi þeirra. Allt slíkt verður
að harma og jafnvel fordæma þar sem tilefni eru til. En alvara málsins
snýst ekki um þessi atriði. Hún snýr að því, að bankakerfið í heild eða
einstakir bankar, hafi þá stöðu að umfjöllun af þessu tagi sé ekki hægt
að kveða í kútinn í einu vetfangi. Alvaran snýr einnig að því, að þessar
stofnanir séu á tilteknum tíma of veikar fyrir breytingum á framboði
eða trausti á erlendum banka- og skuldabréfamarkaði.

Staða bankakerfisins mjög traust

Af hálfu Seðlabanka Íslands er ítrekað á þessum fundi að innri staða
íslenska bankakerfisins er mjög traust og það uppfyllir ströngustu
kröfur sem gerðar eru til þess, og hefur staðist með ágætum öll
áhættupróf sem gerð hafa verið. Þetta skiptir auðvitað meginmáli. Á
hinn bóginn á að taka þá atburðarás sem við höfum upplifað síðan í
nóvember mjög alvarlega. Sníða þarf af íslenska bankakerfinu þá ann-
marka sem erlendir álitsgjafar hnjóta aftur og aftur um, jafnvel þótt
þeir annmarkar séu iðulega miklaðir og oftúlkaðir. Hægja þarf á vexti
útlána eins og lofað hefur verið. Bæta þarf verulega upplýsingagjöf
einstakra fjármálastofnana og til álita kemur sameiginlegt átak allra
aðila í þeim efnum. Forðast þarf í því sambandi hvers konar skrum
sem lítið skilur eftir.

Erlendar greiningardeildir hafa haldið því fram að markaðurinn
hafi þegar lækkað mat á íslenskum bönkum töluvert niður fyrir það
sem alþjóðlegu matsfyrirtækin hafa gefið út. Segja ýmsir greiningar-
menn að óhjákvæmilegt sé að matsfyrirtækin muni fyrr eða síðar laga
sig að þessum markaðsaðstæðum. Ég lét þess getið í nýlegu viðtali
við Viðskiptablaðið að tækist vel til hjá öllum sem að fjármálastofn-
unum koma, gæti niðurstaðan orðið önnur og mun hagfelldari. Þegar
útskýringum og umbótum væri lokið eða vel á veg komnar þá væri
líklegra að markaðsaðilar myndu laga sig að áliti matsstofnananna en
hið gagnstæða. Nú hefur matsfyrirtækið Standard & Poor's gefið út
gott mat á Glitni. Kjör íslenskra bréfa á eftirmarkaði breyttust til betri
vegar í kjölfarið. Matsfyrirtækin hafa betri þekkingu á íslensku efna-
hagslífi og fjármálakerfi en flestar aðrar stofnanir sem um það fjalla.

Samstarf ríkisvaldsins, Seðlabanka og Fjármálaeftirlits

Ég hef hér nefnt nokkur atriði sem óhjákvæmilegt er að íslensk fjár-
málafyrirtæki hugi að. En við megum ekki á þessum vettvangi láta
við það sitja að predika bara yfir bankastofnunum. Við þurfum að

horfa í eigin barm og þeirra stofnana sem eiga að setja ramma og skilyrði, fylgjast með að reglum sé sinnt og skapa trausta umgjörð um fjármálamyndina. Tryggja þarf að þær stofnanir, sem í hlut eiga, geti keppt um hæfan mannskap sem fengist getur fljótt við vandmeðfarin viðfangsefni og notið trausts og virðingar markaðarins. Ríkisvaldið, Seðlabanki og Fjármálaeftirlit hafa þegar gert með sér formlegt samkomulag um, hvernig eigi að fylgjast sameiginlega með vísbendingum um veikleika í fjármálastofnunum og hvernig við eigi að bregðast. Sá samstarfssamningur hefur verið lengi í burðarliðnum, er áþekkur því sem gerist með öðrum þróuðum þjóðum og hefur í sjálfu sér ekkert með núverandi óróa að gera.

Núverandi fyrirkomulag Íbúðalánasjóðs fær ekki staðist

Eftir að umbreytingarnar urðu á húsnæðismarkaði, hafa mál þróast svo að núverandi fyrirkomulag Íbúðalánasjóðs fær ekki staðist. Mjög hefur dregist að úr þessu yrði bætt. Það hefur leitt til þess að vaxta-myndun á þessum markaði hefur verið óraunhæf, sem aftur hefur haft neikvæð áhrif á viðleitni Seðlabankans til að kæla efnahagskerfið. Nýleg yfirlýsing forsætisráðherra varðandi Íbúðalánasjóð er þýðing-armikil og hefur fengið jákvæð viðbrögð. En þessari yfirlýsingu þarf að fylgja eftir í verki, svo fljótt sem verða má.

Eftirlitsstofnanir verða að vera trúverðugar

Fyrir fáeinum árum var ákveðið að skilja að Seðlabanka og Fjármálaeftirlit og var þar horft til þróunar erlendis, ekki síst í Bretlandi, sem hafði mikil áhrif í öðrum löndum. Vel má vera að þetta hafi ekki alls staðar tekist eins vel og til stóð. Í Bretlandi eru flestir bankar gistibankar og hlutfall heimabanka lítið. Þessu er öfugt farið hér á landi. Þrátt fyrir mikla og vaxandi starfsemi utan landsteina teljast allar íslenskar fjármálastofnanir til íslenskra fyrirtækja. Umræður erlendis eru nú í gagnstæða átt við þá sem við tókum mið af þegar Fjármálaeftirlit var flutt frá Seðlabanka. Ísland er lítið land með hratt stækkandi fjármála- og bankaviðskipti. Áhyggju efni er að eftirlits- og aðhaldsstofnanir hafa ekki styrkst að sama skapi þótt þær hafi sinnt hlutverki sínu vel. Íslensku bankarnir hafa góðan skilning á því, að það hefur grundvallarþýðingu fyrir álit matsfyrirtækja og erlendra grein-ingardeilda, að stofnanir á borð við Seðlabanka og Fjármálaeftirlit séu taldar öflugar og trúverðugar. Þetta er nefnt hér af hálfu banka-stjórnar til umhugsunar um hugsanlegar endurbætur á umhverfi fjármálastofnana á Íslandi. En fleira þarf að koma til.

Efla þarf grunn íslenska skuldabréfamarkaðarins

Eftir samráð ríkisstjórnar og Seðlabanka hefur verið ákveðið að auka gjaldeyrisforða bankans á næstu misserum og bæta enn eiginfjárstöðu hans, væntanlega með erlendu lánsfé en ekki með gjaldeyriskaupum á markaði. Þá er auðvitað verið að horfa til lengri framtíðar og þeirra breytinga sem eru að verða í alþjóðlegu efnahagslegu umhverfi frekar en til tímabundins óróa nú. Jafnframt hefur Seðlabankinn komið þeim tilmælum til fjármálaráðuneytis og ríkisstjórnar að gert verði átak til að efla grunn íslenska skuldabréfamarkaðarins. Ríkissjóður er óvenju vel aflögufær um þessar mundir og skuldir hans lækka ár frá ári. Þótt

hann þurfi ekki að sækja fé á markað er vel þekkt annars staðar frá að það kemur ekki í veg fyrir að ríkisskuldabréf séu sé hryggstykkið í virkum markaði. Ráðuneytið og ríkisstjórnin hafa tekið umleitunum bankans vel og eru þær nú í athugun.

Taka verður aðvörunarbjöllum alvarlega

Staða ríkissjóðs Íslands er mjög sterk og sveigjanleiki og viðbragðskraftur íslensks efnahagslífs er mikill. Íslenskar fjármálastofnanir hafa aldrei haft betri grunn til að byggja á en nú. Það er fullvissa mín að þau aðvörunarmerki, sem hafa blikkað verði til góðs, þegar til lengri tíma er horft. Á tækni- og tölvuöld upplifum við stundum að það eru aðvörunarbjöllurnar sjálfar sem eru bilaðar og ekki þarf annað að gera en laga þær. Það má vera að það eigi við um einhverjar þeirra sem hringt hafa að undanfögnu. En við skulum samt taka þær allar alvarlega og bæta úr hverju og einu því sem réttilega er fundið að, jafnvel því sem smávægilegast þykir. Þá stöndum við með tímanum ennþá sterkari eftir. Traust og öflugt banka- og fjármálakerfi er forsenda öflugs þjóðlífs. Í þessum sal eru nú staddir flestir þeir sem geta haft mest áhrif á góða stöðu þess. Á þá alla er heitið að bregðast hvergi. Það varðar miklu.

Um útreikning á gjaldmiðlavogum

Í greininni eru færð rök fyrir því að aðferðir sem notaðar hafa verið við að reikna gengisvísitölur sem Seðlabankinn birtir (þ. á m. vísitölu gengisskráningar) þjóni ekki fyllilega hlutverki sínu og þá sérstaklega í kjölfar breytinga á peningastefnunni. Settar eru fram hugmyndir um nýjar vísitölur sem taka mið af aðferðum sem t.d. hefur verið beitt í Bretlandi og Bandaríkjunum undanfarin ár og einkennast af því að val gjaldmiðla í vogirnar er kerfisbundnara en núverandi aðferð. Gjaldmiðlar verði teknir inn í vísitölurnar að uppfylltum tvenns konar misströngum skilyrðum. Í „þrengri“ vísitöluna verði tekin öll lönd sem eiga meiri viðskipti við Ísland en sem nemur 1% af heildarvöruviðskiptum. Í „breiðari“ vísitölunni verði tekið tillit til gjaldmiðla allra landa sem eiga meiri viðskipti við Ísland en sem nemur 0,5% af heildarvöruviðskiptum.

Mismunandi tilgangur og sjónarmið við útreikning gengisvísitalna

Vegið gengi (e. effective exchange rate) er lykilhugtak innan hagfræðinnar. Vegið nafngengi lýsir hlutfallslegu verði heimagjaldmiðils gagnvart tveimur eða fleiri erlendum gjaldmiðlum en vegið raungengi gefur vísbendingu um breytingar á samkeppnistöðu landa eða gjaldmiðla-svæða. Í báðum tilfellum er um reiknaðar stærðir að ræða þar sem aðferðir við val og vægi gjaldmiðla í útreikningunum hafa mikil áhrif á skýringargildi þeirra. Í þessum tilgangi reiknar Seðlabankinn meðal annars þrjár vísitölur: vísitölu gengisskráningar, raungengi miðað við neysluverð og raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað. Þessar vísitölur eiga það allar sameiginlegt að þær byggjast á ákveðinni gjaldmiðlavog sem segir til um hvaða gjaldmiðlum tekið er mið af og hvert vægi hvers og eins gjaldmiðils er. Megintilgangur þessarar greinar er að fjalla um þær aðferðir sem notaðar eru við að ákveða samsetningu þess háttar gjaldmiðlavogir, þ.e.a.s. hvernig velja á gjaldmiðla í vogina og hvernig ákvarða skal vægi einstakra gjaldmiðla.

Fræðilegur grundvöllur gjaldmiðlavoga er ekki einhlítur en aðferðir hljóta að endurspeгла mikilvægi þess að tekið sé mið af því hlutverki sem þeim er ætlað að gegna ásamt áreiðanleika innlendra og erlendra gagna. Við ákvörðun stefnu í gengismálum togast á tvenns konar sjónarmið að því er áhrærir hlutverk gengisins: annars vegar sem tæki aðlögunar í þjóðarbúskapnum, hins vegar sem kjölfesta peningastefnunnar. Þessi sjónarmið endurspeglast í vægi gjaldmiðla í þeirri vísitölu sem gengisstefnan tekur mið af. Í löndum þar sem fylgt er fastgengisstefnu í því skyni að skapa kjölfestu við verðlagsþróun er tilhneiging til að festa gengið gagnvart gjaldmiðlum sem einkennast af stöðugu innra virði, þ.e.a.s. lítilli og stöðugri verðbólgu (e. hard currencies). Gjaldmiðlum landa sem búa við óstöðugt verðlag er því haldið utan við vísitöluna, jafnvel þótt viðskipti við þau séu umtalsverð. Þar sem áhersla er lögð á gengisbreytingar sem tæki aðlögunar

1. Höfundar eru hagfræðingar á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Hluti greinarinnar byggist á skýrslu sem unnin var af höfundum auk Regínu Bjarnadóttur og Arnórs Sighvatssonar. Hljóta þau bestu þakkir fyrir. Þá ber einnig að þakka Þórarni G. Péturssyni fyrir gagnlegar ábendingar og Guðrúnu Sóleyju Gunnarsdóttur fyrir veitta aðstoð. Höfundar eru einir ábyrgir fyrir öllum göllum sem eftir standa. Þær skoðanir sem hér koma fram eru höfunda og þurfa ekki að endurspeгла skoðanir Seðlabanka Íslands.

er hins vegar ástæða til að miða við sem víðtækasta körfu gjaldmiðla, þannig að breytingar á vísitölunni endurspegli sem best breytingar á samkeppnisstöðu. Þegar verðbólguþáttur er kjölfesta peningastefnunnar og gengi gjaldmiðils flýtur, er einnig mikilvægt að breytingar á gengisvísitölunni gefi sem gleggsta mynd af verðlagsáhrifum gengisbreytinga, en stöðugt innra virði gjaldmiðla skiptir síður máli.

Íslenskar og erlendar gengisvísitölur

Hér á eftir er lýst í stuttu máli þeirri aðferðafræði sem notuð er við útreikning á íslensku gjaldmiðlavoginni. Til samanburðar er gerð grein fyrir þeirri aðferðafræði sem beitt er við útreikning gjaldmiðlavoga í Noregi, Svíþjóð, Bretlandi, Bandaríkjunum, Nýja-Sjálandi, hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og Alþjóðagreiðslubankanum.

Íslenska gengisvísitalan

Í vísitölu gengisskráningar sem reiknuð hefur verið undanfarin ár eru níu gjaldmiðlar og er vísitalan byggð á tveimur mismunandi vogum: vöruviðskiptavog og þjónustuvog. Vísitalan er reiknuð sem margfeldismeðaltal (e. geometric average) vísitalna fyrir gengi þessara níu gjaldmiðla og er keðjutengd (e. chain-linked).² Vægi hvers gjaldmiðils er reiknað út frá hlutfalli viðkomandi lands eða gjaldmiðlasvæðis í vöru- og þjónustuviðskiptum Íslands almanaksárið áður en voginni er breytt. Hlutfall vöruviðskipta- og þjónustuvogar í viðskiptavoginni ræðst af hlutdeild hvors liðar fyrir sig í heildarviðskiptum.

Viðskiptavog íslensku krónunnar er því reiknuð á eftirfarandi hátt:

$$W_{ij} = a_M W_{ij}(M) + a_S W_{ij}(S),$$

þar sem $W_{ij}(M)$ og $W_{ij}(S)$ standa fyrir vöru- og þjónustuviðskipti hvers lands, a_M og a_S fyrir hlutfall vöru- og þjónustuviðskipta í heildarvoginni.

Að því er vöruviðskipti áhrærir er stuðst við landaskiptingu sem Hagstofa Íslands birtir. Landaskipting þjónustuviðskipta er aftur á móti metin af Seðlabankanum með aðferðum sem nánar verður lýst síðar. Ekki er um formlega reglu að ræða hvaða gjaldmiðla skuli taka með í körfuna þótt í meginatriðum sé um mikilvægustu viðskiptalöndin að ræða. Fjöldi þeirra hefur verið óbreyttur frá árinu 1995, að undanskilinni fækkun gjaldmiðla sökum upptöku evrunnar.

Samanlagt eiga umtalsverð viðskipti sér stað við lönd sem ekki hefur verið tekið tillit til með beinum hætti. Álitamál er með hvaða hætti á að taka tillit til þessara viðskipta í körfunni. Tvær aðferðir koma til greina. Í fyrsta lagi mætti gefa þeim vægið 0 og láta vægi hvers gjaldmiðils í körfunni eingöngu ráðast af hlutfalli viðkomandi lands í heildarviðskiptum við lönd í körfunni. Í öðru lagi er hægt að skipta vægi þeirra gjaldmiðla sem eru utan körfunnar á milli helstu gjaldmiðla í körfunni eftir ákveðinni reglu. Í íslensku vísitölunni hefur síðarnefndi kosturinn verið valinn þrátt fyrir að aðferðin hafi verið fremur breytileg. Vöruviðskiptum við lönd sem ekki eru í vöginni hefur verið skipt niður

2. Nánari umfjöllun um tæknilega útfærslu á útreikningi og eiginleikum vísitalna byggðum á margfeldismeðaltölum og keðjutengingu má sjá í t.d. Ellis (2001).

á fjóra gjaldmiðla, Bandaríkjadal, evru, japanskt jen og sterlingspund í sömu hlutföllum og þeir hafa í SDR. Viðskipti Austur-Evrópulanda sem nú hafa gengið í Evrópusambandið hafa verið talin með evrusvæðinu. Samtals vega viðskipti við þessi lönd tæplega 5% í heildarviðskiptum Íslands. Segja má að í þessari aðferð felist ákveðin tilhneiging til að gera körfuna stöðugri. Aðferðina má einnig réttlæta með því að gengi gjaldmiðla margra smærri landa hefur verið fest gagnvart einhverjum af stóru gjaldmiðlunum. Rökin fyrir þessari aðferð eru hins vegar ekki jafn sterk eftir að krónan var sett á flot og einnig margir þeirra gjaldmiðla sem áður voru bundnir einhverjum stóru gjaldmiðlanna. Líklegt er að aðferðin hafi í för með sér að vægi stóru gjaldmiðlanna verði meira en ella. Slíkt fyrirkomulag er óheppilegt ef tilgangur vísitölnunnar er að gefa rétta mynd af áhrifum gengisbreytinga á samkeppnisstöðu og verðlag. Það gæti t.d. hafa orðið til þess að vísitalan hafi ýkt áhrif lækkunar Bandaríkjadals gagnvart öðrum gjaldmiðlum á íslenskt efnahagslíf undanfarin ár.

Í íslensku vísitölnunni er einnig tekið tillit til svokallaðra þriðjulandaáhrifa.³ Þeir útreikningar hafa hins vegar ekki verið uppfærðir frá árinu 1995. Aðeins er leiðrétt fyrir þriðjulandaáhrifum vegna útflutnings fiskafurða á stærstu markaðina. Upplýsinga var aflað um helstu innflytjendur fisks til þeirra fimm þjóðlanda sem Íslendingar selja einkum fisk til. Þessi markaðslönd eru Bretland, Bandaríkin, Frakkland, Þýskaland og Japan. Ekki liggur fyrir verðteygni eftirspurnar á þessum mörkuðum né verðteygni framboðs frá einstökum löndum inn á þessa markaði. Því hefur verið farin einfaldari leið til að meta þriðjulandaáhrifin. Metin hefur verið markaðshlutdeild viðkomandi samkeppnislands á fiskmörkuðum stærstu fiskinnflytjenda frá Íslandi og helmingur þeirrar hlutdeildar færður frá fiskinnflytjandanum til samkeppnislandsins. Þetta felur í sér að framboðs- og eftirspurnarhlíðinni er gert jafn hátt undir höfði, sem réttlæta má með því að framboðs- og eftirspurnarteygni sé u.þ.b. hin sama. Stærð markaðarins er metin með tilliti til fisknotkunar. Sú ákvörðun að miða leiðréttinguna frekar við hlutfall af fisknotkun fremur en framboð er umdeilanleg, en önnur lausnin er ekki endilega betri en hin.

Við mat á þjónustuviðskiptum eru m.a. notaðar upplýsingar um flutninga, ýmsa viðskiptaþjónustu og landaskiptingu ferðaþjónustu sem er byggð á landaskiptingu gjaldeyrisviðskipta, kortanotkun, fjölda ferðamanna til landsins og gistinóttum. Óvissa við mat á þessum upplýsingum er mismikil og eru upplýsingar um kortanotkun bæði á tekju- og gjaldahlið hvað áreiðanlegastar. Landaskipting gjaldeyrisviðskipta er fengin út frá upplýsingum úr gjaldeyrisviðskiptakerfum, en það er talið fremur óáreiðanlegt mat á umfangi eða skiptingu þjónustuviðskipta. Því hafa flestar þjóðir horfið frá þessari aðferð og er upplýsingum yfirleitt fremur safnað með könnunum.

Gengisvísitala Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

Gengisvísitala Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir Ísland er byggð upp af þremur mismunandi vogum, vöruviðskiptavog, þjónustuvog og hrá-

3. Með „þriðjulandaáhrifum“ er átt við áhrif á samkeppnisstöðu sem rekja má til innbyrðis viðskipta viðskiptalanda viðkomandi lands. Þannig fær t.d. Noregur aukið vægi vegna þess að norskar sjávarafurðir keppa við íslenskar sjávarafurðir á mörkuðum Evrópu og víðar.

vöruvog. Núverandi vog byggist á viðskiptum árána 1999-2001. Aðferðafræðin hefur nýlega tekið nokkrum breytingum, einkum hvað varðar útreikning á þjónustuvoginni. Vægi gjaldmiðla var áður fyrr eingöngu metið út frá vöru- og þjónustuviðskiptum, auk þess sem tekið var tillit til þriðjulandaáhrifa. Skipting *þjónustuviðskipta* var metin út frá landaskiptingu gjalda og tekna af ferðamönnum og þá einungis í þeim löndum þar sem ferðamannaiðnaður var mikilvægur þáttur heildarviðskipta. Í nógildandi vísitölu er hins vegar tekið mið af öllum þjónustuviðskiptum ef upplýsingar um þau liggja fyrir. Víða eru þó ekki til nægilega áreiðanlegar upplýsingar um landaskiptingu annarra þjónustuviðskipta en ferðamannaþjónustu, sem metin er út frá fjölda ferðamanna. Rannsóknir benda hins vegar til þess að þjónustuviðskipti ráðist af sömu grundvallarþáttum og vöruviðskipti, t.d. fjarlægð, hlutfallslegri landsframleiðslu og menningarlegum tengslum. Sökum þess hefur Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gengið út frá því að önnur þjónustuviðskipti en viðskipti tengd ferðamannaþjónustu dreifist svipað og vöruviðskipti þegar ekki liggja fyrir áreiðanlegar upplýsingar um skiptingu þjónustuviðskipta. Ef ferðamannaiðnaður er stór hluti af þjóðarbúskapnum er sjálfstætt mat lagt á skiptingu tekna og gjalda af ferðamönnum.

Hrávöruviðskiptum er skipt niður í tuttugu flokka og er hver flokkur meðhöndlaður sem einsleit vara með eitt verð. Heildarhrávöruvægi hvers lands er fengið með því að leggja saman vægi hrávöru-flokka, þar sem tekið hefur verið tillit til mikilvægis hvers hrávöru-flokks í heildarhrávöruviðskiptum lands og fyrir mikilvægi þess í alþjóðaviðskiptum með viðkomandi hrávörur. Í útreikningunum er ekki tekið tillit til viðskipta með olíu og orku.

Vægi *vöruviðskipta* er ætlað að endurspeglar samkeppni innlendra aðila á útflutningsmörkuðum og við innflutning. Samkeppni á útflutningsmörkuðum getur verið bein, við innlenda keppinauta í viðkomandi landi, eða óbein samkeppni við keppinauta frá öðru viðskiptalandi. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn metur svokölluð þriðjulandaáhrif út frá hlutfallslegu mikilvægi innflutnings á vöru á móti sölu á heimavarni í þriðja landinu. Vægi þriðjulandaáhrifanna er því minna eftir því sem landið er lokaðra.⁴

Gjaldmiðlavog Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir hvert og eitt land er því reiknuð á eftirfarandi hátt:

$$W_{ij} = (a_M + a_S)W_{ji}(M) + a_C W_{ji}(C) + a_T W_{ji}(T),$$

þar sem $W_{ji}(M)$, $W_{ji}(C)$ og $W_{ji}(T)$ eru landavogir fyrir vöruviðskipti, hrávörur og ferðamannaþjónustu, og a_M , a_S , a_C og a_T hlutföll vöruviðskipta, þjónustuviðskipta (að undanskilinni ferðamannaþjónustu), hrávöruviðskipta og ferðamannaþjónustu.

Talsverður munur er á vægi gjaldmiðla í vísitölu Alþjóðagjald eyrissjóðsins fyrir íslensku krónuna annars vegar og gengisvísitölu Seðlabanka Íslands hins vegar eins og sjá má í töflu 1.

4. Sjá nánari umfjöllun um útreikning á „þriðjulandaáhrifunum“ í viðauka 2 í *New Rates from New Weights*.

Tafla 1

	<i>Seðlabanki Íslands</i>	<i>IMF</i>	<i>BIS</i>
Bandaríkin	23,03	12,52	10,80
Kanada	1,10	2,06	0,90
Önnur lönd í Norður-Ameríku	0,00	0,51	0,00
Norður-Ameríka	24,13	15,09	11,70
Evrusvæðið	41,14	31,64	40,40
Bretland	12,10	7,91	8,30
Danmörk	8,13	6,83	6,70
Noregur	6,04	4,58	3,80
Rússland	0,00	0,56	1,10
Sviss	1,21	1,04	2,00
Svíþjóð	3,87	4,85	5,50
Önnur lönd í Evrópu	0,00	3,75	9,60
Evrópa	72,49	61,16	72,20
Japan	3,38	6,94	4,70
Kína	0,00	2,61	4,90
Önnur lönd í Asíu	0,00	3,75	4,80
Asía	3,38	18,20	14,40
Suður-Ameríka	0,00	0,00	1,10
Afríka	0,00	1,68	0,20
Eyjaálfa	0,00	1,00	0,10

Í núverandi gjaldmiðlavog Seðlabanka Íslands vega Bandaríkjadalur og evra töluvert þyngra en í vísitölu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, en vægi japanska jensins er minna. Munurinn er athyglisverður í ljósi þess að aðferðafræðin við útreikning á vogunum tveimur er í megindrættum svipuð. Munurinn skýrist af ólíkum aðferðum við mat á þjónustuviðskiptum auk þess sem ekki er tekið mið af hrávöruviðskiptum í vísitölu Seðlabankans. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn styðst eingöngu við upplýsingar um ferðamannaíðnað við mat á landaskiptingu þjónustuviðskipta Íslands og gefur sér að annar hluti þjónustuviðskipta sé nægjanlega líkur vöruviðskiptunum til þess að ekki sé nauðsynlegt að meta þau viðskipti sérstaklega. Landaskipting vöruviðskiptanna er því notuð sem vísbending um landaskiptingu annarra þjónustuviðskipta en ferðabjónustu. Í íslensku voginni er hins vegar stuðst við gögn um gjaldeyrissfærslur til þess að leggja mat á skiptingu annarra þjónustuviðskipta en ferðamennsku. Samanburður á þessum gögnum við gögn frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum um þjónustuviðskipti víða um heim leiðir í ljós að þjónustuviðskipti Íslands við Bandaríkin er samkvæmt íslenskum gögnum mun meiri en viðskipti Bandaríkjanna við Evrópu- og Asíuríki. Þótt landfræðilegar skýringar kunni að vera orsök hluta mismunarins getur það tæpast skýrt hann að fullu. Tekjur af varnarliðinu hafa einnig aukið hlutdeild Bandaríkjanna. Þær hafa hins vegar farið minnkandi og gætu því aðeins skýrt mismuninn að litlu leyti og munu hverfa frá og með haustinu. Hlutdeild Bandaríkjanna í þjónustuviðskiptum Íslands er nálægt hlutdeild þeirra í Kanada og Mexíkó. Þorri vöruviðskipta Kanada og Mexíkó er við Bandaríkin, enda deila löndin löngum landamærum auk þess sem í gildi er fríverslunarsamningur milli landanna. Því er hátt hlutfall þjónustuviðskipta þessara landa við Bandaríkin í samræmi við þá kenningu að alla jafnan sé samræmi á milli landaskiptingar vöru- og þjónustuviðskipta. Ísland sker sig hins vegar verulega frá öðrum löndum. Líklegasta skýringin á þessum mun er aðferðin sem Seðlabanki Íslands notar til að meta landaskiptingu

þjónustuviðskipta, sem endurspeglar viðskiptagjaldmiðil en ekki viðskiptaland. Aðferð Seðlabankans eykur því vægi stóru gjaldmiðlanna, einkum Bandaríkjadals, á kostnað hinna.⁵ Í gjaldmiðlakörfu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir Ísland eru einnig fleiri lönd en í vog Seðlabankans og horft er fram hjá viðskiptum við önnur lönd en þau sem eru í voginni. Aðferðin sem Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn notar eykur vægi Asíulanda í körfunni töluvert auk þess sem tekið er beint tillit til viðskipta við Kína. Að auki er rétt að hafa í huga að vogin í vísitölu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er byggð á viðskiptum árána 1999-2001, en íslenska vogin er uppfærð árlega á grundvelli viðskipta síðasta árs.

Alþjóðagreiðslubankinn

Alþjóðagreiðslubankinn (BIS) hefur reglulega birt vogir og nafngengisvísitölur 27 gjaldmiðla frá árinu 1993. BIS hefur nýverið fjölgað og endurbætt vogirnar sem liggja til grundvallar þessum vísitölum og reiknar nú sambærilega vísitölu fyrir 52 gjaldmiðla, þar á meðal íslensku krónuna. Viðkomandi lönd stóðu samtals fyrir um 93% af heimsversluninni árið 2004. Breytingar á aðferðum miða að því að gjaldmiðlavogirnar endurspegli þá þróun sem orðið hefur í alþjóðaviðskiptum á undanföllum árum.⁶ Eingöngu er byggt á gögnum um tvíhliða vöruviðskipti milli landa. Tekið er tillit til þriðjulandaáhrifa gegnum nokkurs konar tvöfalda vigtun (e. double-weighting). Sjálfri aðferðafræðinni við útreikning á vogunum svipar mjög til aðferðar Seðlabanka Íslands í núgildandi vísitölu. Þótt það kunni að vera galli að vísitölur BIS taki hvorki tillit til þjónustuviðskipta né hrávöruviðskipta gerir það mögulegt að beita samræmdri aðferð á alla 52 gjaldmiðlana sem vísitalan nær til. Hún er því gagnleg við samanburð á milli landa.

Noregur

Gengisvísitala norsku krónunnar (TWI) inniheldur 15 gjaldmiðla og byggist á viðskiptum við 25 helstu viðskiptalönd Norðmanna en þeim var fjölgað úr 18 1. febrúar 2000 þegar evran kom í staðinn fyrir 11 gjaldmiðla (Norges Bank 1999). Um leið var viðskiptavegna vísitalan keðjutengd líkt og gert er hér á landi, sem kemur í veg fyrir breytingar á vísitölunni við það eitt að voginni sé breytt. Stuðst er við vogir frá OECD.⁷ Norski seðlabankinn reiknar einnig innflutningsvegna gengisvísitölu fyrir 44 lönd. Þróun hennar sýnir að lönd sem hafa tiltölulega lítið vægi geta haft töluverð áhrif á meðalgengi norsku krónunnar þegar miklar breytingar verða á gengi þeirra. Sérstaklega eru áhrif Asíu vanmetin í 25 landa voginni. Vöruviðskipti við löndin 25 námu tæplega 99% af heildarvöruviðskiptum árið 1970, en höfðu minnkað hlutfallslega í 89% árið 1996. Auk þess sem fleiri gjaldmiðlar eru í norsku voginni er hún frábrugðin þeirri íslensku að því leyti að ekki er tekið tillit til þjónustuviðskipta.

5. Vægi Bandaríkjanna kann þó að vera einhverju meira en gengur og gerist vegna þjónustuviðskipta við varnarliðið á Miðnesheiði. Innan við 4% útflutningstekna hafa komið frá bandarísku flotastöðinni undanfarin ár. Áhrifin á gjaldmiðlavogina eru því varla meiri en 1½%.

6. Sjá nánar í Klau og Fung (2006).

7. Vísitalan er reiknuð miðað við gengið fyrsta virka dag febrúarmánaðar, sem er grunndagur vísitölnunnar. Grunnneiningu vogarinnar var breytt árlega og vogir vísitölnunnar uppfærðar um leið fram til ársins 2001, þegar verðbólguþröskurmið var tekið upp.

Svíþjóð

Frá því að sænska krónan var sett á flot 19. nóvember 1992 hefur gjaldmiðlavog sænsku krónunnar (TCW) ekki verið uppfærð. Í gengisvísitölunni er 21 land með tíu gjaldmiðlum og er vægi þeirra reiknað út frá landaskiptingu vöruviðskipta, þ.e.a.s. út- og innflutnings. Tekið er tillit til þriðjulandaáhrifa. Vogin var upphaflega gerð af Alþjóðagjald-eyrissjóðnum á grundvelli upplýsinga um utanríkisviðskipti frá árunum 1989-1991.

Bretland

Breski seðlabankinn gerði nýlega umtalsverðar breytingar á útreikningi bresku gengisvísitölunnar (ERI) þar sem hún endurspeglar ekki vaxandi viðskipti við Asíuríki og aukin þjónustuviðskipti á tíunda áratugnum. Áður var stuðst við vogir frá Alþjóðagjald-eyrissjóðnum sem reiknuð var út frá vöruviðskiptum á árunum 1989-1991. Gjaldmiðlum í voginni var fjölgað úr 6 í 15 og í nýju voginni er tekið mið af þjónustuviðskiptum. Vægi og val á gjaldmiðlum er endurskoðað árlega. Gjaldmiðill er tekinn með í vísitöluna ef vöruviðskipti viðkomandi lands nema a.m.k. 1% af heildarviðskiptum síðastliðinna þriggja ára. Sú gengisvísitala samanstendur að mestu leyti af löndum með svipaða verðbólgu og í Bretlandi. Á sama tíma var einnig farið að reikna breiðari vísitölu þar sem lágmarkið er 0,5% af heildarviðskiptum. Breið gengisvísitala hentar vel við að meta samkeppnisstöðu yfir stutt tímabil. Í henni er fjöldi tiltölulega óstöðugra gjaldmiðla þar sem verðbólga eykst jafnan í kjölfar gengislækkunar. Því þarf að leiðrétta fyrir verðbreytingum, þ.e.a.s. reikna raungengi, til að leggja mat á þróun samkeppnisstöðu yfir lengri tímabil.⁸

Bandaríkin

Frá árinu 1971 fram til loka ársins 1998 miðaði bandaríski seðlabankinn einkum við svokallaða G-10-gengisvísitölu sem samanstóð af gjaldmiðlum G-10-landanna. Vogin var endurskoðuð þegar evran kom í stað fimm gjaldmiðla í voginni auk þess sem alþjóðaviðskipti Bandaríkjanna höfðu breyst töluvert árin á undan (Leahy 1998). Í stað G-10-vogarinnar komu þrjár vísitölur: breið gengisvísitala (e. broad index), undirvísitala helstu gjaldmiðla (e. major currency index) og undirvísitala annarra mikilvægra viðskiptaþjóða (e. other important trading partner index). Í Bandaríkjunum er tekið tillit til þriðjulandaáhrifa og val og vægi gjaldmiðla endurskoðað árlega.

Breiða *gengisvísitalan* (e. broad index) samanstendur af öllum gjaldmiðlum sem hafa að lágmarki 0,5% vægi í vöruinnflutningi eða útflutningi og ekki er tekið tillit til þjónustuviðskipta. Val og vægi gjaldmiðla í voginni er endurskoðað árlega.

Vísitölu helstu gjaldmiðla er ætlað að þjóna svipuðum tilgangi og G-10-vísitalan. Litið er svo á að hún mæli ekki einungis samkeppnishæfni bandarískrar vöru í samanburði við vörur helstu iðnríkja heldur einnig að hún sé mælikvarði á fjármálalegan þrýsting (e. financial pressures) á Bandaríkjadal. Hún samanstendur því einungis af gjald-

8. Sjá nánari útlitun í Lynch og Whitaker (2004).

miðlum sem viðskipti eru með á skilvirkum fjármálamörkuðum og þar sem virk verðmyndun á skammtíma- og langtíma vöxtum er ávallt til staðar. Lönd með mikla verðbólgu sögu samanborið við Bandaríkin eru ekki með í vísitölunni (Leahy 1998; Loretan 2005).

Vísitala annarra mikilvægra viðskiptaþjóða mælir breytingar á gengi dalsins gagnvart öðrum helstu viðskiptalöndum Bandaríkjanna í Asíu, Mið-Austurlöndum, Austur-Evrópu og Mið- og Suður-Ameríku. Vægi þessara gjaldmiðla í breiðu vöginni hefur á síðastliðnum árum verið u.þ.b. 40%. Talið er að vísitalan sé góður mælikvarði á samkeppnishæfni bandarískrar vöru á þessum markaðssvæðum og vöru þaðan á Bandaríkjamarkaði. Sum þessara landa hafa gengið í gegnum tímabil mikillar verðbólgu. Í slíkum tilvikum gagnast vísitala annarra mikilvægra viðskiptaþjóða helst til að greina skammtímabreytingar á gengi Bandaríkjadal. Stöðugt er verið að endurmeta þá aðferðafræði sem stuðst er við, en engar stórvægilegar breytingar hafa þó verið gerðar síðan byrjað var að fylgja þessari reglu (Loretan 2005).

Evrópski seðlabankinn (ECB)

Evrópski seðlabankinn reiknar reglulega nokkrar gengisvísitölur evru. Árið 2004 uppfærði bankinn vöginar sem vísitölurnar byggjast á (sjá m.a. ECB 2004a, 2004b) og eftir þá uppfærslu birtir bankinn þrjár vegnar gengisvísitölur: EER-12, EER-23 og EER-42. Eins og nöfnin gefa til kynna taka vísitölurnar mið af þremur vögum sem taka tillit til gjaldmiðla 12, 23 og 42 helstu viðskiptalanda svæðisins. Ekki er um sérstök inntökuskilyrði að ræða önnur en þau að gjaldmiðlar uppfylli ofangreind skilyrði út frá tvíhliða vöruviðskiptumen jafnframt þurfa viðkomandi lönd að uppfylla vissar lágmarkskröfur um aðgengi og áreiðanleika tölfræðigagna.⁹ Aðferðafræðin byggir á margfeldismeðaltali gjaldmiðlanna í körfunni, líkt og íslenska vísitalan, en jafnframt er tekið tillit til þriðjúlundaáhrifa með sömu aðferðafræði og Alþjóðagreiðslubankinn beitir.¹⁰ Bankinn gerir ráð fyrir því að samsetning utanríkisviðskipta sé tregbreytileg og uppfærir því samsetningu vögganna aðeins á fimm ára fresti og eru þá tímabilin fyrir og eftir uppfærslu keðjutengd. Auk vegnu nafngengisvísitalnanna reiknar bankinn raungengisvísitölur út frá EER-23 og EER-42 miðað við hlutfallslegt neysluverðlag (CPI), framleiðsluverðlag (PPI) og hlutfallslegan launakostnað (ULCM) (ECB 2004b).

Nýja-Sjáland

Árið 1999 var tekin upp ný aðferð við að reikna gengisvísitölu nýsjá-lenska dalsins. Áður hafði verið stuðst við fremur hefðbundna aðferðafræði sem aðeins tók tillit til tvíhliða vöruviðskipta, en samsetningu nýju vísitölnnar er fyrst og fremst ætlað að gefa sem gleggsta mynd af áhrifum gengisbreytinga á innlent verðlag. Nýja viðmiðunarkarfan inniheldur gjaldmiðla fimm helstu viðskiptasvæða landsins, eftir að þýska markinu var skipt út fyrir evruna (Hargreaves og White 1999).

9. Aðeins er tekið tillit til verslunar með framleiðsluvörur (e. manufacturing goods). Þannig eru öll viðskipti með hrávörur og þjónustu undanskilin í útreikningi á vægi einstakra gjaldmiðla í körfunni. Engin skilyrði eru sett um lágmarkshlutdeild af heildarvöruviðskiptum til að gjaldmiðill sé hafður með í viðkomandi vögum.

10. Nánari útlitun á aðferðafræðinni má finna í Buldorini et al. (2002).

Ákveðið var að halda fjölda gjaldmiðla í lágmarki, bæði til þess að hafa vogina tiltölulega einfalda og eins höfðu samanburðarrannsóknir á stærri gjaldmiðlakörfum ekki sýnt fram á afgerandi betri eiginleika við að skýra áhrif gengisbreytinga á innlent verðlag (White 1997). Helsta breytingin var hins vegar að vægi hvers gjaldmiðils tekur nú mið af umfangi vöruviðskipta ásamt landsframleiðslu hvers lands í hlutfalli við heildarlandsframleiðslu allra viðskiptalandanna í körfunni. Tekið er jafnt tillit til umfangs viðskipta og hlutfalls landsframleiðslu við útreikning á vægi hvers gjaldmiðils. Með þessu er stærri löndum gefið meira vægi í vísitölunni og því óbeint tekið tillit til þriðjulandaáhrifa og hrávöruviðskipta.¹¹

Samantekt

Aðferðir við gerð gengisvísitalna hafa tekið töluverðum stakkaskiptum á undanförunum árum í flestum löndum. Tilhneiging virðist vera í átt til breiðari vísitalna, meðal annars til að taka mið af breyttu notagildi gengisvísitalna og breytingum á alþjóðaviðskiptum.¹² Mismikil áhersla virðist vera á að halda vísitölunum í takt við breytingar á alþjóðaviðskiptum. Til að mynda hefur gjaldmiðlavog sænska seðlabankans verið óbreytt frá árinu 1992 og því líklegt að hún endurspegli ekki vel utanríkisviðskipti Svíþjóðar um þessar mundir. Norska vogin hefur verið óbreytt frá árinu 2001. Ekkert þeirra landa sem fjallað er um hér að framan tekur tillit til þjónustuviðskipta á sama hátt og gert er hér á landi. Jafnvel bandaríski seðlabankinn, sem þó hefur líklega mun traustari upplýsingar um þjónustuviðskipti en tiltæk eru hér á landi, gerir það ekki. Auk Íslands tekur aðeins Englandsbanki tillit til þjónustuviðskipta að fullu. Aðferðir Englandsbanka við að meta þjónustuviðskiptin eru hins vegar allt aðrar, því að bankinn byggir á beinum könnunum á landaskiptingu þeirra. Þriðjulandaáhrif eru yfirleitt metin nema í Noregi, auk þess sem héraendis hefur mat á þeim ekki verið uppfært reglulega.

Englandsbanki og bandaríski seðlabankinn hafa báðir nýlega endurskoðað aðferðir sínar og tekið upp breiðari gengisvísitölur og fasta reglu sem kveður á um hve mikil viðskipti við tiltekið land þurfa að vera til að tekið sé tillit til gjaldmiðils þess í útreikningnum. Skilyrðin eru nokkru strangari hjá Englandsbanka en bandaríska seðlabankanum, enda tíu gjaldmiðlum færra í bresku vöginni en þeirri bandarísku.

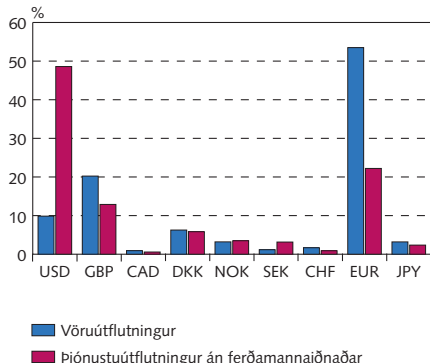
Íslenska gjaldmiðlakarfan er í reynd nokkuð svipuð þeirri bresku, enda hafa mörkin legið nálægt 1% þótt ekki hafi verið fylgt fastri reglu um hvaða skilyrði gjaldmiðill þarf að uppfylla til að vera með í vöginni. Miðað við 1% vöruviðskipti bætast aðeins Rússland og Kína inn í íslensku gjaldmiðlakörfuna. Sökum lítilla upplýsinga um þjónustuviðskipti við þessi tvö lönd, fellur hins vegar hlutfall Rússlands í heildarvöginni niður fyrir 1%. Að einu leyti eru allar erlendu vísitölurnar frábrugðnar þeirri íslensku. Viðskipti við lönd sem eru ekki í vöginni hafa engin áhrif á samsetninguna. Helstu niðurstöður samanburðar má sjá í töflu í viðauka.

11. Sjá nánari umfjöllun í RBNZ (1998).

12. Þetta er þó ekki algilt, samanber nýsjálensku aðferðafræðina.

Mynd 1

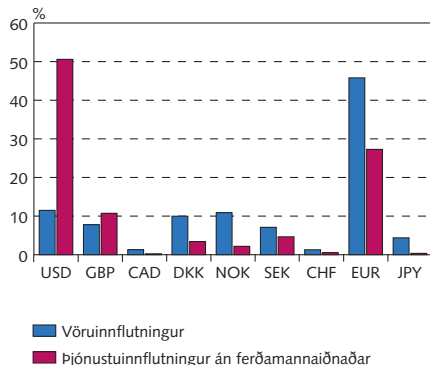
Samanburður á útflutningi vöru og þjónustu
án ferðmannaiðnaðar¹



1. Byggt á viðskiptum ársins 2004.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

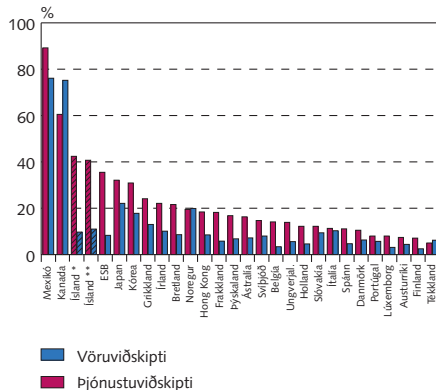
Samanburður á innflutningi vöru og þjónustu
án ferðmannaiðnaðar¹



1. Byggt á viðskiptum ársins 2004.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Meðaltal þjónustu- og vöruviðskipta
við Bandaríkin árið 2002



* 2002
** 2004

Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mat á landaskiptingu þjónustuviðskipta

Eins og fjallað er um hér að framan er mjög mismunandi hvort tekið er tillit til þjónustuviðskipta eða ekki. Hvað sem því líður virðist ljóst að aðferðin sem notuð er til að meta landaskiptingu þjónustuviðskipta hér á landi, þ.e.a.s. út frá viðskiptum með gjaldmiðla, er hvergi notuð annars staðar. Því er ástæða til að íhuga hve mikil áhrif þessi aðferð hefur á samsetningu vísitölunnar. Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er sett fram sú tilgáta að landaskipting þjónustuviðskipta, að ferðamannaiðnaðinum undanskildum, ætti að vera mjög svipuð vöruviðskiptunum. Á mynd 1 og 2 má sjá samanburð á þessum tveimur stærðum fyrir Ísland. Hér er um að ræða hreina landaskiptingu vöruviðskipta við þau lönd sem eru í gengisvísitölnni, án tillits til þriðjulaáhrifa eða sérstakrar meðferðar á öðrum löndum.

Sjá má að gögn sem notuð eru við útreikning gengisvísitölunnar um skiptingu þjónustuviðskipta Íslands virðast á skjön við tilgátuna. Þjónustuviðskipti við Bandaríkin eru mun meiri en vöruviðskiptin, en því er öfugt farið í tilviki evrulandanna. Þjónustuviðskipti við Bandaríkin kunna reyndar að vera einhverju meiri hér en víða annars staðar sökum viðskipta við varnarliðið, en miðað við umfang þeirra viðskipta getur þar vart munað meiru en sem nemur u.þ.b. 1½%-2% af milli-ríkjaviðskiptum Íslands. Böndin berast því að þeim aðferðum sem hér hafa verið notaðar til þess að leggja mat á landaskiptingu þjónustuviðskipta. Til að varpa frekara ljósi á þetta er áhugavert að skoða þjónustuviðskipti Íslands við Bandaríkin í samanburði við viðskipti annarra landa við þau. Í mynd 3 er byggt á gögnum frá OECD um viðskipti annarra landa en Íslands, sem safnað er með könnunum. Áætlanir um landaskiptingu viðskipta Íslands byggjast hins vegar á upplýsingum úr gjaldeyrisviðskiptakerfum að viðbættum upplýsingum um ferðamenn og flutninga, með sama hætti og gert er í gengisvísitölnni.

Þjónustuviðskipti Íslands við Bandaríkin virðast óvenjumikil í alþjóðlegum samanburði. Ísland kemur næst á eftir Mexíkó og Kanada, en þorri vöruviðskipta þessara NAFTA-landa er einnig við Bandaríkin. Hæpið er að skýra þessa staðreynd með landfræðilegri staðsetningu Íslands, enda ætti lega landsins ekki síður og jafnvel enn frekar að hafa áhrif á vöruviðskiptin. Hvergi víkur hlutdeild Bandaríkjanna í þjónustuviðskiptum jafn mikið frá hlutdeild þeirra í vöruviðskiptum og hér á landi. Evrópusambandslöndin í heild komast þar næst, en þá er ekki tekið tillit til allra innbyrðis viðskipta landanna. Ef litið er til einstakra landa sambandsins er munurinn minni, þótt Bandaríkin vegi þyngra í þjónustuviðskiptum en vöruviðskiptum í flestum tilvikum. Eigi að síður er mun stærri hluti þjónustuviðskipta Evrópulanda sem könnun OECD nær til við Evrópusambandslöndin. Ísland sker sig því ekki aðeins úr hvað varðar óvenjumikil þjónustuviðskipti við Bandaríkin og samhengi við vöruviðskipti, heldur eru þjónustuviðskipti við Evrópu einnig mun minni.

Líklegt er að sérstaða Íslands skýrist af þeirri aðferð að nota gjaldmiðlaskiptingu viðskipta sem nálgun við landaskiptingu, enda þekkt að viðskipti með helstu gjaldmiðla heims eru mun meiri en sem nemur hlutdeild viðkomandi landa í heimsversluninni. Í ljósi ofangreinds er eðlilegt að spyrja hvort aðferðir sem Seðlabanki Íslands hefur beitt til þess að nálgast landaskiptingu þjónustuviðskipta hér á landi séu

heppilegar eða gefi jafnvel óskýra mynd af samsetningu þeirra. Gjaldmiðill viðskipta endurspeglar ekki endilega uppruna- eða ákvörðunarland þeirra. Líklegt er að vægi Bandaríkjadals og á síðustu árum evru verði meira ef slíkar upplýsingar eru notaðar. Það kemur e.t.v. ekki að sök ef tilgangur vísitölunnar er að þjóna sem kjölfesta gengisstefnunnar fremur en að vera mælikvarði á samkeppnisstöðu eða verðlagsáhrif gengisbreytinga, en það samræmist illa síðarnefndu hlutverkunum.

Samanburður á gengisþróun miðað við nýjar og eldri gengisvísitölur

Reiknaðar hafa verið gengisvísitölur fyrir Ísland sem byggja á svipuðum aðferðum við val landa í körfuna og nú eru notaðar í Bretlandi og Bandaríkjunum.¹³ Tvenns konar mælikvarði er notaður, líkt og getið var hér að framan. Þrengri vísitalan nær til allra landa sem vega meira en 1% í vöruviðskiptum Íslands á þriggja ára tímabili. Í víðari vísitölunni er lágmarkið 0,5%.¹⁴ Vísitölurnar hafa verið reiknaðar aftur til ársins 1995. Ef miðað er við 1% inntökuskilyrðið bætast Rússland, Ástralía og Taívan árið 1995 við þau lönd sem eru í núverandi gengisvísitölu. Kína kemur inn í vísitöluna árið 1999 og Eistland árið 2002. Taívan fellur aftur út árið 1999 (þegar Kína kemur inn), Kanada árið 2003 og Ástralía árið 2004. Í „breiðari“ vísitölunni bætast 14 lönd við á ýmsum tímum og fjöldi gjaldmiðla í vísitölunni fyrir árið 2005 verður 19 í stað 9 í núverandi gengisvísitölu.

Nýju gengisvísitölurnar gefa áþekka heildarmynd af þróun krónunnar og vísitalan sem nú er notuð. Á einstökum tímabilum er munurinn þó umtalsverður. Það skýrist meðal annars af meira vægi Bandaríkjadals í vísitölu gengisskráningar en hinum nýju. Eins og sjá má á mynd 5 er náð samband milli fráviksins og gengis Bandaríkjadals. Yfirleitt er mestur munur á nýju vísitölunum og þeirri gömlu þegar töluverð breyting verður á gengi Bandaríkjadals, sem vegur minna í nýju vísitölunum. Á tímabilum sem gengi dalsins hefur lækkað, eins og gerst hefur frá árinu 2002, hefur gengishækkun krónunnar verið meiri samkvæmt vísitölu gengisskráningar. Greinilegt er þó að fleira er á seyði síðari hluta tíunda áratugarins, þegar nýju vísitölurnar mæla töluvert meiri gengishækkun krónunnar.¹⁵

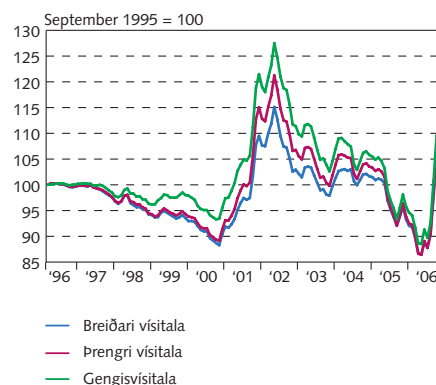
Talsverður munur er á þróun þrengri og breiðari vísitölunnar á fyrri hluta þessa áratugar og virðist fráviknið fylgja sveiflum í gengi Bandaríkjadals en stöðugt dregur úr muninum eftir því sem Bandaríkjadalur veikist og gengisflökt minnkar. Gjaldmiðlarnir sem bætast við í breiðari vísitöluna vega vitaskuld ekki þungt en til lengri tíma litið er hins vegar ekki óhugsandi að munur þessara vísitalna aukist enn frekar, t.d. ef vaxandi viðskipti við ýmis nýmarkaðs- og þróunarriki leiða til fjölgunar tiltölulegra óstöðugra gjaldmiðla.

13. Ekki var tekið tillit til þriðjulaáhrifa í þessum vísitölum. Það væri að vísu æskilegt, en er tæknilega erfitt og matskennt og ávinningurinn tæpast nægilega mikill til þess að réttlæt-anlegt sé að leggja út í reglulega uppfærslu slíkrar vogar.

14. Gjaldmiðlar landa sem uppfylla ekki framangreind skilyrði fá vægið 0. Aðferðin sem beitt hefur verið við að taka tillit til viðskipta við lönd utan vísitölunnar, þ.e.a.s. að skipta sam-anlögðu vægi þeirra á milli stóru gjaldmiðlanna, eftir skiptingu SDR eða samkvæmt annarri reglu, jók vægi stóru „hörðu“ gjaldmiðlanna, en slíkt er ástæðulaust í gengisvísitölu sem þjónar ekki því hlutverki að vera akkeri fyrir fastgengisstefnu.

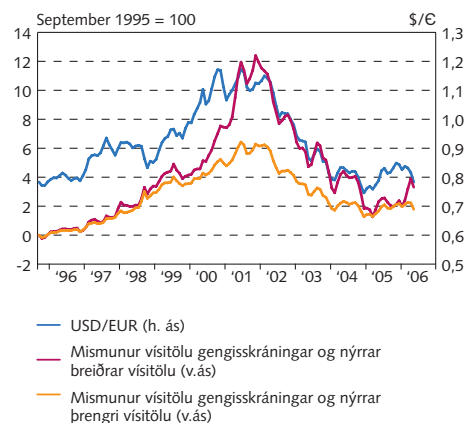
15. Inntaka og brottfall eru miðuð við þriggja ára meðaltal vöruviðskipta til þess að forðast að þurfa oft að bæta gjaldmiðlum inn eða fella þá úr vísitölunni vegna árssveiflu í viðskiptum.

Mynd 4
Samanburður á vísitölu gengisskráningar og nýjum gengisvísitölum
September 1995 - maí 2006



Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Mismunur vísitölu gengisskráningar og nýrrar gengisvísitalna í samanburði við gengi Bandaríkjadals
September 1995 - maí 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Frekari endurskoðunar gæti verið þörf

Þar sem tilgangur breiðari vísitölunnar er að mæla samkeppnisstöðu Íslands gagnvart helstu viðskiptalöndum er æskilegt að taka tillit til þjónustuviðskipta að því marki sem sæmilega áreiðanlegar upplýsingar um samsetningu þeirra liggja fyrir. Ef skipting vöruviðskipta er samþærileg við skiptingu þjónustuviðskipta að ferðamannaíðnaðinum undanskildum, kann að vera ástæða til að taka tillit til tekna og gjalda af ferðamönnum.¹⁶ Til dæmis liggja fyrir upplýsingar um upprunaland erlendra ferðamanna og ákvörðunarstað innlendra ferðamanna, ásamt fjölda gistinátta sem mætti taka tillit til. Líkt og fjallað hefur verið um er ef til vill ráðlegt að reikna nýjar vísitölur sem endurspeglar betur breyttar aðstæður í hagkerfinu. Því er lagt til að reiknaðar verði tvær nýjar vísitölur sem hafa mismunandi áherslur og eru uppfærðar með kerfisbundnari hætti en þær vísitölur sem nú eru reiknaðar. Einnig gæti reynst gagnleg vísibending við framkvæmd peningastefnunnar að reikna vísitölu sem sérstaklega er ætluð til að mæla áhrif gengisbreytinga á verðlag. Þetta á einkum við í litlum opnum hagkerfum líkt og á Íslandi þar sem ætla má að gengisbreytingar hafi töluverð áhrif á almennt verðlag. Því er ástæða til að kannað verði nánar hvernig megi útfæra slíka vísitölu fyrir íslenska hagkerfið.

Heimildir

- Bayoumi, T. J., og S. Jayanthi. (2005). New rates from new weights. *IMF Working Paper (WP/05/99)*.
- Buldorini, L., S. Makrydakis, og C. Thimann. (2002). The effective exchange rates of the euro. *European Central Bank Occasional Paper Series (2)*.
- ECB. (2004a). Effective exchange rates. *ECB Monthly Bulletin - Euro area statistics methodological notes*. European Central Bank.
- ECB. (2004b). Update of the overall trade weights for the effective exchange rates of the Euro and computation of a new set of Euro indicators. *Monthly Bulletin* September: 69-72.
- Ellis, Luci. (2001). Measuring the real exchange rate: pitfalls and practicalities. *Research discussion paper*. Reserve Bank of Australia (2001/04): 32.
- Hargreaves, D., og B. White. (1999). Measures of New Zealand's effective exchange rate. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 62 (3).
- Klau, M., og S. S. Fung. (2006). The new BIS effective exchange rate indices. *BIS Quarterly Review* (March): 51-65.
- Leahy, Michael P. (1998). New Summary Measures of the Foreign Exchange Value of the Dollar. *Federal Reserve Bulletin* (October): 811-818.
- Loretan, Mico. (2005). Indexes of the foreign exchange value of the dollar. *Federal Reserve Bulletin* (Winter).
- Lynch, Birone, og Simone Whitaker. (2004). The new sterling ERI. *Bank of England Quarterly Bulletin* (Winter).
- Norges Bank. (1999). Revision of the trade-weighted exchange rate index. *Economic Bulletin* 99/4: 323.
- RBNZ. (1998). Revisions to the Reserve Bank of New Zealand Trade Weighted Exchange Rate Index (TWI). *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 61 (4): 355-360.
- White, Bruce. (1997). The trade weighted index (TWI) measure of the effective exchange rate. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 60 (2):121-132.

16. Sjá meðal annars Bayoumi og Jayanthi (2005).

Viðauki

	<i>Reiknuð út frá:</i>	<i>Aðferðafræði síðast breytt</i>	<i>Fjöldi gjaldmiðla</i>	<i>Tíðni breytinga í vog nú</i>	<i>3. landa áhrif á vog</i>	<i>Annað</i>
Ísland	Vöru- og þjónustuviðskiptum	1995	9	Árlega - í júlí	Já (síðast uppfærð 1994)	Sömu gjaldmiðlar notaðir, vogum aðeins breytt
Noregur	Vöruviðskiptum	2000	15	Óbreytt síðan 2001	...	Stuðst við viðskiptavog frá OECD
Svíþjóð	Vöruviðskiptum og ferðamannaíðnaði	1992	10	Hefur verið óbreytt síðan 1992	Já	Vog frá IMF sem styðst við gögn frá árunum 1989-1999
Bretland	Vöru- og þjónustuviðskiptum	2005	15	Árlega - á vorin	Já	1% af inn- eða útflutningi
Bandaríkin						
- Broad index	Vöruviðskiptum	2003	26	Árlega	Já	0,5% af innflutningi eða útflutningi
- MCI	Vöruviðskiptum	2003	7	Árlega	Já	Gjaldmiðlar sem mikið er verslað með utan heimalands
- OITP index	Vöruviðskiptum	2003	19	Árlega	Já	Lönd í broad index sem ekki eru í MCI
IMF	Vöruviðskiptum og ferðamannaíðnaði	2001	...	Óreglulega - seinast liðu 10 ár á milli	Já	
Nýja-Sjáland	Vöruviðskiptum	1999	6	Árlega	Já	Vegur saman umfang vöruviðskipta og VLF viðkomandi lands
BIS	Vöruviðskiptum	2006	52	Óreglulega, síðast 2006	Já	Nær yfir samtals 93% af heimsversluninni

Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

Sendinefnd Alþjóðagjaldeyrissjóðsins kynnti sér íslensk efnahagsmál á fundum með fulltrúum stjórnvalda og atvinnulífs dagana 8. maí – 15. maí. Á lokafundi nefndarinnar lagði formaður hennar fram álit og niðurstöður af viðræðum hennar og athugunum hér á landi. Hliðstæðar viðræður fara fram árlega við nánast öll aðildarríki sjóðsins, 184 að tölu. Niðurstöður sendinefndarinnar birtast hér.

Inngangur

1. Efnahagshorfur á Íslandi eru áfram öfundsverðar. Stofnanir eru öflugar og stefnumótunarumgjörð sterk. Markaðir eru opnir og sveigjanlegir, auk þess hefur verið faglega staðið að stjórnun á náttúruauðlindum landsins sem hefur aukið fjölbreytileika hagkerfisins og lagt sitt af mörkum til að tryggja sjálfbærni þess. Þetta umhverfi er einnig mótað af menningu sem einkennist af frumkvöðlakrafti sem leitt hefur til betri efnahagsárangurs en búast mætti við af svo smáu hagkerfi.
2. Hins vegar er vaxandi ójafnvægi í hagkerfinu áhyggjuefni um þessar mundir og við því þurfa stjórnvöld að bregðast tímanlega. Umframeftirspurn, mikil og vaxandi verðbólga, mikill viðskiptahalli og mjög skuldsett heimili og fyrirtæki – einkum bankar – valda ókyrrð á fjármálamörkuðum sem ógnar stöðugleika til skamms tíma. Ef litið er um öxl, hefði mátt bregðast við þessum kringumstæðum með betur samhæfðum aðgerðum, með aðhaldssamari ríkisfjármálum og umbreytingu á Íbúðalánasjóði.

Horfur

3. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði um það bil 4% árið 2006 en síðan hægi talsvert á vextinum árið 2007 og hagvöxtur verði þá nær 1%. Spáð er að fjárfestingar í áliðnaði og kröftug einkaneysla haldi uppi hagvexti í ár. Árið 2007 ætti minnkandi vöxtur einkaneyslu og snögg umskipti í fjárfestingum einkaaðila, sem marka lok stóriðjuframkvæmdanna, að leiða til nauðsynlegs samdráttar í innlendra eftirspurn. Búist er við að viðskiptahallinn dragist aðeins lítils háttar saman í ár, þar sem innlend eftirspurn er áfram mikil. Hins vegar er áætlað að mikil aukning útflutnings umfram innflutning og verulega minni eftirspurn innanlands muni minnka viðskiptahallann um u.þ.þ. helming árið 2007. Væntanlega verður verðbólguþrýstingur talsverður út árið vegna áhrifa ört hækkandi launa, mikilla umsvifa á húsnæðismarkaði og lækkunar á gengi krónunnar. Að því gefnu að kjarasamningar breytist ekki umtalsvert í nóvember á þessu ári, má gera ráð fyrir að verðbólga fari lækkandi út árið 2007 og nálgist verðbólgu-markmið Seðlabankans á ný.
4. Þessar horfur eru þó háðar því að gripið verði til aðgerða fljótt til að minnka innlenda eftirspurnarþrýsting, ná tökum á verðbólguvæntingum og eyða óvissu sem gæti grafið undan fjármálastöðugleika. Vegna vaxandi áhættu af snarpri aðlögun,

eru tímanlegar, margþættar og samræmdar aðgerðir stjórnvalda nauðsynlegar.

Ríkisfjármál

5. Lág og lækkandi skuldastaða hins opinbera ber vitni um ábyrga stjórn ríkisfjármála og er lykilkþáttur í jákvæðum horfum íslensks þjóðarbúskapar til lengri tíma litið (e. medium-term). Breyting á fjárlögum er engu að síður nauðsynleg þar sem ójafnvægi í þjóðarbúskapnum er talsvert meira en vænst var við fjárlagagerð fyrir árið 2006. Vaxandi ójafnvægi hefur aukið hættuna á að hagkerfið verði fyrir snöggum og harkalegum samdrætti í kjölfar þess að skilyrði á alþjóðlegum fjármálamörkuðum versna fyrir Ísland.
6. Samkvæmt núverandi áætlunum mun afgangur af fjárlögum vera minni í ár heldur en árið 2005. Þar sem spáð er mikilli umfram eftirspurn á árinu 2006, er þörf á viðeigandi aðgerðum til að tryggja aðhald í fjármálum ríkis og sveitarfélaga. Þessu má ná fram með því að draga úr mikilli nafnaukningu á samneyslu þeirri sem gert er ráð fyrir í fjárlögum, ásamt því að fresta frekari fjárfestingum hins opinbera. Stjórnvöld ættu jafnframt að tilkynna að aukið aðhald verði í ríkisfjármálum árið 2007 ef ekki dragi úr innlendri eftirspurn eins og þörf er á. Mögulegar aðhaldsaðgerðir gætu tekið til fyrirhugaðra skattalækkana, fjárfestinga hins opinbera og samneyslu.
7. Litið fram á veginn þá er tímabært að styrkja enn frekar umgjörð ríkisfjármála með það að markmiði að draga úr sveiflum í efnahagslífinu á komandi árum. Tilkoma útgjaldamarkmiða til fleiri en eins árs í senn var fyrsta skrefið í átt að fjárlagaumgjörð sem byggir á fastmótuðum reglum. Næsta skref er að bæta og treysta fjárlagagerð og eftirfylgni útgjaldaáætlana til að tryggja að stefna í ríkisfjármálum veiti samræmt og verulegt mótvægi við breytileika í eftirspurn einkaaðila sem hefur valdið miklum hagsveiflum á Íslandi. Slík umgjörð ríkisfjármála yki áhrifamátt peningastefnunnar og drægi þannig úr sveiflum sem hafa skapað óvissu og erfiðleika í tímans rás.

Peningastefnan

8. Þörf verður á meiri hækkun stýrivaxta því peningastefnan á fullt í fangi með að halda aftur af verðbólguvæntingum og færa verðbólguna að verðbólgu markmiðinu. Reiknað er með að hækkun á verði innflutnings og innlendra vara og þjónustu muni valda mikilli verðbólgu, þótt dregið hafi úr hækkunum á húsnæðisverði, en það hefur þrýst verðbólgunni talsvert yfir verðbólgu markmiðið að undanfögnu. Auk þess gæti launaþróun leitt til aukins verðbólguþrýstings. Launahækkunarir hafa verið talsvert meiri en samræmist verðbólgu markmiðinu miðað við framleiðniaukningu vinnuafis. Auk þess er hætta á enn meiri launahækkunum vegna hugsanlegrar endurskoðunar á kjarasamningum seinna á árinu. Allir aðilar vinnumarkaðarins þurfa að vera meðvitaðir um að peningastefnan verður að bregðast við launahækkunum sem gætu tafið það að verðbólgu markmiðið næðist.

9. Með tilliti til hættunnar á verðbólgu og hve mikið þarf að draga saman framleiðslu til að ná verðból gumarkmiðinu ef væntingar um áframhaldandi verðbólgu festast í sessi ætti Seðlabankinn að beita ströngu peningalegu aðhaldi. Samt sem áður eru jákvæð merki um að peningastefnan sé farin að hafa meiri áhrif á lánskjör heimila og fyrirtækja. Fylgjast þarf vandlega með þessari þróun til að tryggja hæfilegt aðhald frá peningastefnunni. Auk þess ætti að vera auðveldara að hemja verðbólguvæntingar eftir að byrjað var að tilkynna fyrirfram um dagsetningar vaxtaákvörðanafunda þar sem Seðlabankinn gefur út opinbera yfirlýsingu og skýringar á ákvörðun sinni. Opinskárrí umræða Seðlabankans um það vaxtaferli sem fylgja þarf til að ná verðból gumarkmiðinu ætti einnig að hafa jákvæð áhrif á verðbólguvæntingar.

Fjármálakerfi

10. Fjármálakerfið virðist traust en vinna þarf áfram að því að draga úr veikleikum þess. Efnahagsreikningur íslenskra banka hefur þanist ótrúlega mikið út bæði heima og erlendis. Á alþjóðamörkuðum eru áhyggjur af því að þessi hraði vöxtur hafi dregið fram veikleika í íslenska fjármálakerfinu sem gætu grafið undan heilbrigði þess á meðan hagkerfið leitar jafnvægis á ný. Mögulegir veikleikar eru umtalsverð endurfjármögnunarpörf, gæði útlána, úthaldsgeta bankanna á innlendum húsnæðislánamarkaði og krosseignarhald á hlutafé.
11. Álagspróf, sem hafa verið gerð af Seðlabanka og Fjármálaeftirlitinu, gefa til kynna að eiginfjárstaða bankanna geti staðist mikil áföll. Verði mikil niðursveifla í hagkerfinu myndu áhrifin líklega koma fram í minni hagnaði vegna minni ábata af markaðsviðskiptum, hærri fjármögnunarkostnaðar og aukinna vanskila. Bankar hafa tekið mikilvæg skref til að mæta fjármögnunarpörf til skemmri tíma jafnvel þótt skilyrði á alþjóðamörkuðum versnuðu verulega. Yfirvöld hafa gert viðlagaáætlun sem leitast við að tryggja fjármálalegan stöðugleika, kæmi til kerfislægra vandamála. Vaxandi skilningur bankanna á þörf fyrir vandaða lausafjárstýringu ætti að draga úr hættunni á að svipaðir veikleikar komi fram í framtíðinni. Að auki hafa bankarnir byrjað að draga úr krosseign á hlutabréfum og þannig gert eignarhald gagnsærra en áður. Á þessum stað í hagsveiflunni er einnig mikilvægt að bankarnir séu vel á verði um gæði lánasafna. Í ljósi aðstæðna á alþjóðlegum fjármálamörkuðum þurfa bankarnir að gæta þess að þenja efnahagsreikninginn hægar út en þeir hafa gert að undanfögnu. Yfirvöld þurfa að tryggja að bankarnir haldi áfram að taka á öllum þessum veikleikum í starfsemi sinni.
12. Áframhaldandi styrking Fjármálaeftirlitsins er fagnaðarefni. Til dæmis ætti útvíkkun og kröfuharðari álagspróf að veita alþjóðlegum mörkuðum aukið öryggi sem og vilji bankanna til að birta opinberlega niðurstöðurnar fyrir hvern banka um sig. Til að bæta enn álagsprófin ætti Fjármálaeftirlitið að breyta vaxtaþættinum til að gera hann gagnsærri og að hann endurspegli betur líklegar

breytingar á vaxtaferlinum eftir því sem aðhald peningastefnunnar eykst.

13. Nauðsynlegt er að umbreyta Íbúðalánasjóði hið fyrsta. Umræða er hafin en henni ber að hraða eins og kostur er. Óheilbrigð samkeppni á milli bankanna og hins ríkisstyrkta Íbúðalánasjóðs hefur grafið undan áhrifamætti peningastefunnar, aukið ójafnvægið í hagkerfinu að nauðsynjalausum og ógnað fjármálastöðugleika. Í nútíma iðnvæddu hagkerfi eins og á Íslandi þar sem eru samkeppnisfær einkarekin fjármálafyrirtæki á heimsvísu er engin þörf fyrir viðamikla þátttöku hins opinbera á húsnæðislánamarkaði. Breyting Íbúðalánasjóðs í einkarekna heildsölufjármálastofnun myndi varðveita mikilvæga stærðarhagkvæmni í fjármögnun á húsnæðislánum. Reynslan erlendis frá hefur sýnt að mögulegt er að ná fram félagslegum markmiðum um tryggan aðgang að húsnæðislánum með skilvirkari og sértækari opinberum aðgerðum.
14. Íslensk stjórnvöld hafa sýnt að þau geti brugðist hæfilega við þegar efnahagslegar aðstæður kalla á. Núverandi staða krefst samskonar viðbragða til að tryggja að ójafnvægið í hagkerfinu minnki með skipulögðum hætti og fjármálastöðugleiki haldist.

Peningastefnan og stjórnþæki hennar

Markmið peningastefnunnar

Markmið stefnunnar í peningamálum er stöðugt verðlag. Hinn 27. mars 2001 var tekið upp formlegt verðbólgu­markmið sem hér segir:

- Seðlabankinn stefnir að því að árleg verðbólga, reiknuð sem árleg hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.
- Víki verðbólga meira en ±1½% frá settu marki ber bankanum að gera ríkisstjórninni grein fyrir ástæðu fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hvenær hann telur að verðbólgu­markmiðinu verði náð að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega.
- Seðlabankinn gerir verðbólgu­spár þar sem spáð er a.m.k. tvö ár fram í tímann. Spárnar eru birtar í riti bankans Peningamálum. Þar kemur einnig fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt gerir bankinn grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum.

Með peningastefnunni er miðað að því að halda verðlagi stöðugu og því verður henni ekki beitt til þess að ná öðrum efnahagslegum markmiðum, svo sem jöfnuði í viðskiptum við útlönd eða mikilli atvinnu, nema að því marki sem slíkt samrýmist verðbólgu­markmiði bankans.

Helstu stjórnþæki peningastefnunnar

Seðlabankinn framfylgir peningastefnunni einkum með því að stýra vöxtum á peningamarkaði, fyrst og fremst með ákvörðun ávöxtunar í endurhverfum viðskiptum sínum við lánastofnanir. Ávöxtun á peningamarkaði hefur sterk áhrif á gjaldeyrisstrauma og þar með á gengi krónunnar og til lengdar innlenda eftirspurn. Viðskiptum við lánastofnanir má í grófum dráttum skipta í föst viðskiptaform annars vegar og markaðsaðgerðir hins vegar.

Föst viðskiptaform:

- Viðskiptareikningar geyma óráðstafað fé lánastofnana. Þeir eru uppgjorsreikningar vegna greiðslujöfnunar milli innlánsstofnana og millibankaviðskipta, þar á meðal viðskipta við Seðlabankann. Vextir þessara reikninga mynda gólf fyrir daglánavexti á millibankamarkaði.

Yfirlit vaxta Seðlabankans 20. júní 2006

Viðskiptaform	Vextir nú (%)	Síðast breytt	Breyting (prósentur)	Vextir fyrir ári (%)
Viðskiptareikningar	10,75	21. maí 2006	0,75	8,00
Daglán	13,75	21. maí 2006	0,75	11,00
Innstæðubréf til 90 daga	11,75	21. maí 2006	0,75	9,00
Bindiskylda	11,50	21. maí 2006	0,75	8,75
Endurhverf viðskipti (ávöxtun)	12,25	23. maí 2006	0,75	9,50
Innstæðubréf til 7 daga (ávöxtun)	12,10	23. maí 2006	0,75	9,35

- Daglán eru veitt að ósk lánastofnana og tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í endurhverfum viðskiptum (sjá síðar). Vextir daglána mynda þak yfir daglánavexti á millibankamarkaði.
- Innstæðubréf eru veitt til 90 daga, að ósk lánastofnana. Þau eru ekki skráð en þó hæf í endurhverfum viðskiptum. Hlutverk þeirra er að setja gólf undir ávöxtun þriggja mánaða vaxta á peningamarkaði.
- Bindiskylda er lögð á lánastofnanir sem ekki eru háðar fjárlögum í rekstri sínum. Hún miðast við bindigrunn sem er innstæður, útgefin skuldabréf og peningamarkaðsbréf. Bindihlutfall er 2% fyrir þann hluta bindigrunns sem bundinn er til tveggja ára eða skemur. Binditímabil miðast við 21. dag hvers mánaðar til 20. dags næsta mánaðar og skal innstæða á bindireikningi ná tilskildu hlutfalli að meðaltali á binditímabilinu.

Markaðsaðgerðir:

- Endurhverf viðskipti eru helsta stjórnþæki Seðlabankans. Vikulega eru haldin uppboð á 7 daga samningum. Lánastofnanir þurfa að leggja fram hæf verðbréf, þ.e.a.s. ríkistryggð bréf með virkri viðskiptavakt í Kauphöll Íslands. Uppboðin geta verið ýmist fastverðsuppboð eða uppboð þar sem heildarfjárhæð framboðinna samninga er tilkynnt. Fastverðsuppboð hafa verið reglan til þessa.
- Innstæðubréf til 7 daga eru boðin upp vikulega. Hlutverk þeirra er að mynda mótvægi við tímabundna lausafjárgnótt. Uppboðsaðferð er fastverðsuppboð.
- Viðskipti á verðbréfamarkaði takmarkast við ríkistryggð verðbréf.
- Inngripum á gjaldeyrismarkaði er einungis beitt telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til þess að stuðla að verðbólguþéttu sínu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað stöðugleika fjármálakerfisins.

Annáll efnahags- og peningamála

Mars 2006

Hinn 28. mars gaf alþjóðlega matsfyrirtækið Standard & Poor's í fyrsta sinn út lánshæfiseinkunnir fyrir íslenskan banka, Glitni banka hf. Langtímaskuldbindingar eru metnar A- og skammtímaskuldbindingar A-2. Horfur um breytingar á matinu eru stöðugar.

Hinn 30. mars var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að hækka stýrivexti bankans, þ.e. vexti í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir, um 0,75 prósentur í 11,5%. Aðrir vextir Seðlabankans voru einnig hækkaðir um 0,75 prósentur. Vextir á innstæðubrífum til 7 daga og vextir í endurhverfum viðskiptum hækkuðu 4. apríl en aðrir vextir 1. apríl.

Hinn 31. mars gaf Kaupþing banki út skuldabréf (e. structured covered bonds) að upphæð 43,5 ma. kr. Útgáfan var liður í verðbréfun á íbúðalánum bankans og fékk Aaa lánshæfiseinkunn frá matsfyrirtækinu Moody's Investor Service.

Apríl 2006

Hinn 4. apríl birti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investor Service sérstaka skýrslu (e. special comment) um stöðu efnahagsmála á Íslandi og komst að þeirri niðurstöðu að Ísland stæði ekki frammi fyrir óhóflegum greiðsluhæfis- eða lausafjárvandræðum vegna óstöðugleika sem nýlega hafði gætt í viðskipta- og fjármálaumhverfi landsins. Skýrsluna má nálgast á heimasíðu Moody's.

Hinn 4. apríl staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investor Service A-2 og P-1 lánshæfiseinkunnir Landsbanka Íslands hf. Um leið tilkynnti matsfyrirtækið að horfum á lánshæfiseinkunn fyrir fjárhagslegan styrkleika, C, yrði breytt úr stöðugum í neikvæðar.

Hinn 4. apríl staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investor Service A-1 og P-1 lánshæfiseinkunnir Kaupþings banka hf. Um leið tilkynnti matsfyrirtækið að einkunn fyrir fjárhagslegan styrkleika, C+, yrði tekin til endurskoðunar til hugsanlegrar lækkunar.

Hinn 4. apríl staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investor Service A-1 og P-1 lánshæfiseinkunnir Glitnis banka hf. og stöðugar horfur. Um leið tilkynnti matsfyrirtækið að horfum á lánshæfiseinkunn fyrir fjárhagslegan styrkleika yrði breytt úr stöðugum í neikvæðar.

Hinn 24. apríl staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investor Service lánshæfiseinkunnir ríkissjóðs Íslands, Aaa fyrir langtímaskuldbindingar og P-1 fyrir skammtímaskuldbindingar. Einkunnirnar gilda bæði fyrir erlendar og innlendar skuldbindingar. Horfur eru áfram stöðugar.

Hinn 1. maí tóku gildi endurskoðaðar reglur Seðlabanka Íslands um lausafjárhlutfall. Eitt af markmiðum endurskoðunarinnar var að tryggja að ekki væru viðskipti innan samstæðu í þeim tilgangi að sniðganga reglurnar.

Hinn 1. maí tóku gildi endurskoðaðar reglur Seðlabanka Íslands um gjaldeyrisjöfnuð. Meginbreytingar á reglunum eru tvær: Opin gjald-

eyrisstaða í einstökum gjaldmiðlum var jöfnuð og fjármálastofnanir geta óskað heimildar til að hafa sérstakan jákvæðan gjaldeyrisjöfnuð utan við heildargjalddeyrisjöfnuð til varnar áhrifum gengisbreytinga á eiginfjárlutfall.

Maí 2006

Hinn 4. maí gaf Seðlabanki Íslands út skýrsluna *Fjármálastöðugleiki* fyrir árið 2006.

Hinn 4. maí tilkynntu fjármálaráðuneytið og Lánasýsla ríkisins nýtt markflokkakerfi ríkisbréfa. Fjármálaráðherra fól Lánasýslu ríkisins að taka upp reglulega útgáfu tveggja ára ríkisbréfa og ríkisvixla til þriggja mánaða til þess að styðja við hagstjórn og bæta vaxtamyndun á skuldabréfamarkaði.

Dagana 8. til 15. maí heimsótti sendinefnd frá Alþjóðagjalddeyrisjóðnum Ísland og kynnti sér stöðu efnahagsmála á fundum með fulltrúum stjórnvalda og atvinnulífs. Álit sendinefndarinnar var birt á heimasíðum Seðlabankans og Alþjóðagjalddeyrisjóðsins 15. maí.

Hinn 12. maí tilkynnti Kaupþing banki hf. að gengið hefði verið frá útgáfu víkjandi skuldabréfa að fjárhæð 1.250 milljóna Bandaríkjadala, eða um 88,5 ma.kr. Útgáfan telst til eiginfjárpáttar B (e. Tier 2).

Hinn 18. maí var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að hækka stýrivexti bankans, þ.e. vexti í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir, um 0,75 prósentur í 12,25%. Aðrir vextir Seðlabankans voru einnig hækkaðir um 0,75 prósentur. Vextir á innstæðubréfum til 7 daga og vextir í endurhverfum viðskiptum hækkuðu 23. maí en aðrir vextir 21. maí.

Hinn 24. maí tilkynnti Glitnir banki hf. um kaup á sænska verðbréfa-fyrirtækinu Fischer Partners Fondkommission AB. Kaupverð var 3,7 ma. kr.

Hinn 26. maí fór fram undirritun samnings hjá Lánasýslu ríkisins í tengslum við útgáfu ríkisverðbréfa og viðskiptavakt á eftirmarkaði. Nýjar reglur um fyrirgreiðslu til aðalmiðlara ríkisverðbréfa tóku gildi 30. maí 2006. Eingöngu aðalmiðlarar ríkisverðbréfa, Glitnir, KB Banki, Landsbanki Íslands, MP Fjárfestingabanki og Straumur-Burðarás Fjárfestingabanki, hafa aðgang að verðbréfalánum hjá Lánasýslu ríkisins. Samningurinn nær til allra ríkisverðbréfa í stað tveggja áður.

Hinn 30. maí fór fram útbod hjá Lánasýslu ríkisins á nýjum flokki ríkisvixla til þriggja mánaða, RIKV 06 0901, með gjalddaga 1. september 2006.

Júní 2006

Hinn 5. júní breytti alþjóðlega matsfyrirtækið Standard & Poor's horfum um lánshæfismat ríkissjóðs úr stöðugum í neikvæðar vegna aukinnar hættu á harðri lendingu íslenska hagkerfisins. Matsfyrirtækið staðfesti óbreyttar lánshæfiseinkunnir ríkissjóðs Íslands fyrir langtímaskuldbindingar í erlendri mynt AA- og AA+ fyrir langtímaskuldbindingar í íslenskum krónum. Ennfremur var einkunnin A-1+ fyrir skammtímaskuldbindingar í erlendri mynt og íslenskum krónum staðfest.

Hinn 13. júní tilkynnti Glitnir banki hf. að gengið hefði verið frá útgáfu víkjandi skuldabréfa að fjárhæð 500 milljónir Bandaríkjadala, eða um 37 ma.kr. Útgáfan telst til eiginfjárpáttar B (e. Tier 2).

Hinn 14. júní fór fram útböð hjá Lánasýslu ríkisins á nýjum flokki ríkisbréfa til tveggja ára, RIKB 08 0613, með gjalddaga 13. júní 2008.

Hinn 22. júní var gert tvíþætt samkomulag milli Alþýðusambands Íslands (ASÍ) og Samtaka atvinnulífsins (SA) vegna endurskoðunar kjarasamninga. Í fyrsta lagi er gert samkomulag milli forsendunefndar ASÍ og SA vegna endurskoðunar kjarasamninga um launaþróunartryggingu sem tryggja á starfsmanni að lágmarki 5,5% launahækkun undanengið ár. Einnig gerðu SA og ASÍ ásamt landssamtökum þess samning um 15 þús.kr. taxtaviðauka sem bætist við alla mánaðarlaunataxta frá og með 1. júlí.

Hinn 22. júní tilkynnti ríkisstjórnin um framlag sitt til að greiða fyrir samkomulagi Alþýðusambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins vegna endurskoðunar kjarasamninga. Framlag ríkisstjórnarinnar var í sjö liðum: 1) Persónuafsláttur hækkar um 8,3% til viðbótar 2,25% hækkun sem áður var ákveðin og skattleysismörk verða verðtryggð með vísitölu neysluverðs. 2) Lög um vaxtabætur verða endurskoðuð ef bætur skerðast verulega vegna hækkunar fasteignaverðs. 3) Barnabætur verða greiddar til 18 ára aldurs í stað 16 ára nú. 4) Í stað 2% lækkunar tekjuskattshlutfalls 2007 kemur 1% lækkun. 5) Framlög til fullorðins- og starfsmenntamála verða aukin. 6) Samstarf verður tekið upp við aðila vinnumarkaðarins um málefni útlendinga á vinnumarkaði og svarta atvinnustarfsemi. 7) Atvinnuleysisbætur hækka um 15 þús.kr. á mánuði hinn 1. júlí. Jafnframt verður hámarksfjárhæð tekju- tengdra atvinnuleysisbóta hækkuð úr 180 þús.kr í 185 þús.kr.

Hinn 27. júní samþykkti ríkisstjórnin í framhaldi af samkomulagi aðila vinnumarkaðarins að 1) lækka tímabundið hámarkslánshlutfall Íbúðalánasjóðs úr 90% í 80% af kaupverði og hámarkslán úr 18 m.kr í 17 m.kr.; 2) fresta um tíma útböðum og nýframkvæmdum á vegum ríkisins; 3) taka upp viðræður við sveitarfélögin í landinu um hliðstæðar frestanir á þeirra vegum.

Tölur og myndir

Tölur og myndir miðast almennt við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu 21. júní 2006 en fjármálamarkaðagögn frá 31. maí 2006. Skýringar á merkingu tákna eru á bls. 2.

A		Tölur
101	Tafla 1	Grunnþjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans
102	Tafla 2	Helstu mánaðarlegar vísbendingar
104	Tafla 3	Verðlagsþróun
105	Tafla 4	Vextir
106	Tafla 5	Peningastærðir og útlán
107	Tafla 6	Reikningar lánakerfisins
108	Tafla 7	Fjármálamarkaður
108	Tafla 8	Vinumarkaður
109	Tafla 9	Þjóðhagslegt yfirlit
111	Tafla 10	Greiðslujöfnuður
113	Tafla 11	Erlend staða þjóðarbúsins
114	Tafla 12	Yfirlit um fjármál ríkissjóðs
115	Tafla 13	Fjármál hins opinbera
116	Tafla 14	Velta
116	Tafla 15	Raungengi íslensku krónunnar
117	Tafla 16	Fasteignamarkaður og eignaverð
117	Tafla 17	Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja
118	Tafla 18	Afkoma fyrirtækja
119	Tafla 19	Erlendur samanburður
119	Tafla 20	Alþjóðleg hagþróun
120	Tafla 21	Sögulegar hagtölur
123	Tafla 22	Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins
124	Tafla 23	Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum
B		Myndir
104	Mynd 1	Vísitala neysluverðs janúar 1999 - júní 2006
104	Mynd 2	Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna janúar 1999 - júní 2006
105	Mynd 3	Ávöxtun á peningamarkaði janúar 1997 - maí 2006
105	Mynd 4	Ávöxtun langtímaskuldabréfa janúar 1997 - maí 2006
106	Mynd 5	Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana og grunnfé janúar 1997 - apríl 2006
106	Mynd 6	Útlánaflokkun innlánsstofnana janúar 1992 - apríl 2006
107	Mynd 7	Vöxtur útlána lánakerfisins 1. ársfj. 1994 - 1. ársfj. 2006
107	Mynd 8	Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990 - 2005
108	Mynd 9	Þróun launa og kaupmáttar janúar 1996 - maí 2006
108	Mynd 10	Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka janúar 1996 - maí 2006
109	Mynd 11	Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2005
109	Mynd 12	Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2005
110	Mynd 13	Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2006
110	Mynd 14	Undirþættir hagvaxtar 1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2006
111	Mynd 15	Vöruútflutningur og vöruinnflutningur janúar 1996 - apríl 2006
111	Mynd 16	Útflutt og innflutt þjónusta 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2006
112	Mynd 17	Viðskiptajöfnuður 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2006
112	Mynd 18	Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2006
113	Mynd 19	Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2006

- 113 Mynd 20 Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2005
- 114 Mynd 21 Lánsfjárafgangur og lántökur ríkissjóðs 1991-2005
- 114 Mynd 22 Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 2004-2006
- 115 Mynd 23 Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1991-2005
- 115 Mynd 24 Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2005
- 116 Mynd 25 Veltubreyting milli ára 1998/1 - 2005/6
- 116 Mynd 26 Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1. ársfj. 1980 - 1. ársfj. 2006
- 117 Mynd 27 Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2005
- 117 Mynd 28 Hlutabréfaverð 1998-2006
- 118 Mynd 29 Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka 2000-2005
- 118 Mynd 30 Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 2000-2005
- 122 Mynd 31 Verðbólga 1940-2008
- 122 Mynd 32 Hagvöxtur 1945-2008
- 122 Mynd 33 Viðskiptajöfnuður 1945-2008
- 122 Mynd 34 Raungengi krónunnar 1960-2005
- 122 Mynd 35 Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2008
- 122 Mynd 36 Raunávöxtun og peningamagn 1960-2005
- 123 Mynd 37 Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001
- 123 Mynd 38 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2005
- 124 Mynd 39 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2005
- 124 Mynd 40 Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2005

Tafla 1 Grunnþjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans

Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar ¹	Þjóðhagsþá							
	Núverandi þá				Breyting frá síðustu þá (prósentur)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Einkaneysla	11,9	6,2	0,2	-7,7	-	0,8	-0,3	.
Samneysla	3,2	2,9	3,9	2,8	-	0,1	-0,1	.
Fjármunamyndun	34,5	4,8	-19,6	-11,0	-	0,6	-2,5	.
Atvinnuvegafjárfesting	56,9	3,1	-31,9	-21,9	-	4,2	0,4	.
Fjárfesting í íbúðahúsnæði	10,3	14,9	3,8	-0,4	-	-9,9	-11,9	.
Fjárfesting hins opinbera	-13,5	-9,9	25,9	17,6	-	-2,4	3,2	.
Þjóðarútgjöld	14,9	5,3	-4,2	-6,2	-	0,6	-0,9	.
Útflutningur vöru og þjónustu	3,5	1,4	11,2	14,0	-	-2,0	-1,9	.
Innflutningur vöru og þjónustu	28,4	3,6	-6,0	-2,1	-	-0,9	-6,9	.
Verg landsframleiðsla	5,5	4,8	1,8	-0,5	-	0,6	1,4	.
<i>Ýmsar lykilstærðir</i>								
Landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	996	1.163	1.299	1.370	-	64	131	.
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-16,5	-15,4	-8,0	-1,0	-	-1,3	1,9	.
Launak. á framl. einingu (br. milli ársmeðaltala)	4,7	7,3	8,1	4,1	-1,5	0,9	4,2	.
Atvinnuleysi (% af mannafla)	2,1	1,3	1,9	3,5	-	-0,2	-	.
<i>Stýrivextir og gengi</i>								
Stýrivextir (%)	9,37	12,33	11,70	9,10	-	1,60	0,95	.
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ²	108,6	125,3	130,7	131,5	-	9,6	12,7	.
<i>Verðbólguþá</i>								
Ársfjórðungur	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður		Breyting frá síðustu þá (prósentur)		Ársfjórðungsþýðing á ársgrundvelli (%)			
2006:1	4,5		-0,1		4,5			
2006:2	7,6		3,1		14,7			
2006:3	9,5		4,3		13,2			
2006:4	10,9		5,5		11,4			
2007:1	10,8		5,0		4,1			
2007:2	11,0		4,8		15,6			
2007:3	9,0		3,0		5,2			
2007:4	8,0		2,5		7,5			
2008:1	6,8		1,7		-0,4			
2008:2	5,7		.		10,6			

1. Magnbreytingar frá fyrra ári (%). 2. Breyting frá síðustu þá er prósentubreyting gengisvísitölu.

Tafla 2 Helstu mánaðarlegar vísbendingar

	Verðlag			Gerugi			Ávöxtun (í lok tímabils, %)				Peningastærðir (í lok tímabils) ⁵		
	% -breyting vísitölu neysliverðs ¹		% -breyt. meðal-gengis krónu ^{1,2}	Peningamarkaður		Skuldabréfamarkaður ⁴			12 mán. %-breytingar		Erlent lánsfóð ⁶		
	sl. 1 m.	sl. 12 m.	sl. 1 m.	sl. 12 m.	Endurhverf verðbréfa kaup REIBOR ³	3 mán. ríkisvixlar	5 ára óverðr. ríkisbréf	10 ára spari-skirteini	40 ára íbúðabréf	Grunnfé	M3	Útlán innlánsstofnana	
2000	. .	5,0	. .	-0,1	11,4	12,0	11,5	5,5	6,3	-10,4	11,2	26,2	
2001	. .	6,7	. .	-16,7	10,1	12,5	10,0	5,1	5,9	-14,2	14,9	13,4	
2002	. .	4,8	. .	3,0	5,8	6,2	5,8	4,9	5,2	17,2	15,3	0,9	
2003	. .	2,2	. .	6,4	5,3	5,1	4,8	4,3	4,6	-33,5	17,5	14,8	
2004	. .	3,1	. .	2,1	8,25	8,6	7,4	3,6	4,6	77,7	15,0	39,5	
2005	. .	4,0	. .	11,4	10,50	10,2	9,7	4,1	5,2	23,1	23,2	51,5	
2004													
Ágúst	0,0	3,7	0,5	3,9	6,25	6,6	6,5	7,7	3,7	-15,8	12,6	23,6	
September	0,4	3,4	-0,3	3,6	6,75	6,9	6,8	7,5	3,7	-8,3	18,3	26,6	
Október	0,8	3,7	0,6	3,6	6,75	7,2	7,0	7,8	3,7	3,5	18,1	32,4	
Nóvember	0,2	3,8	1,4	4,6	7,25	7,7	7,5	7,8	3,6	7,4	16,7	34,9	
Desember	0,5	3,9	4,5	8,7	8,25	8,6	7,4	7,9	3,5	77,7	15,0	39,5	
2005													
Janúar	0,1	4,0	1,9	7,2	8,25	8,6	7,1	7,7	3,5	3,9	17,1	37,0	
Febrúar	0,2	4,5	1,6	7,8	8,75	9,0	7,8	7,8	3,4	-13,1	15,5	40,0	
Mars	0,8	4,7	2,2	12,1	9,00	9,2	8,7	7,9	3,6	14,7	14,9	41,4	
Apríl	0,2	4,3	-2,3	11,1	9,00	9,2	8,8	7,7	3,5	-23,4	17,5	47,6	
Mai	-0,5	2,9	-2,6	8,6	9,00	9,2	8,6	7,6	3,6	52,0	18,9	53,5	
Júní	0,7	2,8	2,3	10,4	9,50	9,3	9,2	7,7	3,6	36,0	20,7	53,3	
Júlí	0,1	3,5	1,3	11,5	9,50	9,3	9,4	7,6	3,7	-18,2	19,1	54,8	
Ágúst	0,2	3,7	0,5	11,5	9,50	9,3	9,3	7,6	3,6	-10,9	21,1	50,5	
September	1,5	4,8	2,6	14,7	10,25	10,0	8,4	7,3	3,7	-5,4	12,9	55,8	
Október	0,6	4,6	3,5	18,1	10,25	10,1	9,7	7,8	4,0	-6,4	19,4	49,0	
Nóvember	-0,2	4,2	0,1	16,5	10,25	10,1	9,7	8,0	4,2	15,7	27,3	53,7	
Desember	0,4	4,1	-3,0	8,2	10,50	10,2	9,7	8,0	4,1	23,1	23,2	51,5	
2006													
Janúar	0,3	4,4	1,7	8,0	10,75	10,3	10,2	8,3	4,5	-3,9	18,0	51,2	
Febrúar	-0,1	4,1	-3,1	3,1	10,75	10,4	14,1	8,0	4,0	40,8	20,8	51,8	
Mars	1,1	4,5	-8,2	-7,4	10,75	11,3	12,4	9,1	4,4	85,2	26,4	57,0	
Apríl	1,1	5,5	-8,0	-12,8	11,50	11,7	12,0	10,2	4,3	64,6	26,3	57,8	
Mai	1,4	7,6	0,4	-10,1	12,25	11,9	12,6	10,1	4,0	44,9	22,4	54,0	
Júní	1,2	8,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðalla. 2. M.v. opinbera gengiskráningarvísitölu krónunnar og meðalgengi hvers tímabils. Jákvaett formerki táknar styrkingu gengisins. 3. Meðalvöxtun á millibankamarkaði lánaðstofnana með krónum. 4. Fyrir sparskirteini og íbúðabréf er sýnd ávöxtun umfram verðþryggingu. Váðskipti með íbúðabréf hófust í júlí 2004, áður eru sýndar tölur um húsbref. 5. Árstölur eru breytingar yfir ár. Útlán til innlendra aðila eingöngu frá janúar 2002. Nýjustu tölur eru bráðbirgðatölur. 6. Erlendar skuldir innlánsstofnana.

Tafla 2 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísbendingar

	Gjaldveisurmarkaður og gjaldveisuförðir		Hrein kaup SÍ á markaði		Vöru- skipta- jöfn.		Vöru- útflyt.		Vöru- innflyt.		Útl. verð sj. afurða, 12 mán.		Raun- gengi isl. krónu ¹⁰		Vinnu- At- vinnu- leysi		Ríkisfjármál Tekjujöfn.		Eignaverð											
	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)									
2000	34,2	2,1	0,60	-13,9	-38,0	149,3	187,3	-3,0	96,2	1,3	6,6	5,9	-19,3	13,3	2001	36,6	2,1	0,40	-29,5	-6,7	196,4	203,1	1,6	83,7	1,4	8,8	-0,2	-11,2	3,1	
2002	37,2	2,5	0,20	4,5	13,1	204,3	191,2	3,4	88,5	2,5	7,2	-5,6	16,7	7,5	2003	58,1	3,5	0,25	43,2	-16,9	182,6	199,5	0,4	94,1	3,4	5,6	-7,7	56,4	9,1	
2004	65,6	3,6	0,24	27,2	-37,8	202,4	240,2	0,6	97,2	3,1	4,7	0,0	58,9	23,3	2005	67,3	2,9	0,16	24,6	-94,5	194,4	288,9	8,9	107,0	2,1	6,8	8,6	64,7	31,0	
2004	Ágúst	70,8	3,8	0,30	1,6	14,1	20,6	3,3	96,5	2,9	5,2	-4,8	92,6	9,5	Septem- ber	71,1	3,8	0,29	1,6	0,3	19,4	19,2	4,3	96,5	2,6	5,3	-5,8	109,3	14,3	
2005	Október	66,1	3,5	0,27	1,4	-4,5	17,1	4,9	97,2	2,7	5,3	-2,1	75,1	13,8	Nóvember	67,1	3,6	0,24	4,9	-2,3	18,9	21,2	5,2	98,9	2,6	5,4	-3,8	70,1	17,3	
2006	Desem- ber	65,6	3,6	0,24	1,4	-4,0	16,9	9,2	103,5	2,7	6,0	0,0	58,9	23,3	Janúar	65,0	3,5	0,26	0,8	-4,7	14,1	18,8	9,5	106,0	3,0	6,6	15,2	54,6	27,9	
	Febrúar	60,0	3,2	0,26	0,6	-5,0	16,5	21,4	7,9	107,7	2,8	21,0	43,3	32,2	Mars	59,5	3,1	0,26	0,6	-5,9	16,4	22,3	9,6	110,0	2,6	6,5	11,5	53,5	32,2	
	Apríl	61,5	3,0	0,22	0,6	-4,7	17,2	21,9	8,6	106,7	2,3	5,7	51,8	34,1	Mai	61,7	3,0	0,21	7,3	-8,1	15,8	23,9	8,9	103,9	2,2	6,6	3,7	51,6	38,5	
	Júní	62,4	2,9	0,19	0,6	-6,9	22,7	29,6	8,7	106,6	2,1	5,4	39,9	38,8	Júlí	58,8	2,8	0,17	0,7	-10,0	13,9	23,9	8,1	108,2	2,0	6,6	3,6	38,3	39,4	
	Ágúst	58,3	2,7	0,18	0,8	-13,0	14,4	27,4	10,1	109,4	1,8	4,9	38,0	40,4	Septem- ber	70,7	3,2	0,20	2,5	-10,4	16,9	27,3	11,5	112,6	1,4	6,9	4,4	21,8	37,0	
	Október	59,5	2,7	0,16	3,2	-5,5	16,0	21,6	10,3	116,6	1,4	6,7	39,0	36,4	Nóvember	64,2	2,8	0,16	3,4	-11,0	16,7	27,8	9,0	117,2	1,5	7,3	6,4	48,4	35,5	
	Desem- ber	67,3	2,9	0,16	3,5	-9,4	13,7	23,1	5,1	114,0	1,5	8,6	64,7	31,0	2006	68,5	1,1	0,17	1,4	-11,4	14,1	25,5	6,0	116,3	1,6	8,3	38,0	69,6	25,3	
	Janúar	72,1	1,0	0,12	1,3	-7,2	14,7	22,0	4,5	112,8	1,6	30,8	74,9	21,7	Febrúar	79,9	1,0	0,10	1,6	-13,3	19,9	33,3	4,5	104,3	1,5	8,6	25,4	57,0	20,9	
	Mars	66,2	0,9	0,08	1,5	-9,7	17,7	27,3	5,5	96,8	1,3	19,4	49,7	17,7	Apríl	70,4	...	...	1,8	...	...	...	...	98,8	1,3	8,7	...	52,2	13,2
	Mai	Júní

7. Gjaldveisuförðir í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings sl. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru eftir skammtaskuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka.

9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 10. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag á Íslandi og í 17 helstu vöðskiptalöndum. 1980 = 100. Meðaltal tímabils. 11. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 12. Greiðslugrunnur. Án eignasólu. Leðrétt fyrir órari bókun gjalda jan. - nóv. 2004. 13. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Iðuðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjá sveitarfélög). Árstölur eru breyting yfir ár.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Ríkisbókhald, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

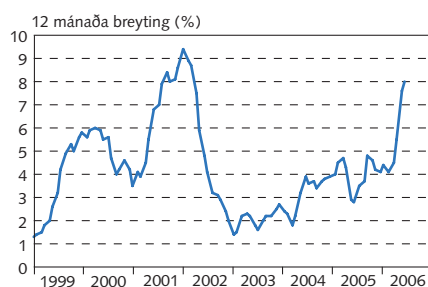
Tafla 3 Verðlagspróun

	2005			2006					
	okt.	nóv.	des.	jan.	feb.	mars	apríl	maí	júní
Vísitala neysluverðs (maí 1988 = 100)	248,4	248,0	248,9	249,7	249,5	252,3	255,2	258,9	261,9
<i>1 mánaðar %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs	0,6	-0,2	0,4	0,3	-0,1	1,1	1,1	1,4	1,2
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	1,4	0,0	-0,0	1,1	0,6	1,0	-0,5	0,5	2,2
Búvara og grænmeti	1,4	-0,3	0,5	2,6	0,7	-0,7	0,3	-1,2	4,3
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks	0,4	-1,5	-0,1	-1,4	-1,5	2,8	2,8	3,2	0,8
Bensín	-2,4	-4,8	-1,5	2,2	1,1	-0,1	6,7	6,5	-2,4
Húsnæði	1,1	0,7	0,8	1,5	0,7	0,9	1,4	1,6	1,7
Opinber þjónusta	0,2	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0
Önnur þjónusta	0,0	0,2	0,8	0,2	0,3	0,4	0,1	0,7	0,3
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	0,5	-0,4	0,2	-23,1	-0,2	1,1	0,8	1,2	...
<i>12 mánaða %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs	4,6	4,2	4,1	4,4	4,1	4,5	5,5	7,6	8,0
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	-0,8	-0,9	-1,5	-0,3	0,4	2,9	4,4	7,5	7,9
Búvara og grænmeti	0,1	0,5	-0,3	1,1	2,7	4,0	6,2	10,8	12,5
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks	-1,4	-2,7	-2,6	-0,8	-1,2	-0,1	2,9	5,5	6,8
Bensín	7,4	4,5	4,1	12,8	13,9	10,7	18,0	21,0	18,3
Húsnæði	18,3	17,8	17,5	17,1	15,2	13,7	12,3	15,3	15,1
Opinber þjónusta	6,8	6,8	6,9	2,6	1,5	1,8	1,5	1,3	0,9
Önnur þjónusta	4,1	4,2	4,6	3,8	3,6	3,5	3,7	4,0	4,2
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	1,5	1,1	1,0	1,3	1,2	2,0	3,3	4,8	...
Vísitala byggingarkostnaðar ²	4,6	4,2	3,9	3,9	3,8	3,9	4,2	5,3	6,9
Fasteignaverð ³	36,4	35,5	31,0	25,3	21,7	20,9	17,7	13,2	...
<i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i>									
Vísitala neysluverðs í Bandaríkjunum	4,3	3,5	3,4	4,0	3,6	3,4	3,5	4,2	...
Vísitala neysluverðs á evrusvæði ⁴	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	...
Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði	13,1	13,2	17,5	16,1	16,5	12,4	22,5	...	...
Olíuverð ⁵	18,0	28,2	44,2	42,7	31,6	17,5	35,8	43,4	...

1. Frábrugðin neysluverðsvísitölu Hagstofunnar að því leyti að eigin húsnæði, menntun og heilsugæslu er sleppt. 2. M.v. mælitíma. 3. Núvirt fermetravæði íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu (staðgreiðsluverð). 4. Samræmd neysluverðsvísitala (HICP). 5. Brent hráolia.

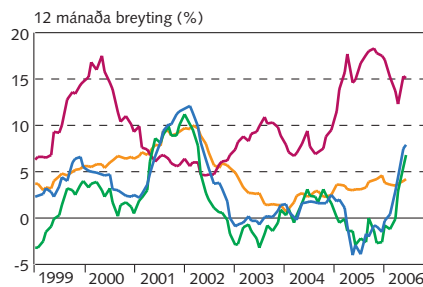
Heimildir: EcoWin, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

Mynd 1
Vísitala neysluverðs
janúar 1999 - júní 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2
Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna
janúar 1999 - júní 2006



— Innlendar vörur án búvöru og grænmetis
— Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks
— Húsnæði
— Þjónusta einkaaðila

Heimild: Hagstofa Íslands.

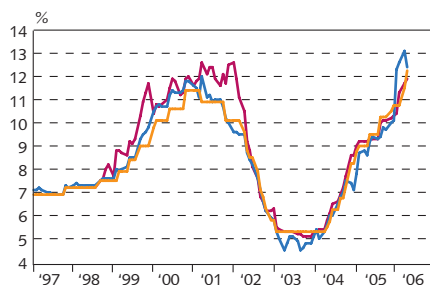
Tafla 4 Vextir

Allar tölur eru í %	Ársméðaltöl ¹			Í lok mánaðar '05		Í lok mánaðar 2006				
	2003	2004	2005	nóv.	des.	jan	feb	mars	apríl	maí
<i>Vextir Seðlabanka Íslands</i>										
Viðskiptareikningar lánastofnana	2,9	3,7	7,7	8,75	9,00	9,00	9,25	9,25	10,00	10,75
Bindiskyldureikningar	4,2	4,9	8,5	9,50	9,75	9,75	10,00	10,00	10,75	11,50
Daglán, forvextir	7,8	8,3	11,0	11,75	12,00	12,00	12,25	12,25	13,00	13,75
Endurhverf verðbréfa	5,4	6,1	9,4	10,25	10,50	10,75	10,75	10,75	11,5	12,25
<i>Ávöxtun á peningamarkaði²</i>										
REIBOR, yfir nótt	5,1	6,1	8,9	9,8	9,3	10,4	10,4	10,4	11,1	11,7
REIBOR, 1 mán.	5,3	6,1	9,1	10,0	10,2	10,4	10,4	11,1	11,1	11,7
REIBOR, 3 mán.	5,3	6,3	9,4	10,1	10,2	10,3	10,4	11,3	11,7	11,9
REIBOR, 6 mán.	5,5	6,5	9,5	10,1	10,1	10,2	10,5	11,4	12,1	12,1
Ríkisvixlar, 3 mán.	5,0	6,1	8,9	9,7	10,0	10,1	12,3	12,6	13,1	12,4
Ríkisvixlar, 6 mán. ³	5,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Ávöxtun á skuldabréfamarkaði⁴</i>										
Ríkisbréf (RIKB 07 0209)	6,8	7,5	9,0	10,0	9,3	9,4	8,9	12,0	11,6	12,3
Ríkisbréf (RIKB 10 0317)	.	7,6	7,7	8,0	7,9	8,3	8,0	9,1	10,4	9,9
Ríkisbréf (RIKB 13 0517)	7,6	7,6	7,6	7,8	7,8	8,3	7,9	8,6	9,1	8,9
Spariskírteini (RIKS 15 1001)	4,4	3,9	3,7	4,2	4,1	4,5	4,0	4,4	4,3	4,0
Íbúðabréf (HFF 15 0914) ⁵	.	3,5	3,7	4,4	4,3	4,6	4,0	4,4	4,3	4,3
Íbúðabréf (HFF 15 0224) ⁵	.	3,8	3,8	4,4	4,3	4,6	4,2	4,4	4,5	4,3
Íbúðabréf (HFF 15 0434) ⁵	.	3,8	3,7	4,2	4,1	4,5	4,1	4,3	4,3	4,1
Íbúðabréf (HFF 15 0644) ⁵	.	3,7	3,7	4,1	4,1	4,4	4,1	4,2	4,2	4,1
<i>Útlánsvextir banka og sparisjóða⁶</i>										
Óverðtryggð skuldabréf, meðalvextir	12,0	12,2	14,8	15,7	16,0	16,0	16,2	16,2	17,0	17,5
Verðtryggð skuldabréf, meðalvextir	9,1	8,0	7,2	6,7	6,7	6,7	6,8	6,8	6,8	7,0
<i>Vextir skv. 10. gr. laga nr. 25/1987 / laga nr. 38/2001⁷</i>										
Dráttarvextir í íslenskum krónum	17,3	17,3	20,3	20,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5

1. Einföld meðaltöl mánaðarlokatalna. Tölur um vexti Seðlabankans eru þó tímavegin meðaltöl. 2. REIBOR eru vextir krónulána á millibankamarkaði. 3. Ríkisvixlar til því sem næst 6 mánaða. 4. Ávöxtun í kaupþilboðum í Kauphöll Íslands. Fyrir verðtryggð skuldabréf er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. 5. Útgáfu húsbrefta og húsnæðisbréfa var hætt 1. júlí 2004. Gefin voru út ný bréf, íbúðabréf og var meginhluta eldri bréfa skipt í þau. 6. Frá 1. júlí 2001 birtir Seðlabankinn vegna meðalvexti banka og sparisjóða einungis sem tölfraeðilegar upplýsingar en ekki til viðmiðunar í ákvæðum lánasamninga. Sjá frétt bankans nr. 26/2001 frá 26. júní 2001. 7. Sýndir eru þeir vextir sem gilda lögformlega í mánuðinum, sbr. lög nr. 38/2001. Dráttarvextir gilda í sex mánuði í senn frá 1. júlí 2001.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

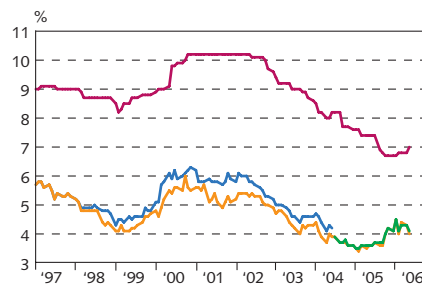
Mynd 3
Ávöxtun á peningamarkaði
janúar 1997 - maí 2006
Í lok mánaðar



— Endurhverfir verðbréfasamningar
— 3 mánaða ríkisvixlar
— 3 mánaða REIBOR á millibankamarkaði

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Ávöxtun langtímaskuldabréfa
janúar 1997 - maí 2006
Í lok mánaðar



— 30 ára íbúðabréf
— 15 ára spariskírteini
— 25 ára húsbref
— Verðtryggð skuldabréf banka

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Peningastærðir og útlán

	Staða í ma.kr. apríl'06	% -breyting yfir ár			1 mán. breyt. í ma.kr.			12 mán. %-breyting		
		2003	2004	2005	febr.'06	mars'06	apríl'06	apríl'04	apríl'05	apríl'06
<i>Úr reikningum Seðlabankans</i>										
Erl. eignir til skamms tíma, nettó	66,2	.	.	.	3,9	7,7	-13,5	.	.	.
Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó	-76,9	.	.	.	-4,7	-1,1	15,2	.	.	.
Kröfur á innlánsstofnanir	86,0	-65,2	32,2	144,8	15,0	11,1	-8,1	-48,1	-53,0	397,7
Grunnfé	42,9	-33,5	77,7	23,1	5,6	18,1	-13,3	-7,7	-23,4	64,6
Seðlar og mynt í umferð	10,1	9,4	9,0	14,8	0,0	0,4	0,1	10,2	10,5	15,2
Sjóður og innstæður innlánsstofnana	32,8	-46,7	121,0	25,6	5,6	17,7	-13,4	-12,0	-33,7	89,5

Úr reikningum innlánsstofnana

Seðlabankaliðir, nettó	-53,7	.	.	.	-9,3	6,6	-5,8	.	.	.
Skammtímaastaða, nettó	-54,5	.	.	.	-9,3	6,8	-5,0	.	.	.
Útlán og markaðsverðbréf ¹	3.651,8	28,2	40,4	75,7	214,1	196,7	193,7	35,9	51,7	83,1
Útlán ²	2.788,9	22,8	43,0	67,7	140,6	231,8	164,8	32,3	55,8	76,6
Opinberir aðilar	12,3	8,1	1,6	-16,1	-1,0	5,4	-4,6	-25,7	-11,2	-9,8
Fjálmálastofnanir aðrar en bankar	33,3	-45,2	.	.	-2,7	7,8	5,8	.	-25,3	117,6
Atvinnuvegir	1.390,3	15,5	2,1	25,1	63,7	112,8	75,3	30,6	35,1	57,3
Einstaklingar	616,2	9,9	8,1	12,7	27,6	21,3	23,5	-2,6	109,5	58,9
Erlendir aðilar	725,0	.	63,1	117,9	55,4	83,1	65,4	163,9	113,2	167,6
Markaðsskuldabréf	390,5	38,3	22,1	64,9	16,3	22,8	18,6	25,3	33,8	78,4
Innlend útlán og markaðsverðbréf	2.599,1	22,6	35,6	54,2	130,1	103,4	87,3	27,7	43,6	56,2
Innlend útlán	2.063,9	14,8	39,5	51,5	85,3	148,7	99,4	23,5	47,6	57,8
Innstæður	877,9	22,5	13,5	29,7	53,5	0,0	88,4	21,3	20,6	46,5
Innlendar innstæður	742,5	.	.	0,0	9,9	62,8	25,6	0,0	17,6	29,2
Verðbréfaútgáfa	2.604,8	106,1	78,8	100,3	149,2	339,8	176,7	122,5	81,0	113,6
Innlend verðbréfaútgáfa	174,1	4,9	25,3	52,8	-2,1	43,8	-3,3	6,7	42,9	45,0
Erlendar skuldir alls ³	3.061,0	67,3	59,2	96,4	298,2	263,3	208,2	77,0	70,4	120,1

Úr reikningum bankakerfisins

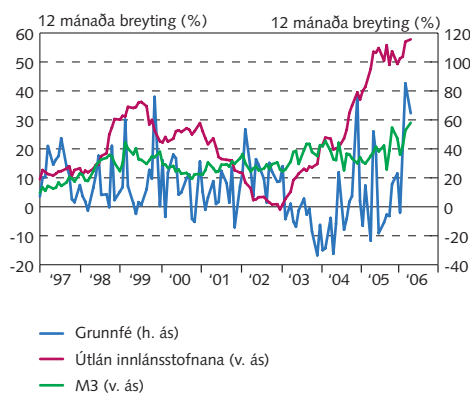
Erlendar eignir, nettó	-879,6	18,5	25,9	55,0	-48,0	-19,0	-61,7	29,6	33,0	67,3
Innlend útlán og markaðsverðbréf	2.312,6	21,6	36,0	44,2	92,7	151,5	115,9	26,7	44,9	51,4
Peningamagn (M1) ⁴	202,1	22,6	30,1	23,5	-3,6	23,9	7,9	32,6	28,1	40,1
Peningamagn og alm. sparifé (M2) ⁵	369,0	18,4	28,0	25,7	-4,0	57,5	18,2	21,7	28,9	42,6
Peningamagn og sparifé (M3) ⁶	752,5	17,5	15,0	23,2	9,9	63,2	25,7	19,2	17,5	29,0
Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) ⁷	926,6	15,5	16,4	27,7	7,8	107,0	22,4	17,2	21,1	31,8

1. Ríkissvælar, hlutabréf og eignarleigusamningar meðtaldir. 2. Raðir fyrir flokkun útlána hafa verið umreiknaðar í kjölfar upptöku ÍSAT lánaflökkunar. Upplýsingar um útlán til erlendra aðila liggja fyrir frá janúar 2001. 3. Frá og með *Peningamálum* 2005/3 táknað þessi liður erlendar skuldir alls, þ.m.t. verðbréfaútgáfu erlendis. 4. Samtala seðla og myntar í umferð og veltiinnlána innlánsstofnana. 5. Seðlar, mynt og óbundnar innstæður innlánsstofnana. 6. M2 auk bundinna innstæðna innlánsstofnana. 7. M3 auk verðbréfaútgáfu innlánsstofnana.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

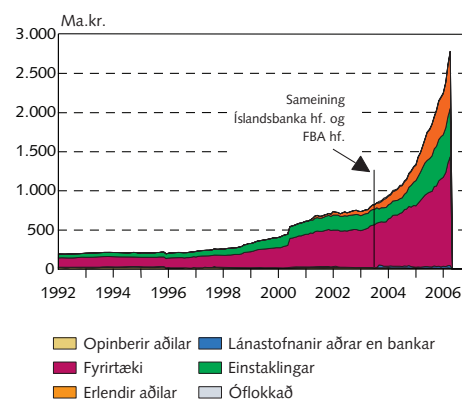
Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana og grunnfé janúar - apríl 2006



Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Útlánaflokkun innlánsstofnana janúar 1992 - apríl 2006¹



1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95 staði. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkuðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Reikningar lánakerfisins¹

Staða í ma.kr.	mar.'06	% -breyting yfir ár						3 mán. %-br. til loka		
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	sep. '05	des.'05	mar.'06
Eignir										
Innlend útlán og verðbréfaeign	3.943,1	17,2	19,2	3,2	11,8	19,7	30,8	4,1	7,7	13,7
Bankakerfi ²	2.436,3	44,4	13,8	8,0	22,4	36,9	50,9	6,9	10,8	13,9
Ýmis lánaþyrntæki	711,8	-3,8	20,8	-2,0	8,0	15,1	8,3	7,5	3,0	3,6
Íbúðalánasjóður	396,0	12,0	18,1	11,5	14,1	0,3	-10,5	1,4	-2,1	-1,0
Bindiskyld lánaþyrntæki ³	281,6	-34,9	30,3	-41,4	-19,0	133,6	75,5	31,1	11,9	10,5
Önnur lánaþyrntæki ⁴	34,2	17,2	16,1	9,0	0,8	-2,4	-23,8	-30,3	5,2	6,9
Lífeyrissjóðir	912,0	4,6	16,4	12,2	13,4	16,5	18,7	5,0	5,6	4,9
Tryggingarfélag	97,2	24,1	12,2	6,3	14,8	4,1	36,3	2,9	4,6	6,5
Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir ⁵	305,7	-14,0	22,3	39,2	47,0	38,9	9,3	3,5	-7,0	9,0
Útlönd	3.624,9	39,6	29,5	-4,6	30,5	41,4	77,0	5,5	22,4	27,2
Lánasjóðir ríkisins	291,7	0,0	31,9	-2,9	-1,2	-4,3	-12,1	-3,3	-3,2	3,5
Milli samtala	8.379,6	18,4	21,6	3,1	19,2	27,8	43,0	5,5	12,0	16,4
frá dragast innbyrðis viðskipti	-4.436,5	20,4	25,4	2,9	30,3	38,6	56,4	6,8	16,2	18,9
Eignir = skuldir	3.943,1	17,2	19,2	3,2	11,8	19,7	30,8	4,1	7,7	13,7
Skuldir										
Innlendar skuldir	2.709,8	7,1	14,1	7,2	19,4	16,5	16,5	5,1	7,3	11,8
Innlán og seðlar	657,8	11,1	14,9	13,4	21,9	9,8	9,8	2,7	4,1	10,2
Skuldabréf og víxlar	264,9	10,1	6,7	0,2	45,2	25,9	25,9	-2,2	-5,3	-4,8
Tryggingarsjóður	56,4	11,5	15,6	4,4	4,7	2,3	2,3	-2,4	-2,3	11,6
Lífeyrissjóðir	1.291,5	9,9	13,7	4,9	21,1	19,8	19,8	4,8	6,9	9,8
Eigið fé lánastofnana	711,5	14,3	26,0	19,4	19,7	71,0	71,0	20,8	13,6	9,4
Annað, nettó	-272,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Erlendar skuldir, nettó	1.233,3	50,2	31,0	-4,8	-5,7	28,7	28,7	1,9	8,7	18,4

Flokkun útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins⁶

Ríkissjóður og ríkisstofnanir	65,7	-8,6	25,8	1,8	0,0	24,1	-62,4	-38,6	-38,8	-11,7
Bæjar- og sveitarfélög ⁷	127,3	15,9	23,0	4,1	6,3	5,1	0,9	2,7	-1,5	6,1
Atvinnuvegir ⁷	2.587,4	22,5	20,7	0,6	18,2	24,5	50,0	7,8	12,1	18,3
Heimili ⁷	1.162,8	17,6	15,5	7,0	14,7	13,6	23,8	6,1	5,8	7,1

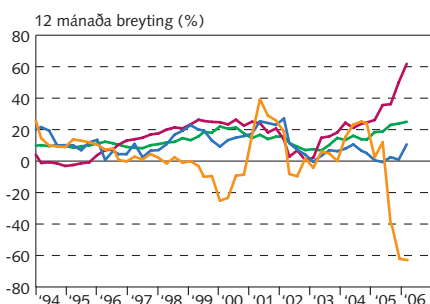
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlaðar tölur að hluta. 2. Í maí 2003 sameinaðist eignarlegan Glitnir Íslandsbanka og færðist við það frá bindiskyldum lánaþyrntækjum yfir til bankakerfis. 3. Bindiskyld lánaþyrntæki eru: Frjálsi fjárfestingarbankinn hf., Framtak fjárfestingarbanki hf., Lýsing, SP-fjármögnun, Europay, Greiðslumiðlun hf., MP fjárfestingarbanki (frá nóvember 2003) og Straumur fjárfestingarbanki (frá janúar 2004). 4. Önnur lánaþyrntæki eru: Lánasjóður landbúnaðarins, Framleiðnisjóður landbúnaðarins, Lánasjóður sveitarfélaga og Byggingastofnun. 5. Frá og með árslokum 2003 eru fjárfestingarsjóðir meðtaldir í þessum geira. 6. Útlánaflokkun er áætluð að hluta. 7. Frá og með september 2003 voru útlán og verðbréfaeign flokkuð sjálfvirk á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkðu.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Vöxtur útlána lánakerfisins
1. ársfj. 1994 - 1. ársfj. 2006

Útlán flokkuð eftir lántakendum¹



— Ríkissjóður og ríkisstofnanir
— Bæjar- og sveitarfélög
— Atvinnuvegir
— Heimili

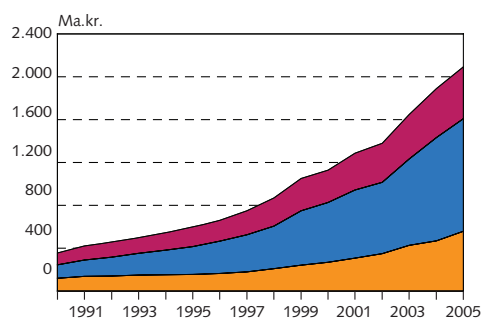
1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Flokkun innlendra skulda lánakerfisins
1990-2005

Staða í árslok á verðlagi hvers tíma



— Innlán og seðlar
— Eignir í lífeyrissjóðum
— Annað

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 7 Fjármálamarkaður

Í lok tímabils	Staða í lok tímabils í ma.kr.			1 mán. %-breytingar			12 mán. %-breytingar		
	2004	2005	apr'06	feb'06	mar'06	apr'06	feb'06	mar'06	apr'06
Peningamarkaður ¹	39,4	84,1	62,2	-3,8	4,9	-11,7	107,9	63,6	7,9
Skuldabréfamarkaður ²	1.734,2	2.768,8	3.476,1	2,8	11,1	8,9	61,1	71,0	80,0
þar af spariskirteini ríkissjóðs	45,1	27,2	27,2	0,2	1,5	1,5	-37,7	-38,7	3,2
þar af húsbref	98,2	53,6	47,9	-3,6	-2,1	-2,2	-40,6	-36,4	-34,6
þar af íbúðabref	340,3	393,4	406,3	-0,9	1,4	2,1	15,7	12,7	15,4
Hlutabréfamarkaður	1.083,7	1.815,9	1.944,2	6,2	-7,9	-5,2	82,5	61,2	45,4
Hlutdeildarskirteini verðbréfasjóða	272,7	328,2	377,5	8,8	4,4	0,0	25,0	23,5	20,0

1. Markaðsvíxlar ríkissjóðs, banka og sparisjóða og fjárfestingarlánasjóða. 2. Spariskirteini, ríkisbref, húsbref, húsnæðisbref, íbúðabref, skráð skuldabref banka, sparisjóða, fjárfestingarlánasjóða, eignarleigna, fyrirtækja og sveitarfélaga og erlendra aðila. Hlutdeildarskirteini verðbréfasjóða ekki meðtalin.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 8 Vinnumarkaður

Breytingar vitalna eru í % en aðrar breytingar sýna fjölgun/fækkun leyfa og starfa	Meðaltöl			1 mán. breyting			12 mán. breyting		
	2004	2005	maí '06	mars '06	apríl '06	maí '06	maí '04	maí '05	maí '06
Launavísitala (1990=100)	215,6	230,1	249,0	0,4	0,4	0,9	4,6	6,6	8,7
Raunlaun (1990=100) ¹	133,9	137,4	139,5	2,9	-0,8	-0,5	1,3	3,6	1,1
Fjöldi útgefina atvinnuleyfa	3.750	6.362	342	-204	183	-638	46	96	-45
Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt	668	1.379	653	64	75	-214	129	978	-1.057
Höfuðborgarsvæðið	204	376	105	-9	-20	-18	26	171	-214

Meðaltal tímabils	2004	2005	2006	mars '06	apríl '06	maí '06	maí '04	maí '05	maí '06
	Fjöldi atvinnulausa	4.893	4.564	3.119	2.417	2.112	2.062	4.900	3.332	2.062
Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	3,4	3,1	2,1	1,5	1,3	1,3	3,3	2,2	1,3
Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	.	.	.	1,3	1,2	1,2	3,1	2,1	1,2

Ársfjórðungslegar mælingar	Meðaltöl			3 mán. %-breyting			12 mán. %-breyting		
	2004	2005	I '06	III '05	IV '05	I '06	I '04	I '05	I '06
Launavísitala (1990=100)	215,5	230,1	244,8	1,2	1,2	4,4	3,5	6,7	8,5
Laun á almennum vinnumarkaði	196,9	210,6	223,9	0,8	1,4	4,5	2,4	8,1	8,0
Laun opinberra starfsmanna og bankamanna	246,3	262,4	279,3	1,8	1,0	4,2	5,0	4,5	9,3

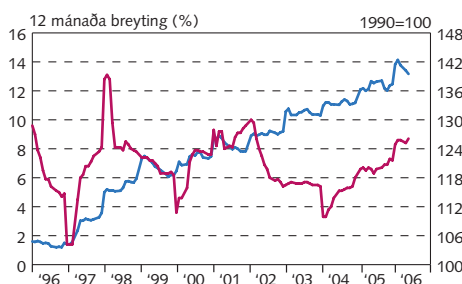
1. Staðvirt með neysluverðsvísitölu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Þróun launa og kaupmáttar
janúar 1996 - maí 2006

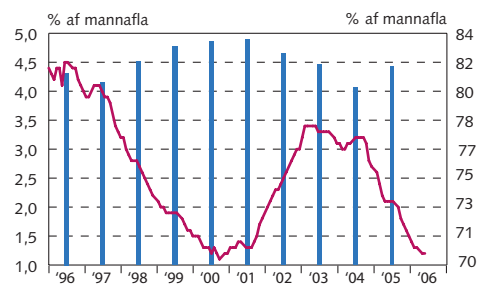
Raunlaun eru launavísitala staðvirt með vísitölu neysluverðs



— Raunlaun (h. ás)
— 12 mánaða breyting launavísitölu (v. ás)

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Atvinnuleysi og atvinnuþáttaka¹
janúar 1996 - maí 2006

■ Atvinnuþáttaka (h. ás)
— Atvinnuleysi (árstíðaleiðrétt) (v. ás)

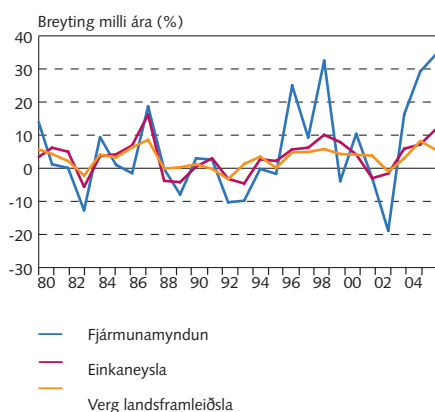
1. Vinnuþáttakáskönnun Hagstofunnar 1996-2005.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 9 Þjóðhagslegt yfirlit - árlegar tölur (frh. á næstu bls.)

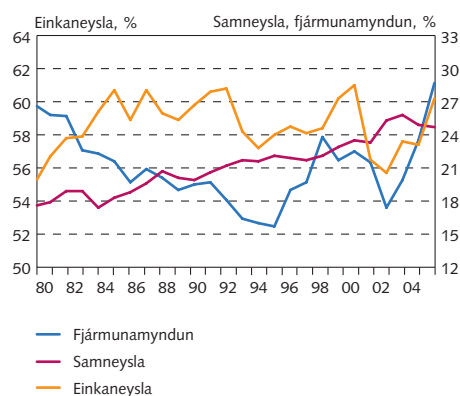
Milljarðar króna	2000	2001	2002	2003	2004	Áætlun 2005
Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs	678,3	764,9	799,6	827,9	916,8	996,0
Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs	-69,4	-33,4	12,6	-41,0	-85,3	-164,1
VLF, fast verðlag ²	678,3	704,1	696,7	717,8	776,7	819,7
<i>Magnbreytingar í %²</i>						
Einkaneysla	4,2	-3,0	-1,6	5,9	7,2	11,9
Samneysla	4,3	3,1	5,1	1,6	2,9	3,2
Fjármunamyndun	10,4	-3,0	-18,9	16,3	29,2	34,5
Atvinnuvegir	8,8	-9,8	-25,1	26,0	34,4	57,2
Íbúðarhúsnæði	12,9	12,1	12,4	3,9	13,8	10,4
Hið opinbera	14,7	7,9	-30,5	5,2	34,4	-13,4
Þjóðarútgjöld	5,7	-2,3	-3,5	6,4	10,4	14,9
Útflutningur vöru og þjónustu	4,3	7,4	3,8	1,6	8,4	3,5
Vöruútflutningur	-1,3	7,2	6,6	-1,2	9,2	-0,4
Þjónustuútflutningur	16,3	7,7	-1,7	7,3	7,0	10,5
Innflutningur vöru og þjónustu	8,6	-9,1	-2,6	10,8	14,4	28,4
Vöruinnflutningur	2,8	-10,0	-3,4	7,3	15,8	25,0
Þjónustuinnflutningur	21,5	-7,3	-1,0	17,2	12,1	34,7
Verg landsframleiðsla (VLF)	4,1	3,8	-1,0	3,0	8,2	5,5
Vergar þjóðartekjur	2,4	2,8	3,0	-0,2	5,8	6,7
Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta	-2,4	0,3	0,6	-4,1	-1,3	1,0
<i>Hlutföll af VLF (%)</i>						
Einkaneysla	61,0	56,5	55,7	57,6	57,4	60,2
Fjármunamyndun	22,5	21,5	17,4	19,9	23,5	28,7
Viðskiptajöfnuður	-10,2	-4,4	1,6	-5,0	-9,3	-16,5
Þjóðhagslegur sparnaður	12,7	16,9	19,0	14,8	14,1	12,1

Mynd 11
Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu
og fjármunamyndunar 1980-2005¹



1. Bráðabirgðatölur 2005.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 12
Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun
sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2005¹



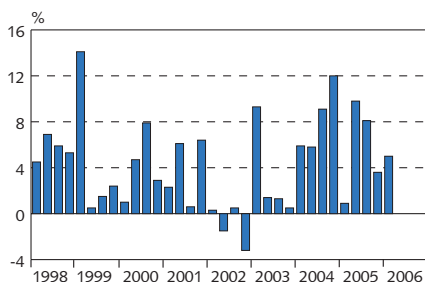
1. Bráðabirgðatölur 2005.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 9 (frh.) Þjóðhagslegt yfirlit - ársfjórðungslegar tölur

Milljónir króna á verðlagi hvers árs	Einkaneysla	Samneysla	Fjármunamyndun	Birgðabreyt.	Þjóðarútgjöld	Útflutn.	Innflutn.	Verg landsframléiðsla
2002: 1.ársfj.	104.570	49.414	32.772	-339	186.416	75.597	-71.277	190.736
2002: 2.ársfj.	112.955	49.865	34.263	-896	196.187	78.495	-75.354	199.328
2002: 3.ársfj.	112.428	51.219	36.478	825	200.951	79.996	-75.266	205.681
2002: 4.ársfj.	115.666	51.638	35.781	228	203.314	71.520	-71.018	203.815
2003: 1.ársfj.	111.247	52.449	37.708	2.261	203.666	70.906	-67.695	206.877
2003: 2.ársfj.	120.113	53.005	40.156	-353	212.920	67.861	-78.552	202.229
2003: 3.ársfj.	120.272	53.920	43.937	34	218.163	80.326	-87.508	210.981
2003: 4.ársfj.	125.248	54.127	42.897	-3.395	218.877	69.460	-80.559	207.777
2004: 1.ársfj.	122.378	55.961	47.022	3.412	228.774	73.098	-79.431	222.441
2004: 2.ársfj.	132.310	57.083	50.171	-1.108	238.456	75.170	-94.599	219.028
2004: 3.ársfj.	130.773	58.070	58.319	-3.596	243.566	90.028	-96.826	236.767
2004: 4.ársfj.	140.347	57.172	60.135	374	258.028	78.607	-98.106	238.529
2005: 1.ársfj.	137.249	59.432	56.066	4.068	256.815	70.147	-94.338	232.624
2005: 2.ársfj.	154.168	61.301	67.044	-4.904	277.608	82.037	-113.117	246.529
2005: 3.ársfj.	149.933	63.256	84.271	2.093	299.552	82.162	-120.424	261.290
2005: 4.ársfj.	157.872	62.336	78.552	-2.119	296.642	79.604	-120.699	255.547
<i>Magnbreyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)¹</i>								
2002: 1.ársfj.	-4,9	4,0	-26,8	.	-6,5	3,3	-13,9	0,3
2002: 2.ársfj.	-2,1	4,0	-19,3	.	-4,8	11,9	2,2	-1,5
2002: 3.ársfj.	-0,4	6,0	-15,7	.	-2,0	2,2	-3,4	0,5
2002: 4.ársfj.	0,7	6,3	-13,7	.	-0,9	-1,7	6,5	-3,2
2003: 1.ársfj.	5,2	1,9	15,6	.	7,7	5,9	1,3	9,3
2003: 2.ársfj.	5,7	2,1	16,7	.	7,1	-3,8	10,8	1,4
2003: 3.ársfj.	5,7	1,4	16,0	.	6,0	4,0	16,4	1,3
2003: 4.ársfj.	6,8	1,1	16,6	.	5,1	0,6	13,8	0,5
2004: 1.ársfj.	7,8	3,0	24,3	.	10,0	4,9	16,9	5,9
2004: 2.ársfj.	6,8	3,7	21,7	.	8,6	6,1	13,8	5,8
2004: 3.ársfj.	5,5	3,6	30,1	.	8,2	10,3	7,5	9,1
2004: 4.ársfj.	8,6	1,1	39,2	.	14,8	12,2	20,4	12,0
2005: 1.ársfj.	9,0	2,3	17,8	.	9,4	-1,8	22,5	0,9
2005: 2.ársfj.	14,6	3,2	34,5	.	14,4	12,9	24,0	9,8
2005: 3.ársfj.	13,1	3,7	48,3	.	22,0	-3,6	32,1	8,1
2005: 4.ársfj.	10,6	3,6	35,4	.	13,8	7,8	33,9	3,6
2006: 1.ársfj.	12,6	3,8	36,6	.	13,7	-6,4	19,5	5,0

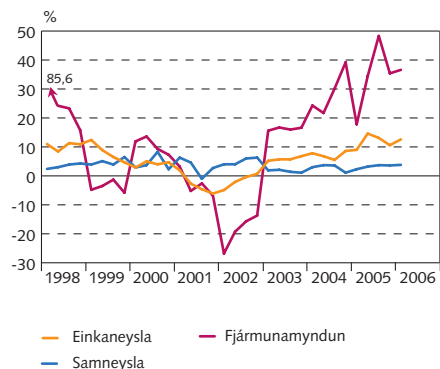
1. Í september 2005 var tekin upp árleg keðjutenging við útreikning magnbreytinga í stað viðmiðunar við fast verð tiltekins árs og voru tölur fyrir ára endurreiknaðar á þann hátt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 13
Ársfjórðungslegur hagvöxtur
1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2006¹
Magnbreyting vergrar landsframl. yfir fjóra ársfjórðunga



1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 14
Undirþættir hagvaxtar
1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2006¹
Magnbreytingar frá sama fjórðungi árið áður



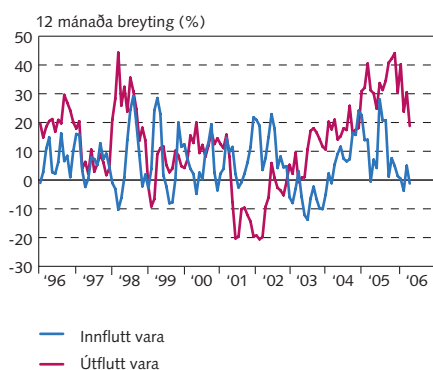
1. Bráðabirgðatölur 2004 og áætlaðar tölur 2005.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla 10 Greiðslujöfnuður¹ (frh. á næstu síðu)

Vöruviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í % m.v.		
	2002	2003	2004	2005	Jan.-apr. '06	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Vöruskiptajöfnuður	13,1	-16,9	-37,8	-94,5	-41,6	.	.	.
Útfluttar vörur f.o.b.	204,3	182,6	202,4	194,4	66,4	-1,2	-0,5	6,4
Útfluttar vörur án skipa og flugvéla	202,0	181,2	201,6	184,7	66,3	-0,2	-0,1	2,2
Sjávararafurðir	128,6	113,7	121,7	110,1	38,4	-6,5	-5,0	-0,0
Ál og kísiljárn	43,5	40,3	42,6	42,1	16,9	11,7	18,1	10,2
Aðrar iðnaðarvörur	14,5	21,6	28,4	24,7	8,5	13,2	-5,6	1,5
Innfluttar vörur f.o.b.	191,2	199,5	240,2	288,9	108,0	19,0	29,0	33,0
Innfluttar vörur án skipa og flugvéla	180,0	195,7	231,7	276,8	105,9	24,7	33,7	35,9
Neysluvörur	59,5	66,3	77,2	92,1	32,8	13,7	25,8	29,4
Fjárfestingarvörur (án flutn.tækja)	38,6	46,1	52,8	67,2	28,2	43,7	60,3	54,8

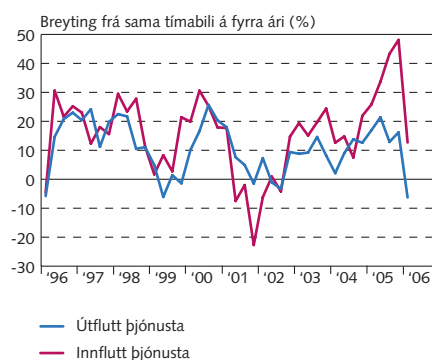
Þjónustu- og þáttaviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í % m.v.		
	2002	2003	2004	2005	1. ársfj. '06	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Þjónustujöfnuður	-0,7	-9,2	-14,4	-34,3	-15,2	.	.	.
Útflutt þjónusta, alls	101,2	105,6	113,9	125,7	24,1	-6,4	3,4	14,5
Samgöngur	48,5	50,2	63,2	65,3	11,7	-18,0	-15,0	4,3
Ferðalög	22,8	24,5	26,1	25,8	3,7	14,0	12,8	10,2
Önnur þjónusta	29,9	30,9	24,6	34,6	8,7	5,9	37,8	44,1
Innflutt þjónusta, alls	-101,9	-114,8	-128,3	-160,0	-39,2	12,8	26,4	32,1
Samgöngur	-38,6	-39,7	-48,8	-55,5	-11,8	-13,8	1,3	13,6
Ferðalög	-33,4	-39,8	-48,5	-61,2	-14,4	28,5	36,2	39,0
Önnur þjónusta	-29,9	-35,3	-31,0	-43,2	-13,1	31,7	50,5	50,1
Jöfnuður þáttatekna	-1,9	-14,8	-40,0	-35,3	-19,1	.	.	.
Tekjur	27,2	28,5	32,6	94,1	27,1	123,8	264,6	197,7
Laun	5,4	6,2	5,6	4,6	1,4	16,6	5,5	-0,1
Vextir	4,8	4,3	8,6	21,4	11,2	240,8	248,9	213,4
Ávöxtun hlutafjár ³	16,9	18,0	18,4	68,0	14,5	89,8	324,4	233,9
Gjöld	-29,1	-43,4	-72,7	-129,4	-46,1	131,6	139,8	114,5
Laun	-0,7	-0,5	-0,8	-1,5	-0,6	122,7	120,3	139,2
Vextir	-29,2	-29,4	-35,5	-61,1	-24,7	123,5	118,8	108,9
Ávöxtun hlutafjár ³	0,8	-13,5	-36,4	-66,8	-20,9	142,2	157,7	119,4
Rekstrarframlög	1,2	-1,2	-1,2	-1,7	-0,5	168,5	163,5	114,6
Viðskiptajöfnuður	12,6	-41,0	-92,2	-164,5	-66,3	.	.	.

Mynd 15
Vöruútflutningur og vöruinnflutningur
janúar 1996 - apríl 2006
Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal á föstu gengi



Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16
Útflutt og innflutt þjónusta
1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2006
Á föstu gengi



Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

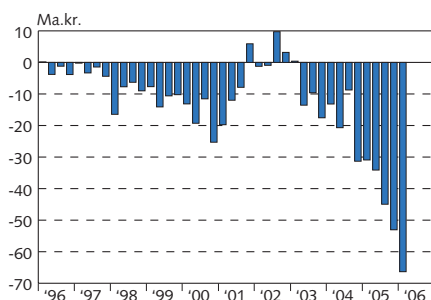
Tafla 10 Greiðslujöfnuður (frh.)¹

	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í ma.kr. m.v.		
	2002	2003	2004	2005	1. ársfj. '06	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Fjármagnsjöfnuður	-8,4	16,3	125,6	118,2	64,7	.	.	.
Fjárframlög	-0,1	-0,4	-0,2	-1,7	-0,5	-0,2	-0,7	-1,3
Fjármagnshreyfingar ⁴	-8,3	16,7	125,8	119,9	65,2	-64,3	-136,7	-179,3
Hreyfingar án forða	-2,6	40,1	140,1	124,6	68,9	-57,1	-133,9	-170,1
Bein fjárfesting, nettó	-21,3	-4,1	-128,1	-285,8	10,0	26,3	-36,3	-139,7
Erlendis	-29,6	-28,5	-179,8	-439,2	-12,0	18,9	-143,4	-246,6
Á Íslandi	8,3	24,4	51,6	153,3	22,1	7,4	107,1	106,9
Verðbréfavíðskipti, nettó	13,6	228,0	474,5	780,1	91,2	-101,2	-74,1	147,8
Erlend verðbréf	-28,9	-45,4	-107,3	-283,9	-47,4	-28,4	-124,8	-231,6
Hlutafé	-23,8	-40,6	-110,4	-193,9	-29,4	-13,9	-59,8	-128,8
Skuldaskjöl	-5,1	-4,8	3,1	-90,0	-18,0	-14,5	-65,0	-102,8
Innlend verðbréf	42,5	273,3	581,8	1.064,0	138,6	-72,8	50,7	379,4
Hlutafé	4,5	-5,6	20,2	4,5	-3,4	-1,3	-3,0	-13,7
Skuldaskjöl	38,0	278,9	561,6	1.059,5	142,0	-71,5	53,7	393,1
Aðrar fjármagnshreyfingar, nettó ⁴	5,0	-183,8	-206,4	-369,6	-32,4	17,8	-23,6	-178,2
Eignir	-30,4	-156,1	-237,6	-687,5	-262,1	-214,6	-399,9	-664,7
Skuldir	35,5	-27,7	31,2	317,9	229,7	232,4	376,3	486,4
Gjaldeyrisforði (- aukning)	-5,7	-23,4	-14,2	-4,7	-3,7	-7,3	-2,7	-9,2
Skekkjur og vantalið, nettó	-4,2	24,7	-33,4	46,3	1,7	.	.	.
<i>Liðir til skýringa:</i>								
Skuldabréf, lán o.fl., nettó	32,3	67,0	344,1	595,1	87,9	-75,4	-37,5	103,0
Eignir	-41,2	-184,3	-248,7	-782,2	-283,8	-236,3	-467,6	-776,6
Seðlabankinn	-5,7	-23,3	-14,2	-4,7	-3,7	-7,3	-2,7	-9,2
Hið opinbera	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-
Innlánsstofnanir	-35,3	-162,6	-220,8	-729,1	-248,8	-203,5	-417,3	-704,5
Aðrir	-0,3	1,7	-13,7	-48,4	-31,3	-25,6	-47,5	-63,0
Skuldir	73,5	251,3	592,8	1377,4	371,7	160,9	430,1	879,5
Seðlabankinn	4,8	-15,9	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1
Hið opinbera	9,7	-10,4	9,9	-32,3	3,3	16,0	1,6	-7,8
Innlánsstofnanir	49,4	264,3	582,9	1302,5	363,8	140,1	369,5	770,0
Aðrir	9,5	13,2	-0,1	107,1	4,4	4,8	58,5	117,3

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 2. Breytingar á undirliðum vöruskipta- og þjónustujafnaðar eru sýndar í % en á undirliðum fjármagnsjafnaðar sem krónur. Allar breytingar eru reiknaðar á föstu gengi. 3. Arðgreiðslur og endurfjárfesting hagnaðar í beinni fjárfestingu. 4. Flæði til landsins er með jákvæðu formerki og stafar af lækku á erlendri eign eða skuldaaukningu, en flæði frá landinu er með neikvæðu formerki, þ.e. eignaaaukning eða endurgreiðsla skulda.

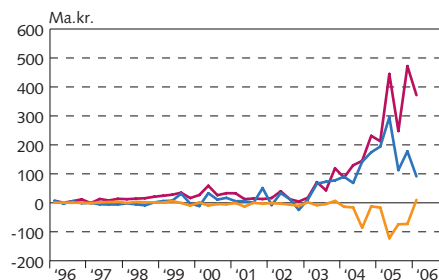
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 17
Viðskiptajöfnuður
1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2006
Á gengi hvers tíma



Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 18
Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar
1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2006
Á gengi hvers tíma



— Bein fjárfesting, nettó
— Erlend verðbréfafjárfesting
— Skuldir (lán, verðbréfaútgáfa), nettó

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 11 Erlend staða þjóðarbúsins

Ma.kr.	Staða í lok tímabils								
	2001	2002	2003	2004	2005	júní '05	sept '05	des. '05	mars '06
Hrein staða við útlönd	-596,3	-579,7	-557,9	-665,7	-828,9	-856,7	-843,4	-804,2	-995,2
Erlendar eignir	415,9	409,4	708,2	1.153,5	2.398,4	1.595,0	1.753,9	2.440,3	3.070,1
Bein fjárfesting	86,8	101,3	122,5	245,0	597,0	317,4	366,3	618,9	639,2
Eigið fjármagn	66,8	82,3	110,5	210,6	461,3	273,9	315,1	516,1	531,2
Lán til tengdra félaga	19,9	19,0	12,1	34,3	135,7	43,5	51,1	102,9	108,0
Erlend markaðsverðbréf	197,3	159,7	262,3	374,2	627,6	424,0	512,6	648,0	819,9
Hlutabréf	184,8	149,3	239,2	356,4	528,2	386,2	459,4	544,9	687,2
Skuldaskjöl	12,5	10,4	23,1	17,8	99,4	37,8	53,2	103,1	132,7
Aðrar fjáreignir en forði	95,2	111,2	265,2	468,7	1.106,5	791,2	804,4	1.106,1	1.531,1
Gjaldeyrisforði	36,6	37,2	58,1	65,6	67,3	62,4	70,7	67,3	79,9
Erlendar skuldir alls	1.012,2	989,1	1.266,1	1.824,7	3.244,5	2.451,7	2.597,2	3.244,5	4.065,3
Bein fjárfesting á Íslandi	70,7	64,3	84,6	127,4	252,0	140,7	149,6	252,0	278,8
Eigið fjármagn	62,9	56,1	61,8	94,1	228,3	108,6	105,6	228,3	254,8
Lán frá tengdum félögum	7,8	8,2	22,8	33,3	23,7	32,1	44,0	23,7	23,9
Innlend markaðsverðbréf	471,3	490,2	776,1	1.302,3	2.302,9	1.823,0	1.926,4	2.302,9	2.775,7
Hlutafé	12,1	35,7	42,5	86,6	141,7	102,4	118,1	141,7	160,3
Skuldaskjöl	459,2	454,4	733,6	1.215,7	2.161,2	1.720,6	1.808,2	2.161,2	2.615,3
Aðrar erlendar skuldir	470,2	434,6	405,4	395,1	689,6	488,0	521,3	689,6	1.010,9
Löng lán	377,0	296,2	259,2	213,3	363,7	223,1	233,8	363,7	311,3
Skammtímaskuldir	93,2	138,4	146,2	181,8	325,9	264,9	287,5	325,8	699,6
<i>Liðir til skýringar</i>									
Áhættufjármagn, nettó	188,8	150,5	234,6	388,7	770,1	460,5	557,9	770,1	887,3
Skuldabréf, lán o.fl., nettó	-785,1	-730,2	-792,5	-1.058,5	-1.574,3	-1.317,0	-1.401,0	-1.552,6	-1.882,5
Seðlabankinn	21,7	20,8	58,1	65,5	67,2	62,2	70,5	67,2	79,5
Hið opinbera	-239,8	-227,2	-220,9	-212,4	-169,1	-193,5	-176,7	-168,8	-188,2
Innlánsstofnanir	-373,7	-361,8	-471,1	-778,2	-1.287,8	-1.041,2	-1.137,2	-1.268,5	-1.574,1
Aðrir gearar	-193,2	-162,0	-158,6	-133,5	-184,7	-144,5	-157,7	-182,6	-199,7
<i>Hlutföll af landsframleiðslu (%)¹</i>									
Hrein erlend staða	-76,3	-69,9	-70,2	-82,1	-86,2	-85,5	-92,2	-86,2	-88,6
Hreinar erlendar skuldir ²	100,4	99,3	100,1	130,6	161,4	130,2	147,0	161,4	167,6
Vergar erlendar skuldir ²	118,9	142,7	144,3	198,8	293,8	218,3	244,4	293,8	322,8
Langtímaskuldir	96,9	109,1	110,0	159,9	245,2	178,8	204,4	245,2	249,1
Skammtímaskuldir	22,0	33,6	34,3	38,9	48,6	39,5	40,0	48,6	73,7

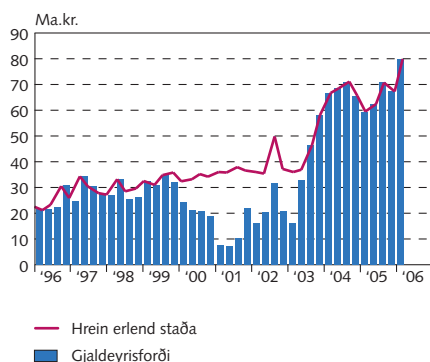
1. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. Skuldastaða í lok ársfjórðungs er reiknuð beint í hlutfalli við ætlaða landsframleiðslu ársins. 2. Án áhættufjármagns.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða
Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2006

Á gengi hvers tíma

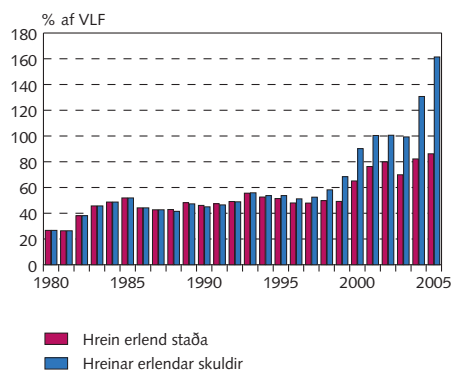


Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 20

Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2005¹

Í árslok



1. Hrein erlend staða er neikvæð sbr. töflu 11 og er hér sýnd með öfugu formerki. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

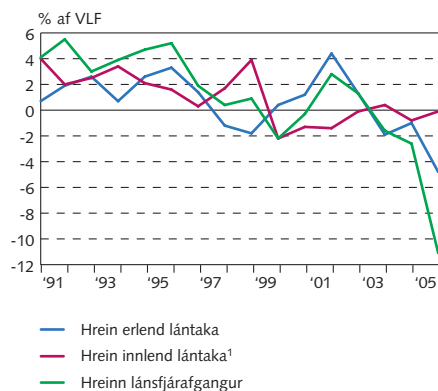
Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs¹

Fjárhæðir eru í ma.kr.	Rekstrargrunnur (skv. ríkisreikn.)			Jan.-des.		% -breyt. milli ára	Jan.-apríl		% -breyt. milli ára
	2002	2003	2004	2004	2005		2005	2006	
Tekjur	259,2	274,6	302,4	280,7	399,3	42,2	114,3	124,6	9,0
Gjöld	267,3	280,7	300,4	280,4	308,4	10,0	103,2	100,5	290,1
Afgangur	-8,1	-6,1	2,0	0,3	90,9	.	11,1	24,1	.
Viðskiptareikningar, nettóinnheimta	-14,7	8,9	-3,8	-0,6	-1,3	.	2,0	0,2	.
Lánveitingar, nettó (innstreymi)	12,0	5,7	26,3	26,4	13,7	.	6,5	-1,2	.
Hlutafjárviðskipti og stofnfé	0,0	4,8	-0,7	-0,4	10,6	.	-0,2	-1,2	.
Afgangur fyrir lántökur	-10,9	13,3	23,8	25,7	113,9	.	19,4	21,9	.
Lífeyrissjóðir og ógreiddir vextir ²	-0,7	-9,9	-12,8	-10,8	-5,5	.	-1,2	-1,3	.
Hreinar, formlegar lántökur	10,0	-2,9	-3,6	-6,6	-52,1	.	-15,9	-25,2	.
Stuttar innlendar	0,0	8,5	-6,0	-6,0	-0,5	.	-0,4	-7,2	.
Langar innlendar	-0,5	4,6	11,3	8,5	-3,9	.	-11,0	0,9	.
Erlendar	10,5	-16,0	-8,9	-9,1	-47,7	.	-4,4	-19,0	.
Greiðslujöfnuður	-1,6	0,5	7,4	8,3	56,3	.	2,3	-4,7	.
<i>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</i>									
Tekjur alls	259,2	274,6	302,4	280,7	399,3	42,2	109,4	135,0	23,5
Tekjuskattur einstaklinga	55,1	58,0	65,0	62,6	69,0	10,3	25,3	27,9	10,4
Aðrir tekju- og eignarskattar ³	27,5	30,8	38,3	32,8	48,1	46,7	19,5	29,8	53,3
Virðisaukaskattur	76,3	80,9	96,4	91,1	111,2	22,1	31,9	38,2	19,7
Vörugjöld og innflutningsskattar ⁴	14,6	16,9	20,3	20,8	26,3	26,6	7,0	9,0	29,5
Tryggingagjöld	23,4	26,3	28,4	27,8	32,3	16,2	10,1	11,7	15,6
Aðrir skattar ⁵	23,6	25,9	27,3	25,7	27,9	8,6	8,1	8,8	9,1
Vextir, arður og leiga	18,7	14,4	13,9	12,0	16,6	38,7	3,9	4,7	19,6
Eignasala/endurmat fyrirtækja	11,7	12,0	1,1	0,2	58,5	.	0,1	1,4	.
Aðrar tekjur ⁶	8,3	9,3	11,8	7,8	9,3	19,4	3,5	2,7	-23,5
Gjöld alls ⁷	267,3	280,7	300,4	280,4	308,4	10,0	92,8	100,3	8,1
Rekstrargjöld	116,8	110,1	138,9	136,1	154,1	13,2	44,8	51,3	14,3
Rekstrar- og neyslutilfærslur	112,6	129,5	124,4	111,5	120,9	8,4	37,6	42,8	13,9
Fjármagnskostnaður	16,0	15,3	14,2	13,1	17,7	35,2	3,7	1,7	-54,7
Viðhald	6,1	6,3	5,0	3,7	3,6	-0,4	0,6	0,9	49,0
Fjárfesting	15,8	19,6	18,0	16,1	12,1	-24,6	5,9	3,6	-40,3

1. Fyrstu þrjú dalkar á rekstrargrunni skv. ríkisreikningi, hinir sex skv. greiðslubókhalda. 2. Fólgin lántaka í uppsöfnun lífeyrisskuldbindinga og spariskirteinavaxta. 3. Gjald í framkvæmdasjóð aldraðra, fjármagnstekjuskattur, tekjuskattur félaga, eignarskattar, erfðafjárskattur, stimpilgjöld. 4. Vörugjald, sérstakt og almennt vörugjald af bensíni, vörugjöld af ökutækjum, almenn innflutningsgjöld. 5. Þyngst vega bifreiðagjöld og tekjur af áfengi. 6. Dómsmálagjöld, leyfisgjöld, sektir o.fl. 7. Breytt bókun gjalda gerir samanburð 2003 til 2005 varhugaverðan.

Heimild: Ríkisreikningur, mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

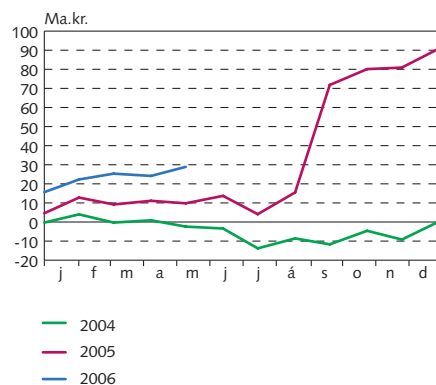
Mynd 21
Lánsfjárafgangur og lántökur ríkissjóðs
1991-2005



1. Þ.m.t. hækkun lífeyrisskuldbindinga og ógreiddra vaxta til langs tíma.
Heimildir: Ríkisreikningur, fjárlög, áætlanir Seðlabankans 2004-2005.

Mynd 22
Mánaðarlegur tekjuafgangur
ríkissjóðs 2004-2006

Frá ársbyrjun til loka mánaðar



Heimild: Mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

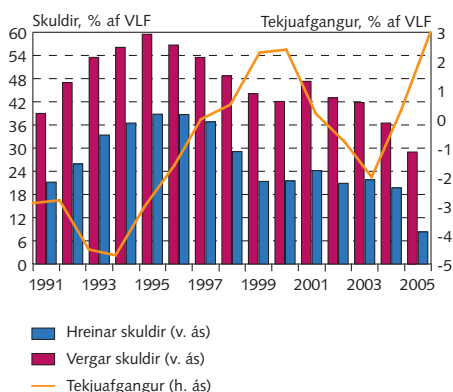
Tafla 13 Fjármál hins opinbera¹

Ma.kr.	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Hið opinbera</i>											
Tekjur	179,7	197,2	213,2	242,9	278,6	301,1	328,5	350,6	368,4	418,0	471,2
Útgjöld	193,1	204,9	213,3	240,0	264,0	284,6	327,2	356,8	384,8	415,5	441,6
Tekjuafgangur/halli	-13,4	-7,7	-0,1	2,8	14,6	16,6	1,3	-6,2	-16,3	2,5	29,6
Hreinar skuldir ²	174,6	187,2	192,0	167,7	131,6	141,8	181,2	165,7	178,5	177,7	80,3
Vergar skuldir	267,6	274,4	279,4	280,5	271,5	278,0	354,6	340,7	341,6	328,9	279,7
<i>Ríkissjóður³</i>											
Tekjur	141,4	155,7	162,4	184,0	213,9	228,9	246,0	257,8	275,0	315,0	362,6
Útgjöld	153,5	163,2	159,6	177,0	196,4	209,8	239,5	261,1	288,1	302,7	324,3
Tekjuafgangur/halli	-12,8	-8,2	1,8	6,0	16,4	18,1	5,4	-4,5	-14,5	11,0	38,3
Hreinar skuldir	150,7	163,9	167,7	138,3	103,5	110,5	150,7	133,0	142,3	131,6	28,4
Vergar skuldir	232,6	239,2	241,6	237,8	226,0	228,5	298,3	281,1	277,2	253,0	195,6
<i>Sveitarfélög</i>											
Tekjur	40,9	46,9	55,5	62,9	69,9	77,7	89,5	99,8	104,3	112,7	121,6
Útgjöld	42,3	47,4	58,5	67,2	72,8	80,3	94,8	103,2	108,0	122,7	127,9
Tekjuafgangur/halli	-1,4	-0,4	-3,0	-4,3	-2,9	-2,6	-5,3	-3,0	-3,4	-9,9	-6,2
Hreinar skuldir ²	25,1	24,2	25,0	30,1	28,7	31,7	30,7	32,8	36,3	45,6	51,4
Vergar skuldir	35,6	35,7	38,4	43,3	46,1	49,8	56,6	60,2	64,9	76,4	84,5
<i>Hið opinbera, % af VLF</i>											
Tekjur	39,6	40,5	40,5	41,6	44,3	44,4	42,9	43,8	44,5	45,6	47,3
Útgjöld	42,6	42,1	40,6	41,1	42,0	42,0	42,8	44,6	46,5	45,3	44,3
Tekjuafgangur/halli	-3,0	-1,6	0,0	0,5	2,3	2,4	0,2	-0,8	-2,0	0,3	3,0
Hreinar skuldir ²	38,8	38,7	36,8	29,1	21,4	21,5	24,2	20,9	21,8	19,7	4,7
Vergar skuldir	59,5	56,7	53,5	48,7	44,1	42,1	47,3	43,0	41,8	36,5	29,0

1. Samkvæmt uppsetningu þjóðhagsreikninga. 2. Bankainnstæður ríkissjóðs látnar lækka hreinar skuldir. 3. Með almannatryggingum.

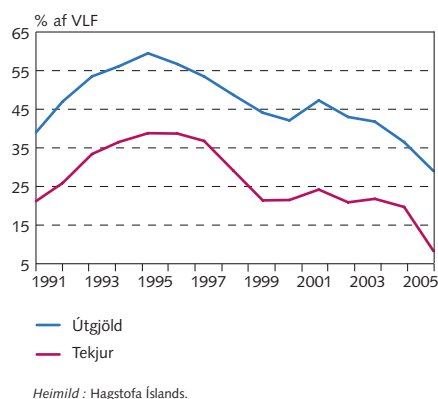
Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnsþá Seðlabankans.

Mynd 23
Skuldir og tekjuafgangur hins
opinbera 1991-2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans.

Mynd 24
Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla 14 Velta¹

Ma.kr.	Janúar-desember			% -breyting frá fyrra ári, janúar-desember ²		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Samtals iðnaður	335,0	355,0	389	-5,2	5,8	9,8
Iðnaður án fiskiðnaðar	223,0	233,0	233	-0,2	4,5	-0,1
Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju	182,0	190,0	195	4,5	4,0	2,7
Smásöluverslun (án eldsneytis)	192,0	205,0	223	2,3	6,5	8,8
Heildsala	315,0	383,0	417	8,3	21,6	8,9
Heildsala án eldsneytis	221,0	333,0	362	9,3	22,9	8,5
Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð	100,0	122,0	155	22,3	22,2	27,4
Samtals	1.438	1.614	1.757	1,6	12,2	8,9
Samtals án eldsneytis	1.334	1.516	1.702	7,7	13,6	12,3

1. Byggt á virðisaukaskattskýrslum. 2. Reiknað út frá veltu staðvirtri með neysluverðsvísitölu eða neysluverðsvísitölu án húsnæðis og bensíns.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

116

Tafla 15 Raungengi íslensku krónunnar¹

Raungengi (1980 = 100)	Meðalstaða árs					1. ársfj. 2006	% -breyting frá fyrra ári		
	2001	2002	2003	2004	2005		III '05	IV '05	I '06
m.v. hlutfallslegt neysluverðlag	83,7	88,5	94,1	97,2	107,0	109,3	9,2	11,4	1,4
m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu	73,2	76,9	80,2	79,4	88,8	93,5	7,8	15,9	0,3
% -breyting frá fyrra ári	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Brb. 2005	Áætlun 2006
Nafngengi	1,5	0,0	0,2	-16,6	2,5	6,2	1,8	8,3	-8,4
Erlent verðlag	1,6	1,6	2,3	2,1	1,7	2,0	1,8	2,3	1,5
Innlent verðlag	1,7	3,4	5,1	6,6	4,8	2,1	3,2	4,0	4,9
Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag	1,6	1,8	2,8	-13,0	5,7	6,3	3,2	10,2	-5,3
Erlend framleiðni	3,0	3,3	4,2	3,0	4,1	4,3	2,0	3,2	1,6
Innlend framleiðni	7,7	1,6	1,9	2,2	-0,5	4,4	7,2	1,3	2,8
Erlend laun	3,0	3,3	4,2	3,0	4,1	4,3	2,0	3,2	1,6
Innlend laun	7,1	5,5	5,6	8,4	5,4	5,5	4,5	7,0	8,0
Raungengi miðað við hlutfallsleg laun	-0,5	1,4	1,1	-13,6	5,1	4,3	-1,1	11,9	-4,2

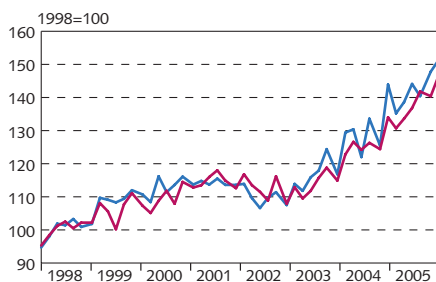
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlanir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

Veltubreyting milli ára 1998/1 - 2005/6

Tveggja mánaða tímabil, raunvirt og árstíðarleidd



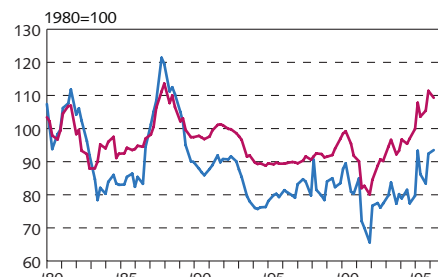
— Velta innanlandsgreina
— Heildarvelta

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar

1. ársfj. 1980 - 1. ársfj. 2006



— Miðað við hlutfallsleg laun
— Miðað við hlutfallslegt verðlag

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 16 Fasteignamarkaður og eignaverð

Fasteignamarkaður ¹	2003	2004	2005	maí'06	1 mán. %-br.		12 mán. %-breytingar		
					apríl'06	maí'06	maí.'04	maí'05	maí'06
Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði ²	177,7	200,5	271,3	307,1	1,6	0,9	11,5	35,0	17,2
Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði ²	160,7	179,9	201,3	298,6	0,9	0,9	11,4	31,3	15,9
Verð veiðheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.)									
Verð varanlegra þorsheimilda (kr./kg.)	1.223	1.126	1.363	1.700	-	-1,4	-11,5	22,7	28,3
Leiguverð þorsheimilda (kr./kg.)	117	119	124	125	-	-	-11,1	4,2	-
Hlutfjármarkaður									
Vísitölur, 31. des. 1997 = 1.000	Í árslok				31. maí	% -breyting til 31. maí 2006			
	2002	2003	2004	2005	2006	1 m.	3 m.	6 m.	12 m.
Úrvalsvísitala (ICEX-15)	1.352,0	2.114,3	3.359,6	5.534,4	5.709,4	2,4	-13,4	11,8	41,3
Heildarvísitala aðallista	1.436,2	2.075,2	3.167,4	5.107,5	5.267,0	1,9	-12,9	11,4	39,3
Atvinnugreinvísitölur, 31. des. 2004 = 100 ³									
Sjávarútvegur (ICEXFISH)	107,3	100,0	120,7	121,2	121,2	-1,4	3,8	3,0	-7,9
Fjármálaþjónusta (ICEX40)	.	.	.	171,6	171,6	2,1	-20,3	9,6	.
Nauðsynjavörur (ICEX30)	.	.	.	135,0	135,0	-0,5	-1,2	2,5	.
Heilbrigðisgeiri (ICEX35)	.	.	.	164,7	164,7	7,5	11,4	27,9	.

1. Breytingar eru reiknaðar út frá 3 mán. hreyfanlegum meðaltölum. 2. Janúar 1994=100. Staðgreiðsluverð. 3. Hinn 1. apríl 2005 voru teknar upp nýjar atvinnugreinvísitölur. Af eldri vísitölum er aðeins vísitala sjávarútvegs reiknuð áfram og miðast upphafsgildi hennar (100) við 31. desember 1997.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Íbúðalánasjóður, Kauphöll Íslands, Kvótáþing, LÍÚ, Seðlabanki Íslands.

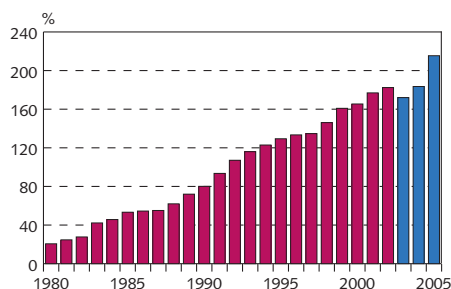
Tafla 17 Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja

Í ma.kr. nema annað sé tekið fram	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Áætlun		% -br. milli ára '04-'05
							2004	2005	
Íbúða- og bifreiðaeign heimila ¹	724,1	842,6	952,9	1.043,8	1.108,2	1.235,3	1.448,7	1.789,2	23,5
Eignir heimila í lífeyrissjóðum	398,2	507,3	557,3	640,1	664,6	805,1	964,6	1.176,1	21,9
Skuldir heimila við lánakerfið ²	442,6	522,0	613,8	710,9	758,6	772,2	877,0	1.082,5	23,8
Skuldir heimila sem % af ráðstöfunartekjum ²	146,1	160,9	165,4	176,9	182,4	172,0	183,5	214,7	17,4
Skuldir fyrirtækja við lánakerfið ²	509,4	668,8	801,1	962,3	972,6	1.171,0	1.457,7	2.172,2	50,0
Skuldir sjávarútvegsfyrirtækja	139,7	160,3	165,2	195,5	191,9	185,5	208,4	216,0	3,7

1. Skv. þjóðarauðsmati þjóðhagsstofnunar. Á meðalverði ársins. 2. Vegna breyttrar útlánaskiptingaráttar lánakerfis eru skuldir heimila 50,3 ma.kr lægri en ella í lok ársins 2003 og skuldir fyrirtækja 27,9 ma.kr lægri. Hlutfallsbreytingar miðast hins vegar við óbreytta útlánaskiptingu lánakerfis.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

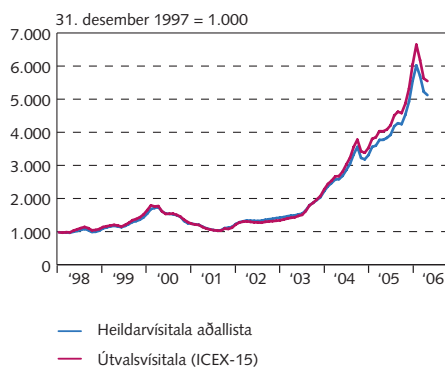
Mynd 27
Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2005¹



1. Breytt lánaflokkun frá árinu 2003 (súlur í bláum lit) (sjá neðanmálsgrein 2 við töflu 17).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 28
Hlutfabréfaverð 1998-2006

Mánaðarleg meðaltöl janúar 1998 - maí 2006



Heimild: Kauphöll Íslands.

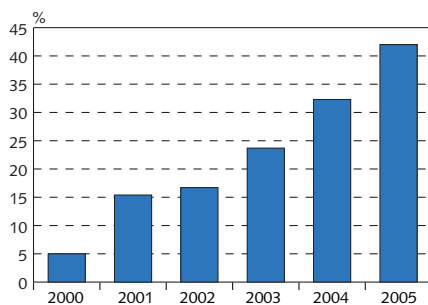
Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

Úr reikningum hlutafélaga í Kauphöll Íslands ¹	Jan.-des.		% af veltu		Jan.-mars		% af veltu	
	2004	2005	2004	2005	2005	2006	2005	2006
Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna								
Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði	31,5	48,8	12,6	11,3	14,6	25,6	11,1	11,2
Sjávarútvegur	2,6	2,5	19,3	16,2	1,3	1,3	25,9	23,8
Samgöngur	8,9	13,2	8,7	7,4	0,5	3,7	2,3	7,7
Upplýsingatækni	3,9	4,9	12,2	9,7	1,1	1,3	12,3	10,2
Iðnaður og framleiðsla	16,2	24,7	19,4	15,9	5,1	11,3	17,3	15,0
Hagnaður eftir skatta	17,1	36,4	6,9	8,5	4,2	7,7	3,2	3,4
Sjávarútvegur	1,8	0,9	13,6	6,4	1,2	-1,4	24,3	-26,5
Samgöngur	5,8	20,1	5,7	11,7	-1,3	5,2	-6,5	10,9
Upplýsingatækni	1,2	1,6	3,9	3	0,3	-0,2	3,7	-1,9
Iðnaður og framleiðsla	9,2	11,4	11	3,3	3,3	2,6	11,0	3,4
Eiginfjárlutfall fyrirtækja í Kauphöll Íslands	35,8	36	.	.	37,2	35,6	.	.
Arðsemi eigin fjár félaga í Kauphöll Íslands	11,9	8,7	.	.	5,3	8,6	.	.
Fjöldi hlutafélaga í úrtaki	18	18	18	18	17	17	17	17
Úr reikningum viðskiptabanka ²						1.ársfj.	% breyting milli ára	
Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna	2001	2002	2003	2004	2005	2006	03-04	04-05
Hreinar vaxtatekjur	24,8	23,9	30,5	45,8	79,1	27,2	72,8	-65,6
Aðrar rekstrartekjur	8,2	15,6	40,9	66,2	120,2	52,4	81,6	-56,4
Hreinar rekstrartekjur	33,0	39,5	71,4	112,0	199,3	79,6	78,0	-60,1
Rekstrargjöld	20,7	22,8	39,1	52,4	71,4	26,5	36,2	-62,9
Framlag í afskriftareikning	5,7	7,3	11,4	11,4	10,5	3,7	-7,9	-64,9
Tekju- og eignarskattur	0,5	1,7	2,5	8,2	21,3	7,7	160,2	-63,8
Hagnaður ársins	6,0	7,7	16,3	42,9	95,2	43,0	121,6	-54,8
Heildareignir í lok tímabils	816,7	836,1	1.450,8	2.968,9	5.418,5	6.677,1	82,5	23,2
Eigið fé í lok tímabils	48,8	52,5	97,7	246,1	400,9	456,5	62,9	13,9
% í lok tímabils								
Arðsemi eigin fjár	15,4	16,7	23,7	32,3	42,0	49,0	.	.
Kostnaðarlutfall ³	62,9	57,6	54,8	46,8	35,8	33,0	.	.
Eiginfjárlutfall alls	11,2	11,4	12,0	12,9	12,6	12,0	.	.
Eiginfjárlutfall A (T1)	8,3	8,7	9,3	10,1	10,2	9,8	.	.

1. Byggt á reikningum allra félaga í Kauphöll Íslands nema fjármála- og tryggingarfyrirtækja. Paraðar tölur hverra tveggja ára. 2. Þrjú stærstu viðskiptabankarnir. Uppgjör viðskiptabankanna 2005 og 2004 skv. IFRS (International Financial Reporting Standards). 3. Rekstrargjöld sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum

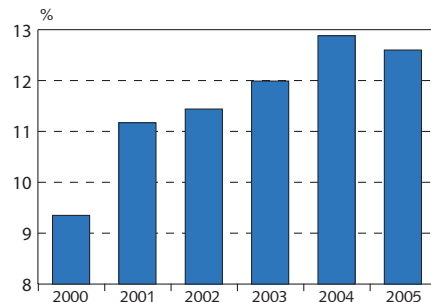
Heimildir: Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

Mynd 29
Arðsemi eigin fjár stærstu viðskiptabanka¹
2000 - 2005



1. Þrjú stærstu viðskiptabankarnir. Uppgjör viðskiptabankanna 2005 og 2004 skv. IFRS (International Financial Reporting Standards).
Heimild: Ársreikningar viðskiptabankanna.

Mynd 30
Eiginfjárlutfall viðskiptabanka
og sparisjóða¹ 2000 - 2005



1. Þrjú stærstu viðskiptabankarnir. Uppgjör viðskiptabankanna 2005 og 2004 skv. IFRS (International Financial Reporting Standards).
Heimild: Ársreikningar viðskiptabankanna.

Tafla 19 Erlendur samanburður

Skv. nýjustu upplýsingum fyrir hvert land	ESB-25	E-12	USA	UK	Japan	Svíþjóð	Noregur	Finnland	Danmörk	Ísland
Verðbólga sl. 12 mån.	2,3	2,5	3,5	2,6	0,4	1,5	2,7	1,6	1,8	4,0
Atvinnuleysi ¹	8,3	8,0	4,6	5,2	4,1	5,5	4,0	7,5	4,8	1,2
Hagvöxtur ²	2,6	1,9	3,6	2,2	3,5	3,9	2,7	2,9	2,8	5,5
Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) ³	.	3,7	5,0	4,7	1,4	3,6	4,0	3,7	3,7	9,9
Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) ³	.	.	2,3	1,8	.	1,2	.	.	.	4,0
Skammtímavextir ⁴	2,9	2,7	4,8	4,6	0,3	2,1	3,0	2,9	2,9	11,9

Fyrir árið 2004 (nema annað sé tilgreint):

VLF á mann m.v. kaupm.jafnvægi US\$ (PPP) ⁵	.	27,1	37,6	29,9	28,0	29,0	37,1	28,6	30,7	29,4
Vergur sparnaður, % af VLF ⁶	.	.	13,0	14,8	26,4	24,2	32,4	24,3	22,2	14,7
Jöfnuður hins opinbera, % af VLF	.	-2,9	-3,7	-3,1	-6,5	1,2	15,3	2,1	2,8	3,0
Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF	.	79,3	63,8	46,8	158,9	61,5	51,7	53,3	49,7	28,0
Útgjöld hins opinbera, % af VLF	.	47,9	36,6	44,9	37,4	57,2	46,1	50,9	54,0	44,0
Viðskiptajöfnuður, % af VLF	0,3	-0,2	-6,5	-1,8	3,4	7,1	16,1	3,5	3,0	-16,5

1. Árstíðarleidd. 2. Hagvöxtur yfir fjóra ársfjórðunga. Árstíðarleidd, nema fyrir Ísland. 3. Ríkisskuldabréf til 5 ára eða því sem næst. 4. Ríkisvixlar til þriggja mánaða. 5. Árið 2003. Í þús. Bandaríkjadala. Umreiknað á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 6. Árið 2002 fyrir Japan og árið 2003 fyrir Bandaríkin.

Heimildir: EcoWin, Eurostat, OECD.

Tafla 20 Alþjóðleg hagþróun

Hagvöxtur, % á ári ¹	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Bráðab.	Spár	
							2005	2006	2007
Heimsframleiðsla	3,7	4,8	2,6	3,1	4,1	5,3	4,8	4,9	4,7
Evrusvæði	2,9	3,8	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	2,1	1,8
Bretland	3,0	4,0	2,2	2,0	2,5	3,1	1,8	2,3	2,5
Bandaríkin	4,4	3,7	0,8	1,6	2,7	4,2	3,5	3,4	2,9
Japan	-0,1	2,4	0,2	0,1	1,8	2,3	2,7	3,0	2,3
Önnur nýmarkaðs- og þróunarriki ²	4,1	6,1	4,4	5,1	6,7	7,6	7,2	6,9	6,6
Vöxtur heimsverslunar, % á ári	5,7	12,1	0,3	3,4	5,4	10,4	7,3	8,0	7,5
Verðbólga ³									
Evrusvæði	1,1	2,1	2,3	2,3	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1
Bretland	1,4	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	2,1	2,0	2,0
Bandaríkin	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,4
Japan	-0,3	-0,9	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,4	0,6
Atvinnuleysi									
Evrusvæðið	9,2	8,2	7,8	8,3	8,7	8,9	8,6	8,2	8,0
Bretland	6,0	5,5	5,1	5,2	5,0	4,8	4,8	4,9	4,8
Bandaríkin	4,2	4,0	4,7	5,8	6,0	5,5	5,1	4,7	4,9
Japan	4,7	4,7	5,0	5,4	5,3	4,7	4,4	4,1	3,8
Jöfnuður hins opinbera, % af VLF ⁴									
Evrusvæðið	-1,3	0,0	-1,9	-2,5	-3,0	-2,7	-2,9	-2,7	-2,5
Bretland	1,1	3,8	0,7	-1,7	-3,3	-3,2	-3,1	-3,0	-3,2
Bandaríkin	0,9	1,6	-0,4	-3,8	-5,0	-4,7	-3,7	-4,2	-3,9
Japan	-7,2	-7,5	-6,1	-7,9	-7,7	-6,5	-6,5	-6,0	-6,0
Langtímavextir ⁵									
Evrusvæðið	4,6	5,4	5,0	4,9	4,1	4,1	3,4	3,7	4,1
Bretland	5,1	5,3	4,9	4,9	4,5	4,9	4,5	4,5	4,7
Bandaríkin	5,6	6,0	5,0	4,6	4,0	4,3	4,3	4,7	4,8
Japan	1,7	1,7	1,3	1,3	1,0	1,5	1,4	1,8	2,3

1. Raunbreyting landsframleiðslu á milli ára. 2. Í maí 2004 breytti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn landaflokkun sinni. Í hópnun „Önnur nýmarkaðs- og þróunarriki“ eru 146 ríki. 3. Breyting neysluverðs. 4. Hlutfall af vergri landsframleiðslu. Tekjujöfnuður hins opinbera, ríkis, sveitarfélaga og almennatrygginga. 5. Ávöxtun 10 ára ríkisskuldabréfa.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, OECD.

Tafla 21 Sögulegar hagtölur

Ár	Verðlag ¹		Gengi		Vextir		Peningastæðir		Hlutfall gjaldeyrisforða og vörumfl. ⁵	Erlendar skuldir % af VLF ⁶	Hagvöxtur		
	Vísitala neyðs- verðs ¹	Verð- bólgá	Meðal gengis- vísitala ²	Raugengi krónu ³ m.v. laun neyðsverð	Meðal- ávöxtun spariskrifteina ⁴	Alm. skuldabréfa- lán banka (raunáv.) óverðr.	%-breyting yfir ár	Útlán innlánsst. lánaferfis				Útlán	
1977	2,4	30,3	9,7	113,1	114,2	3,5	-9,5	43,9	40,5	41,8	2,0	37,6	8,8
1978	3,5	44,0	13,9	105,3	106,6	3,3	-13,4	48,7	47,3	62,8	2,6	39,2	6,0
1979	5,0	44,5	18,7	100,0	100,7	3,5	-15,4	55,9	58,1	46,4	2,5	39,7	4,9
1980	8,1	61,8	25,9	100,0	100,0	3,5	-8,3	65,4	66,4	71,1	2,4	35,9	5,7
1981	12,2	50,8	34,7	104,4	106,3	3,2	-1,7	70,5	72,2	54,1	3,0	36,5	4,3
1982	18,4	51,0	54,5	95,8	102,2	3,5	-9,4	58,0	92,0	100,2	2,1	46,4	2,2
1983	33,9	84,2	100,0	90,3	84,3	3,8	-14,2	78,7	85,6	82,9	2,5	57,2	-2,2
1984	43,7	29,2	116,3	94,7	83,4	7,0	3,4	33,4	43,0	40,2	2,1	60,2	4,1
1985	57,9	32,4	148,7	93,2	84,5	6,9	-2,3	47,6	29,7	35,2	2,8	63,6	3,3
1986	70,2	21,3	171,0	95,0	86,4	8,5	4,3	35,0	19,1	20,1	3,6	56,5	6,3
1987	83,4	18,8	177,3	104,1	109,0	8,7	4,7	35,2	42,1	31,4	2,4	49,4	8,6
1988	104,6	25,4	202,6	109,4	113,4	8,7	11,8	24,0	37,2	34,0	2,4	51,3	-0,1
1989	126,7	21,1	254,7	100,6	98,1	7,4	6,5	27,2	25,2	33,8	3,0	56,8	0,3
1990	145,5	14,8	283,7	97,3	87,4	7,0	9,3	14,9	11,0	12,5	3,3	55,2	1,2
1991	155,4	6,8	283,6	99,9	89,6	8,1	10,0	14,4	11,6	15,4	3,2	56,0	-0,2
1992	161,2	3,7	285,0	99,8	92,5	7,4	11,8	3,8	5,3	11,8	4,0	58,8	-3,3
1993	167,8	4,1	308,8	94,4	84,3	6,7	11,5	6,5	5,0	11,1	4,3	66,7	1,3
1994	170,3	1,5	324,8	89,3	77,6	5,0	9,5	2,3	-1,3	4,5	2,6	63,4	3,5
1995	173,2	1,7	322,3	89,4	81,0	5,6	10,1	2,2	0,0	5,9	2,4	63,4	0,1
1996	177,1	2,3	322,9	89,7	81,9	5,5	10,5	6,8	11,8	9,3	3,0	62,5	4,8
1997	180,3	1,8	318,7	90,5	84,5	5,3	11,1	8,7	12,7	11,8	2,6	64,5	4,9
1998	183,3	1,7	313,6	91,9	88,7	4,7	11,8	15,1	30,3	15,1	2,2	69,5	5,8
1999	189,6	3,4	313,1	93,6	90,2	4,4	8,0	17,1	22,8	17,3	2,6	82,0	4,3
2000	199,1	5,0	313,3	96,2	91,4	5,1	12,7	11,2	26,2	17,2	2,1	101,5	4,1
2001	212,4	6,7	376,3	83,7	78,7	5,1	9,4	14,9	13,4	19,2	2,1	118,9	3,8
2002	222,6	4,8	365,2	88,5	84,1	5,2	13,7	15,3	0,9	3,2	2,5	122,5	-1,0
2003	227,3	2,1	343,3	94,1	88,5	4,4	9,4	17,5	14,8	11,8	3,5	142,7	3,0
2004	234,6	3,2	336,3	97,2	90,6	3,9	8,3	15,0	39,5	19,7	3,6	198,8	8,2
2005	244,0	4,0	301,8	107,7	103,7	3,7	10,7	23,6	49,3	30,1	2,9	293,8	5,5

1. Sínd eru ársmeðaltöl (maí 1988=100) og breyting milli ársmeðaltala. 2. 1983=100. Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu miðað við viðskiptavægnu körfu helstu viðskiptalanda. Ársmeðaltal. 3. 1980=100. 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtryggðra spariskrifteina ríkissjóðs. Ávöxtun í Kauphöll Íslands frá 1987. Áður vextir í frumsölu. 5. Gjaldvefistíðir í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvörumflutnings síl. 12 mánuði. 6. Vergar skuldir án áhættufjármagns.

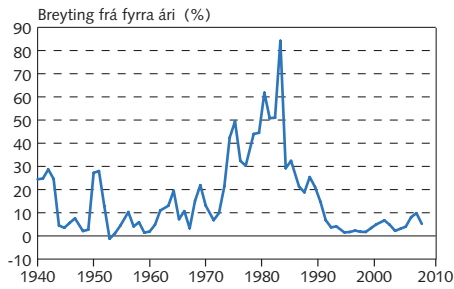
Tafla 21 (frh.) Sögulegar hagtölur

	Þjóðhagsstærðir (%-breyt. milli ára)		Útanríkisviðskipti (%-breyt. milli ára) ⁷		Viðsk.- jöfn., % af VLF	Hið opinbera (% af VLF) ⁸		Vinnurmarkaður (% af mannafla)		Laun (%-breyt. milli ára)		
	Einka- neysla	Flár- muna- myndun	Út- flutn.	Inn- flutn.		Við- skipta- kjör	Jöfn- uður	Tekjur	Útgjöld	Atv.- leysi	Atv.- þátttaka	Raun- laun ⁹	Kaupm. ráð- stóftækna á mann
1977	12,9	11,5	8,9	20,6	7,1	-2,3	-0,2	30,5	0,3	72,5	.	15,5
1978	9,0	-5,5	2,1	15,2	3,7	1,2	0,1	31,0	0,3	73,6	.	8,5
1979	2,8	-1,8	3,4	6,3	2,5	-0,7	0,9	32,4	0,4	73,0	.	2,0
1980	3,4	13,9	5,9	2,7	3,0	-2,0	1,3	35,1	0,3	74,1	.	1,1
1981	6,2	1,2	5,6	3,2	7,1	-4,1	1,3	36,3	0,4	76,8	0,7	5,4
1982	5,0	0,1	5,0	-8,9	-0,6	-8,0	1,7	37,4	0,8	77,6	1,7	2,2
1983	-5,6	-12,7	-8,6	11,0	-9,7	-1,3	-2,0	35,6	1,0	77,4	-16,7	-12,5
1984	3,7	9,4	6,4	2,4	9,2	0,7	2,2	36,6	1,3	77,6	-3,1	-2,5
1985	4,2	1,0	2,7	11,1	9,4	-0,9	-1,6	35,2	0,9	79,3	1,2	10,8
1986	6,9	-1,5	4,5	5,9	1,0	0,5	-4,0	35,3	0,7	80,9	5,7	9,5
1987	16,2	18,7	15,7	3,3	23,3	4,3	-0,8	35,5	0,4	84,1	9,0	25,8
1988	-3,8	-0,2	-0,6	-3,6	-4,6	-3,4	-2,0	39,2	0,6	80,1	2,2	-2,7
1989	-4,2	-7,9	-4,4	2,9	-10,3	-3,9	-4,5	39,1	1,7	78,7	-9,1	-9,4
1990	0,5	3,0	1,5	0,0	1,0	-2,0	-3,3	38,8	1,8	77,5	-4,9	-4,6
1991	3,0	2,6	3,5	-5,9	5,3	3,4	-2,9	40,5	1,5	76,2	1,4	2,1
1992	-3,2	-10,3	-4,6	-2,0	-6,0	-0,5	-2,8	41,6	3,1	75,5	-0,8	-2,7
1993	-4,6	-9,8	-2,9	6,5	-7,5	-3,6	-4,5	39,7	4,4	75,3	-2,6	-7,6
1994	2,7	-0,2	1,7	9,3	3,8	0,3	-4,8	39,3	4,8	75,4	-0,3	0,0
1995	2,2	-1,7	2,2	-2,3	3,6	1,0	-3,0	40,4	5,0	75,7	2,8	2,7
1996	5,7	25,0	6,8	9,9	16,5	-3,2	-1,6	41,3	4,4	76,4	4,0	4,4
1997	6,2	9,3	5,7	5,6	8,0	2,0	0,0	40,5	3,9	76,6	3,6	8,5
1998	10,1	32,5	13,3	2,5	23,4	5,2	0,5	41,6	2,8	77,1	7,6	8,6
1999	7,9	-3,9	4,4	3,9	4,4	-0,7	2,3	44,3	1,9	77,3	3,3	6,8
2000	4,2	10,4	5,7	4,3	8,6	-2,4	2,4	44,4	1,3	77,3	1,6	5,4
2001	-3,0	-3,0	-2,3	7,4	-9,1	0,3	0,2	42,9	1,4	77,5	2,0	1,4
2002	-1,6	-18,9	-3,5	3,8	-2,6	0,6	-0,8	43,8	2,5	77,3	2,3	-0,1
2003	5,9	16,3	6,4	1,6	10,8	-4,1	-2,0	44,5	3,4	76,6	3,4	5,2
2004	7,2	29,2	10,4	8,4	14,4	-1,3	0,3	45,6	3,1	76,3	1,6	3,4
2005	11,9	34,5	14,9	3,5	28,4	1,0	-16,5	47,0	2,1	76,0	2,6	8,1

7. Viðskipti með vöru og þjónustu. %-breytingar milli ára eru magnbreytingar. 8. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. 9. Launavísitala Hagstofu frá 1989. Áður launavísitala til greiðslufnunar. Raunvirk með neysluverðsvísitölu. Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 31
Verðbólga 1940-2008¹

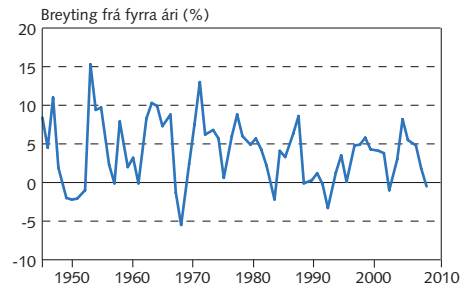
Árleg meðaltöl vísitölu neysluverðs



1. Spá 2006-2008.
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

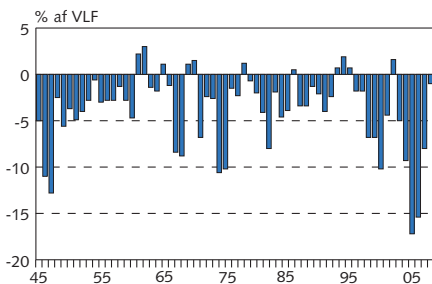
Mynd 32
Hagvöxtur 1945-2008¹

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu milli ára



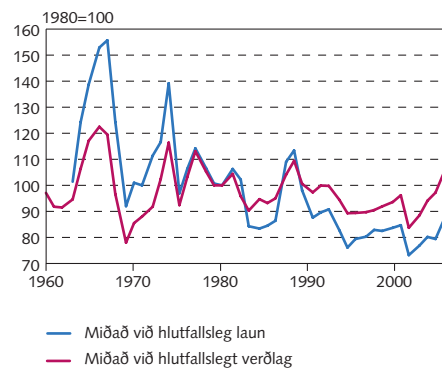
1. Bráðabirgðatölur 2004. Spá 2006-2008.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33
Viðskiptajöfnuður 1945-2008¹



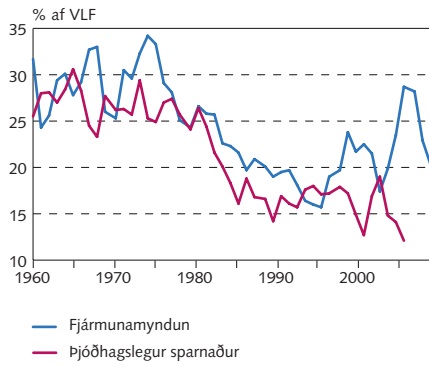
1. Bráðabirgðatölur 2005. Spá 2006-2008.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 34
Raungengi krónunnar 1960-2005¹



1. Bráðabirgðatölur 2004. Áætlun 2005.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

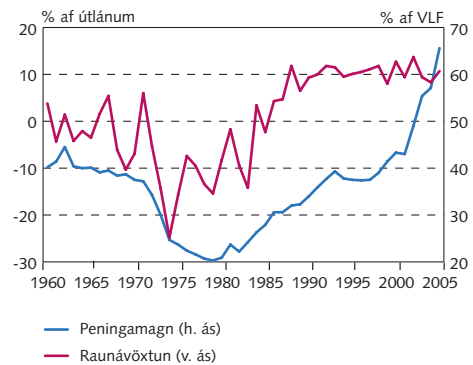
Mynd 35
Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2008¹



1. Bráðabirgðatölur 2005. Spá 2006-2008.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 36
Raunávöxtun og peningamagn 1960-2005

Raunávöxtun óverðtryggðra útlána banka og M3 sem hlutfall af VLF



Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 22 Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins

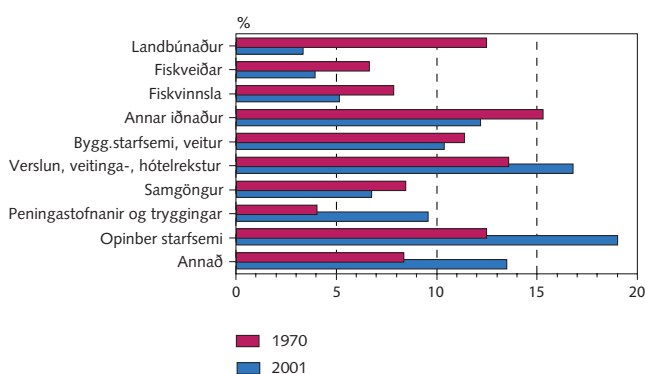
I. Mannfjöldi og vinnuafli (þús. manns)	1970	2005
Mannfjöldi í árslok	204,8	299,9
yngri en-16 ára	70,6	70,2
16-74 ára	127,3	212,8
eldri en 74 ára	7,0	16,9
Árleg fjölgun síðustu 5 ára (%)	1,1	1,1
Vinnuafli (þús. ársverk)	82,7	152,1
þ.a. karlar	54,7	87,7
þ.a. konur	28,0	64,5
II. Hlutfallsleg atvinnuskipting (%)		
Landbúnaður	12,4	3,3
Fiskveiðar	6,6	3,9
Fiskvinnsla	7,8	5,1
Iðnaður, annar en fiskiðnaður	15,2	12,1
Byggingarstarfsemi og rekstur veitna	11,3	10,3
Verslun, veitinga- og hótélrekstur	13,5	16,7
Samgöngur	8,4	6,7
Peningastofnanir og tryggingar	4,0	9,5
Opinber starfsemi	12,4	18,9
Ýmis þjónusta og önnur starfsemi	8,3	13,4
III. Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings		
Skipting eftir vöruflokkum (%):		
Sjávarafurðir	77,1	56,7
Iðnaðarvörur	18,4	34,9
þar af ál og kísiljárn	13,2	21,6
Landbúnaðarvörur	3,4	1,9
Skipting eftir ríkjum (%):		
Bandaríkin	30,0	8,8
Evrópusambandið	52,8	74,6
Annað	17,2	16,6

IV. Þjóðartekjur og -útgjöld	1970	2005 ¹
Verg landsframleiðsla (VLF), ma.kr.	0,4	996,0
Verg landsframleiðsla, ma. USD	0,5	15,8
Þjóðartekjur á íbúa í þús. USD	2,0	52,1
VLF á mann í þús. USD m.v. kaupmáttarjafnvægi (PPP) ²	2,7	35,8
Verg fjármunamyndun, % af VLF	25,3	28,7
Vergur þjóðhagslegur sparnaður, % af VLF	26,1	13,3
Hreinn þjóðhagslegur sparnaður, % af HþF ³	13,8	0,3
Útflutningur vöru og þjónustu, % af VLF	46,4	31,5
Samneysla, % af VLF	12,7	24,7
Heildarútgjöld hins opinbera, % af VLF ⁴	28,9	45,3
Heildarskattar, % af VLF ⁴	28,9	38,8
V. Fjármagn og skuldir		
% af VLF nema annað sé tekið fram		
Fjármunaeign, % af VLF	3,4	2,9
Fjármunaeign í ma. USD	1,8	46,0
Hreinar erlendar skuldir	20,1	161,4
Greiðslubyrði erl. langtímaskulda, % útfl.tekna	11,3	71,9
Heildarskuldir hins opinbera	13,0	35,2
Hreinar skuldir hins opinbera	-2,3	21,6
Peningamagn (M3)	37,5	65,5
Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis	484,8	342,4
Skuldir atvinnuvega	53,6	215,7
Skuldir heimila	21,2	107,5
Markaðsverðmæti hlutabréfa	.	180,3

1. Bráðabirgðatölur. Séu þær ekki til fyrir árið 2005 er tilgreint það ár sem við á. 2. Umreiknað í Bandaríkjadali á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 3. HþF er hrein þjóðarframleiðsla, þ.e. verg þjóðarframleiðsla að frádragnum afskriftum. 4. Á þjóðhagsreikningagrunni.

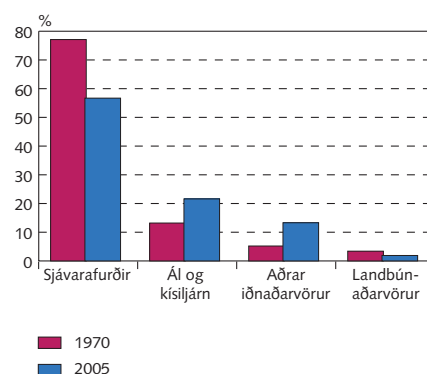
Heimildir: Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Þjóðhagsstofnun, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 37
Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 38
Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

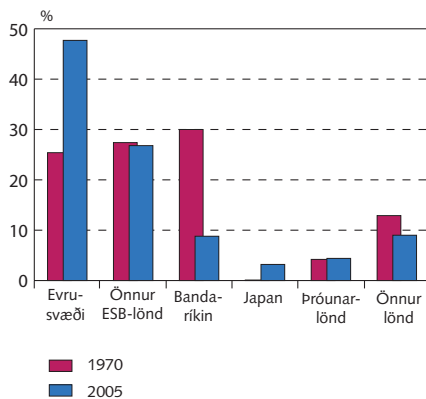
Tafla 23 Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum¹

	% af heild						Ma.kr.	
							Jan.-apríl	
	1970	1980	1990	2000	2005	2006	2005	2006
Vöruútflutningur, fob								
Evrópusambandið	52,8	52,3	70,7	67,4	74,6	76,1	144,9	48,8
Evrusvæði	25,4	30,2	37,6	42,3	47,7	48,8	92,8	31,3
Önnur Evrópusambandslönd	27,4	22,0	33,1	25,1	26,8	27,3	52,1	17,5
þar af Bretland	13,2	16,5	25,3	19,3	17,8	18,4	34,6	11,8
Önnur Vestur-Evrópulönd	2,8	2,3	3,4	7,8	5,9	5,5	11,5	3,5
Önnur Austur-Evrópulönd og fyrrum Sovétríki ²	9,6	8,8	2,9	1,4	1,1	2,5	2,1	1,6
þar af Rússland	6,8	5,4	2,5	0,4	1,0	2,5	2,0	1,6
Bandaríkin	30,0	21,6	9,9	12,2	8,8	7,6	17,1	4,9
Japan	0,1	1,5	6,0	5,2	3,2	3,2	6,3	2,1
Önnur OECD-lönd	0,5	0,6	0,5	2,0	1,5	1,1	2,9	0,7
Þróunarlönd ³	4,2	12,9	5,5	3,0	4,4	3,6	8,6	2,3
Önnur lönd	0,0	0,0	1,1	1,0	0,4	0,4	0,9	0,3
Alls	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	194,4	64,1
Vöruinnflutningur, cif								
Evrópusambandið	64,9	58,0	59,9	57,0	61,6	59,6	193,5	69,9
Evrusvæði	32,0	33,2	35,5	33,5	33,7	34,9	105,8	40,9
Önnur Evrópusambandslönd	33,0	24,8	24,4	23,6	27,9	24,7	87,6	29,0
þar af Bretland	14,3	9,5	8,1	9,0	5,8	5,3	18,1	6,2
Önnur Vestur-Evrópulönd	5,4	8,1	5,2	9,7	9,5	9,8	29,7	11,5
Önnur Austur-Evrópulönd og fyrrum Sovétríki ²	10,4	10,9	6,5	5,7	0,9	0,7	2,9	0,8
þar af Rússland	7,2	9,7	5,0	1,8	0,5	0,5	1,5	0,6
Bandaríkin	8,2	9,4	14,4	11,0	9,3	7,8	29,3	9,1
Japan	2,9	4,0	5,6	4,9	5,3	5,0	16,5	5,9
Önnur OECD-lönd	0,4	5,8	3,7	4,5	3,8	4,4	11,8	5,2
Þróunarlönd ³	7,2	2,7	3,1	5,6	8,6	11,7	26,9	13,8
Önnur lönd	0,6	1,1	1,4	1,5	1,0	1,0	3,2	1,2
Alls	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	313,9	117,3

1. Tölur fyrir árin 1970-1990 miðast við sömu landasamsetningu svæða og árið 2000. 2. Átta Austur-Evrópulönd sem gengu í Evrópusambandið í maí 2004 eru talin með Evrópusambandinu frá og með 2004 í töflunni og um leið færð úr þessum flokki. 3. Fylgt er skilgreiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

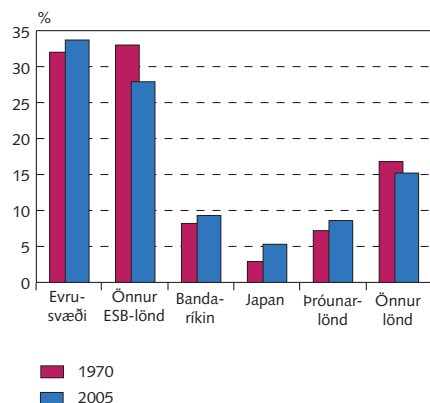
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 39
Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 40
Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.